安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 11 月 04 日

公司快报

证券研究报告

证券

西南证券（600369.SH）

立足西南，稳健发展

■事件：2016 年 10 月 30 日，西南证券发布三季报。公司前三季度实现营业收入 29.5 亿元，同比下降 56%；归母净利润 10.57 亿元，同比下降 66%。第三季度，营收 9.5 亿元，环比下降 26%，归母净利润 2 亿元，环比下降 62%。

■**经纪业务市场份额稳中有升。**公司经纪业务前三季度收入达到 6.3 亿元，同比下降 63%。第三季度收入 1.9 亿元，环比保持稳定。前三季度股基交易额 14,801 亿元，市场份额 0.8%，且稳中有升，市场排名 31。佣金率万分之 4.3，高于行业平均水平。作为重庆唯一一家 A 股上市金融机构，公司在区域市场建立了相对领先的市场地位。

■**信用业务成功止亏。**公司前三季度利息净收入 3.9 亿元，同比下降 47%。受益于负债规模减少 32 亿，公司第三季度实现收入 4.1 亿元（上半年利息净收入-0.2 亿），实现扭亏为盈。9 月末，两融余额 78 亿元，市场占比 0.8%，较年初提升 0.06 个百分点，有望继续保持。

■**投行业务面临挑战。**公司前三季度投行业务实现收入 11.4 亿元，同比增长下降 63%，占当期营业收入比重 38%，仍为公司主要收入来源。其中，完成 IPO 项目 2 个，融资金额 9.62 亿元；增发项目 18 个，融资金额 344 亿元；债券发行主承销项目 65 个，融资 606 亿元，融资总规模排名第 15 位。公司 6 月 23 日因收到证监会调查通知书，接受调查期间投行业务暂停，对公司业绩造成一定影响。

■**自营业务收入环比下降。**前三季度，公司实现营业收入 4.9 亿元，同比下滑 79%；第三季度 0.7 亿元，环比下降 82%。公司自营业务在市场行情巨幅震荡的情况下加大量化、固定收益产品配置，以减小业绩波动。

■**加强主动管理，资管业务收入环比将持续增长。**前三季度，公司资产管理业务收入 0.9 亿元，同比下降 86%。第三季度收入 0.4 亿元，环比上升 37%。截至 6 月末，公司主动管理规模达到 66.74 亿元，主动管理规模占比由 2014 年的 2.7%大幅增至 7.4%。截至 10 月末，公司集合理财资产净值 112 亿元，市场占比达到近 0.7%。

■**整合升级全业务链体系，优化业务结构。**公司通过控股、参股公司加大拓展业务边界，优化业务结构。主要控股参股公司包括西证股权投资有限公司、西证创新投资公司、西南期货、西证国际投资有限公司、重庆股份转让中心有限责任公司、银华基金管理有限公司等，业务涉及股权托管转让、另类投资、小额贷款、期货经纪与咨询、基金募集销售等。

■**立足香港，境外业务取得实质性突破。**公司完成对香港本土上市券商敦沛金融的收购并将其更名为西证国际证券。以此为契机，公司将拓展海外业务发展机会，提升国际化水平并推进香港子平台与公司综合业务的良性互动。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 9.46 元。我们预计公司 2016 年-2018 年的 EPS 分别为 0.24 元、0.35、0.60 元。

■**风险提示：市场交易额大幅萎缩、公司业务经营风险、信用风险**

摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,675	8,497	5,190	6,385	7,486
净利润	1,347	3,545	1,367	1,998	3,380
每股收益(元)	0.49	0.63	0.24	0.35	0.60
每股净资产(元)	5.93	3.37	3.23	3.36	3.31

盈利和估值	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	15	12	31	21	12
市净率(倍)	2.49	2.19	2.28	2.20	2.23
净利润率	36.65%	41.72%	26.33%	31.28%	45.16%
净资产收益率	8.04%	18.64%	7.49%	10.55%	18.08%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

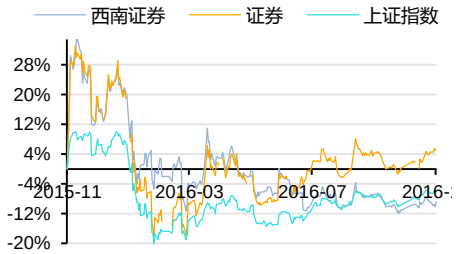
6 个月目标价： 9.46 元

股价（2016-11-03） 7.39 元

交易数据

总市值（百万元）	41,717.36
流通市值（百万元）	34,327.36
总股本（百万股）	5,645.11
流通股本（百万股）	4,645.11
12 个月价格区间	7.13/11.10 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.64	-4.21	-7.1
绝对收益	2.5	1.09	-13.0

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

西南证券：业务布局均衡，自营资管亮眼	2016-03-07
西南证券：中报点评：自营高速增长，国际布局铺开	2015-09-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：财务报表预测和估值数据汇总

损益表（元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表（元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,675	8,497	5,190	6,385	7,486	总资产	58,203	71,749	67,550	71,376	81,428
手续费及佣金净收入	1,924	4,307	3,129	4,392	5,239	客户资金存款	9,254	16,870	20,756	24,907	29,889
其中：代理买卖证券业务净收入	805	2,080	1,203	1,443	1,732	自有货币资金	2,236	5,335	5,604	6,725	8,070
证券承销业务净收入	969	1,469	1,175	2,123	2,598	交易性金融资产	14,855	16,377	18,014	14,972	17,017
资产管理业务收入	101	683	751	826	908	可供出售金融资产	7,249	10,170	1,714	1,890	2,083
利息净收入	198	214	449	331	390	持有至到期投资	-	294	294	294	294
投资净收益	1,249	3,948	1,382	1,520	1,672	长期股权投资	1,656	1,655	2,069	2,483	2,979
公允价值变动收益	302	-65	161	66	116	投资性房地产	49	46	52	52	52
汇兑收益	-3	79	38	58	48	固定资产	394	557	612	521	563
其他业务收入	5	14	31	17	20	无形资产	171	176	176	176	176
营业支出	2,029	4,231	3,298	3,765	3,532	商誉	41	266	266	266	266
营业税金及附加	222	524	419	472	445	其他资产	1,586	1,584	2,059	2,265	2,491
管理费用	1,719	3,267	2,613	2,940	2,777	总负债	40,983	52,159	50,693	55,102	65,135
资产减值损失	82	433	258	346	302	代理买卖证券款	10,691	19,065	24,309	28,602	34,318
其他业务成本	6	7	8	7	8	应付职工薪酬	709	1,477	752	846	799
营业利润	1,646	4,266	1,892	2,621	3,954	其他负债	802	878	840	859	849
加：营业外收入	19	88	39	63	51	所有者权益	17,220	19,590	18,945	19,766	19,689
减：营业外支出	1	11	6	9	7	股本	2,823	5,645	5,645	5,645	5,646
利润总额	1,664	4,343	1,924	2,675	3,998	归属于母公司所有者权益合计	16,750	19,018	18,258	18,942	18,700
减：所得税费用	317	798	558	678	618	少数股东权益	470	572	687	824	989
净利润	1,347	3,545	1,367	1,998	3,380	每股及估值指标（元）					
归属于母公司所有者的净利润	1,339	3,555	1,365	1,991	3,373	每股盈利	0.49	0.63	0.24	0.35	0.60
减：少数股东损益	8	-10	1	7	7	每股净资产	5.93	3.37	3.23	3.36	3.31
						市盈率	15	12	31	21	12
						市净率	2.49	2.19	2.28	2.20	2.23

资料来源：Wind,安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。