



太平洋证券  
PACIFIC SECURITIES

2017-04-13

公司点评报告

持有/调低

西南证券(600369)

目标价: 6.8

昨收盘: 6.3

非银金融 证券 II

## 西南证券(600369) 2016 年报点评: 投行业务营业利润度高达 82%, 业绩弹性大

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 5,645/5,645   |
| 总市值/流通(百万元)   | 35,564/35,564 |
| 12 个月最高/最低(元) | 8.74/6.21     |

《西南证券: 投行业务渐入佳境, 志在券商第一阵营》—2015/12/29

## ■ 证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

## ■ 证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

**事件:** 公司公布2016年报, 实现营业收入36亿元, 同比-57%; 归母净利润9亿元, 同比-74%; 稀释每股收益0.16元/股, 同比-75%。每10股分红1元, 累计分配5.65亿元现金股利。

## ■ 点评:

**业绩表现 (营收同比、归母净利润同比) 低于行业平均水平, 四季度亏损 1.4 亿。** 证券行业营收同比下降 43%; 行业净利润同比下降 50%。公司第一、二季度归母净利润分别为 3.4 亿、5.2 亿, 三、四季度分别为 2 亿、-1.4 亿。业绩下滑的主要原因是“投资收益+公允价值变动”同比下降 72%, 较 2015 年较少了 28 亿, 归母净利润总计 9 亿元, 这个变化对业绩产生了重要的影响。

**经纪业务聚焦业务转型, 市场份额排名稳中有升。** 交易市场份额 0.80%, 排名上升 1 位 (第 31 位); 两融日均市场份额 0.801%, 行业排名上升 1 位 (第 28 位)。股票质押市场份额 0.761%, 排名上升 5 位 (第 36 位)。公司经纪业务以标准化的产品销售与定制服务为切入点, 外引与内设相结合, 不断提升金融服务能力。

**投行业务营业利润贡献度高达 82%, 2017 年对业绩的变化影响较大。**

公司经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务收入占公司总收入的比例分别为 27.62%、33.59%、5.15% 和 23.82%。与去年同期相比, 投行业务的营业利润占比大幅提升, 自营业务与去年基本持平, 而经纪业务与资管业务占比有所下降。投行业务营业利润贡献度高达 82%, 其变动将对业绩产生较大影响。2016 年因投行业务受到证监会立案调查, 投行业务净收入实现 13.68 亿, 同比-6.9%, 而同行业公司该项业务普涨, 表明立案调查对业务的影响比较明显。3 月 17 日, 公司收到了《中国证券监督管理委员会调查通知书》, 增加了今年业绩的不确定性。

**投资建议:** 公司对投行、自营业务的依赖度较大, 业绩弹性大, 随着行业行情的修复, 仍然有机会, 但考虑到投行业务对业绩影响较大, 且受到立案调查的影响, 给予“持有”评级。

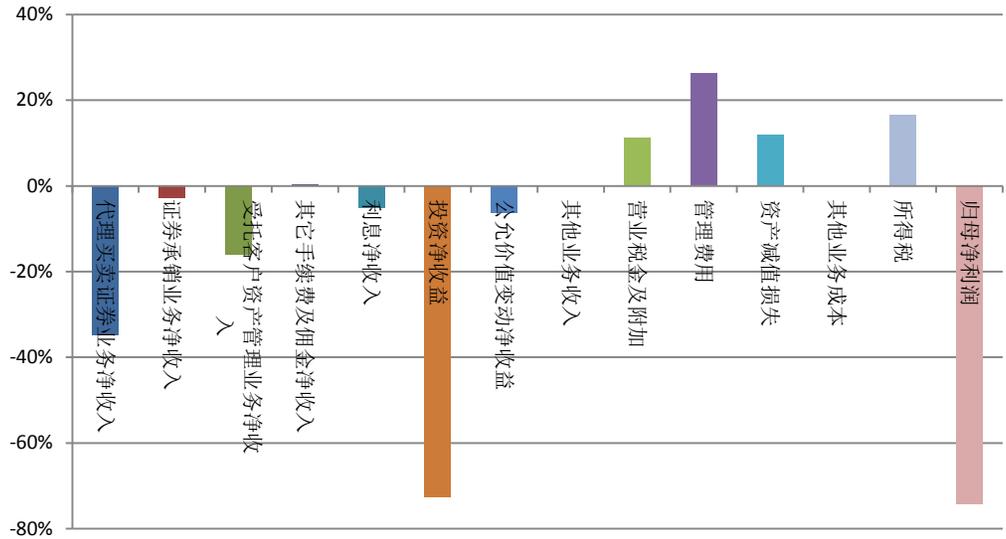
**风险提示:** 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

## ■ 主要财务指标

|           | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,632 | 3,687 | 4,324 | 4,918 |
| 净利润(百万元)  | 918   | 954   | 1,432 | 1,643 |
| 稀释每股收益(元) | 0.16  | 0.17  | 0.25  | 0.29  |

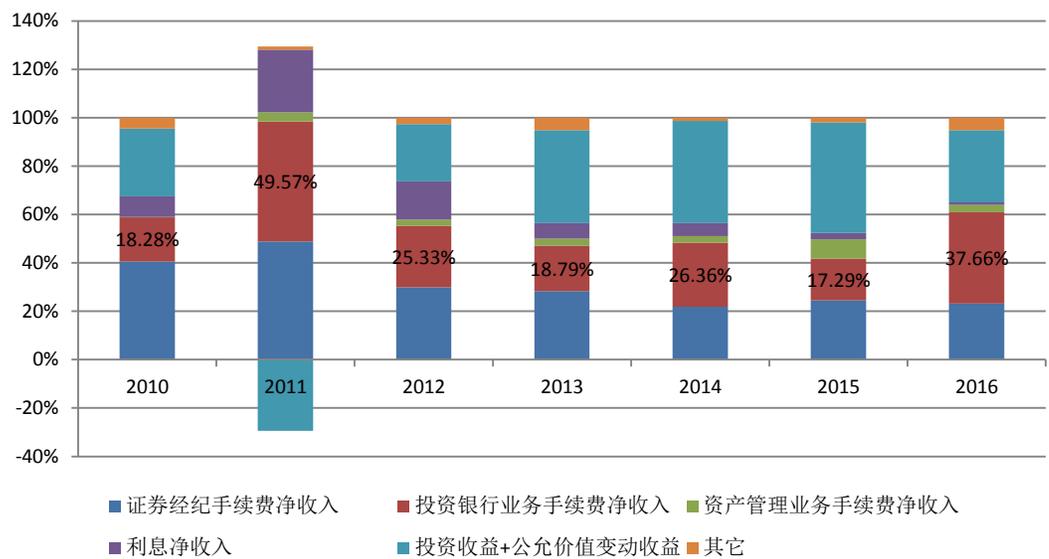
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

图表 1: 西南证券归母净利润变动归因分析



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 2: 西南证券历年收入结构



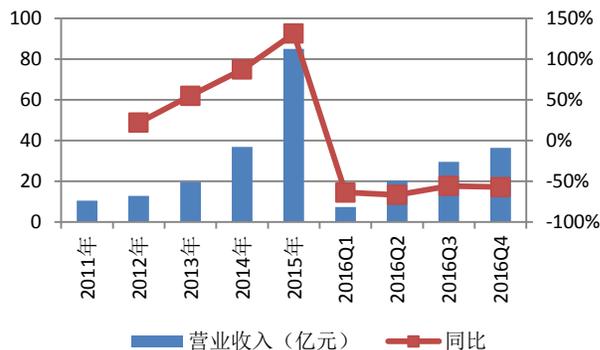
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

表 3: 西南证券归母净利润降幅分析

| 单位: 亿元        | 2015/12/31   | 2016/12/31  | 同比增长率          | 增长额           | 增长率贡献度  |
|---------------|--------------|-------------|----------------|---------------|---------|
| <b>归母净利润</b>  | <b>35.55</b> | <b>9.18</b> | <b>-74.19%</b> | <b>-26.37</b> |         |
| 代理买卖证券业务净收入   | 20.80        | 8.44        | -59.42%        | -12.36        | -34.77% |
| 证券承销业务净收入     | 14.69        | 13.68       | -6.90%         | -1.01         | -2.85%  |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 6.83         | 1.13        | -83.44%        | -5.69         | -16.02% |
| 利息净收入         | 2.14         | 0.34        | -83.93%        | -1.79         | -5.05%  |
| 投资净收益         | 39.48        | 13.71       | -65.28%        | -25.77        | -72.51% |
| 公允价值变动净收益     | -0.65        | -2.85       | 337.82%        | -2.20         | -6.19%  |
| 其他业务收入        | 0.14         | 0.15        | 11.65%         | 0.02          | 0.05%   |
| 营业支出          | 42.31        | 24.74       | -41.52%        | -17.57        | 49.42%  |
| 税金及附加         | 5.24         | 1.23        | -76.59%        | -4.01         | 11.29%  |
| 管理费用          | 32.67        | 23.33       | -28.60%        | -9.34         | 26.28%  |
| 资产减值损失        | 4.33         | 0.13        | -96.91%        | -4.20         | 11.81%  |
| 其他业务成本        | 0.07         | 0.05        | -17.41%        | -0.01         | 0.03%   |
| 营业利润          | 42.66        | 11.58       | -72.87%        | -31.09        | -87.45% |
| 利润总额          | 43.43        | 11.27       | -74.06%        | -32.16        | -90.48% |
| 所得税           | 7.98         | 2.14        | -73.19%        | -5.84         | 16.43%  |
| 净利润           | 35.45        | 9.13        | -74.25%        | -26.32        | -74.05% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 35.55        | 9.18        | -74.19%        | -26.37        | -74.19% |

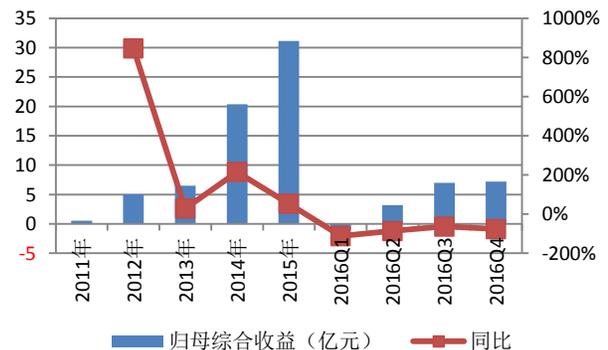
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 西南证券营业收入及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 西南证券归母综合收益及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**附表: 西南证券盈利预测表 20170413**

| 资产负债表(百万)        |               |               |               |               |               | 利润表(百万)       |         |         |        |        |        |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|
|                  | 2015A         | 2016A         | 2017E         | 2018E         | 2019E         |               | 2015A   | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 货币资金             | 22,205        | 18,128        | 20,295        | 20,184        | 19,109        | 营业收入          | 8,497   | 3,632   | 3,687  | 4,324  | 4,918  |
| 结算备付金            | 4,374         | 3,592         | 4,109         | 4,068         | 4,222         | 手续费及佣金净收入     | 4,307   | 2,413   | 2,230  | 2,373  | 2,487  |
| 拆出资金             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 其中: 经纪业务净收入   | 2,080   | 844     | 931    | 1,086  | 1,242  |
| 融出资金             | 10,109        | 8,042         | 8,237         | 8,954         | 8,506         | 承销业务净收入       | 1,469   | 1,368   | 1,070  | 987    | 892    |
| 交易性金融资产          | 16,377        | 21,534        | 21,112        | 21,359        | 14,490        | 资管业务净收入       | 683     | 113     | 164    | 204    | 256    |
| 衍生金融资产           | 1             | 5             | 5             | 5             | 4             | 利息净收入         | 214     | 34      | 37     | 35     | 34     |
| 买入返售金融资产         | 1,323         | 2,945         | 2,065         | 2,065         | 2,065         | 投资净收益         | 3,883   | 1,085   | 1,361  | 1,852  | 2,334  |
| 应收款项             | 971           | 198           | 194           | 196           | 133           | 公允价值变动净收益     | -65     | -285    | 72     | -22    | 0      |
| 应收利息             | 415           | 539           | 528           | 535           | 363           | 其它            | 14      | 15      | 28     | 27     | 18     |
| 存出保证金            | 998           | 625           | 1,100         | 947           | 1,006         | 营业支出          | 4,231   | 2,474   | 2,516  | 2,549  | 2,892  |
| 可供出售金融资产         | 10,170        | 11,633        | 11,405        | 11,538        | 7,828         | 营业税金及附加       | 524     | 123     | 125    | 146    | 166    |
| 持有至到期投资          | 294           | 99            | 97            | 99            | 67            | 管理费用          | 3,267   | 2,333   | 2,368  | 2,378  | 2,705  |
| 长期股权投资           | 1,655         | 1,622         | 1,622         | 1,622         | 1,622         | 资产减值损失        | 433     | 13      | 14     | 15     | 14     |
| 固定资产             | 557           | 621           | 680           | 733           | 778           | 其他业务成本        | 7       | 5       | 10     | 9      | 6      |
| 无形资产             | 176           | 194           | 198           | 204           | 210           | 营业利润          | 4,266   | 1,158   | 1,171  | 1,776  | 2,026  |
| 商誉               | 266           | 283           | 283           | 283           | 283           | 其他非经营损益       | 77      | -31     | 1      | -18    | -10    |
| 递延所得税资产          | 231           | 162           | 159           | 161           | 109           | 利润总额          | 4,343   | 1,127   | 1,172  | 1,758  | 2,017  |
| 投资性房地产           | 46            | 43            | 43            | 43            | 43            | 所得税           | 798     | 214     | 222    | 334    | 383    |
| 其他资产             | 1,584         | 733           | 719           | 727           | 493           | 净利润           | 3,545   | 913     | 949    | 1,424  | 1,634  |
| <b>资产总计</b>      | <b>71,749</b> | <b>71,000</b> | <b>72,851</b> | <b>73,721</b> | <b>61,330</b> | 少数股东损益        | -10     | -5      | -5     | -8     | -9     |
| 短期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 归母股东净利润       | 3,555   | 918     | 954    | 1,432  | 1,643  |
| 应付短期融资款          | 1,300         | 7,368         | 7,168         | 7,259         | 4,280         | <b>主要财务比率</b> |         |         |        |        |        |
| 拆入资金             | 885           | 0             | 0             | 0             | 0             |               | 2015A   | 2016A   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 交易性金融负债          | 3,773         | 5,490         | 5,341         | 5,409         | 3,189         | <b>成长能力</b>   |         |         |        |        |        |
| 衍生金融负债           | 165           | 180           | 175           | 177           | 104           | 营业收入增长率       | 131.22% | -57.26% | 1.53%  | 17.28% | 13.74% |
| 卖出回购金融资产款        | 10,332        | 9,681         | 9,418         | 9,537         | 5,623         | 净利润增长率        | 165.46% | -74.19% | 4.01%  | 50.00% | 14.75% |
| 代理买卖证券款          | 19,065        | 13,292        | 15,606        | 15,397        | 16,860        | <b>盈利能力</b>   |         |         |        |        |        |
| 应付职工薪酬           | 1,477         | 1,000         | 1,043         | 1,034         | 1,183         | 营业利润率         | 50.21%  | 31.88%  | 31.75% | 41.06% | 41.20% |
| 应交税费             | 351           | 164           | 183           | 191           | 223           | 净利率           | 41.84%  | 25.27%  | 25.88% | 33.11% | 33.40% |
| 应付款项             | 656           | 140           | 213           | 208           | 261           | <b>回报率分析</b>  |         |         |        |        |        |
| 应付利息             | 411           | 341           | 218           | 275           | 234           | 总资产收益率        | 5.47%   | 1.29%   | 1.33%  | 1.95%  | 2.43%  |
| 长期借款             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             | 净资产收益率        | 19.88%  | 4.83%   | 4.96%  | 7.23%  | 8.03%  |
| 递延所得税负债          | 153           | 8             | 8             | 8             | 5             | <b>每股指标</b>   |         |         |        |        |        |
| 其他负债             | 878           | 156           | 152           | 153           | 90            | EPS-摊薄(元)     | 0.63    | 0.16    | 0.17   | 0.25   | 0.29   |
| <b>负债合计</b>      | <b>52,159</b> | <b>51,332</b> | <b>52,670</b> | <b>52,959</b> | <b>39,900</b> | 每股净资产(元)      | 3.37    | 3.37    | 3.46   | 3.56   | 3.68   |
| 股本               | 5,645         | 5,645         | 5,645         | 5,645         | 5,645         | 每股股利(元)       | 0.13    | 0.10    | 0.10   | 0.16   | 0.18   |
| 资本公积金            | 7,852         | 7,852         | 7,852         | 7,852         | 7,852         | <b>估值分析</b>   |         |         |        |        |        |
| <b>归母权益合计</b>    | <b>19,018</b> | <b>19,001</b> | <b>19,519</b> | <b>20,108</b> | <b>20,786</b> | 市盈率           | 10.00   | 38.76   | 37.26  | 24.84  | 21.65  |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>19,590</b> | <b>19,668</b> | <b>20,181</b> | <b>20,762</b> | <b>21,431</b> | 市净率           | 1.87    | 1.87    | 1.82   | 1.77   | 1.71   |
| <b>负债及股东权益总计</b> | <b>71,749</b> | <b>71,000</b> | <b>72,851</b> | <b>73,721</b> | <b>61,330</b> | 股息收益率         | 2.06%   | 1.59%   | 1.65%  | 2.48%  | 2.84%  |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

## 分析师简介:

**【魏涛】**太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师  
2015 年“新财富”非银第一； 2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

**【孙立金】**非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。对证券、保险、信托、综合金融、跨界金融、金融科技有深入研究。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。