



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。

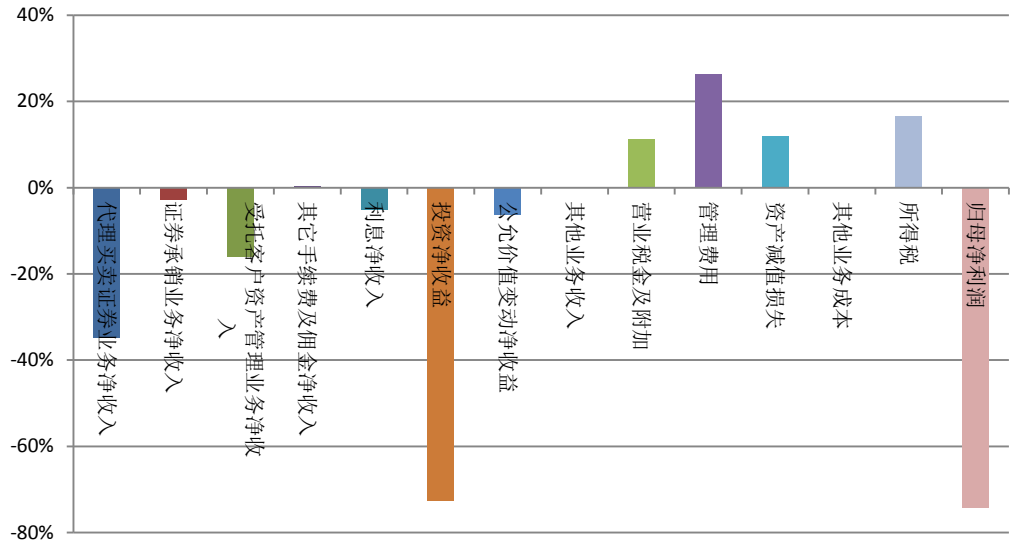
风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 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

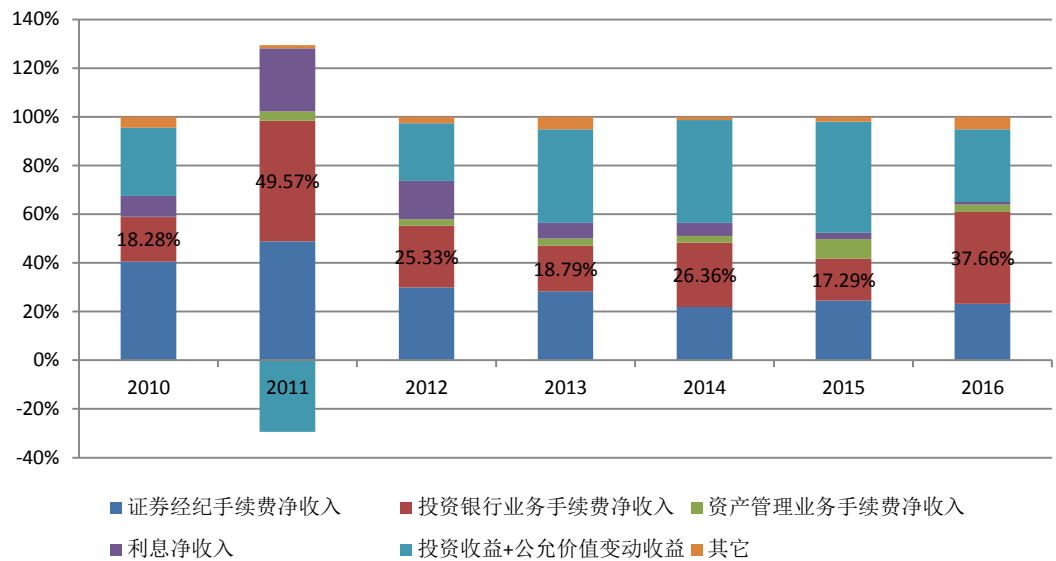
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

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



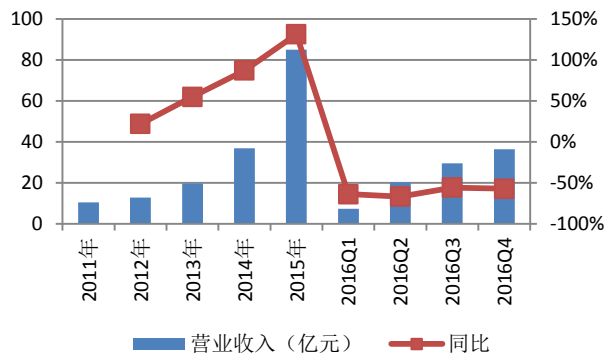
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

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
归母净利润	35.55	9.18	-74.19%	-26.37	
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%

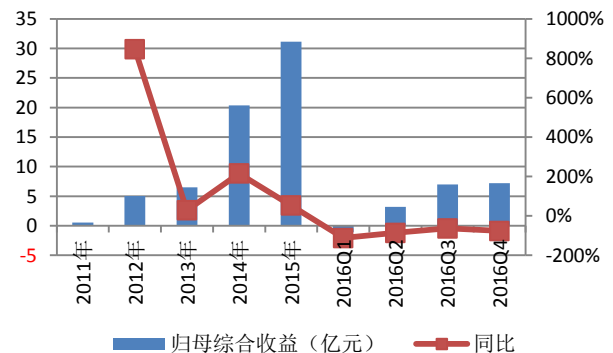
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

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
资产总计	71,749	71,000	72,851	73,721	61,330	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	主要财务比率					
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	成长能力					
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	盈利能力					
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	回报率分析					
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	每股指标					
其他负债	878	156	152	153	90	EPS-摊薄(元)	0.63	0.16	0.17	0.25	0.29
负债合计	52,159	51,332	52,670	52,959	39,900	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	估值分析					
归母权益合计	19,018	19,001	19,519	20,108	20,786	市盈率	10.00	38.76	37.26	24.84	21.65
所有者权益合计	19,590	19,668	20,181	20,762	21,431	市净率	1.87	1.87	1.82	1.77	1.71
负债及股东权益总计	71,749	71,000	72,851	73,721	61,330	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。