

融资结构调整利息开支扩大 信用业务 资产减值边际改善

——西南证券（600369）2018 三季度报点评

2018年11月02日

推荐/首次

西南证券

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
安嘉晨	研究助理	
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014

事件：

西南证券近日发布 2018 年三季度报告，公司截至 2018Q3 实现营业收入 4.1 亿元，同比下降 52.1%；归母净利润-0.15 亿元，同比降低 106.6%。总资产 644 亿元，较期初增加 1.1%；归母净资产 190.2 亿元，较期初降低 1.9%。

公司分季度财务指标

指标	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3
营业收入（百万元）	507.1	858.72	861.19	833.75	717.66	698.08	412.38
增长率（%）	-30.28%	-32.68%	-9.40%	22.92%	41.52%	-18.71%	-52.11%
毛利率（%）	3.97%	55.26%	33.51%	12.34%	47.55%	4.73%	-4.15%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	3.97%	55.26%	33.51%	12.34%	47.55%	4.73%	-4.15%
净利润（百万元）	22.22	351.14	229.31	88.21	261.20	54.21	-15.17
增长率（%）	-93.99%	-31.20%	11.34%	-150.82%	1075.29%	-84.56%	-106.62%
每股盈利（季度，元）	0.00	0.06	0.04	0.01	0.05	0.01	-0.00
资产负债率（%）	70.00%	70.94%	67.51%	68.52%	70.29%	70.15%	69.72%
净资产收益率（%）	0.11%	1.78%	1.14%	0.44%	1.31%	0.28%	-0.08%
总资产收益率（%）	0.03%	0.52%	0.37%	0.14%	0.39%	0.08%	-0.02%

观点：

- **主动提升杠杆率，助力业务结构调整。**截至报告期末，公司总资产规模为644亿元，较2017年末增长1.1%，总负债449亿元，增长2.9%，归属于上市公司股东的所有者权益190.2亿元，降低1.9%。经计算，公司杠杆率水平已经由期初的62.7%上涨至64.7%（剔除代理买卖证券款）。在市场下行环境下，公司通过主动增加杠杆，将经营的重心向重资产业务，尤其是收益相对稳定的固收类自营业务移动。公司中报披露的自营非权益类证券及其衍生品与净资本的比例为152.8%，较年初上涨22pct。
- **融资结构深入调整，降低成本布局重资产业务。**公司今年在扩大债务规模的同时，调整了融资结构，增大了短期融资的比例，目前公司的短期融资规模达到185.9亿元，较年初增加了81.9%，同时长期融资规

模下降21.3%，实现了由长期融资主导向短期融资主导的过渡。公司信用业务收益稳定，根据我们的测算，公司上半年的年化息差水平约为2.15%，较去年上升0.41pct。今年利息净收益为负主要是因为公司信用业务规模进一步下降，三季报买入返售金融资产和融出资金共105.8亿元，较年初下降10.6%。

- **自营业务表现支撑公司业绩。**从去年开始自营业务在公司业务结构中占据越发重要地位，今年自营业务占比进一步提升。2018年前三季度共实现自营业务收入10.4亿元，占公司营业收入比达57.1%，较上年同期上升2.2pct。虽然今年整体市场行情不理想，公司的自营业务坚持了绝对收益的理念，通过衍生金融工具的大量运用缓解了较多回撤风险，同时加仓利率债和高评级信用债，实现了自营业务的稳定收益。
- **行业景气度冲击轻资产业务，信用业务减值边际改善。**公司经纪业务市占率稳定，佣金率维持在万三水平，今年下半年市场股基交易量持续低迷拖累公司经纪业务，前三季度经纪业务收入4亿元，同比下降21.3%。同时受资本市场形势影响，权益类一级市场业务量大幅下降，中小券商所受冲击较大，公司前三季度仅完成一个股权承销项目，承销业务主要靠债券发行支撑，投行业务实现收入3.4亿元，同比下降13.0%。公司今年净利润的下滑主要是因为股权质押业务大量计提的减值损失，前三季度计提资产减值损失2.4亿元，同比上升656.6%。但Q3单季度减值回冲100万元，呈现边际改善的状态。建议关注未来信用风险缓释下的业绩回暖。

结论：

我们看好公司通过主动增加负债规模进一步扩张自营业务，并通过合理的资产配置获取稳定收益。同时看好中小券商经纪和投行业务在市场回暖时的高弹性。我们预计公司2018-2020年的营收分别为25亿元、26.6亿元和28.7亿元，归母净利润分别为5亿元、6.7亿元和7.3亿元，EPS分别为0.09元、0.12元、0.13元，对应PE分别为46倍、34倍和31倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、信用业务利差收窄、股票质押风险事件

公司盈利预测表（单位：亿元）

资产负债表			单位		亿元		利润表				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
资产：						营业收入	36.3	30.6	25.0	26.6	28.7
货币资金	181.3	134.1	108.7	113.6	118.6	手续费及佣金净收入	24.1	14.2	11.8	13.6	14.8
其中：客户资金存款	111.8	82.4	79.0	82.6	86.2	代理买卖证券业务净收入	8.4	6.6	5.6	6.4	7.3
结算备付金	35.9	25.4	23.3	24.4	25.4	证券承销业务净收入	13.7	6.3	4.7	5.8	6.0
其中：客户备付金	30.3	23.6	19.8	20.7	21.6	受托客户资产管理业务净收入	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9
融出资金	80.4	87.6	94.3	98.3	102.4	利息净收入	0.3	(2.2)	(1.5)	(2.8)	(2.3)
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	215.3	223.6	282.3	278.4	280.1	投资净收益	13.7	20.0	11.8	13.2	13.8
以摊余成本计量的金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	公允价值变动收益	(2.9)	(0.8)	1.5	1.7	1.7
以公允价值且其变动计入其他综合收益的金融资产	116.3	88.6	87.6	88.4	90.7	汇兑净收益	0.8	(1.1)	0.1	0.1	0.1
衍生金融资产	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	其他收益	0.0	0.2	1.0	0.6	0.6
买入返售金融资产	29.5	30.7	23.9	24.1	24.7	其他业务收入	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
应收款项	2.0	0.5	1.0	1.1	1.2	营业支出	24.7	21.7	18.8	18.4	19.8
应收利息	5.4	5.1	3.9	4.0	4.2	税金及附加	1.2	0.3	0.9	0.9	1.0
存出保证金	6.3	3.1	3.6	3.6	3.6	业务及管理费	23.3	20.8	14.9	15.8	17.1
持有至到期投资	1.0	0.0	-	-	-	资产减值损失	0.1	0.5	2.9	1.5	1.5
长期股权投资	16.2	16.5	19.8	23.7	28.5	其他业务成本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
固定资产+在建工程	6.2	6.9	6.7	6.5	6.2	营业利润	11.6	8.9	6.2	8.2	9.0
无形资产	1.9	1.9	1.8	1.8	1.7	加：营业外收入	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
商誉	2.8	2.7	1.8	2.1	2.4	减：营业外支出	0.7	0.4	0.1	0.1	0.1
递延所得税资产	1.6	2.6	2.1	2.2	2.2	利润总额	11.3	8.4	6.1	8.2	8.9
投资性房地产	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	减：所得税	2.1	1.5	1.1	1.5	1.6
其他资产	7.3	7.4	12.7	12.7	12.7	净利润	9.1	6.9	5.0	6.7	7.3
资产总计	710.0	636.9	673.8	685.2	704.8	减：少数股东损益	(0.0)	0.2	0.0	0.0	0.0
负债：						归属于母公司所有者的净利润	9.2	6.7	5.0	6.7	7.3
短期借款+拆入资金	0.0	0.0	4.7	4.7	4.8	每股收益：					
应付短期融资款	73.7	4.0	18.2	13.5	13.9	基本每股收益	0.16	0.12	0.09	0.12	0.13
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	54.9	44.9	22.5	24.7	27.2						
衍生金融负债	1.8	0.7	0.8	1.0	1.2						
卖出回购金融资产款	96.8	98.2	157.1	172.8	190.1						
代理买卖证券款	132.9	98.9	92.1	96.2	100.4						
代理承销证券款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	10.0	8.9	7.1	7.5	8.1						
应交税费	1.6	1.2	3.1	3.3	3.5						
应付款项	1.4	0.6	4.1	4.3	4.5						
应付利息	3.4	2.9	3.9	3.9	3.9						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	134.5	169.5	148.5	133.7	120.3						
递延所得税负债	0.1	1.2	1.2	1.4	1.1						
预计负债	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	1.6	5.5	5.2	5.4	5.6						
负债合计	513.3	436.5	468.3	472.5	484.7						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	56.5	56.5	56.5	56.5	56.5						
资本公积金	78.5	77.7	77.7	77.7	77.7						
其它综合收益	0.4	4.1	6.7	9.3	12.1						
盈余公积金	9.3	10.1	10.6	11.4	12.1						
未分配利润	27.6	26.1	26.9	29.5	31.9						
一般风险准备	17.8	19.4	20.4	21.8	23.2						
归属于母公司所有者权益合计	190.0	193.8	198.8	206.1	213.4						
少数股东权益	6.7	6.6	6.7	6.7	6.7						
所有者权益合计	196.7	200.5	205.4	212.8	220.1						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。