



2017-03-29

公司点评报告

增持/首次

华安证券(600909)

目标价: 14

昨收盘: 12.47

非银金融 证券 II

华安证券：业务基础好，转型空间大——2016 年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股) | 3,621/800 |
| 总市值/流通(百万元) | 45,154/9,976 |
| 12 个月最高/最低(元) | 14.98/9.23 |

相关研究报告：

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 17 亿，同比下降 55%；归母净利润 6 亿，同比-68%。稀释 EPS 为 0.21，同比-68%。每 10 股派发现金股利 0.6 元，现金分红 2.17 亿，分红比例 36%。

点评：

净利润下滑 68%，主要原因是公司以经纪业务和自营业务为主导的业务结构受市场波动影响较大。2016 年公司实现净利润 6 亿，同比下降 68%，低于行业平均水平（-50%），主要原因是公司以经纪业务和自营业务为主导的业务结构受市场波动影响较大。净利润较 2015 年减少了 12 亿，经纪佣金净收入和利息净收入占营业收入的 85%，其中经纪佣金净收入占 85%，同比-59%，比 2015 年减少了近 15 亿。“投资净收益+公允价值变动”实现收入近 1 个亿，比 2015 年减少了 5.5 亿，同比-85%。管理费用 8.7 亿，较 2015 年减少了 2.5 亿。资管业务、投行业务合计占营业收入的 6%，对业绩的影响较小。

IPO 融资 51 亿，大幅补充资本实力。2016 年 12 月，公司 IPO 融资 51 亿，资本实力提升了近 75%（2015 年底公司净资产约为 68 亿）。资本的大幅补充，为公司拓展业务空间、提升品牌效应、推进管理改革、强化队伍建设打下了基础，在以资本为核心的证券行业，上市将带动公司进入新的发展节奏。在严监管的市场环境中，公司行业分类评级继续保持 A 类 A 级，稳健的经营有利于公司加快创新步伐。公司传统业务基本实力较强，代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）行业排名第 28 位，股票基金交易市场占有率 0.729%。营业部 128 家。

投资建议：2017 年是公司开启上市公司发展新征程的第一年，资本大幅补充，公司监管评级为 A，经营稳健为创新发展打下了良好的基础，基本面有望发生较大变化；传统经纪业务市场地位及牌照齐全奠定价值基础；公司作为次新股，流通市值较小（100 亿），在行业回暖的市场环境下，行业发展带动公司业绩提升，公司有望成为行情领涨标之一，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.23、0.39、0.41，同比增长 38%、70%、5%，六个月目标价 14 元/股。

风险提示：监管趋严，合规风险；市场风险可能导致业绩波动较大。

■ 主要财务指标

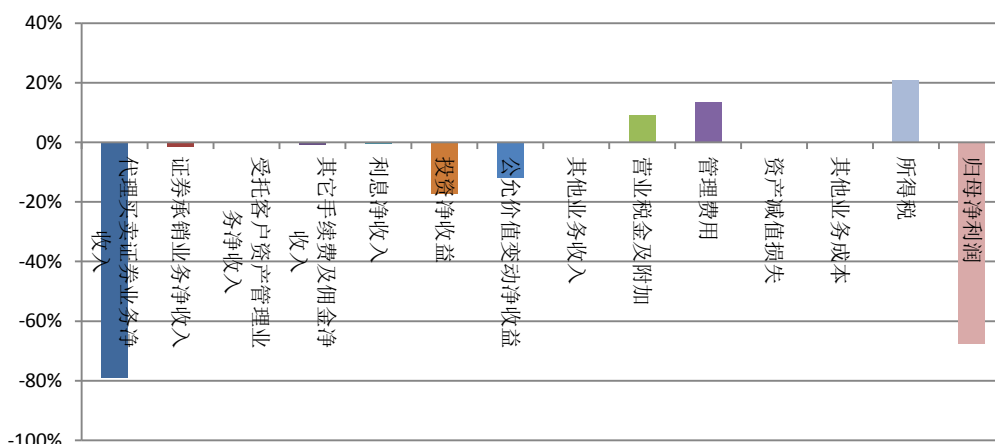
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,734 | 2,150 | 2,959 | 3,270 |
| 净利润(百万元) | 602 | 829 | 1,410 | 1,484 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.17 | 0.23 | 0.39 | 0.41 |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

净利润下滑 68%，主要原因是公司以经纪业务和自营业务为主导的业务结构受市场波动影响较大。

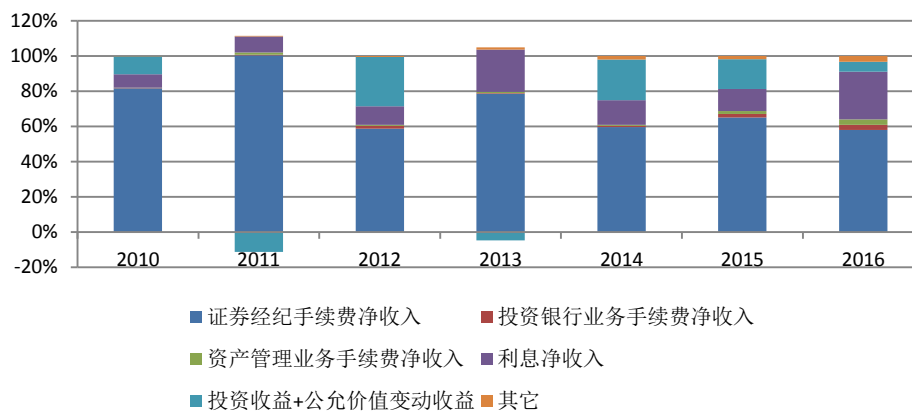
2016 年公司实现净利润 6 亿，同比下降 68%，低于行业平均水平（-50%），主要原因是公司以经纪业务和自营业务为主导的业务结构受市场波动影响较大。净利润较 2015 年减少了 12 亿，经纪佣金净收入和利息净收入占营业收入的 85%，其中经纪佣金净收入占 85%，同比-59%，比 2015 年减少了近 15 亿。“投资净收益+公允价值变动”实现收入近 1 个亿，比 2015 年减少了 5.5 亿，同比-85%。管理费用 8.7 亿，较 2015 年减少了 2.5 亿。资管业务、投行业务合计占营业收入的 6%，对业绩的影响较小。

图表 1：华安证券归母净利润降幅归因分析



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：华安证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 3：华安证券归母净利润归因分析

| 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 | 18.65 | 6.02 | -67.72% | -12.63 | |
| 代理买卖证券业务净收入 | 24.81 | 10.06 | -59.46% | -14.76 | -79.12% |
| 证券承销业务净收入 | 0.80 | 0.50 | -37.87% | -0.30 | -1.62% |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 0.58 | 0.55 | -5.46% | -0.03 | -0.17% |
| 利息净收入 | 4.79 | 4.68 | -2.39% | -0.11 | -0.61% |
| 投资净收益 | 7.77 | 4.52 | -41.83% | -3.25 | -17.42% |
| 公允价值变动净收益 | -1.32 | -3.55 | 169.08% | -2.23 | -11.95% |
| 其他业务收入 | 0.07 | 0.08 | 15.01% | 0.01 | 0.06% |
| 营业支出 | 13.59 | 9.35 | -31.24% | -4.25 | 22.76% |
| 税金及附加 | 2.27 | 0.57 | -74.81% | -1.70 | 9.12% |
| 管理费用 | 11.22 | 8.70 | -22.49% | -2.52 | 13.53% |
| 资产减值损失 | 0.07 | 0.04 | -37.47% | -0.03 | 0.13% |
| 其他业务成本 | 0.03 | 0.03 | 17.59% | 0.00 | -0.03% |
| 营业利润 | 24.57 | 8.00 | -67.45% | -16.57 | -88.86% |
| 利润总额 | 24.56 | 8.04 | -67.26% | -16.52 | -88.56% |
| 所得税 | 5.90 | 1.99 | -66.22% | -3.91 | 20.96% |
| 净利润 | 18.65 | 6.04 | -67.59% | -12.61 | -67.60% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 18.65 | 6.02 | -67.72% | -12.63 | -67.72% |

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

IPO 融资 51 亿，大幅补充资本实力。2016 年 12 月，公司 IPO 融资 51 亿，资本实力提升了近 75%（2015 年底公司净资产约为 68 亿）。资本的大幅补充，为公司拓展业务空间、提升品牌效应、推进管理改革、强化队伍建设打下了基础，在以资本为核心的证券行业，上市将带动公司进入新的发展节奏。在严监管的市场环境中，公司行业分类评级继续保持 A 类 A 级，稳健的经营有利于公司加快创新步伐。

经纪业务市场份额提升 0.044 个百分点，新设 8 家分公司。公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）行业排名第 28 位，公司代理股票基金交易市场占有率 0.729%，较上年 0.685% 的水平进一步提升。公司推进网点功能升级，全年新设 8 家分公司，加速构建“以分公司为经营主体，营业部为销售终端”的业务执行体系。华安期货客户权益 13.62 亿元，较上年末增长 18.6%；成交量 10,103 万手，市场份额 1.22%；实现手续费收入 9017 万，同比下降 34%。全年实现利息收入 5.75 亿元。截至 2016 年末，公司融资融券余额 71.94 亿元，市场占有率 0.76%；股票质押式回购融出资金 17.77 亿元，市场占有率 0.36%。

公司自营规模约为 60 亿，其中固收类 56 亿，权益类 4 亿。固定收益投资不断强化信用风险管理和定价能力，积极尝试产业类债券的投资交易，从纯粹自营向固定收益业务链条的其他环节延伸。公司新三板做市业务按照“适度参与，精选项目”的经营策略，由公司参与做市的新三板挂牌股票共 137 只，行业排名第 25 位。直接投资业务方面，华富嘉业加强与地市政府合作，推进业务重心由股权投资向私募投资基金管理方向转型，期末私募基金管理总规模约 40 亿元。受股市、债市波动较大影响，公司 2016 年自营业务收入为-2573 万元。

投行业务加强团队建设，强化对省内市场的全面渗透和省外重点市场的拓展力度。全年共完成债券承销项目 4 个，承销额 21.80 亿元，同比增长 65.15%。另有获批待发债券项目 2 个，已报会在审 IPO 项目 3 个，申报辅导备案项目 5 个，形成了项目阶梯式储备。2016 年投行业务净收入 4954 万元，其中承销保荐业务净收入 762 万，同比-86%；财务顾问业务净收入 4192 万元，同比增长 52%。投行业务净收入合计比 2015 年减少了 3000 万元。

投资建议：

2017 年是公司开启上市公司发展新征程的第一年，资本大幅补充，公司监管评级为 A，经营稳健为创新发展打下了良好的基础，基本面有望发生较大变化；传统经纪业务市场地位及牌照齐全奠定价值基础；公司作为次新股，流通市值较小（100 亿），在行业回暖的市场环境下，行业发展带动公司业绩提升，公司有望成为行情领涨标的之一，给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.23、0.39、0.41，同比增长 38%、70%、5%，六个月目标价 14 元/股。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

附表：华安证券盈利预测表 20170328

| 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 | 14,201 | 10,773 | 11,958 | 15,989 | 15,933 | 营业收入 | 3,816 | 1,734 | 2,150 | 2,959 | 3,270 |
| 结算备付金 | 4,612 | 2,680 | 3,110 | 3,617 | 3,764 | 手续费及佣金净收入 | 2,684 | 1,160 | 1,301 | 1,753 | 2,029 |
| 拆出资金 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其中：经纪业务净收入 | 2,481 | 1,006 | 1,110 | 1,491 | 1,704 |
| 融出资金 | 7,976 | 7,168 | 7,342 | 7,981 | 7,582 | 承销业务净收入 | 80 | 50 | 71 | 99 | 89 |
| 交易性金融资产 | 7,953 | 7,846 | 8,091 | 21,276 | 18,496 | 资管业务净收入 | 58 | 55 | 80 | 99 | 168 |
| 衍生金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利息净收入 | 479 | 468 | 490 | 463 | 451 |
| 买入返售金融资产 | 278 | 2,402 | 1,684 | 1,684 | 1,684 | 投资净收益 | 645 | 97 | 352 | 735 | 781 |
| 应收款项 | 90 | 127 | 131 | 343 | 299 | 公允价值变动净收益 | -132 | -355 | -92 | -121 | -125 |
| 应收利息 | 294 | 429 | 442 | 1,163 | 1,011 | 其它 | 7 | 8 | 7 | 7 | 8 |
| 存出保证金 | 206 | 17 | 107 | 86 | 77 | 营业支出 | 1,359 | 935 | 1,046 | 1,082 | 1,292 |
| 可供出售金融资产 | 1,144 | 2,002 | 2,065 | 5,430 | 4,721 | 营业税金及附加 | 227 | 57 | 71 | 98 | 108 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 1,122 | 870 | 968 | 976 | 1,177 |
| 长期股权投资 | 219 | 279 | 279 | 279 | 279 | 资产减值损失 | 7 | 4 | 4 | 5 | 4 |
| 固定资产 | 576 | 579 | 582 | 585 | 587 | 其他业务成本 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 无形资产 | 54 | 61 | 65 | 68 | 71 | 营业利润 | 2,457 | 800 | 1,105 | 1,877 | 1,977 |
| 商誉 | 4 | 4 | 4 | 4 | 4 | 其他非经营损益 | -2 | 4 | 2 | 5 | 4 |
| 递延所得税资产 | 132 | 121 | 125 | 327 | 285 | 利润总额 | 2,456 | 804 | 1,107 | 1,882 | 1,981 |
| 投资性房地产 | 15 | 25 | 25 | 25 | 25 | 所得税 | 590 | 199 | 275 | 467 | 492 |
| 其他资产 | 60 | 77 | 79 | 209 | 182 | 净利润 | 1,865 | 604 | 832 | 1,415 | 1,490 |
| 资产总计 | 38,014 | 34,588 | 36,088 | 58,801 | 54,998 | 少数股东损益 | 0 | 2 | 3 | 6 | 6 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母股东净利润 | 1,865 | 602 | 829 | 1,410 | 1,484 |
| 应付短期融资款 | 800 | 800 | 732 | 2,313 | 1,876 | 主要财务比率 | | | | | |
| 拆入资金 | 200 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 交易性金融负债 | 3,895 | 4,748 | 4,344 | 13,728 | 11,137 | 成长能力 | | | | | |
| 衍生金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 125.86% | -54.55% | 23.99% | 37.61% | 10.50% |
| 卖出回购金融资产款 | 5,429 | 2,584 | 2,365 | 7,473 | 6,062 | 净利润增长率 | 171.83% | -67.72% | 37.69% | 70.06% | 5.28% |
| 代理买卖证券款 | 15,621 | 10,819 | 12,750 | 12,557 | 13,763 | 盈利能力 | | | | | |
| 应付职工薪酬 | 355 | 330 | 337 | 355 | 419 | 营业利润率 | 64.39% | 46.11% | 51.37% | 63.44% | 60.47% |
| 应交税费 | 126 | 161 | 134 | 215 | 218 | 净利率 | 48.87% | 34.71% | 38.55% | 47.64% | 45.39% |
| 应付款项 | 44 | 86 | 66 | 119 | 116 | 回报率分析 | | | | | |
| 应付利息 | 114 | 63 | 91 | 74 | 78 | 总资产收益率 | 6.12% | 1.66% | 2.35% | 2.97% | 2.61% |
| 长期借款 | 4 | 2 | 2 | 5 | 4 | 净资产收益率 | 31.94% | 6.49% | 6.85% | 11.00% | 10.80% |
| 递延所得税负债 | 110 | 90 | 82 | 259 | 210 | 每股指标 | | | | | |
| 其他负债 | 40 | 39 | 36 | 112 | 91 | EPS-摊薄(元) | 0.52 | 0.17 | 0.23 | 0.39 | 0.41 |
| 负债合计 | 31,232 | 22,519 | 23,496 | 45,297 | 40,533 | 每股净资产(元) | 2.38 | 3.27 | 3.41 | 3.66 | 3.93 |
| 股本 | 2,821 | 3,621 | 3,621 | 3,621 | 3,621 | 每股股利(元) | 0.00 | 0.06 | 0.08 | 0.14 | 0.15 |
| 资本公积金 | 929 | 5,110 | 5,110 | 5,110 | 5,110 | 估值分析 | | | | | |
| 归母权益合计 | 6,705 | 11,843 | 12,363 | 13,269 | 14,224 | 市盈率 | 24.21 | 75.00 | 54.47 | 32.03 | 30.43 |
| 所有者权益合计 | 6,782 | 12,069 | 12,593 | 13,504 | 14,465 | 市净率 | 5.25 | 3.81 | 3.65 | 3.40 | 3.17 |
| 负债及股东权益总计 | 38,014 | 34,588 | 36,088 | 58,801 | 54,998 | 股息收益率 | 0.00% | 0.48% | 0.66% | 1.13% | 1.18% |

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。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

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%。

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。



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