

审慎推荐-A (下调)

华安证券 600909.SH

目标估值: 13.26-13.26 元
当前股价: 11.62 元
2017年03月30日

经纪和财富管理业务标签明确

基础数据

上证综指	3241
总股本(万股)	362100
已上市流通股(万股)	80000
总市值(亿元)	421
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	5.1
资产负债率	65.1%
主要股东	安徽省国有资产运营
主要股东持股比例	24.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	81	81
相对表现	-0	74	71



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华安证券(600909)新股分析——立足安徽争老大, 蓄势爆发前景广》2016-12-14

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

研究助理

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年报: 营业收入 17.34 亿, 同比下降 55%; 归母净利润 6 亿, 同比降 68%; 摊薄后 ROE 为 8.45%, EPS 为 0.21 元。

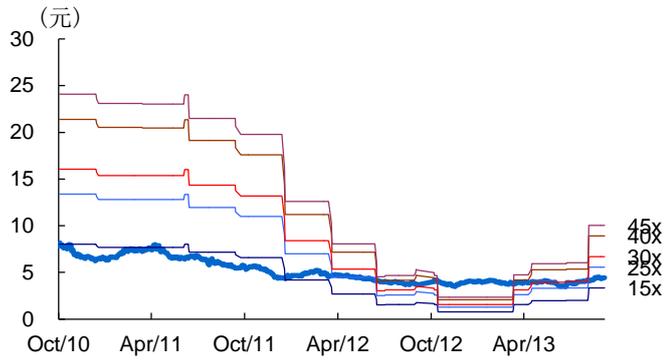
- **经纪及财富管理(经纪+信用)收入占比 85%, 行业之最。**公司强化营销和投顾体系建设, 推进网点功能升级。业务立足安徽省, 逐步辐射全国, 新设 8 家分公司, 竞争力稳步提升。IPO 募位后有望扩大营业部覆盖范围, 推进财富管理转型, 补充信用业务资本金, 快速扩大信用业务规模。
- **通道经纪业务受累市场低迷, 但仍是主要业绩支柱。**全年收入 10 亿, 同比降 59%, 持平于行业, 收入占比 58%; 经纪业务市占率 0.73%, 同比增加 4 个 BP, 佣金率 5.2%, 同比降 23%, 17 年将通过地区财富管理业务维持佣金率水平。公司在深耕省内的同时逐步加强全国布局, 预期提高市占份额。
- **两融逆周期成长, 股质押拓展客源。**利息收入 4.7 亿, 同比下降 2%, 远低于行业 35% 的降幅。其中两融余额 72 亿, 市占率 0.76%, 行业排名由第 38 位上升至 33 位; 股票质押业务快速提升, 依托经纪业务客户群和省内企业客户群, 年末规模 18 亿, 同比大增 5 倍, 收入同比增 60%, 有效对冲业务压力。
- **投行爆发可期, 资管保持稳健发展态势。**投行收入 0.5 亿, 同比降 38%, 主因股权承销收入大幅缩水所致。公司正快速加强团队建设和项目储备深度, 目前 IPO 在会项目 3 个, 辅导项目 5 个, 储备项目相较公司业绩量级有明显影响, 17-18 年投行有望实现快速突破。公司资管规模 454 亿, 同比大涨 152%, 但受业绩报酬微薄的影响, 收入微降 5% 至 0.55 亿, 主动能力后续有待加强。
- **自营表现欠佳。**全年投资收益 0.6 亿, 同比下滑 90%。公司自营股、债规模均处于行业较低水平。公司自营能力和市场情况及投资水平相关, 资本金到位后有望加强自营人才、策略储备, 长期看有明显提升空间。
- **IPO 加快发展步伐, 穿越周期逆势前行。**本次公司 IPO 募集资金 50 亿, 资本规模再上台阶, 后续加大对经纪、信用、自营、投行等业务的支持力度, 相关业务板块成长性可期。同时公司加强信息技术建设, 一方面夯实传统业务、提升市场竞争力, 另一方面积极准备和开展各类创新业务、扩展发展空间。
- **下调公司至谨慎推荐评级。**公司亮点、优势在于: 1) 经纪+财富管理业务收入占比达 85%, 标签券商有望享受估值溢价; 2) IPO 打开网点布局和信用业务天花板, 成长性可期; 3) 投行项目储备丰富, 有望为公司 17 年业绩提供明显火力支撑。同时公司具备明显次新股属性, 估值享受明显溢价。我们预测华安证券 17 年 EPS 为 0.19, 预计 4X 17 年 PB, 对应 480 亿市值, 目标价 13.26 元, 上升空间 14%。

- 风险: 市场波动风险、次新股估值回归压力

财务数据与估值

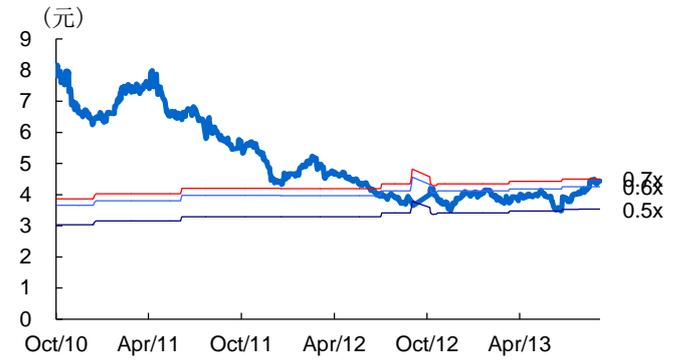
会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1,690	3,816	1,734	1,937	2,040
同比增长	79%	126%	-55%	12%	5%
营业利润(百万元)	871.17	2,457.12	799.80	893.38	992.40
同比增长	225%	182%	-67%	12%	11%
净利润(百万元)	686.11	1,865.07	602.01	673.90	748.35
同比增长	267%	172%	-68%	12%	11%
每股收益(元)	0.24	0.66	0.21	0.19	0.21
PE	51.27	18.86	75.01	67.00	60.34
PB	8.14	7.08	3.81	3.74	3.52

图 1：华安证券历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：华安证券历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。