

600909.SH (华安证券)
行业：证券行业

致力于财富管理的区域性券商

华安证券 2015 年总资产排名在 47 位，属于小型券商，证券经纪、自营、融资融券业务为公司经营盈利的主要来源。公司本次公开发行股份数量不超过 80,000 万股，占发行后总股本的比例不超过 22.09%，上市日期为 2016 年 12 月 6 日，新股发行价为 6.41 元/股。

投资要点：

- ✧ **华安证券致力于打造成为一站式财富管理平台。**华安证券构筑“一体两翼两个助推器”的发展模式，以经纪业务为重心，以自营业务和信用业务为两翼，以投资咨询业务和资管业务为助推器，构建一体化的财富管理平台。
- ✧ **以经纪业务为发展重心。**华安证券的经纪业务由于区域特征明显，业务以安徽省内为主，所以净佣金率略高于行业平均水平。为了守住公司的市场份额，华安证券采取了全互联网化的网上交易策略，全方位建立客户服务体系，并为客户提供投资咨询业务以增加客户粘性。
- ✧ **证券投资业务提升利润空间。**公司自营资金主要配置债券，且有业务优势。
- ✧ **信用业务为业绩增长点。**受制于资本金约束，华安证券信用业务落后于同行。上市融资完成后，未来有较大拓展空间。
- ✧ **资管业务有较大发展潜力。**与直接竞争者国元证券相比，华安证券的资管业务发展迅猛，有望后来居上，可先以安徽省为重心进行业务突围。
- ✧ 我们估算华安证券 2016/17/18E 营业收入分别为 19.57/23.45/29.11 亿元，归母净利润分别为 7.40/8.86/11.00 亿元；摊薄后的 EPS 分别为 0.20/0.24/0.30 元，BVPS 分别为 2.16/2.30/2.49。我们给予华安证券 3.06~5.16 的 P/B，对应股价 6.61 ~ 11.15 元/股。
- ✧ **风险提示：**经纪业务量价双杀风险、信用业务收入增长缓慢、债券市场信用风险爆发风险

作者

署名人：彭倩晖

S0960516110003

0755-82023473

pengqianhui@china-invs.cn

新股发行价格：6.41 元/股

首次

基本资料

新发行股本(万股)	80,000 万股
发行后总股本(万股)	362,100 万股
发行前一年 EPS ²⁰¹⁵ (元)	0.66
发行后摊薄 EPS ^{2016E} (元)	0.20
发行前每股净资产(元)	2.38
上市时间	2016.12.06

相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,816	1,957	2,345	2,911
收入同比(%)	125.80%	-48.72%	19.83%	24.14%
归属母公司净利润	1,865	740	886	1,100
净利润同比(%)	171.87%	-60.32%	19.73%	24.15%
净利率	49%	38%	38%	38%
ROE	31.7%	10.1%	11.0%	12.7%
ROA	6.1%	2.0%	2.4%	2.7%
市盈率	29.62	95.83	79.98	64.44
市净率	8.14	9.05	8.50	7.85
综合收益	169%	-61%	13%	17%

资料来源：中国中投证券研究总部

目 录

一、 公司背景及竞争地位	5
二、 行业发展情况	8
三、 公司业务特点及竞争力	9
2.1 以经纪业务发展为重心.....	9
2.1.1 区域特征明显，业务以安徽省内为主.....	9
2.1.2 佣金率高于行业平均水平.....	11
2.1.3 “线上交易+线下服务”提升经纪业务竞争力.....	11
2.2 证券投资业务以固收投资为主，收益率有市场竞争优势.....	13
2.3 信用交易业务受制于资本金，未来有发展潜力.....	14
2.4 资产管理业务虽弱，但发展潜力可期.....	16
四、 发展前景	17
4.1 行业发展前景.....	17
4.2 公司发展前景.....	17
五、 投资建议：建议申购，合理价值区间 6.61 ~ 11.15 元/股	19
3.1 盈利预测.....	19
3.2 估值及投资建议.....	20
3.3 风险提示.....	21

图目录

图 1 公司产权控制关系图	5
图 2 华安证券历年营业收入及增长率	6
图 3 华安证券历年净利润及增长率	6
图 4 华安证券各项业务收入构成及历年变化	6
图 5 华安证券各项业务利润总额构成及历年变化	6
图 6 华安证券致力于打造成为一站式财富管理平台	7
图 7 沪深两市市场日均股基交易量（亿元）	8
图 8 证券行业股基交易净佣金率	8
图 9 中国证券公司 2015 年各业务收入结构图	9
图 10 华安证券 2015 年各业务收入结构图	9
图 11 来自安徽省内的股基交易金额占公司股基交易总额的占比	9
图 12 华安证券代理买卖证券业务在安徽省内市场份额	9
图 13 华安证券经纪业务股基交易的市场份额	10
图 14 普通经纪业务代理买卖证券款构成明细	10
图 15 安徽省股基交易占全国股基交易的占比	10
图 16 华安证券平均佣金率水平与行业的比较	11
图 17 华安证券网上交易占交易量总额的占比	12
图 18 投资咨询业务手续费及佣金净收入(万元)	13
图 19 华安证券研究经费的投入在上升(万元)	13
图 20 华安证券自营交易品种的规模	13
图 21 华安证券自营交易品种的占比	13
图 22 信用业务构成及其余额（亿元）	14
图 23 信用业务收入构成（亿元）	14
图 24 华安证券与可比证券公司信用业务规模和成分的对比（万元）	15
图 25 融资融券业务的平均保证金比例和担保比例	15
图 26 华安证券日均融资融券余额/证券市场日均融资融券余额	15
图 27 华安证券和国元证券资管业务收入比较（百万元）	16
图 28 华安证券和国元证券资管业务利润率比较	16
图 29 华安证券盈利预测（百万元）	20

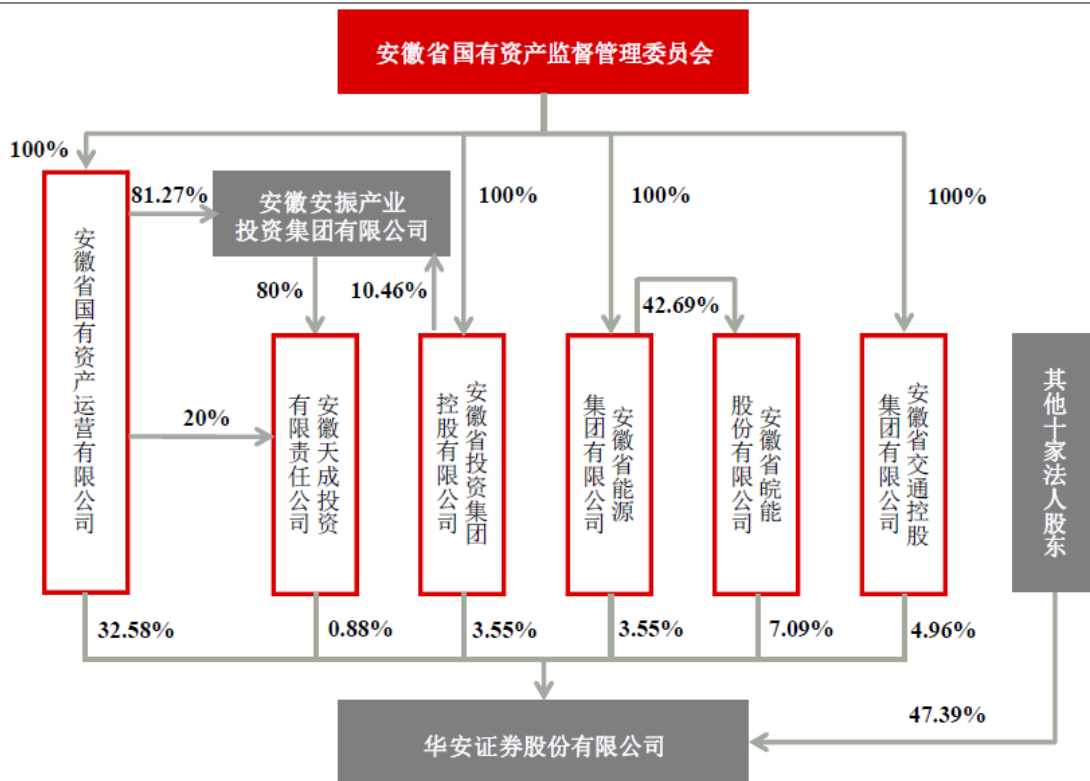
表目录

表 1 华安证券主要业务排名	6
表 2 华安证券投资收益率与上市券商平均的比较.....	14
表 3 盈利预测关键假设	19
表 4 可比券商盈利预测及估值表（股价和估值对应 2016 年 12 月 2 日收盘价）	20

一、公司背景及竞争地位

华安证券系由华安有限以整体变更方式设立的股份有限公司。华安有限是经安徽省人民政府、中国证监会批准，在整合原安徽省证券公司、安徽证券交易中心资产的基础上，由国资运营公司等 11 名股东共同出资设立的有限责任公司。2012 年 9 月 17 日，华安有限全体股东作为发起人，签署《发起人协议》，一致同意以截至 2012 年 7 月 31 日经审计的华安有限净资产 40.49 亿元，按 1:0.6968 的折股比例折合为 28.21 亿股，将华安有限整体变更为股份有限公司。

图 1 公司产权控制关系图



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

截至 2015 年，根据证券业协会的排名，华安证券 2015 年总资产排名在 47 位，属于小型券商，证券经纪、自营、融资融券业务为公司经营盈利的主要来源，也是排名大幅优于总资产排名的优势业务。截至 2016 年 6 月底，公司拥有 125 家证券营业部，其中 74 家布局在安徽省内，实现了营业网点在安徽省内的全面深入覆盖；省外营业部广泛分布于全国其他省市，除设在北京、上海、深圳、广州等经济发达的一线城市外，还广泛分布在江苏、浙江、山东、河北等多个省份的省会城市。

表 1 华安证券主要业务排名

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
盈利规模				
营业收入	52	48	40	48
净利润	48	44	34	47
资产规模				
净资产	50	51	53	55
净资本	53	49	55	59
总资产	59	49	47	53
业务规模				
客户交易结算资金余额	47	41	39	40
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	31	29	30	29
股权投资收入		25	17	
约定购回利息收入		20	35	
股权投资收入		35	29	

资料来源：招股说明书、中国证券业协会网站、中国中投证券研究总部

图 2 华安证券历年营业收入及增长率

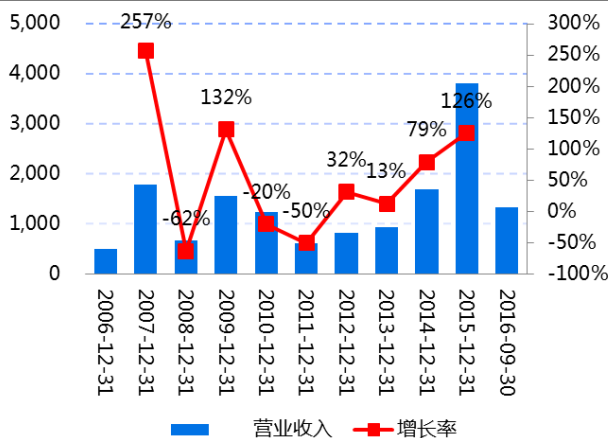
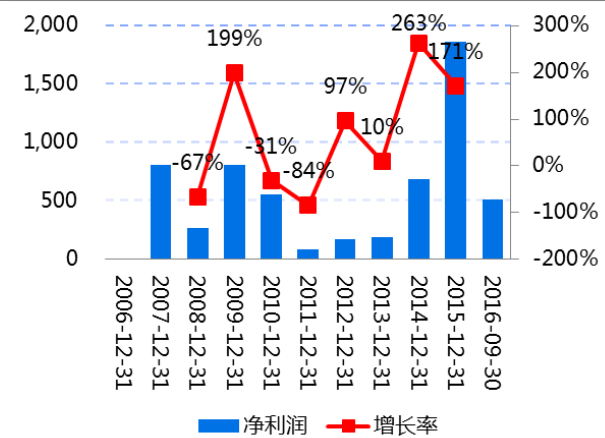


图 3 华安证券历年净利润及增长率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 华安证券各项业务收入构成及历年变化

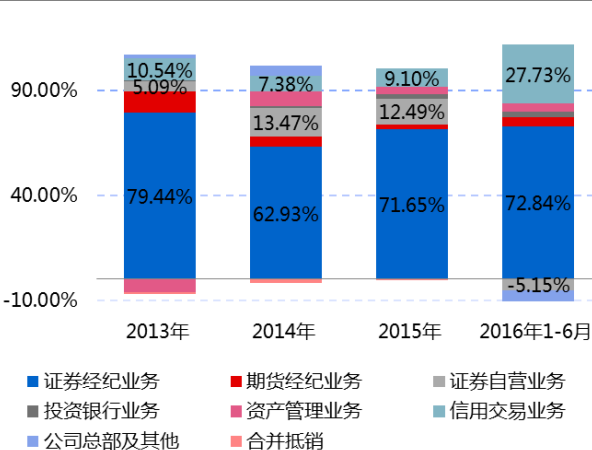
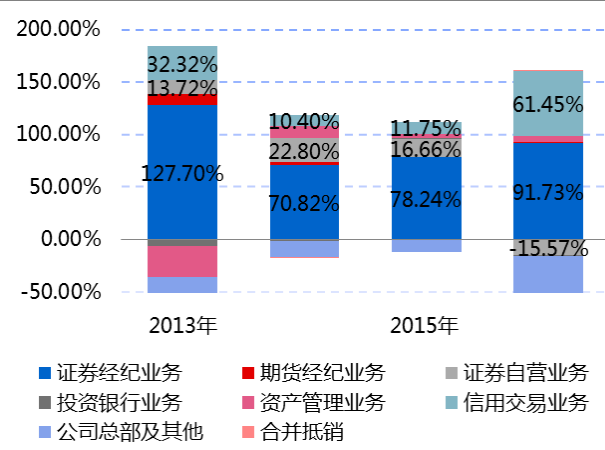


图 5 华安证券各项业务利润总额构成及历年变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

华安证券过往历年营业收入和净利润增速非常迅猛，其中营业收入 06~15 年以来的复合增长率达到了 25.25%，而净利润同期的复合增长率达到了 11.03%。

经纪业务是华安证券最主要的收入及利润来源，2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月证券经纪业务贡献的收入占营业收入总额的比例分别为 79.44%、62.93%、71.65%和 72.84%，利润总额占比分别为 127.70%、70.82%、78.24%和 91.73%；融资融券等信用交易业务对公司收入和利润的贡献快速增长，2016 年 6 月信用业务的贡献是 2013 年的一倍，但融资融券的占比波动较大；证券自营业务业绩对公司营收和利润的贡献较大，但其波动对公司盈利水平产生了较大影响。

传统经纪业务多年来为公司积累的庞大客户群体成为华安证券发展其他业务的基础。公司致力于建立综合业务服务平台，为客户提供一站式财富管理服务，通过差异化战略提高客户的依赖性和稳定性。

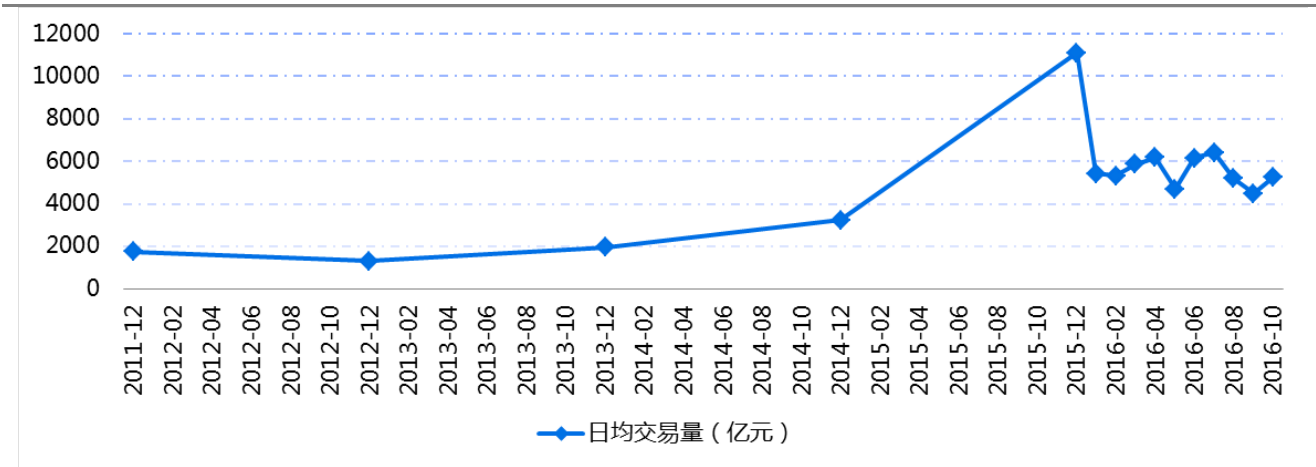
图 6 华安证券致力于打造成为一站式财富管理平台



资料来源：中国中投证券研究总部

二、行业发展情况

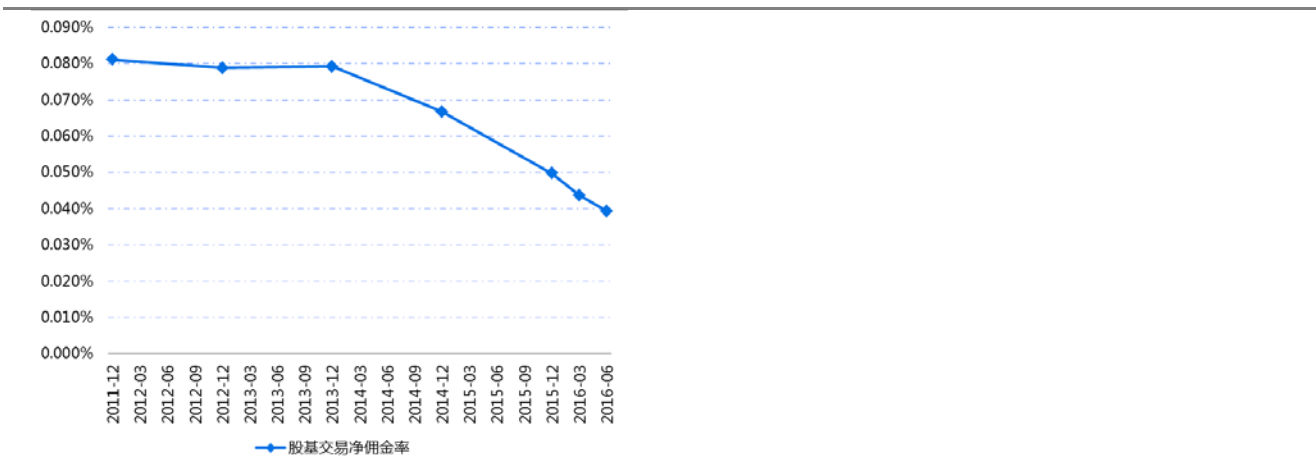
图 7 沪深两市市场日均股基交易量（亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从上图可以看出，从 2011 年开始，日均交易量逐渐上升，并随牛市到达了顶峰后回落。2016 年以来日均交易量非常稳定，均值为 5500 亿元。

图 8 证券行业股基交易净佣金率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从图 8 可以看出，行业净佣金率从 2014 年开始下降明显，2016 年上半年一直处于下降的趋势中。

三、公司业务特点及竞争力

2.1 以经纪业务发展为重心

图 9 中国证券公司 2015 年各业务收入结构图

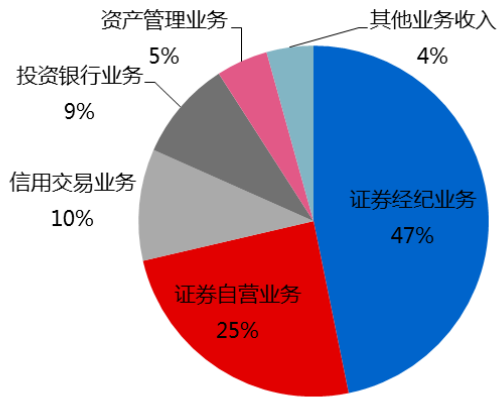
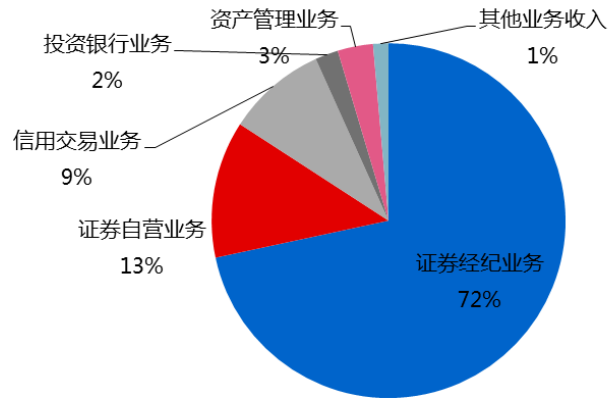


图 10 华安证券 2015 年各业务收入结构图



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

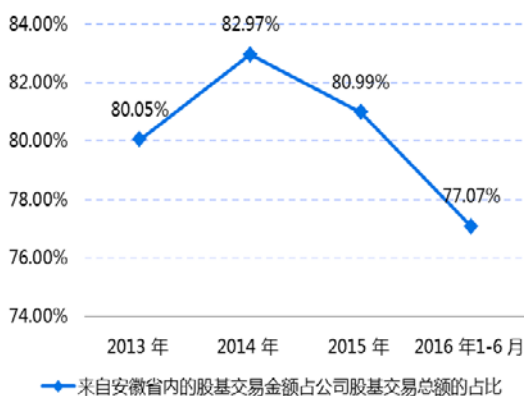
资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

华安证券的业务以面向中小散户的财富管理为主，证券经纪业务占比高于行业水平，行业 2015 年业务占比在 47%，而华安证券达到了 72%。

2.1.1 区域特征明显，业务以安徽省内为主

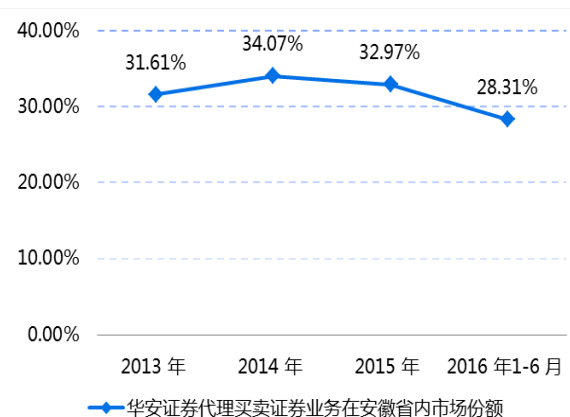
华安证券主要客户集中在安徽省，从公司营业部分布来看，华安证券在安徽省内营业部为 74 家，分公司 4 家，省外营业部 51 家，公司经纪业务整体经营布局以安徽省内为主。

图 11 来自安徽省内的股基交易金额占公司股基交易总额的占比



资料来源：中国中投证券研究总部

图 12 华安证券代理买卖证券业务在安徽省内市场份额

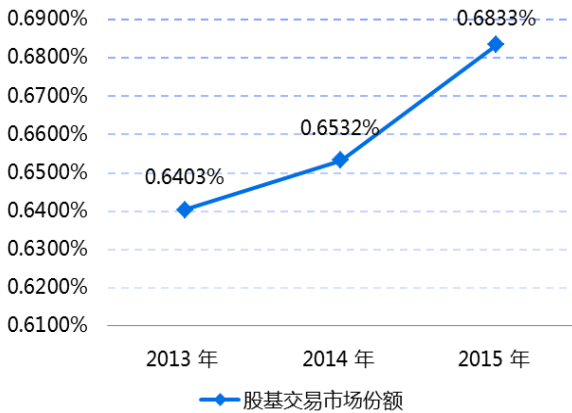


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

华安证券来自安徽省内的股基交易金额占公司股基交易总额的占比历年稳定在

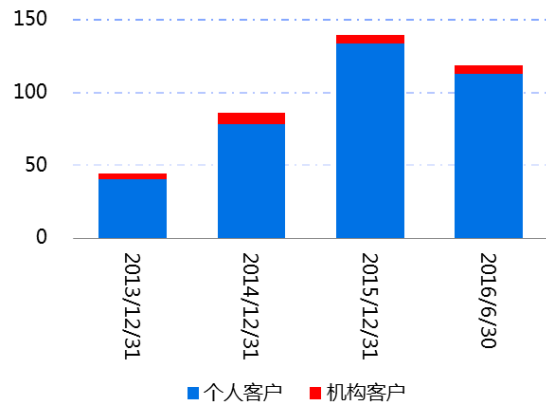
80%，可以看出安徽省的股基交易量对华安证券的业绩至关重要。华安证券代理买卖证券业务在安徽省内的市场份额先上升后下降，未来存在继续下降的风险。

图 13 华安证券经纪业务股基交易的市场份额



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

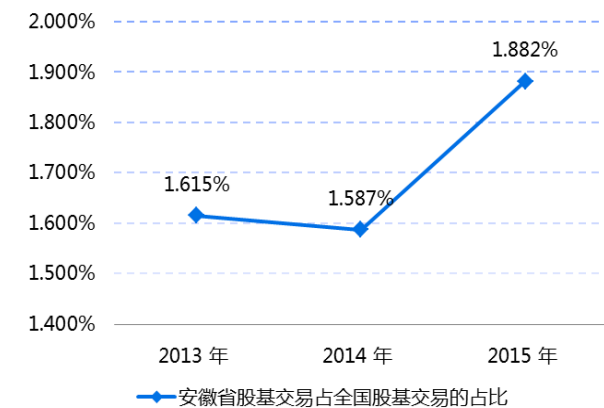
图 14 普通经纪业务代理买卖证券款构成明细



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

华安证券经纪业务股基交易的全国市场份额在持续上升，且 2014 年增速的涨幅是 0.0128%，2015 年增速的涨幅是 0.0301%。所以，华安证券经纪业务的股基交易市场份额是上升的。

图 15 安徽省股基交易占全国股基交易的占比



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

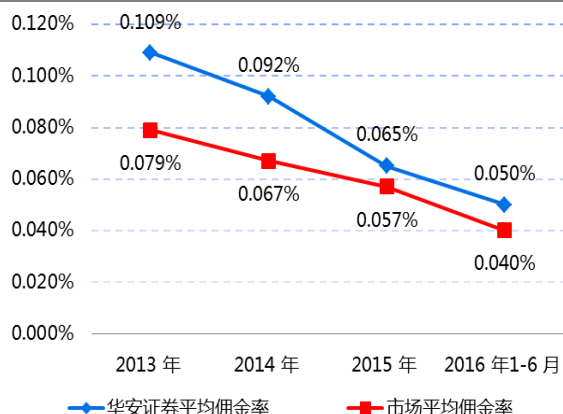
华安证券股基交易市场份额上升主要有以下两个原因：

1. 华安证券 2015 年新建立了北京和深圳分公司,加大对安徽以外地区的覆盖。而从客户结构来看，股基交易的增量主要来自个人客户。

2. 近年安徽省股基交易额占全国股基交易额的比例在上升，说明安徽省的区域市场在发展，华安证券能分享市场成长带来的业绩增长。

2.1.2 佣金率高于行业平均水平

图 16 华安证券平均佣金率水平与行业的比较



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

从图 20，华安证券近年佣金率下滑明显，相较行业平均佣金率的优势缩小较快，但仍然保持高于行业平均佣金率的水平。

华安证券高于行业的佣金优势主要源于其业务的区域分布。华安证券主要客户群体在安徽省，一般内陆证券市场竞争弱程度于沿海发达城市，使得公司平均佣金率水平高于行业平均水平。

随着网上开户的推广和“一人多户”的全面开放，部分证券公司通过网络低佣金开户策略大规模招揽客户，区域性券商面临来自异地券商更为激烈的竞争，导致华安证券佣金率在 2015 年下降明显。由于华安证券的收入主要来自经纪业务，华安受此冲击比较大。

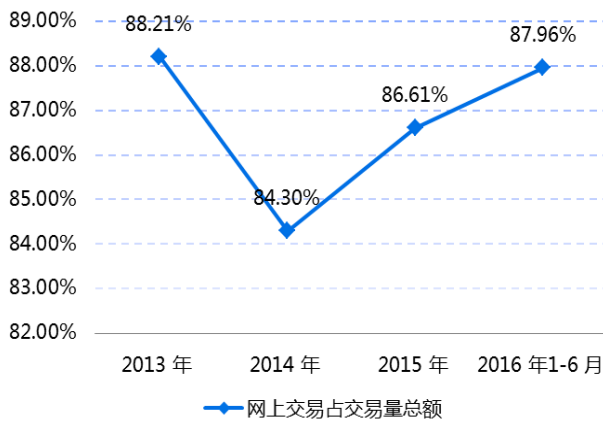
2.1.3 “线上交易+线下服务”提升经纪业务竞争力

全面互联网化降低运营成本

面对日益激烈的竞争，华安证券并未采取大规模的网络低佣金开户策略。华安证券以线上与线下配合发展的思路，对网上开户采取了与线下开户相同的定价政策。华安证券对小体量营业部实行低成本运作的“全柜员”经营模式，构建集营销、服务及业务办理为一体的互联网业务发展平台，实现经纪业务全面互联网化，以压缩经营成本，做好准备应对佣金率进一步下降的可能。华安证券在成功推出网上交易之后，又打造了“华安 e 家手机证券”平台，为客户提供更为快捷便利的行情、交易、资讯和互动服务。目前，华安证券网上交易占其交易量总额稳定在 85%以上。

华安证券以互联网的手段和思维不断优化商业模式、组织架构、业务流程和服务平台，大力开展基于互联网的业务和产品创新，为客户提供在线开户、在线理财等互联网金融服务，并探索小额借贷、转账支付等创新服务形式。

图 17 华安证券网上交易占交易量总额的占比



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

全方位建立客户服务体系

为加强客户服务，华安证券从以下五方面入手：

1. 悉心打造了高端客户专属服务平台。公司经纪业务部门、资产管理部、信用交易部门等与子公司华安新兴合作，为高端客户定制个性化产品和服务。

2. 加强服务体系和品牌建设。通过 CRM 系统的建设完善，华安证券已搭建客户俱乐部平台，初步建立了分步式理财服务营销、基于客户生命周期的客户关系管理、“N 对一”的客户服务模式；不断加强自身品牌与理财服务产品品牌的融合，以精细化理财服务推动零售业务转型的服务体系创新。

3. 提升投资顾问人员的客户服务水平。华安证券推动投资顾问人员管理平台建设，完善对投资顾问业务的管理、统计和考核；以向客户提供整体、长期、个性化的资产配置解决方案为目标，加强对投资顾问人员的创新业务培训，提升从业人员的专业能力，从而满足客户的多元化需求。

4. 优化营业部布局和管理。按照差异化管理思路，形成多层次网点体系的建设规划和管理机制，支持具备条件的分支机构在重点区域打造多业务平台，同时推进小体量营业部简化信息技术系统、营业面积及人员配备，使公司众多分支机构逐步形成规模体量不等、各具特色的多层次结构体系；根据高端客户多元化服务的要求，优化营销队伍结构，进行营销活动的动态绩效评估和收入费用配比分析，提升管理的精细化程度。

5. 推动呼叫中心功能的系统升级。完成客户服务系统的三期规划与升级，实现客户网上实时在线咨询，多个实时在线服务终端可满足客户咨询服务多样化的需求。顺利完成 CC 系统升级，实现客户电话委托总部集中交易，增加了理财产品等相关功能。成功申请全国统一客服号码 95318，进一步统一公司服务品牌，提升公司对外形象。

投资咨询业务加强经纪业务竞争力

证券投资咨询业务包括证券投资顾问业务和发布研究报告。

图 18 投资咨询业务手续费及佣金净收入(万元)

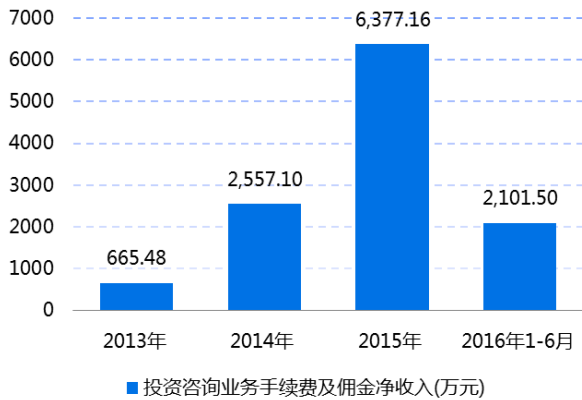
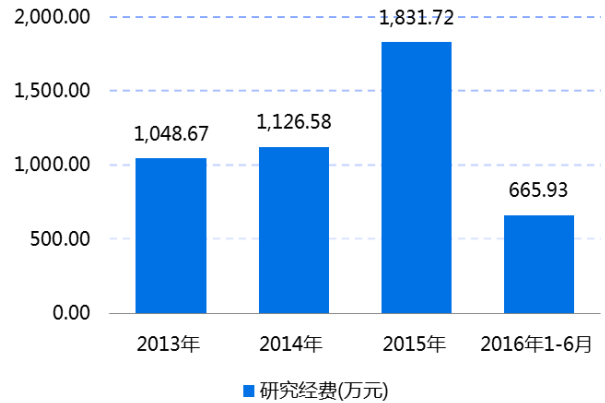


图 19 华安证券研究经费的投入在上升(万元)



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

为了保持和强化经纪业务的优势，华安证券着力推进投资咨询业务。投资咨询业务通过为客户投资理财提供定制化服务，提高客户稳定性及粘性。该业务收入近年增长非常快，其中 2014 和 2015 年投资咨询业务手续费及佣金净收入的数额均较前一年增长超过一倍以上。这主要得力于公司加强对研究的投入，且服务获得了客户的认可，也符合公司为客户提供一体化财富管理服务的战略。

投资咨询业务的定位是为了提升经纪业务服务的附加值而大力发展的业务，所以经纪业务是根、投资咨询业务反哺经纪业务，并具有相互促进的关系，即投资咨询业务的发展有利于稳固和加深经纪业务客户的忠诚度、稳固市场地位，而经纪业务的巩固也为投资咨询业务奠定稳固的客户资源。通过发展投资咨询业务，有利于加强客户的粘性。

2.2 证券投资业务以固收投资为主，收益率有市场竞争优势

图 20 华安证券自营交易品种的规模

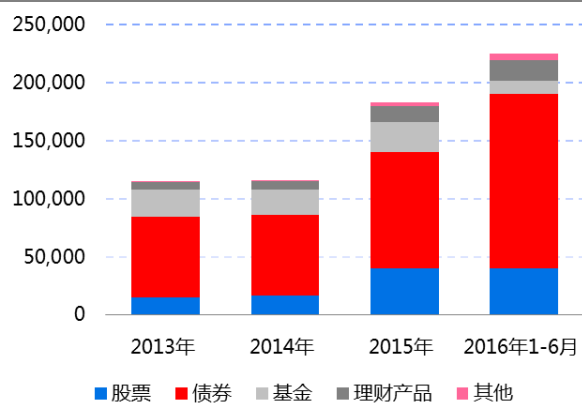
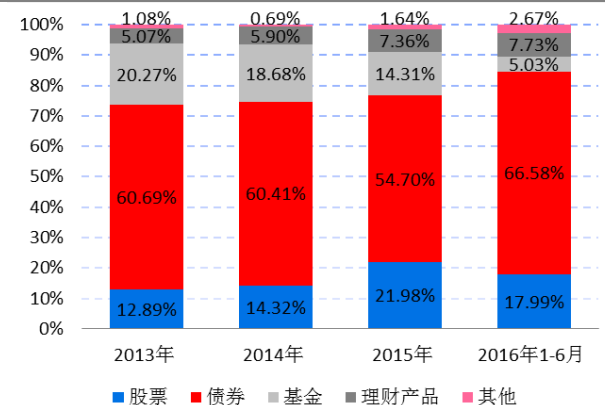


图 21 华安证券自营交易品种的占比



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

资料来源：

表 2 华安证券投资收益率与上市券商平均的比较

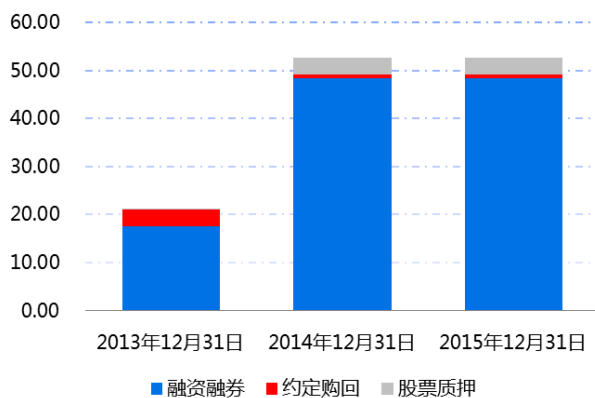
交易品种	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
股票	-17.06%	48.69%	82.18%	-27.75%
债券	8.45%	24.00%	21.04%	7.88%
基金	5.83%	6.41%	-2.24%	6.37%
理财产品	2.02%	5.64%	14.25%	1.12%
其他	35.98%	-42.44%	-25.52%	-18.43%
华安证券投资综合收益率	4.60%	22.71%	29.89%	0.16%
券商平均投资收益率	6.17%	12.19%	11.80%	0.64%

资料来源：公司招股说明书、WIND、中国中投证券研究总部

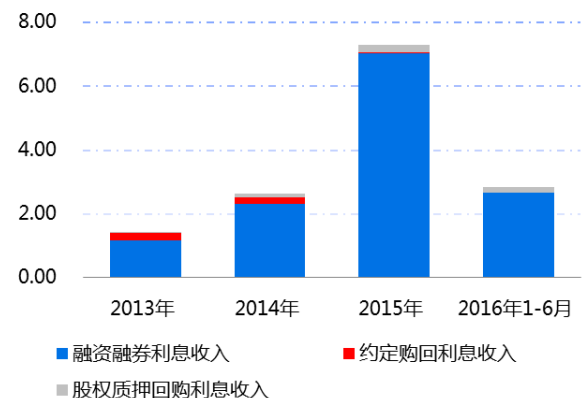
华安证券自营业务规模近年增长较快，以固定收益类投资为主，2013-2016 年 6 月债券占比持续上升，约稳定在 60%左右。

华安证券的证券投资综合收益率总体是高于券商平均投资收益率水平的，尤其在市场行情向好的时候表现突出。其中，债券投资的收益率受行情波动影响较少且收益水平较高，说明公司在债券投资方面有一定的业务优势；股票投资兼具高风险高收益的特点，行情好的时候收益很大，但是投资收益波动非常大。

2.3 信用交易业务受制于资本金，未来有发展潜力

图 22 信用业务构成及其余额（亿元）


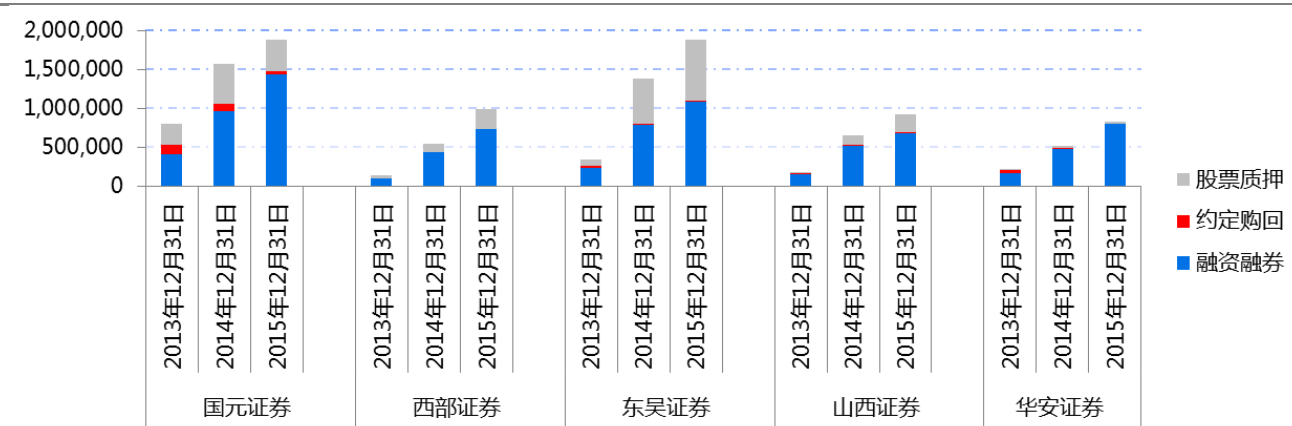
资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 23 信用业务收入构成（亿元）


资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

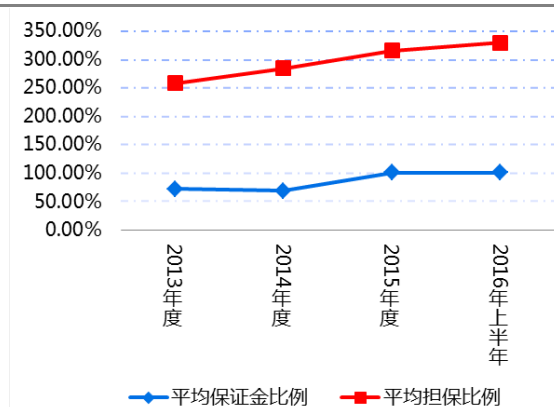
华安证券信用业务主要是融资融券，公司 2013-2014 年期间融资融券业务规模增长明显，2014-2015 年融资融券收入随行情增长明显。由于 2013 年推出的股票质押式回购业务对约定购回式业务具有一定替代效应，约定购回式业务在报告期内呈下降趋势。

图 24 华安证券与可比证券公司信用业务规模和成分的对比（万元）



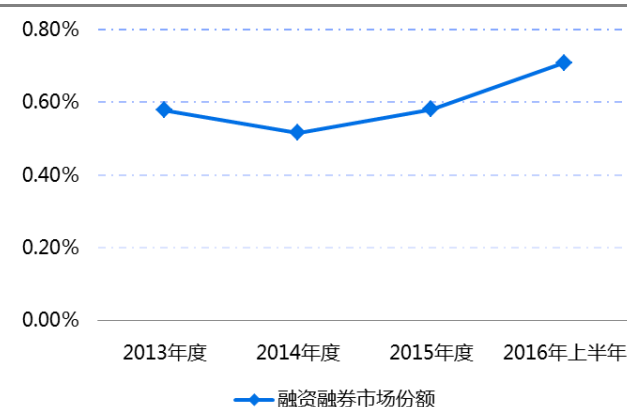
资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 25 融资融券业务的平均保证金比例和担保比例



资料来源：公司招股说明书、中国中投证券研究总部

图 26 华安证券日均融资融券余额/证券市场日均融资融券余额



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

从上图可以看出，华安证券的信用业务规模是弱于同行的。同行中，信用业务主要是融资融券和股票质押，而华安证券目前主要开展融资融券，股票质押业务落后于同行。

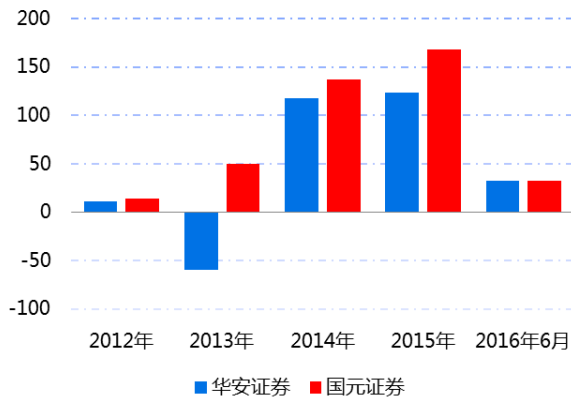
从华安证券融资融券业务平均保证金比例和担保比例的上升可以看出，华安证券在开展信用业务的过程中，越来越受自身资本金的约束。

图 29 是华安证券日均融资融券余额与证券市场日均融资融券余额的比值，可以得出华安证券融资融券业务的市场份额。尽管华安证券的融资融券受资本金约束，但其市场份额是在不断提高的。

华安证券信用业务落后于同行的主要原因是受制于资本约束，并在有限的资本约束下被动采用了较为严格的风控管控标准。

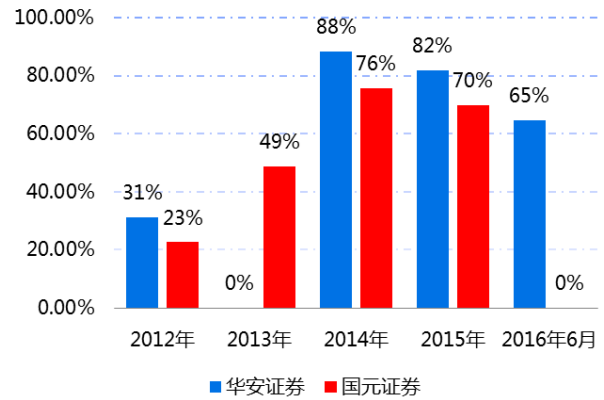
2.4 资产管理业务虽弱，但发展潜力可期

图 27 华安证券和国元证券资管业务收入比较 (百万元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 28 华安证券和国元证券资管业务利润率比较



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

国元证券与华安证券同属总部在安徽省的券商，2016 年上半年，国元证券实现营业收入 14.03 亿元、利润总额 6.12 亿元，分别是华安证券的 1.71 倍和 1.72 倍。从 2016 年 1-6 月股票交易额市场份额来看，国元证券和华安证券的市场份额分别为 0.9625% 和 0.7348%，市场排名分别为 26 位和 37 位。华安证券与国元证券都以安徽省为本土市场，省内进行较为激烈的直接竞争。

通过对比华安证券和国元证券的资管业务收入和利润率，可以发现华安证券近年资管业务发展非常迅速，并 2016 年 6 月实现与国元证券资管同规模的收入，而且华安证券近年资管业务的利润率一直高于国元证券。所以，与直接竞争者国元证券相比，华安证券的资管业务发展较为迅猛且有赶超国元证券的趋势。

四 发展前景

4.1 行业发展前景

日均股基交易额：由于 2016 年前 10 个月的日均股基交易额均值在 5500 亿元，所以预计 2016 年年末日均股基交易额在 5500 亿元。预计 2017-2018 年市场在震荡中逐渐恢复，并随着时间的推移逐渐回升。

行业经纪业务净佣金率：2016 年以来市场净佣金率持续下降，预计未来净佣金率有下行压力，理由如下：1. 2016 年 4 月证监会就《证券经纪业务管理办法》草案征求意见，按照目前《办法》的规定来看未来将进一步放宽费率制定限制，预期未来佣金率有进一步下行压力；2. 券商经纪业务目前仍然同质化比较严重，在证券公司建立差异化服务能力之前，价格战是难免的竞争手段。

预计未来行业净佣金率降幅趋缓，理由如下：1. 2016 年 10 月中国结算调整“一人多户”为“一人三户”，新老划断但强调保持账户活跃，预计政策实施后券商佣金战或将有所降温；2. 预计如果按目前 5500 日均估计交易额的市场活跃度测算，整体证券行业的盈亏平衡的净佣金率应在 0.02% 左右，预计未来佣金率进一步下降的空间和动力有限。

行业总市值：预计股市指数每年按 6.5% 增长，即与 GDP 的增速同步。另外，还要考虑 IPO 提速的影响，其中，预计 2016 年沪市和深市与目前的指数水平较一致。由于历年沪市和深市因扩容而导致的市值增速不同，所以分开预计，其中，沪市过去的增速平均在 0.50%，深市过去的增速平均在 1.66%。预计受 IPO 增速的影响，沪市和深市每年的增速较前一年均增加 0.5%。

行业两融余额占总市值的比值：预计年末两融余额占总市值的比值将保持截至 2016 年 9 月的水平。2017 年行情将继续振荡，并逐渐企稳，两融余额的占比也有望随之回升至 2.65%。2018 年随着行情回暖行业两融余额占比轻微上升至 2.80%。

4.2 公司发展前景

华安证券构筑“一体两翼两个助推器”的发展模式，以经纪业务为重心，以自营业务和信用业务为两翼，以投资咨询业务和资管业务为助推器，努力构建一体化的财富管理平台。

经纪业务为重心。华安证券的营收较大比例来自经纪业务，且为实现其建设一体化的财富管理平台的目标，经纪业务客户是大力发展其他各项业务的基础，所以稳住经纪业务的营收、并拓展市场份额仍是公司未来业务发展的重中之重。预计未来华安证券将延续过去的竞争策略，从降运营成本、优化客户服务和提供投资咨询服务三方面入手，一方面巩固公司在安徽省的市场份额，另一方面，通过在全国不断建立分公司和营业部，

业务逐渐冲出安徽省，有望进一步提高市场占有率。

信用业务为业绩增长点。目前华安证券的信用业务受制于资本金约束的痕迹比较明显，未来华安证券上市融资以后，预计资本金约束将缓解，有利于信用业务的发展。具体体现在：融资融券业务的担保比例将下滑，公司可以采取较以往相对宽松、与同行类似的风控政策，并给信用业务发展以空间；股票质押业务将加速发展，占信用业务的比例将逐渐向同行靠拢。

证券投资业务提升公司利润空间。华安证券的证券投资业务也受制于资本金约束，预计随着上市融资的完成，可以提高公司投入证券投资业务的自有资金额度，这将有利于释放华安证券在债券配置方面的优势，在财务上表现为证券投资对公司应收和盈利的贡献比例的上升。

投资咨询业务构筑护城河。预计华安证券会优先对安徽客户群发展投资咨询业务，优先给长期稳定客户提供投资咨询的高端服务，并逐渐根据实操经验扩展投资咨询覆盖的客户群和地域。一方面投资咨询业务的收入将持续快速增长，另外也有利于提高公司经纪业务的服务质量，逐步打造财富管理平台的竞争优势，以安徽为据点，大力拓展一线城市乃至全国的市场。

资管业务有较大发展潜能。资管业务有较大发展潜力的理由如下：1. 证券行业是周期性较明显的行业，资管业务的特点是相对旱涝保收，所以公司管理层有动力发展资管业务以平滑营收的波动；2. 与公司直接竞争的国元证券资管发展相对滞后，这说明起码在华安证券最有客户基础的安徽地区，现有客户的资管需求仍有很大的挖掘空间；3. 华安证券的资管业务已表现出了赶超国元证券的势头。预计华安证券首先以安徽本部为资管业务发展的重点区域，加大资管业务的拓展力度，有望迎来资管业务的爆发。

五、投资建议：合理价值区间 6.61 ~ 11.15 元/股

3.1 盈利预测

我们假设 2016/17/18E 市场股票基金日均成交量分别为 5500/5700/6000 亿元，期末行业两融余额分别 388,638/426,168/469,64 亿元，公司两融余额分别为 86/114/137 亿元。

表 3 盈利预测关键假设

项目		2014	2015	2016E	2017E	2018E
交易情况	市场日均股基交易额 (亿元)	3,222	10,997	5,500	6,000	6,500
	公司股基交易市场份额	0.653%	0.683%	0.708%	0.728%	0.743%
	行业经纪业务净佣金率	0.067%	0.050%	0.035%	0.032%	0.030%
	公司经纪业务佣金率优势	0.025%	0.008%	0.005%	0.005%	0.004%
	公司经纪业务净佣金率	0.092%	0.058%	0.040%	0.037%	0.034%
证券投资	投资类资产规模增速		107.429%	8.028%	15.370%	14.345%
	投资收益率	65.99%	103.96%	6.00%	6.50%	7.00%
融资融券	行业两融余额占总市值的比例	3.25%	2.81%	2.31%	2.65%	2.80%
	公司市场份额	0.26%	0.69%	0.72%	0.77%	0.82%
	公司两融余额(亿元)	48	80	86	114	137
资产管理	资产管理业务规模增长率	-39.65%	50.55%	25.00%	35.00%	35.00%

资料来源：招股说明书、中国中投证券研究总部

我们估算华安证券 2016/17/18E 营业收入分别为 19.57/23.45/29.11 亿元，归母净利润分别为 7.40/8.86/11.00 亿元；摊薄后的 EPS 分别为 0.20/0.24/0.30 元，BVPS 分别为 2.16/2.30/2.49。

图 29 华安证券盈利预测 (百万元)

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表						成长能力					
营业收入	1,690	3,816	1,957	2,345	2,911	营业收入	79%	126%	-49%	20%	24%
代理买卖证券业务净收入	1,006	2,481	757	746	798	净利润	263%	172%	-60%	20%	24%
证券承销业务净收入	13	80	84	99	196	综合收益	269%	169%	-61%	13%	17%
资产管理业务净收入	8	58	69	93	126	盈利能力					
利息净收入	237	479	444	703	920	净利率	41%	49%	38%	38%	38%
投资净收益 (含公允价值变动)	391	645	604	704	871	ROE	14.7%	31.7%	10.1%	11.0%	12.7%
营业支出	818	1,359	979	1,173	1,455	ROA	4.0%	6.1%	2.0%	2.4%	2.7%
业务及管理费	679	1,122	900	1,079	1,339	每股指标					
其他业务成本	140	237	78	94	116	每股净利润	0.24	0.66	0.20	0.24	0.30
利润总额	875	2,457	979	1,173	1,455	每股净资产	1.77	2.40	2.16	2.30	2.49
所得税	187	590	236	283	351	每股股利	0.11	0.18	0.07	0.08	0.10
少数股东权益	2	0	3	4	4	估值分析					
归母净利润	686	1,865	740	886	1,100	市盈率	80.50	29.62	95.83	79.98	64.44
加: 其他综合收益	19	39	-	-54	-124	市净率	11.05	8.14	9.05	8.50	7.85
综合收益总额	707	1,904	743	836	980	股息收益率	0.56%	0.90%	0.34%	0.41%	0.51%
资产负债表						关键假设					
资产合计	22,956	38,014	35,737	39,084	43,069	市场	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	9,170	14,201	13,908	15,090	16,448	上证综指	3,235	3,296	3,100	3,364	3,666
买入返售金融资产	650	278	650	845	1,056	日均股基交易额 (亿元)	3,222	10,997	5,500	5,700	6,000
融出资金	4,835	7,976	8,870	11,868	14,615	IPO规模	669	1,578	1,200	1,380	1,587
交易性金融资产	3,750	7,953	8,000	8,800	9,680	增发融资规模	6,828	13,728	18,092	21,349	25,191
可供出售金融资产	635	1,144	1,802	2,522	3,279	核心债券发行规模	8,737	13,854	35,000	38,500	42,350
其他资产	3,916	6,463	2,508	-42	-2,009	两融余额	10,257	11,743	11,513	14,405	16,657
负债合计	17,957	31,232	27,904	30,740	34,037	公司					
代理买卖证券款	9,150	15,621	14,230	15,440	16,830	股基交易市场份额	0.67%	0.70%	0.71%	0.73%	0.74%
自主负债	6,632	10,928	8,302	9,008	9,819	净佣金率	0.102%	0.069%	0.040%	0.037%	0.034%
其他负债	2,175	4,683	5,372	6,292	7,389	两融余额市场份额	0.47%	0.68%	0.72%	0.77%	0.82%
所有者权益	4,999	6,782	7,833	8,344	9,032	IPO市场份额	0.00%	0.82%	0.40%	0.60%	0.80%
股本	2,821	2,821	3,621	3,621	3,621	增发市场份额	0.00%	0.00%	0.00%	0.10%	0.13%
其他综合收益	12	50	50	-4	-128	债券融资市场份额	0.01%	0.10%	0.10%	0.13%	0.15%
其他所有者权益	2,166	3,911	4,161	4,727	5,539	集合资产管理业务规模	57,219	107,144	148,840	193,492	251,540
						业务及管理费用率	40.2%	29.4%	46.0%	46.0%	46.0%
						所得税率	21.4%	24.0%	24.1%	24.1%	24.1%
						分红率	45%	27%	33%	33%	33%

资料来源: 公司招股说明书、中国中投证券研究总部

3.2 估值及投资建议

可比公司估值法: 华安证券属于小型券商, 通过考虑公司业务特点、体量、区域分布等因素, 与华安证券业务最接近的证券公司是国元证券、西部证券、东吴证券和山西证券。证券行业由于业绩随行业周期性波动非常大, 所以考虑采用 PB 估值法进行估值。

表 4 可比券商盈利预测及估值表 (股价和估值对应 2016 年 12 月 2 日收盘价)

股票代码	股票名称	股价 (元)	P/B		
			2014	2015	2016 (万得一致预期)
000728.SZ	国元证券	23.60	3.51	2.23	2.10
002673.SZ	西部证券	24.89	8.39	7.58	5.16
601555.SH	东吴证券	14.86	4.30	2.62	2.23
002500.SZ	山西证券	14.23	5.49	3.05	2.74
平均值			5.42	3.87	3.06
中位数			4.90	2.84	2.49

资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

4 家业务可比公司 2016 年 P/B 平均数为 3.06, 中位数为 2.49。业务与华安证券

最相当的国元证券 2016 P/B 为 2.10。

P/B 的变化趋势整体符合行情走向，也反映市场对未来券商业绩的乐观程度。根据同比券商 P/B 的万得一致预期，看好华安证券在融资后缓解资本金压力并加大业务发展投入，给予 3.06~5.16 的 P/B，对应股价 6.61 ~ 11.15 元/股。

3.3 风险提示

（1）经纪业务量价双杀风险

经纪业务受价格战的影响，净佣金率大幅下降，同时市场行情低迷，导致经纪业务收入降幅明显。

（2）信用业务收入增长缓慢

信用业务市场业务开拓速度弱于预期。

（3）债券市场信用风险爆发风险

公司自营配置的主要品种是债券，若债券市场信用风险爆发，则对公司自营业务产生巨大影响，并拖累公司的盈利。

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

彭倩晖,null

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434