

2017年01月23日

华安证券 (600909.SH)
公司深度分析

证券研究报告

夯实安徽本部，布局全国市场

■ **公司概况：**华安证券成立于2001年，公司于2016年12月在上交所上市，募集资金总额约51亿，安徽省国资委是实际控制人，2016上半年公司营业收入为8.2亿元，行业排名第49位，净利润为2.6亿元，行业排名第43位。

■ **经纪业务深耕安徽，省内网点数量居首。**经纪业务是华安证券最主要的收入来源，2016上半年经纪业务收入占比超过60%，公司是安徽省内营业部数量最多的券商（74家），区域优势明显，股基交易金额的近八成来自安徽省内，并且全国市场份额近年逐年提升（2016年达到0.7%），随着上市补充资本金后加强全国网点的布局，预计2017年有望上升至0.74%左右。近年来公司佣金率下降幅度与行业平均水平相近，预计2017年华安证券佣金率维持在万分之4.3左右。

■ **股权质押业务将成为新亮点。**公司2016年上半年实现利息净收入2亿元（占比25%），仅次于经纪业务，2014年以来公司融资融券业务快速发展（市场份额从2014年的0.47%大幅提升至2017年初的0.77%，排名33位），股票质押业务蓄势待发，截至2016年公司股票质押回购业务交易规模达53亿元，行业排名第63位，随着上市后资本金得到补充，融资融券市场份额有望稳步提升至0.9%，股权质押回购业务将成为发展重点。

■ **自营业务债券投资规模大幅提升。**2015年以来华安证券债券投资规模增速达50%（占比66%），同期股票投资规模稳定，预计未来债券收益率整体保持平稳，有助于稳定自营业绩。

■ **资管业务聚焦主动管理。**截至2016年上半年末公司集合理财受托资金规模约50.3亿元（占比33%左右），好于行业水平。2017年行业主动管理占比提升的趋势将持续，公司在主动管理方面的优势将得到进一步发挥。

■ **承销保荐业务潜力较大。**公司投行业务以财务顾问为主（2016年上半年财务顾问收入占投行业务收入的90%），截至2016年上半年公司签署了合作协议的IPO项目13个、债券类项目2个，受益于IPO审批加速，公司承销保荐收入将逐步提升。

■ **皖江经济协同发展，区域优势凸显。**近年来安徽省经济增速好于全国水平，长江经济带战略已明确将安徽省纳入长三角一体化发展规划，公司目前营业部基本实现了对皖江城市带的全覆盖，区域经济发展将带来大量投资一行、资管管理和投资顾问等业务机遇。

■ **上市增强资本实力，综合金融全面发展。**截至2016年6月末公司净资本行业排名第59位，上市后有望提升至前40位，上市募集的资金将重点投向经纪业务网点建设、资本中介业务、自营业务等，并且公司先后收购华安新兴、华安期货，参股安徽股权托管交易中心和中证机构间报价系统公司，综合经纪、资产管理、投资咨询、融资融券等多方面专业能力，打造高端客户的一站式服务平台。

■ **投资建议：**增持-A评级，我们预计华安证券2017年至2018年EPS分别为0.23/0.28元，6个月目标价12.8元/股。

■ **风险提示：**市场交易量大幅萎缩/债券投资亏损/宏观经济下行。

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,690	3,816	1,894	2,254	2,807
净利润	688	1,865	651	825	998
每股收益(元)	0.24	0.66	0.18	0.23	0.28
每股净资产(元)	1.76	2.38	3.41	3.62	3.90

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	74	27	100	79	65
市净率(倍)	10.22	7.58	5.28	4.97	4.62
净利润率	40.71%	48.87%	34.39%	36.57%	35.57%
净资产收益率	13.76%	27.50%	5.24%	6.25%	7.03%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **增持-A**
首次评级

6个月目标价：**12.80元**
股价(2017-01-23) **10.63元**

交易数据

总市值(百万元)	37,042.83
流通市值(百万元)	8,184.00
总股本(百万股)	3,621.00
流通股本(百万股)	800.00
12个月价格区间	9.23/14.98元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-28.64	-2.36	-7.31
绝对收益	-28.96		

赵湘怀

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450515060004
 zhaoxh3@essence.com.cn
 021-35082987

贺明之

报告联系人

 hemz@essence.com.cn
 021-35082968

相关报告

1. 公司概况

1.1. 安徽国资委是公司实际控制人

华安证券是立足于安徽省的综合类券商,其前身华安证券有限责任公司成立于2001年1月。华安证券有限责任公司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、安徽证券交易中心以及安徽省国际信托投资公司、安徽省信托投资公司证券类资产基础上,由国资运营公司等11名股东共同出资设立。彼时,华安证券有限责任公司注册资本为17.05亿元,其中,国资运营公司以其拥有的原安徽省证券公司8亿元净资产和安徽证券交易中心0.8亿元净资产出资,持股51.61%,其余10名股东以货币方式合计出资8.25亿元。

其中,安徽省证券公司是由中国人民银行安徽省分行出资于1991年4月18日设立,并按照1996年7月2日中国人民银行《关于中国人民银行各级分行与其投资入股的证券公司脱钩问题的通知》要求,从中国人民银行安徽省分行脱钩,产权划归安徽省财政厅持有。1999年9月7日,安徽省政府批准将安徽省证券公司产权由安徽省财政厅划转至国资运营公司。

安徽证券交易中心是经中国人民银行安徽省分行、安徽省政府批准,于1994年4月28日设立。按照1996年7月2日中国人民银行《关于中国人民银行各级分行与其投资入股的证券公司脱钩问题的通知》,安徽证券交易中心从中国人民银行安徽省分行脱钩,产权划归安徽省财政厅持有。1999年9月7日,安徽省政府批准将安徽证券交易中心产权由安徽省财政厅划转至国资运营公司。

2006年完成增资至22.05亿元。2006年,由于华安证券有限责任公司的流动性困难及资本不足等问题,注册资本由17.05亿元增加至22.05亿元,其中安徽省信用担保集团有限公司出资4亿元投资,此外,安徽省信用担保集团有限公司、合肥兴泰信托投资有限责任公司、安徽华茂集团有限公司、安徽省投资集团有限责任公司与华安签订委托理财资金的清偿协议,将合计1亿元的委托理财资金转为对华安有限的债权,并进行债转股(依次分别为3,000万元、3,000万元、2,000万元和2,000万元)。

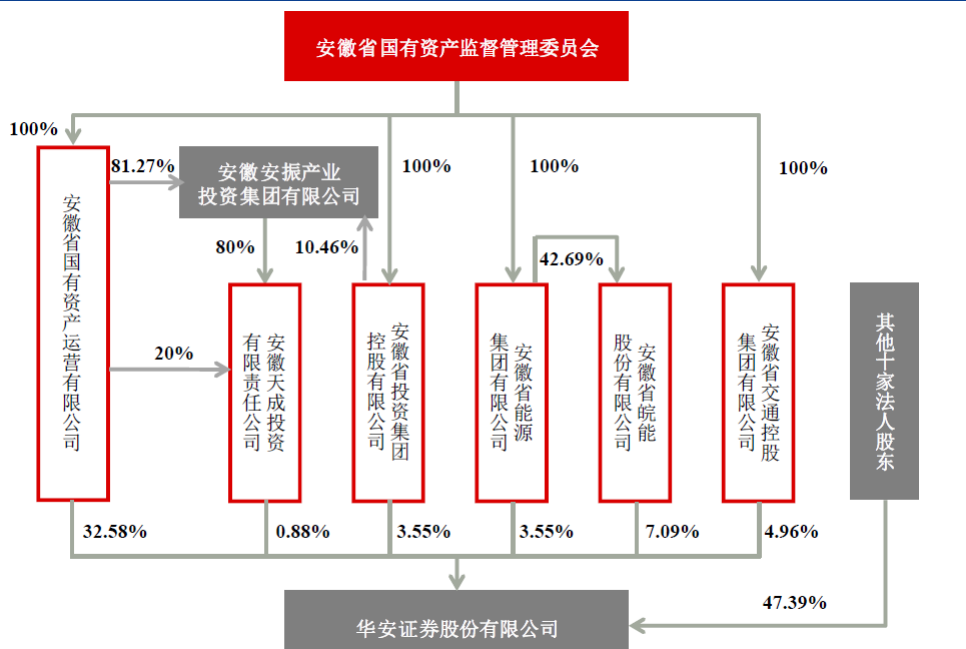
2009年注册资本变更至24.05亿元。根据2006年10月19日华安有限与安徽省信用担保集团有限公司签署的《股权回购协议书》,华安有限应在该协议生效后36个月期满时以现金回购安徽省信用担保集团有限公司的4亿元阶段性股权投资。为此,2009年华安有限定向减少注册资本4亿元,为确保公司的净资产等财务指标持续满足监管机构的要求,华安有限在实施前述减资的同时增加注册资本6亿元,华安有限的注册资本由22.05亿元变更为24.05亿元。安徽省能源集团有限公司、东方创业、安徽出版集团有限责任公司分别增资1亿、1亿、4亿元。

2012年完成股改,注册资本增加至28.21亿元。2012年7月,公司完成增资。国资运营公司、安徽出版集团、时代出版传媒股份有限公司、东方创业、安徽省高速公路控股集团有限公司、安徽省投资集团有限责任公司(已更名为“安徽省投资集团控股有限公司”)、浙江东方集团股份有限公司、华芳纺织股份有限公司、合肥瑞泽源置业有限公司以货币方式按每元注册资本1.78元的价格分别向华安有限增资0.39亿元、0.5亿元、0.5亿元、0.5亿元、0.8亿元、0.4亿元、0.12亿元、0.4亿元、0.15亿元;新增股东华安发展六安置地投资有限公司以货币方式按每元注册资本2.1元的价格向华安有限增资0.4亿元。公司于2012年12月完成股份制改革。

上市前安徽国资委间接持股52.61%。在完成一系列股权转让后,上市前安徽省国有资产运营有限公司持有9.19亿股,占比32.58%。国资运营公司为安徽省国资委下属国有独资公司,作为安徽省人民政府授权的国有资产经营主体进行投资、参股、控股以及产权交易。华安证

券实际控制人为安徽省国资委,安徽省国资委间接控制公司 52.61%的股份,控股股权集中,有利于充分发挥控股股东的的话语权,避免公司控制权更迭风险,其他大股东同为国有属性,既有利于加强股权制衡,也利于资源集中,发挥协同效应。

图 1: 上市前安徽国资委间接持股 52.61%



资料来源:公司公告,安信证券研究中心

2016 年上市,注册资本增加至 36.21 亿元,上市后安徽国资委间接持股 39.56%。华安证券于 2016 年 12 月 6 日在上交所主板上市,发行后总股本增至 36.21 亿股。公开发行股票 8 亿股,每股价格 6.41 元,募集资金总额 51.28 亿元,募集资金净额为 49.72 亿元。上市并没有改变公司国有控股的性质,上市后安徽国资委间接持股 39.56%,公司全部国有股东持股合计 63.50%。

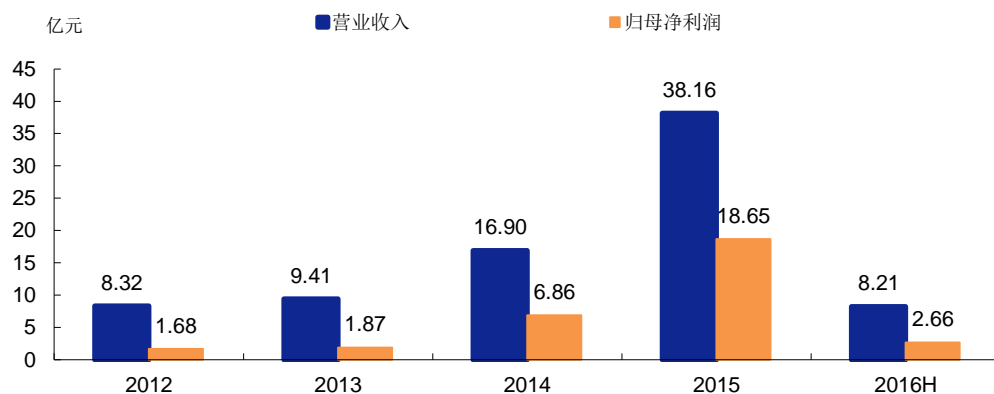
表 1: 上市后安徽国资委间接持股 39.56%

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	安徽省国有资产运营有限公司	887,020,879	24.50
2	安徽出版集团有限责任公司	482,601,131	13.33
3	东方国际创业股份有限公司	238,825,020	6.60
4	安徽省皖能股份有限公司	200,000,000	5.52
5	安徽省交通控股集团有限公司	135,128,317	3.73
6	江苏舜天股份有限公司	100,000,000	2.76
7	黄山旅游发展股份有限公司	100,000,000	2.76
8	安徽古井集团有限责任公司	100,000,000	2.76
9	安徽省投资集团控股有限公司	96,520,226	2.67
10	安徽省能源集团有限公司	96,520,226	2.67
	合计	2,436,615,799	67.30

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

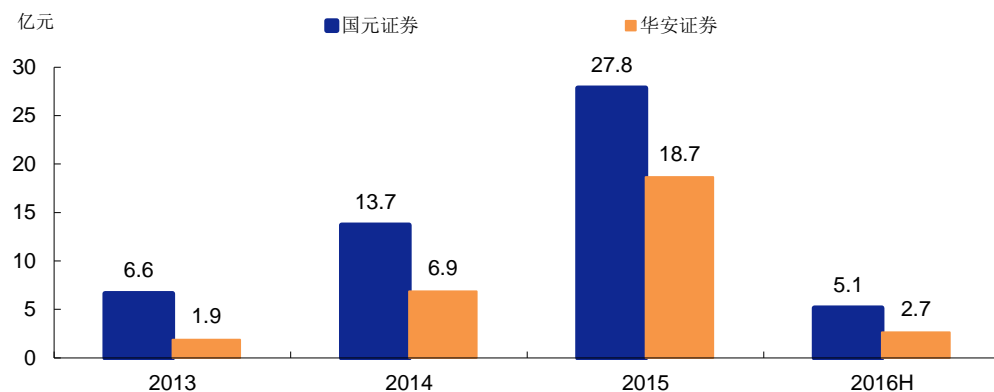
公司整体实力位于行业中游水平。据中国证券业协会统计,2016 上半年公司总资产规模排名第 45 位,净资产排名第 47 位,2016 上半年营业收入 8.21 亿元,行业排名第 49 位,净利润 2.65 亿元,行业排名第 43 位。

图 2：华安证券近年发展较快



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：华安证券净利润低于国元证券



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

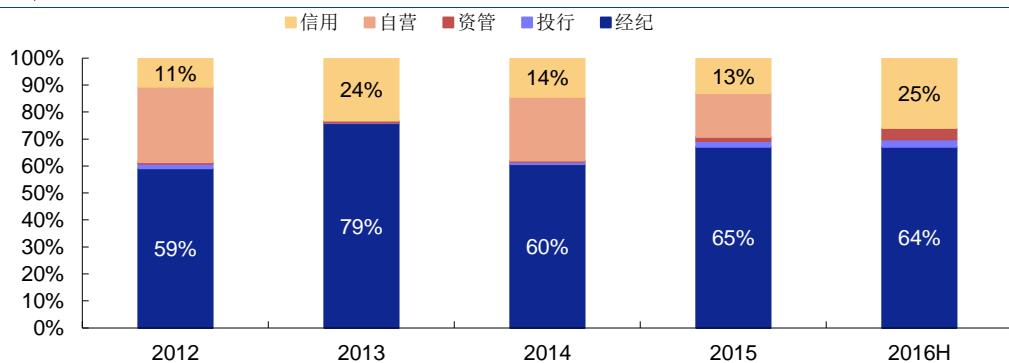
2. 公司上市补充资本，业务发展迎来良机

2.1. 经纪业务深耕安徽

2.1.1. 经纪业务是主要收入贡献

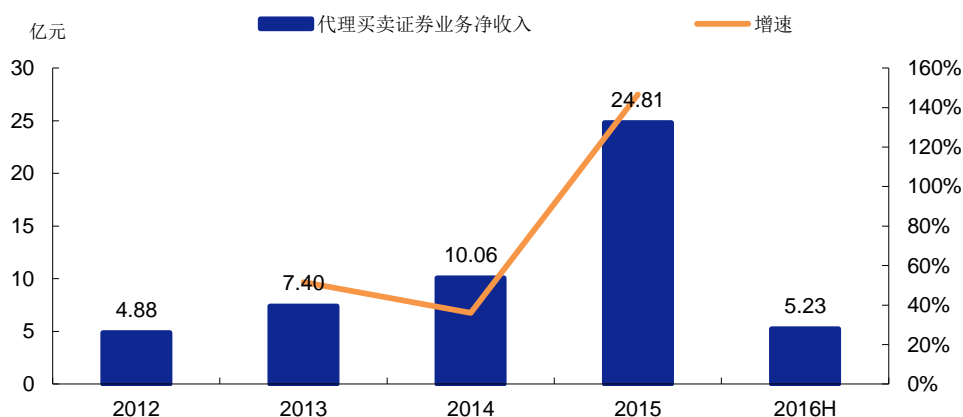
经纪业务为支柱，收入占比超六成。2012 年以来公司经纪业务收入占比基本都保持在 60% 以上，2016 年上半年，华安证券实现代理买卖证券业务净收入 5.2 亿元，占公司整体收入的 64%。

图 4：华安证券收入以经纪业务为主



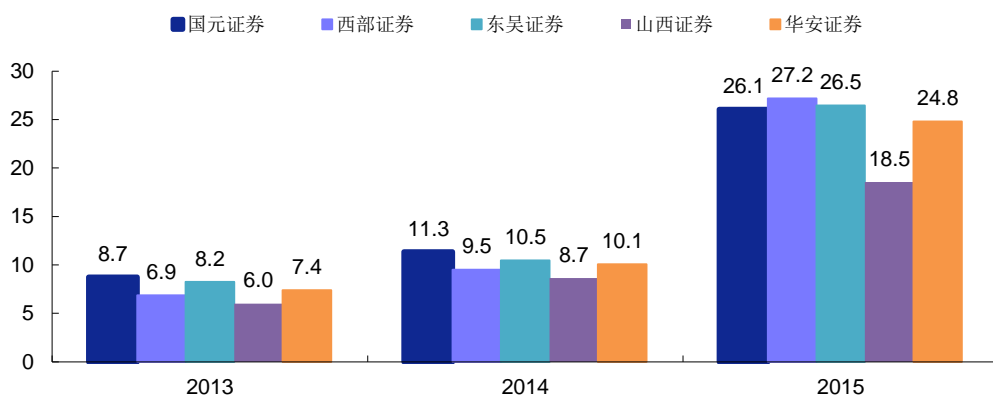
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：2016 年经纪业务大幅下滑



资料来源：公司报告，安信证券研究中心，注：包含席位租赁收入

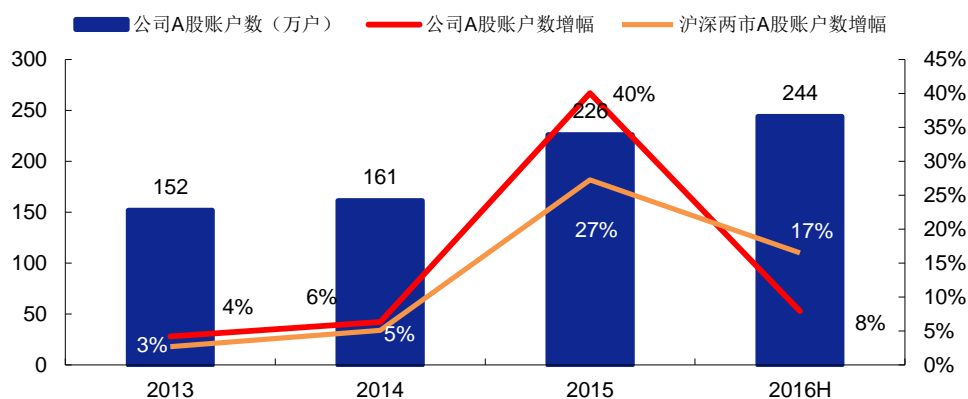
图 6：华安证券经纪业务收入略低于国元证券



资料来源：公司报告，安信证券研究中心，注：包含席位租赁收入

A 股账户增速在 2012-2015 年超行业平均。华安证券客户 A 股股票账户数在 2013 年至 2016 年 6 月期间各期末分别为 151.79 万户、161.39 万户、226.04 万户和 243.91 万户，截至 2015 年增长幅度均高于同期沪深两市 A 股账户数增长幅度。

图 7：公司 A 股账户增速超行业平均

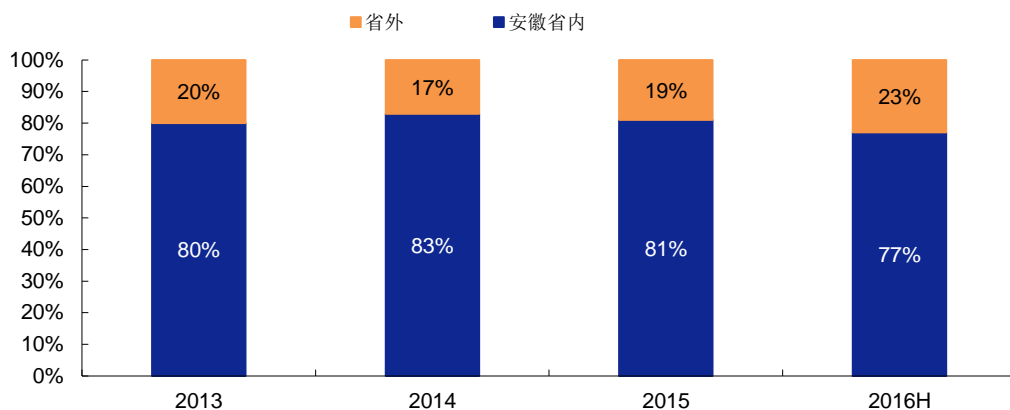


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.2. 区域优势明显，市场份额稳步提升

经纪业务股基交易金额近八成来自安徽省内。公司作为一家总部设在安徽省的证券公司，2013 年至 2016 年上半年，公司来自安徽省内的股基交易金额占公司股基交易总额的 80.05%、82.97%、80.99% 和 77.07%。虽然公司近年来优化营业部布局，扩大外省的营业部数量，但来自安徽省内的代理买卖业务收入仍保持较高比重。

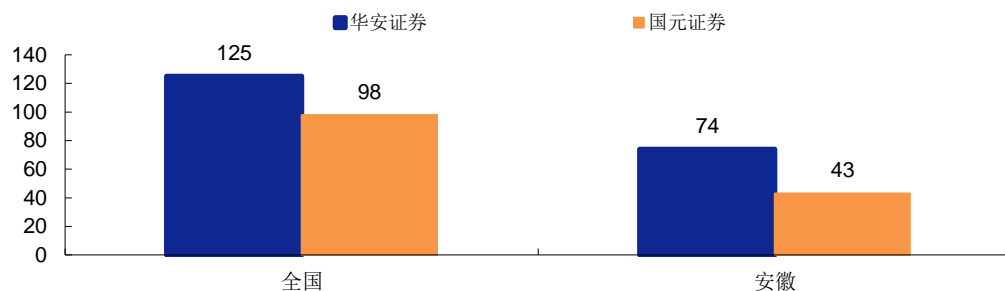
图 8：公司股基交易金额近八成来自安徽省内



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

华安证券经纪业务在安徽省内具有领先优势。截至 2016 年 6 月末，华安证券共拥有 125 家证券营业部和 9 家期货营业部，其中有 74 家证券营业部和 4 家期货营业部广泛分布在安徽省内各市县。国元证券总部同样设在安徽省内，在省内证券营业部数量 43 家，营业部数量排名省内第二。

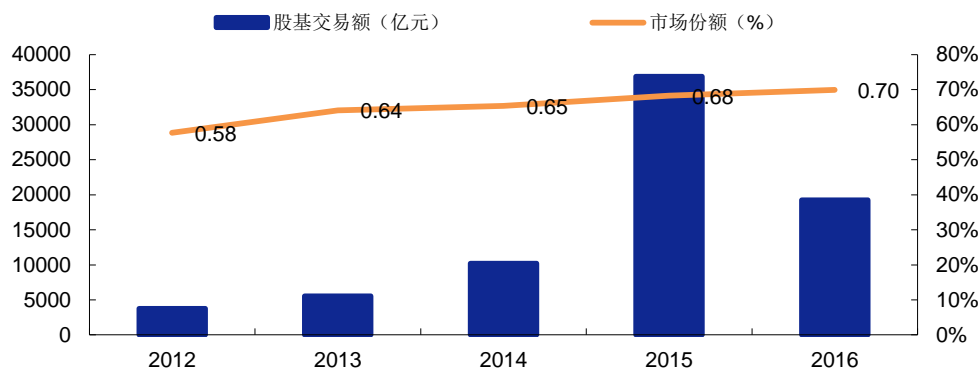
图 9：华安证券在全国营业部数量超过 100 家



资料来源：choice,安信证券研究中心

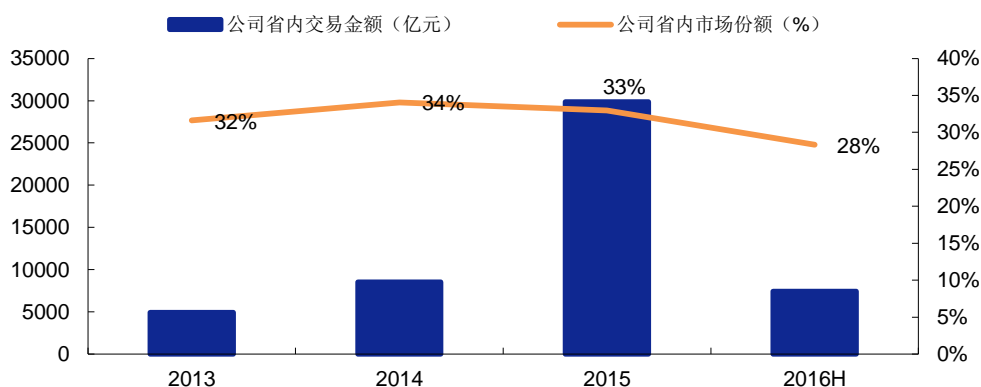
全国市场份额有望上升至 0.74%左右。华安证券 2016 年全国市场股基交易额达到 19,273 亿元，市场份额升至 0.7%，行业排名第 39 位。随着上市后资本金的补充，预计 2017 年市场份额有望上升至 0.74%左右。

图 10：公司在全国股基交易市场保持稳定



资料来源：choice,安信证券研究中心

图 11：公司在安徽省内经纪业务市场份额约占三成

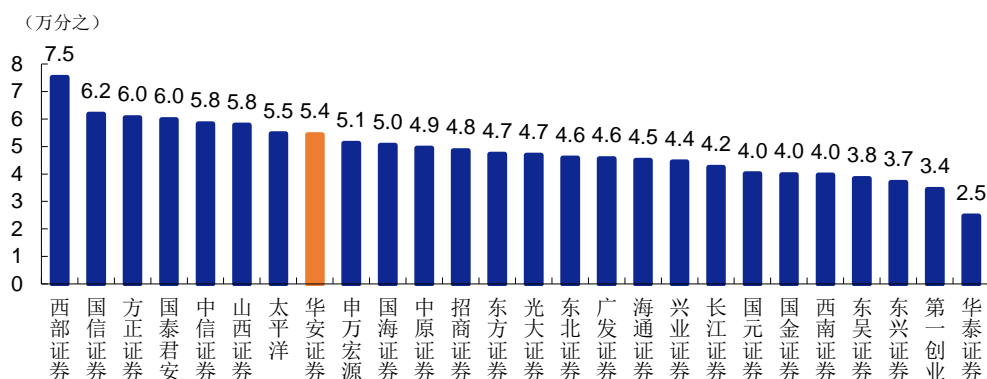


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1.3. 佣金水平高于行业平均

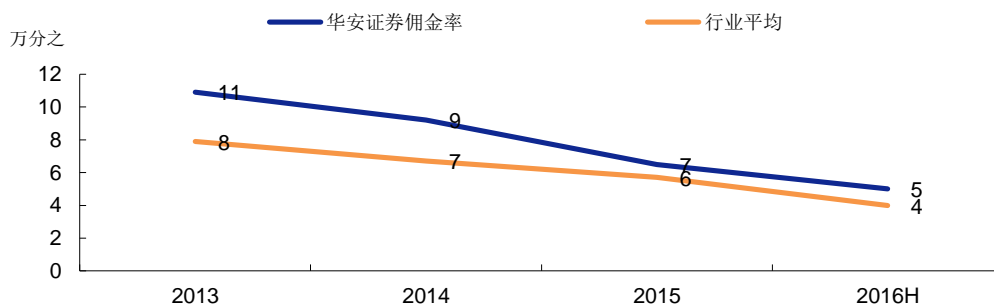
华安证券总体佣金率略高于行业平均水平，2017 年将维持在万分之 4.3 左右。据公司招股说明书，华安证券 2016 年上半年佣金率超过万分之 5，高于行业平均水平的万分之 4。预计 2017 年行业平均佣金率在万分之 3.8 左右，预计华安证券佣金率将保持在万分之 4.3 左右。

图 12: 华安证券 2016 上半年佣金率处于行业中上水平



资料来源: choice,安信证券研究中心

图 13: 华安证券佣金率高于行业平均水平

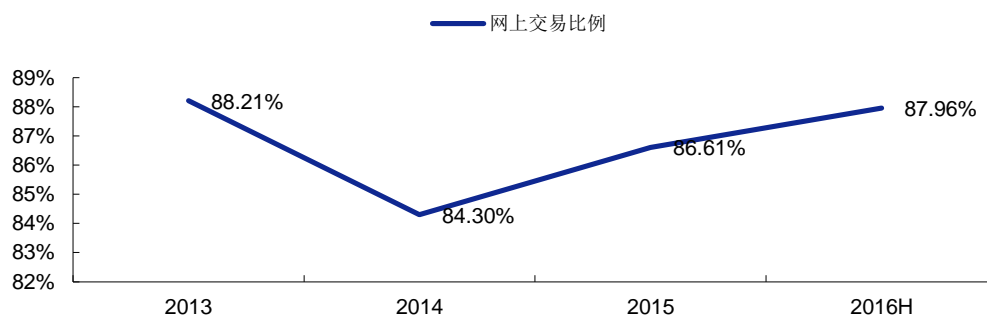


资料来源: 公司公告,安信证券研究中心

2.1.4. “线上交易+线下服务”全面转型财富管理

公司代理买卖证券业务的交易方式主要包括网上交易、现场交易和电话委托交易。在成功推出网上交易之后，公司又精心打造了“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，网上交易已成为最普遍的交易方式，2013年至2016年上半年，公司网上交易占交易量总额的比例已超过八成。分别为88.21%、84.30%、86.61%和87.96%，维持较高比例。

图 14: 华安证券线上交易比例超过八成



资料来源: 公司公告,安信证券研究中心

2.1.5. 华安期货增资 4 亿元，业务协同更进一步

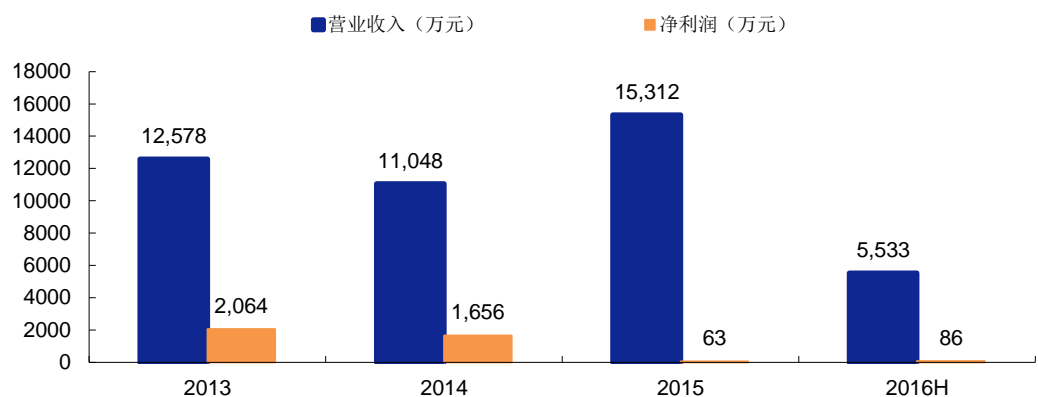
期货是华安证券的特色业务，主要通过子公司华安期货进行。截至 2016 年 6 月 30 日，公司持有华安期货 89.25% 股份。华安期货主要从事商品期货和金融期货经纪业务、期货投资咨询业务和资产管理业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所和郑州商品交易所的全权会员资格，是中国金融期货交易所的交易结算会员，可代理国内所有上市期货品种的交易。截至 2016 年上半年末，华安期货共有 9 家营业部。2015 年期货公司分类结果均为 B 类 BBB 级，2015 年手续费收入和净利润在 149 家期货公司中排名分别为第 48 位和第 103 位。

期货占合并报表收入超 4.3%，重要性不断提高。2016 年上半年，期货经纪业务营业收入和利润总额占华安证券合并报表比例分别为 4.31% 和 0.52%（分部口径）。随着金融期货经纪业务的逐步开展，期货业务重要性不断提高，华安期货将增加金融期货业务领域人才和资金的投入，加强期货业务与控股股东华安证券的业务融合，提升综合服务水平，进一步拓宽盈利来源。2015 年和 2016 年 1-6 月，受佣金率下降以及投资损失的影响，期货业务净利润出现一定程度的下滑，但业务发展速度在行业内总体比较靠前，整体竞争力有所提升，呈现较好的发展态势。

拟将华安期货注册资本提升至 6 亿元。华安期货拟将注册资本从 2 亿元增至 6 亿元，其中华安证券拟增资不超过 1 亿元（不含留存收益转增资本部分），持股比例不低于 51%。华安期货在发挥业务协同效应、吸引高净值客户方面有望为华安证券发挥积极作用，后续发展值得期待。

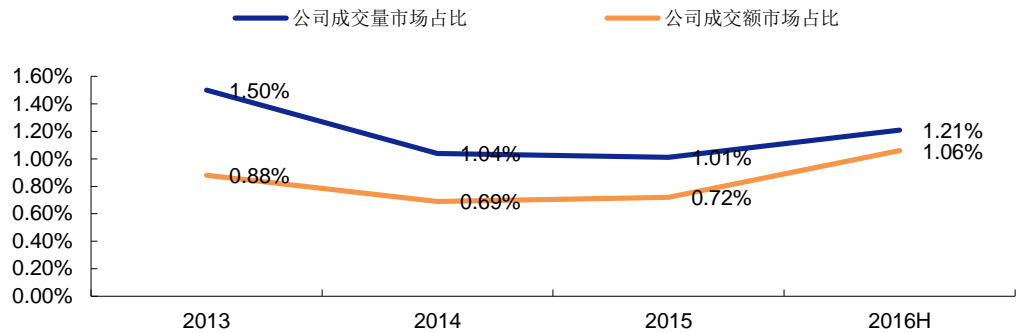
除华安期货外，注册于安徽省的期货公司另有徽商期货和安粮期货，其 2015 年手续费收入排名分别为 22 位和 59 位。根据中国期货业协会网站查询，安徽省内共有期货营业部 31 家，其中华安期货有 4 家，徽商期货拥有 5 家，安粮期货拥有 3 家。

图 15：华安期货 2015 年以来净利润出现下滑



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

图 16: 华安期货市场占比基本保持稳定

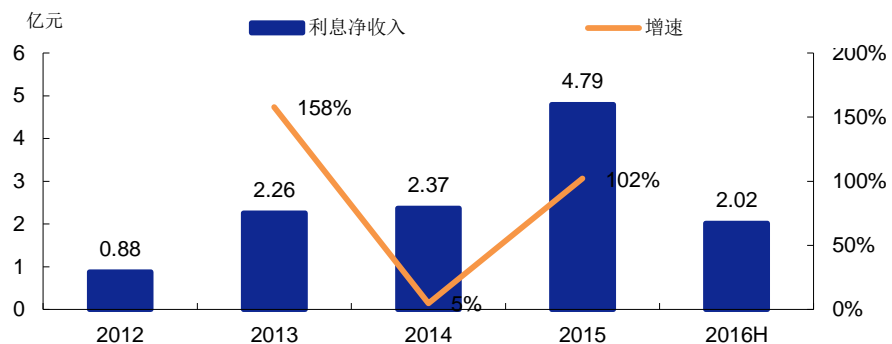


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2. 股权质押将成为新亮点

信用交易业务有望持续改善。华安证券 2016 年上半年实现利息净收入 2.02 亿元, 发展势头良好, 随着公司上市补充资本金, 信用业务的发展有望迎来提速。公司自 2012 年以来先后取得融资融券、约定购回、股票质押式回购等信用交易类业务资格, 其业务规模和收入都实现了较快发展。其中, 公司融资融券业务发展较快。

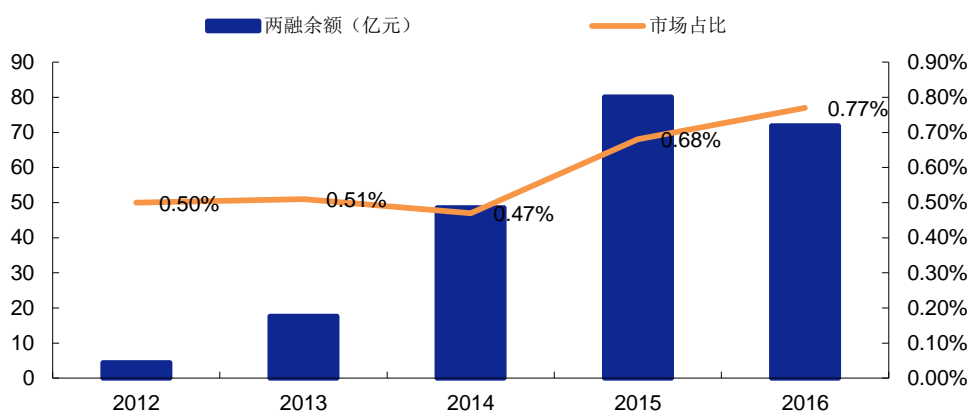
图 17: 信用业务发展势头良好



资料来源: 公司报告, 安信证券研究中心

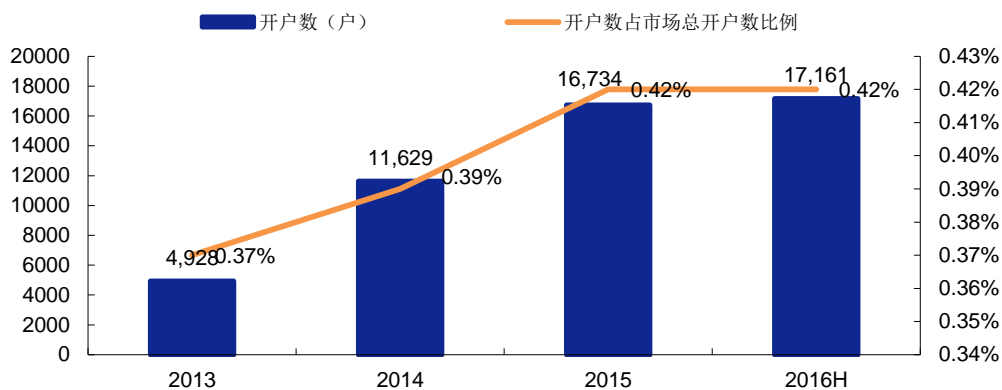
两融余额市场份额有望提升至 0.9% 左右。据公司招股说明书, 2016 年 6 月底, 融资融券余额市场占比为 0.69%, 在 93 家证券公司中排名第 35 位。2017 年初华安证券融资融券余额为 72 亿元, 市场占比已经提升至 0.77%, 在 94 家证券公司中排名第 33 位。华安证券的融资融券业务具有一定的行业竞争力, 对公司收入和利润的贡献快速提升。预计 2017 年市场两融余额平均规模将维持在 1.2 万亿左右, 有小幅上升空间, 随着上市对公司资本金的而补充, 华安证券两融业务规模有望上升, 市场占比有望提升至 0.9%。

图 18: 华安证券融资融券余额市场份额保持上升趋势



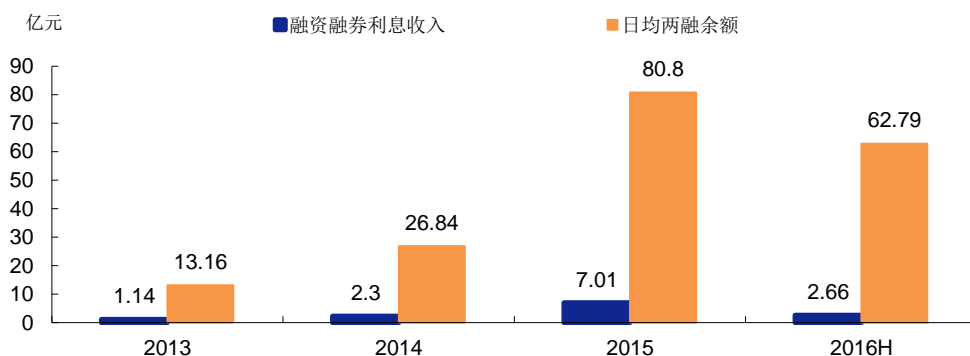
资料来源: 公司报告,choice,安信证券研究中心

图 19: 华安证券融资融券客户逐步上升



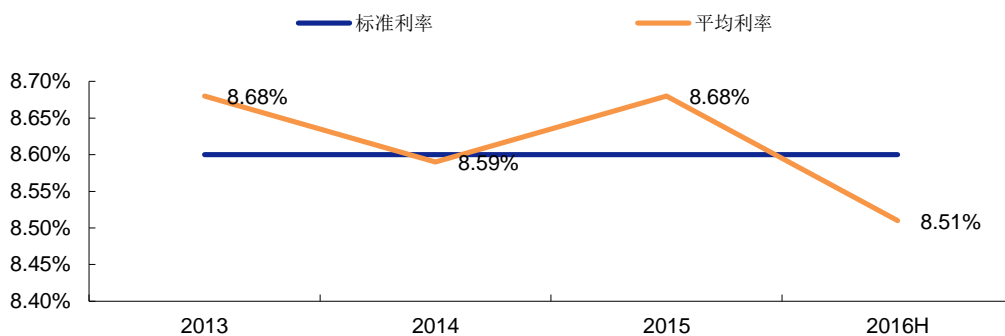
资料来源: 公司公告,安信证券研究中心

图 20: 华安证券融资融券利息收入持续提升



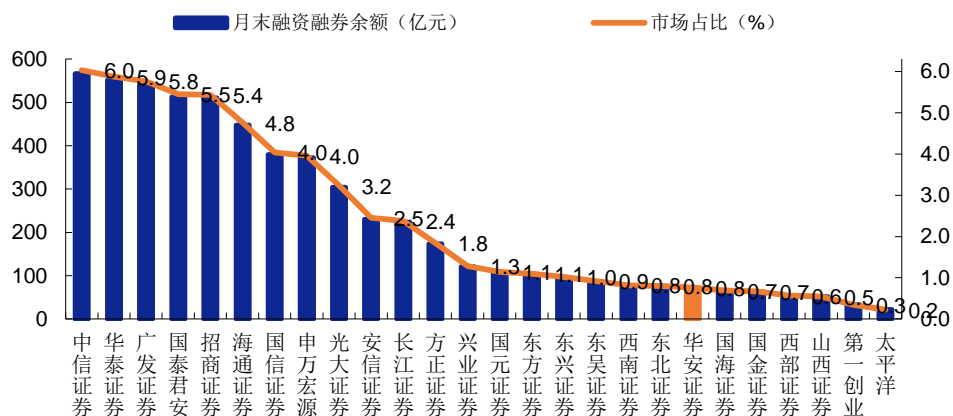
资料来源: 公司公告,安信证券研究中心

图 21：华安证券融资融券利率基本稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

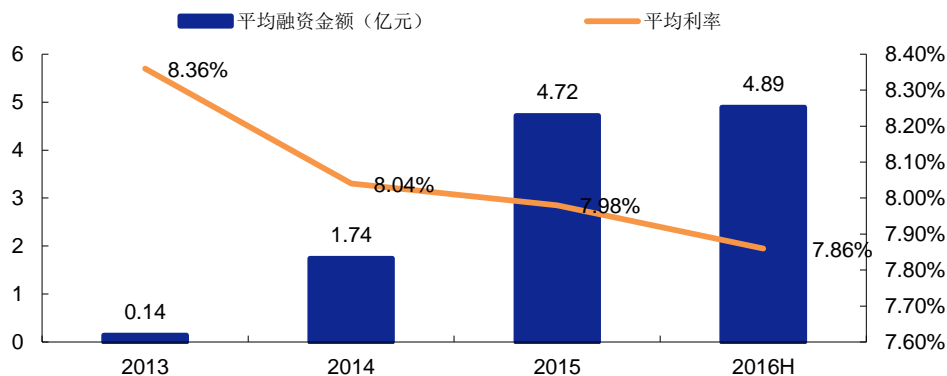
图 22：华安证券融资融券市场份额提升空间大



资料来源：Wind,安信证券研究中心

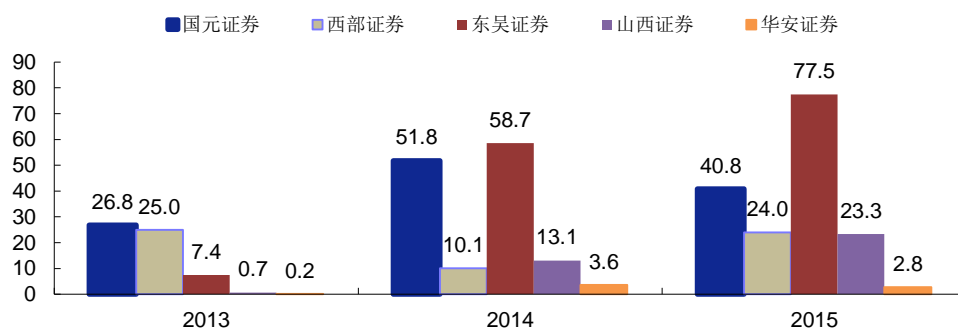
股票质押式回购业务将保持增长。截至 2016 年底，华安证券全年股票质押回购业务全部交易规模约 53.5 亿元，行业排名第 63 位；其中未回购交易规模约 52.6 亿元，行业排名第 57 位。

图 23：华安证券股权质押回购业务融资规模稳步上升



资料来源：Wind,安信证券研究中心

图 24：华安证券股权质押回购业务余额稳步上升



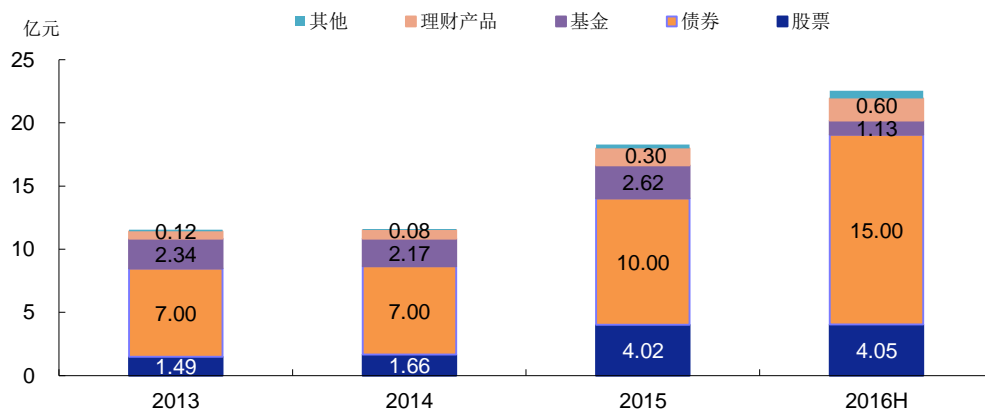
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

信用业务风险可控。随着市场交易日益活跃，融资融券标的股票池不断扩大，融资融券业务规模持续扩张，开户数、日均融资融券余额均出现较快增长。报告期内各年末，公司融资融券业务平均担保比例为 257.63%、283.26%、314.45%和 328.34%，远高于公司制定的 150% 的关注线、140% 的警戒线，公司融资融券业务处于风险可控状态。截至 2016 年 6 月末，公司融资融券、股票质押式回购分别融出资金 590,121.15 万元和 45,526.20 万元，信用交易业务融出资金余额占公司资产总额的 19.34%。

2.3. 自营业务债券投资规模大幅提升

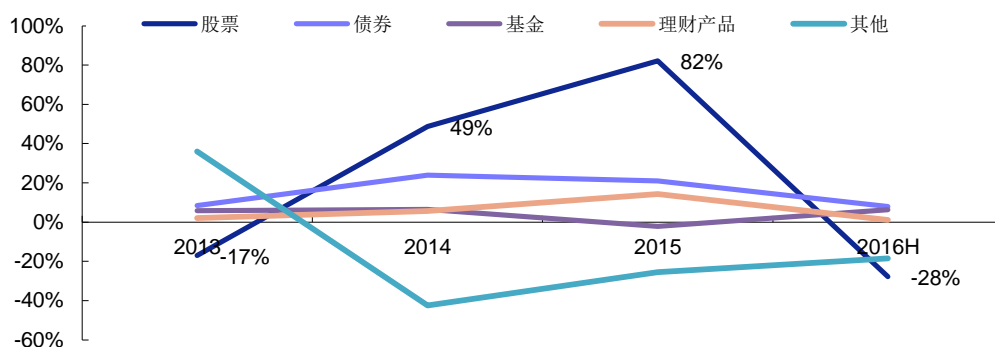
自营业务中债券占比高，风格稳健。华安证券自营业务结构较为灵活，2015 年上半年对债券业务的投资从 2014 年的 7 亿元上升至 10 亿元，截至 2016 年上半年末，华安证券自营规模达到 22.5 亿元，其中债券达到 15 亿元，占比 66.7%。而同期股票投资规模稳定。

图 25：华安证券自营规模 2015 年三季度起保持高位



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

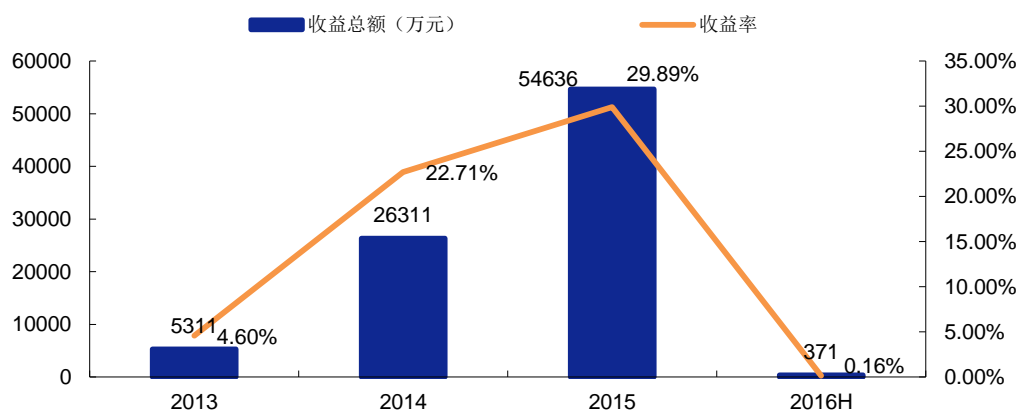
图 26：华安证券自营中债券收益率整体稳定



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

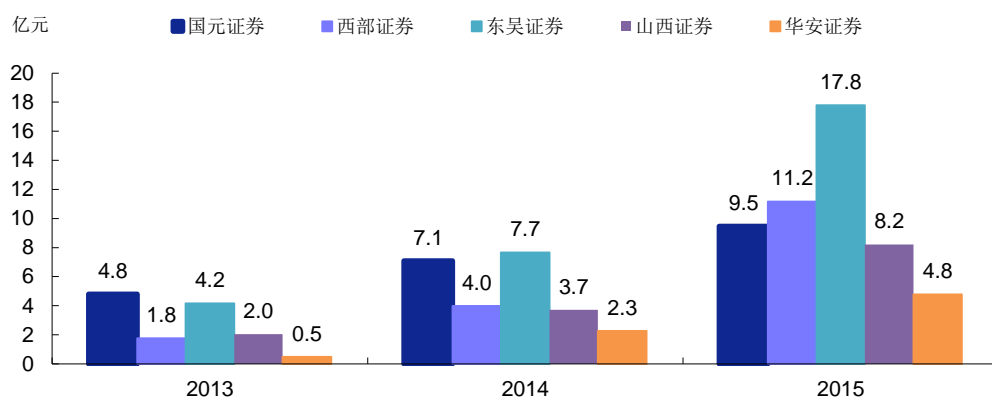
预计华安证券 2017 年自营业绩有望回升。华安证券 2016 年上半年，实现自营业务收益总额 371.4 万元，同比大幅下滑。预计 2017 年随着债市的稳定，华安证券自营业绩有望回升。

图 27：华安证券自营业务 2016 年上半年业绩严重下滑



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：华安证券自营业务收入低于国元证券



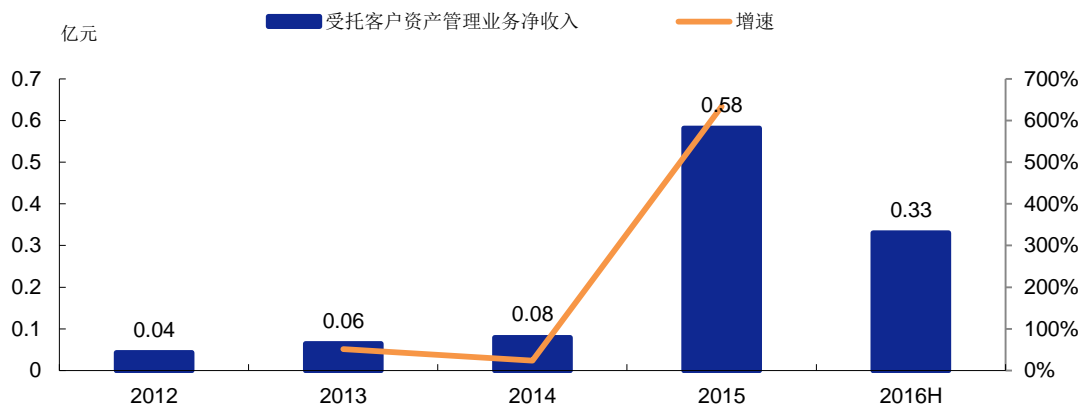
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 资管业务聚焦主动管理

预计 2017 年主动管理业务将带动业绩持续提升。2015 年起，华安证券资管业务实现快速发

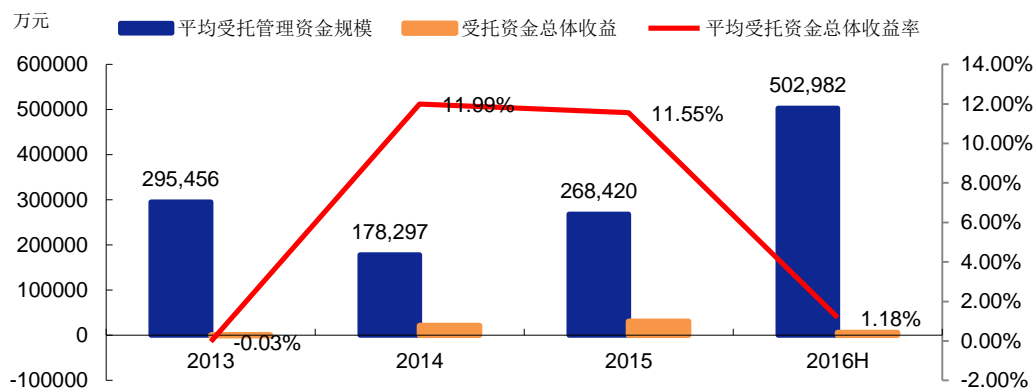
展，2016年上半年，华安证券实现资管业务收入达到0.33亿元，截至2016年6月30日，集合资产管理产品共有16只，受托资金总计约50.30亿元；定向资产管理产品16只，受托资金总计约104.39亿元。集合理财产品规模达到三分之一，占比相对较高。截至2017年1月13日，华安证券集合理财产品净值达到39.7亿元，市场占比0.22%，在96家券商中排名第58位。在低息背景下，居民财富管理需求不断增长，证券公司加快对资管产品的研发与设立。同时券商风控指标以及“八条底线”细则的出台强化了对资管业务的监管，使得通道业务规模减小，预计2017年华安证券主动管理优势将得到进一步发挥。

图 29：资管业务收入增速较快



资料来源：公司报告,安信证券研究中心

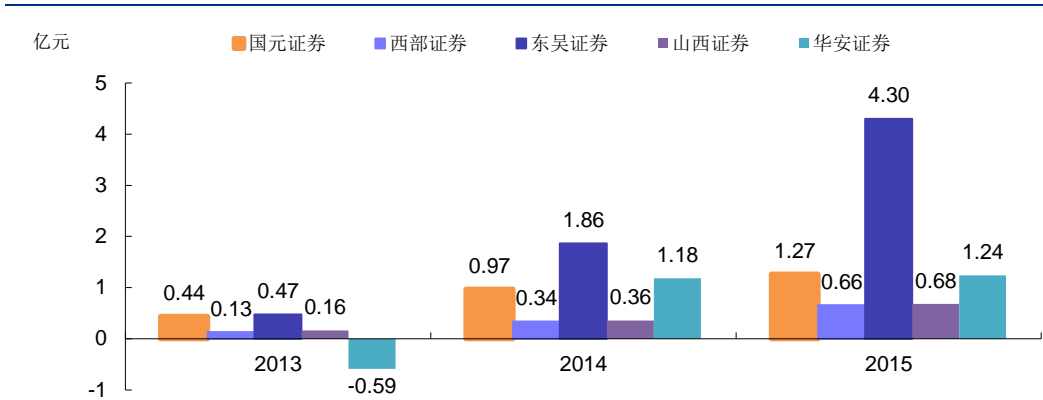
图 30：华安证券集合理财产品受托管理规模 2016 年增幅较大



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

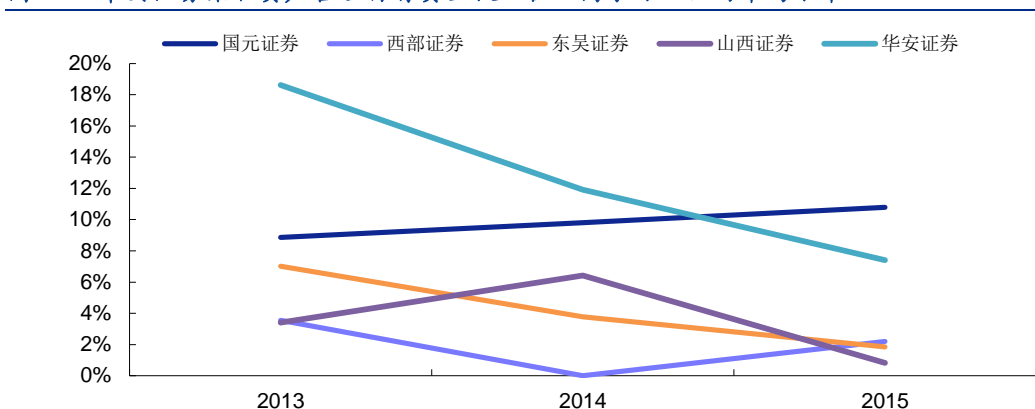
公司资产管理产品以主动型管理固定收益类产品为主，套利、定增等权益类产品为辅。2013年至2016年1-6月，集合资产管理业务自有资金投入规模占受托资金规模比例分别为18.62%、11.92%、7.40%和7.36%。

图 31：华安证券资管业务收入与国元证券较为接近



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

图 32：华安证券集合资产管理自有资金投入占比高于可比公司平均水平



资料来源：公司公告,安信证券研究中心

华安证券通过控股子公司华富基金开展基金管理业务，于 2004 年在上海正式注册成立，注册资金 2.0 亿元，公司持有其 49% 股权，为第一大股东。

2.5. 承销保荐业务潜力较大

投行业务正当起步。公司于 2010 年底恢复了保荐机构业务资格，并于 2011 年 9 月获得了代办系统主办券商业务资格，2012 年 7 月获得了中小企业私募债券承销业务试点资格，2013 年 3 月取得在全国中小企业股份转让系统从事推荐业务和经纪业务的资格。2013 至 2016 年 6 月期间，公司发行完成中小企业私募债项目 2 个、公司债券项目 3 个、企业债项目 2 个，全国中小企业股份转让系统挂牌项目 34 个，财务顾问项目 4 个，再融资项目 1 个；截至 2016 年 6 月 30 日，公司签署合作协议的 IPO 项目 13 个、债券类项目 2 个、全国中小企业股份转让系统挂牌项目 90 个。2016 年上半年，华安证券实现证券承销业务净收入 0.21 亿元。随着公司上市资本金的补充，将加强投行业务建设，后续发展可期。

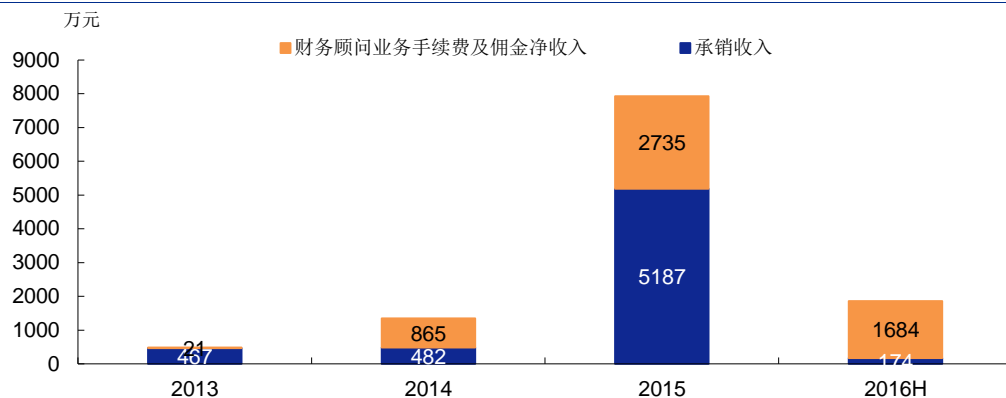
表 2：华安证券投行业务统计

年份	股票		债券发行	
	次数	规模 (亿元)	次数	规模 (亿元)
2013	0	0	10	1
2014	0	0	4	6
2015	3	13	3	13.2
2016 上半年	2	0	5	9.1

资料来源：公司公告,安信证券研究中心

公司的财务顾问业务主要包括为客户提供特定的证券市场相关业务的策划和咨询服务，以及改制、收购兼并、资产重组等相关业务，2013-2016 上半年，业务收入呈逐年递增趋势。

图 33：投行业务收入中财务顾问收入逐年递增

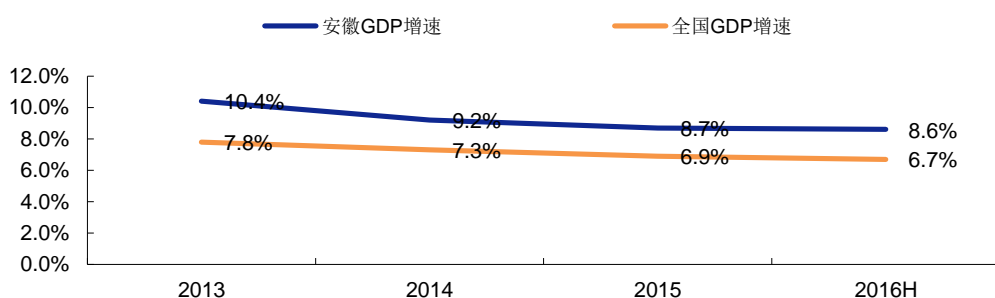


资料来源：公司报告,安信证券研究中心

3. 皖江经济协同发展，区域优势凸显

近年来安徽省经济总体保持较快增长。2013 年、2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，安徽省 GDP 较上年（或同期）增长率分别为 10.4%、9.2%、8.7%和 8.6%，均高于全国水平。当前国家强力推进“一带一路”、京津冀协同发展，特别是实施长江经济带战略，明确将安徽纳入长三角一体化发展规划，安徽在全国区域格局中的战略地位更加凸显，有利于安徽提高开放型经济水平，推进创新驱动、加快产业转型升级。公司是省内证券营业部数量最多的证券公司，基本实现了对整个皖江城市带的全覆盖。区域内实体经济的快速发展为公司各项业务的开展提供了良好的经济环境，也带来了投资银行、资产管理、投资顾问等大量的业务机会，具有广阔的发展空间。

图 34：安徽省 GDP 增速高于全国增速



资料来源：wind, 安信证券研究中心

4. 上市增强资本实力，综合金融全面发展

4.1. 补充资本金为业绩提升奠定基础

2016年6月末，华安证券净资产48.68亿元，在行业排名第59位，随着公司上市，募集资金49.72亿，公司的净资产有望提升至前40位。

本次申请发行股票数量不超过8亿股，发行募集资金将近50亿，将用于以下几个方面：

(1) 加强经纪业务的营销服务能力建设，优化网点布局，提升经纪业务的客户服务水平和市场竞争力。经纪业务是公司传统的优势业务，是公司目前主要的收入和利润来源，巩固公司原有优势，不断强化，为公司逐步转型发展提供扎实的基础。

(2) 加强投行业务、资产管理业务、证券投资业务专业能力建设，扩大业务规模，拓宽业务覆盖领域。

(3) 加大对投资咨询、研究业务的投入，扩大分析师和投资顾问团队，完善研究中心和投资顾问平台建设，提高投资咨询业务服务水平。

(4) 加大融资融券、股票质押式回购等资本中介型业务投入，扩大资本中介业务规模，开展国际业务和其他金融创新业务，拓展业务发展空间。信用业务具有重资本性质，自有资金的投入从扩大资产端规模，并从负债端降低业务成本，扩大利差空间。

(5) 加强信息技术建设，进一步提升后台的服务和保障能力。随着信息技术的普及，用户对于操作体验的追求越来越高，信息技术建设对于券商的未来发展必不可少。

(6) 补充子公司资本金。筹集资金后，主要向华安期货、华富基金、华富嘉业进行增资，补充其营运资金，进一步扩大子公司的业务。

4.2. 打造综合业务服务平台

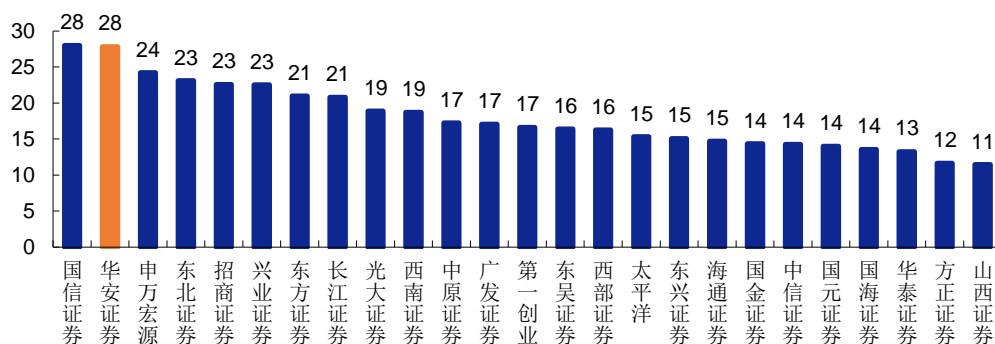
打造综合服务平台，提供“一站式”服务。多元化发展是我国证券业务未来的发展方向，为调整业务结构、降低市场波动对公司经营业绩的影响，华安证券先后投资设立华富基金、华富嘉业，收购华安新兴、华安期货，参股安徽股权托管交易中心和中证机构间报价系统公司，综合经纪、资产管理、投资咨询、融资融券等多方面专业能力，深度开发营业部客户需求，为其提供整体、长期、个性化的资产配置解决方案，以流程化的管理与服务逐步搭建综合业务服务平台。公司一方面可以整合证券、期货、基金、银行等机构的财富管理产品，另一方面又可收集高端客户的多元需求，从而有的放矢地进行产品开发和 innovation 研究，实现从“产品销售”向财富管理和资产配置转移、从代销业务向资产管理业务转移，通过差异化竞争策略，为客户提供个性化、差异化的产品包，以客户为中心，对客户进行全生命周期的价值管理。

利用区域优势，打造高端客户平台，重点发展财富管理业务。公司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。公司将抓住高净值客户快速增长的机遇，凭借自身在区域内深厚的客户基础，利用已成型的综合业务服务平台实现财富管理业务的快速发展。

4.3. 盈利能力持续提升

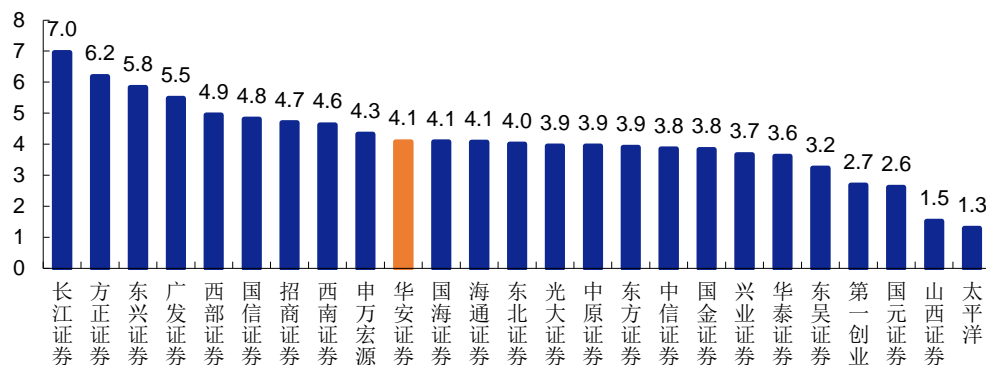
盈利能力持续提升。按照证券业协会的统计数据，2014年华安证券净资产收益率12.6%，行业排名38位；2015年华安证券净资产收益率为31.45%，行业排名18名，较2014年提升20位。通过本次IPO，公司能够快速提升资本金规模，有效提升公司的综合竞争力和抵御经营风险的能力。

图 35：华安证券 2015 年 ROE 在上市券商中排名靠前



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除国泰君安

图 36：华安证券 2016 年上半年 ROE 在上市券商中排名靠前



资料来源：wind，安信证券研究中心，剔除国泰君安

5. 盈利预测与估值

5.1. 华安证券盈利预测

核心假设：

- (1) 预计华安证券经纪业务市场占有率将达到 0.74%，佣金率维持在 0.043%左右；
- (2) 预计华安证券融资融券余额的市场占有率达到 0.9%左右。

我们预计华安证券 2017 年至 2018 年 EPS 分别为 0.23/0.28 元。

5.2. 华安证券估值分析

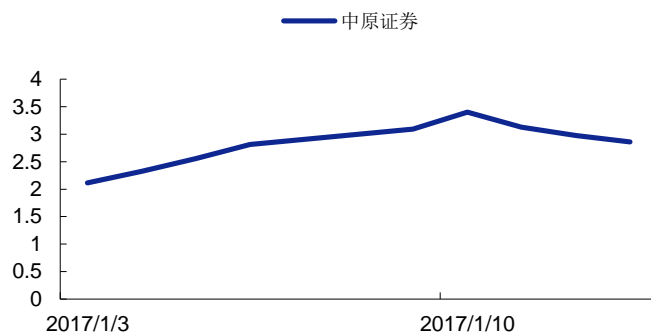
我们选取了中原证券、第一创业、山西证券、国元证券、西部证券、东吴证券作为可比公司。中原证券自上市以来，PE 平均值为 42.9，PB 平均值是 2.8。

图 37: 中原证券 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 38: 中原证券 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

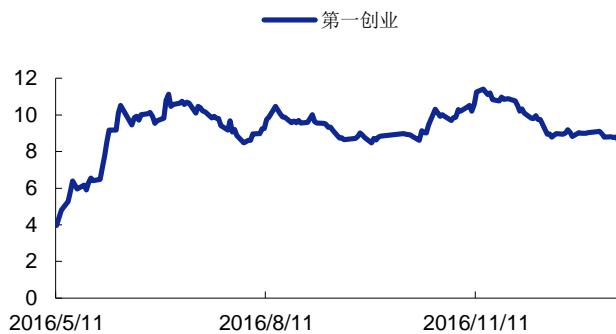
第一创业自 2016 年 5 月上市以来, PE 平均值是 115.0, PB 平均值是 9.3。

图 39: 第一创业 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 40: 第一创业 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

山西证券自 2016 年初以来, PE 平均值是 54.3, PB 平均值是 3.1。

图 41: 山西证券 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 42: 山西证券 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

国元证券自 2016 年初以来, PE 平均值是 20.7, PB 平均值是 1.9。

图 43: 国元证券 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 44: 国元证券 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

西部证券自 2016 年初以来, PE 平均值是 47.7, PB 平均值是 5.6。

图 45: 西部证券 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 46: 西部证券 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

东吴证券自 2016 年初以来, PE 平均值是 18.7, PB 平均值是 2.0。

图 47: 东吴证券 PE 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

图 48: 东吴证券 PB 水平



资料来源: WIND,安信证券研究中心

表 3：可比公司情况

可比公司	PE 倍数	PB 倍数
中原证券	42.9	2.8
第一创业	115.0	9.3
山西证券	54.3	3.1
国元证券	20.7	1.9
西部证券	47.7	5.6
东吴证券	18.7	2.0

资料来源：WIND, 安信证券研究中心

PE 法：考虑到华安证券上市后业绩增速将大幅提高，给予公司 40XPE，股价约为 9.2 元/股。PB 法：参考可比公司估值水平以及公司资本金相对较小，我们给予公司 4XPB，股价约为 14.5 元/股。综合考虑 PE 法和 PB 法，我们认为公司合理股价约为 12.8 元/股。

表 4：华安证券盈利预测

损益表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,690	3,816	1,894	2,254	2,807	总资产	22,956	38,014	36,097	31,532	37,913
手续费及佣金净收入	1,053	2,684	1,187	906	1,077	客户资金存款	6,800	11,380	9,369	6,054	8,478
其中：代理买卖证券业务净收入	1,006	2,481	1,039	657	703	自有货币资金	2,370	2,820	7,122	5,981	6,749
证券承销业务净收入	13	80	84	134	201	交易性金融资产	3,750	7,953	6,362	6,999	8,398
资产管理业务收入	8	58	64	115	173	可供出售金融资产	635	1,144	1,030	1,184	1,421
利息净收入	237	479	391	621	788	持有至到期投资	-	-	-	-	-
投资净收益	317	777	466	769	923	长期股权投资	106	219	252	236	244
公允价值变动收益	75	-132	-158	-50	10	投资性房地产	16	15	14	14	13
汇兑收益	0	1	1	1	1	固定资产	582	576	633	696	766
其他业务收入	8	7	7	8	8	无形资产	44	54	62	74	87
营业支出	818	1,359	1,045	1,167	1,491	商誉	4	4	4	4	4
营业税金及附加	90	227	107	131	160	其他资产	51	60	43	44	59
管理费用	679	1,122	909	1,017	1,307	总负债	17,957	31,232	23,672	18,336	23,711
资产减值损失	46	7	26	17	21	代理买卖证券款	9,150	15,621	12,685	8,248	11,508
其他业务成本	3	3	2	2	3	应付职工薪酬	184	355	267	310	391
营业利润	871	2,457	849	1,087	1,315	其他负债	27	40	65	59	70
加：营业外收入	9	5	4	3	2	所有者权益	4,999	6,782	12,425	13,196	14,201
减：营业外支出	5	7	10	14	20	股本	2,821	2,821	3,621	3,621	3,621
利润总额	875	2,456	843	1,076	1,297	归属于母公司所有者权益合计	4,972	6,705	12,347	13,117	14,122
减：所得税费用	187	590	191	252	299	少数股东权益	27	77	78	79	79
净利润	688	1,865	651	825	998	每股及估值指标 (元)					
归属于母公司所有者的净利润	686	1,865	650	824	998	每股盈利	0.24	0.66	0.18	0.23	0.28
减：少数股东损益	2	0	1	0	1	每股净资产	1.76	2.38	3.41	3.62	3.90
						市盈率	74	27	100	79	65
						市净率	10.22	7.58	5.28	4.97	4.62

资料来源：wind，安信证券研究中心

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034