投资评级 优于大市 维持

投行业务收入大增，归母净利润+100%

投资要点：2019 年完成一单科创板 IPO，投行业务收入同比大增；受市场回暖影响，投资净收益大幅提高。合理价值区间 7.82-8.60 元/股，维持“优于大市”评级

- **【事件】**公司 2019 年实现营业收入 32 亿元，同比+83%；归母净利润 11 亿元，同比+100%；对应 EPS 0.31 元，ROE 8.63%。2019 年度计提信用减值损失 4.3 亿元，（其中四季度新计提 2.9 亿元）。2019 年经纪/承销/资管/利息/自营分别占比 22%/ 6%/ 3%/ 17%/ 44%。

- **公司 2019 年上半年实现经纪收入 7.1 亿元，同比+26%。**公司持续开展营销活动，强化存量客户精细化管理，通道基础进一步夯实；着力推进财富管理体系建设，推进零售业务从单一交易通道向交易通道+财富管理转型，逐步构建面向机构投资者的综合金融服务。

- **把握科创板机遇，加大 IPO 业务投入，整体竞争力稳中有升。**19 年全年投行收入 1.9 亿元，同比+142%。全年完成科创板 IPO 一单，融资金额 9.7 亿元；债券承销规模同比+73%。债券主承销规模 84.7 亿元；公司债、金融债、地方政府债分别达 64、12、11 亿元。6）IPO 储备项目合计 18 家，中小板 1 家，创业板 1 家，科创板 1 家。

- **坚持去通道，主动管理规模迈上新台阶。**2019 年资管业务收入 1.1 亿元，同比+21%。月均受托资金规模 916 亿元，同比-22%，期末受托资金合计 815 亿元，同比-19%，其中集合资管规模 81 亿元，同比+47%；定向资管规模 734 亿元，同比-23%。

- **受市场回暖影响，自营投资收益大幅增加。**投资净收益（含公允价值）14 亿元，同比 131%。报告期内，股市债市全线上涨。经济回暖以及一系列改革红利提振了股市信心，A 股主要指数创出近几年来的最大涨幅。公司自营业务坚持绝对收益理念，强化投研体系建设，着力提升投资业绩，收益稳定性进一步提升。

- **投资建议：**估算公司 2020/21/22E EPS 分别为 0.32、0.32、0.34 元，BVPS 分别为 3.91、4.16、4.43 元。使用可比公司估值法对公司进行估值，给予其 2020 年 2.0-2.2x PB，对应合理价值区区间 7.82-8.60 元/股，对应 24.4-26.9 x 2020E PE，维持“优于大市”评级。

- **风险提示：市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。**

股票数据

03 月 27 日收盘价（元）	8.04
52 周股价波动（元）	5.81-9.78

股本结构

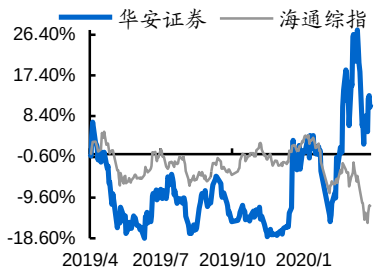
总股本（百万股）	3621
流通 A 股（百万股）	3621
B 股/H 股（百万股）	0/0

相关研究

《自营收益大幅增加，净利润同比+128%》2019.08.31

《自营以固收为主，业绩下滑幅度小于同业》2019.03.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-2.2	15.4	14.9
相对涨幅（%）	7.0	22.7	22.6

资料来源：海通证券研究所

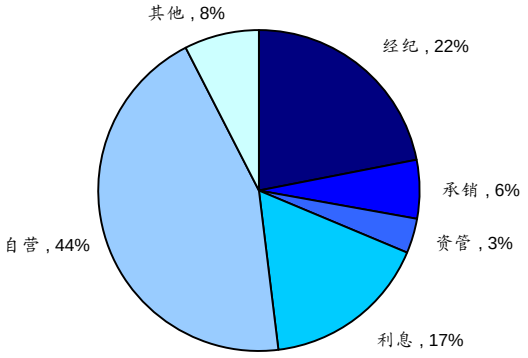
分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
分析师:何婷
Tel:(021)23219634
Email:ht10515@htsec.com
证书:S0850516060001
联系人:任广博
Tel:(010)56760090
Email:rgb12695@htsec.com

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1761	3232	2861	2861	2972
（+/-)YoY(%)	-8%	83%	-11%	0%	4%
净利润（百万元）	553.91	1108	1153	1161	1226
（+/-)YoY(%)	-15%	100%	4%	1%	6%
每股净利润（元）	0.15	0.31	0.32	0.32	0.34
每股净资产（元）	3.46	3.66	3.91	4.16	4.43

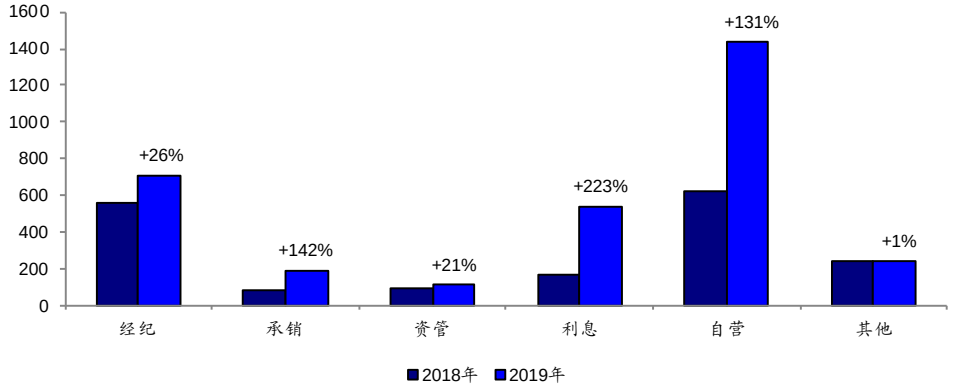
资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 华安证券 2019 年收入结构



资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

图2 华安证券 2019 年年各业务同比变化情况（百万元）



资料来源：公司 2018 年、2019 年年报，海通证券研究所

表 1 华安证券盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	**1761**	**3232**	**2861**	**2861**	**2972**
手续费	768	1066	1363	1417	1510
经纪收入	561	708	865	841	828
投行收入	79	191	279	309	343
资管收入	93	113	162	208	278
利息净收入	167	541	604	574	612
投资净收益	983	1019	814	782	752
联营合营企业	155	141	49	51	54
资产处置收益	-	-0	-	-	-
公允价值变动净收益	-208	557	-	-	-
汇兑净收益	1	0	-	-	-
其他收益	8	8	-	-	-
其他业务收入	42	40	80	88	97
二、营业支出	**1083**	**1738**	**1453**	**1443**	**1475**
营业税及附加	24	27	24	24	25
管理费用	952	1247	1090	1076	1102
资产减值损失	68	-	-	-	-
信用减值损失	-	428	300	300	300
其他业务成本	39	36	39	43	47
三、营业利润	**679**	**1493**	**1408**	**1418**	**1497**
加：营业外收入	1	2	-	-	-
减：营业外支出	9	12	-	-	-
四、利润总额	**670**	**1483**	**1408**	**1418**	**1497**
减：所得税	92	269	255	257	271
五、净利润	**578**	**1214**	**1153**	**1161**	**1226**
减：少数股东损益	24	106	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	**554**	**1108**	**1153**	**1161**	**1226**
六、每股收益（元）	**0.15**	**0.31**	**0.32**	**0.32**	**0.34**

资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

表 2 华安证券资产负债表（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产：					
货币资金	7159	10607	11502	12014	12621
其中：客户资金存款	6005	9181	9956	10399	10925
结算备付金	2757	3759	4076	4258	4473
其中：客户备付金	2030	2996	3249	3393	3565
融出资金	4922	6492	6705	6907	7114
交易性金融资产	17170	15698	16153	16872	17725
债权投资	-	618	680	748	822
其他债权投资	-	5165	5315	5551	5832
其他权益工具投资	-	79	76	79	83
衍生金融资产	1	20	3	5	5
买入返售金融资产	4753	5527	5510	5704	5990
应收款项	216	314	345	380	418
应收利息	542	-	-	-	-
存出保证金	18	26	28	29	30
可供出售金融资产	4858	-	-	-	-
长期股权投资	1070	1474	1622	1784	1962
投资性房地产	13	12	13	15	16
固定资产	569	618	680	748	822
在建工程	19	28	31	34	37
无形资产	60	71	78	86	94
商誉	4	4	4	5	5
递延所得税资产	192	313	345	379	417
其他资产	91	139	153	168	185
资产总计	**44412**	**50963**	**53322**	**55770**	**58658**
负债：					
应付短期融资券	687	2080	2080	2080	2080
交易性金融负债	4238	4547	4775	5013	5264
卖出回购金融资产款	13235	12340	12957	13605	14285
代理买卖证券款	8035	12130	12737	13374	14042
应付职工薪酬	433	638	670	703	738
应交税费	52	206	210	215	219
应付款项	69	60	61	62	63
应付利息	113	-	-	-	-
应付债券	4574	5059	5059	5059	5059
递延所得税负债	93	195	199	202	207
其他负债	52	70	72	73	74
负债合计	**31582**	**37326**	**38819**	**40387**	**42032**
所有者权益(或股东权益)：					
股本	3621	3621	3621	3621	3621
资本公积金	5111	5110	5110	5110	5110
其他综合收益	-62	3	96	193	318
盈余公积金	468	547	606	665	728
一般风险准备	630	719	837	955	1080
交易风险准备	586	658	658	658	658
未分配利润	2171	2608	3223	3845	4521
归属于母公司所有者权益合计	**12525**	**13267**	**14151**	**15048**	**16036**
少数股东权益	305	370	352	335	589
所有者权益合计	**12830**	**13637**	**14504**	**15383**	**16625**
负债及股东权益总计	**44412**	**50963**	**53322**	**55770**	**58658**

资料来源：公司 2018 年、2019 年年报，海通证券研究所

表 3 券商可比公司估值（2020 年 3 月 27 日）

	股价（元）	市值（亿元）	P/E（倍）			P/B（倍）		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
财通证券	10.27	368.59	45.01	30.40	28.58	1.92	1.80	1.72
方正证券	7.16	589.42	89.12	37.02	36.27	1.56	1.51	1.46
浙商证券	10.24	341.33	46.32	33.76	30.97	2.50		
西部证券	8.56	299.76	142.67	36.03	26.77	1.73		
国金证券	9.33	282.17	27.92	25.60	23.28	1.45	1.38	1.31
兴业证券	6.41	429.26	317.15	19.93	18.29	1.32	1.27	1.23
西南证券	4.69	264.76	116.71	31.86	29.85	1.42	1.38	1.34
国元证券	8.46	284.72	42.47	31.11	25.79	1.16	1.12	1.09
山西证券	7.19	203.39	89.88	25.33	22.01	1.63		
太平洋	3.43	233.80	-17.68			2.27		
东北证券	8.48	198.47	65.86	19.18	15.78	1.32		
国海证券	4.44	241.74	330.50			1.78		
华西证券	10.90	286.13	26.59	17.45	15.58	1.56	1.54	1.39
国投资本	12.54	530.08	31.56	16.25	15.12	1.46		
华创阳安	12.11	210.66	140.95			1.42	1.39	1.35
东吴证券	8.22	318.98	89.00	16.14	14.12	1.58	1.14	1.08
第一创业	7.03	246.22	198.00	56.33	44.75	2.80	2.58	2.42
中原证券	5.03	194.61	295.82	80.22	76.68	1.96	1.88	1.86
南京证券	15.39	507.69	219.04	77.03	68.25	4.79		
平均			120.89	34.60	30.76	1.87	1.55	1.48
华安证券	8.04	291	52.56	26.27	25.26	2.32	2.19	2.06

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷　　银行行业、非银行金融行业
何婷　　非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　中信银行,兴业银行,第一创业,杭州银行,中国太保,国金证券,中国人寿,建设银行,光大证券,国泰君安,东吴证券,东方财富,汇丰控股,宁波银行,招商证券,中国银河,兴业证券,华安证券,华泰证券,中原证券,众安在线,中国人保,中国平安,中金公司,安信信托,中国财险,东方证券,中国太平,新华保险,南京银行

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; **2. 市场基准指数的比较标准:** A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。