投资评级 优于大市 维持

净利润同比+14%，资管、投行收入大增

投资要点：2020 年投行业务收入同比大增；主动管理规模迈上新台阶，带动报告期内资管收入大幅增长。合理价值区间 8.73-9.53 元/股，维持“优于大市”评级。

- **【事件】**公司 2020 上半年实现营收 17 亿元，同比+16%；归母净利润 6 亿元，同比+14%；对应 EPS 0.18 元，ROE 4.63%。二季度实现营业收入 8 亿元，同比+87%；归母净利润 3 亿元，同比+300%。公司营收增速略低于行业平均，增长主要来自于债券承销规模以及资管业绩报酬的增长。2020 上半年经纪/承销/资管/利息/自营分别占营业收入的 26%/6%/8%/21%/48%。

- **持续推进财富管理转型，落地分类分级基础上的客户精细化管理。**2020 年上半年经纪业务实现收入 4 亿元，同比+12%。公司经纪业务持续推进财富管理转型，创新营销管理和营销组织模式，进一步夯实了客户基础。公司总部设在合肥，在安徽省内区县市场渗入的深度和广度方面具有优势，近年来省内股票、基金成交总金额的市场占有率保持在 25%左右。公司融出资金 71 亿元，同比+24%。

- **继续贯彻投行业务的多元化策略，投行收入和债券承销规模大幅增长。**上半年实现投行收入 1 亿元，同比+319%。股权承销规模 10 亿元，同比-35%，排名第 48；其中完成 IPO1 家，承销规模 3.7 亿元。债券承销规模 36 亿元，同比+236%，排名第 78；其中地方政府债、公司债、abs 分别承销规模 12.9、12.9、10.5 亿元。IPO 储备项目 18 家，排名第 41，其中中小板 1 家，创业板 3 家，科创板 3 家，精选层 2 家。

- **坚持去通道，主动管理规模迈上新台阶。**上半年实现资管收入 1.41 亿元，同比+210%。截至 2020 年中期末，公司受托管理规模 797 亿元，同比-7.4%，其中主动管理规模约 230 亿元，较年初+30%。公司资管业务全方位发力主动管理，带动管理费和业绩报酬收入快速增长。

- **受市场回暖影响，二季度自营投资收益大幅增加。**上半年实现投资净收益（含公允价值）8 亿元，同比+29%。二季度实现自营投资收益 4 亿元，同比增长 217%。

- **投资建议：**估算公司 2020/21/22E EPS 分别为 0.38、0.38、0.40 元，BVPS 分别为 3.97、4.26、4.57 元。使用可比公司估值法对公司进行估值，给予其 2020 年 2.2-2.4x PB，对应合理价值区区间 8.73-9.53 元/股，对应 22.9-25.0 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

08 月 28 日收盘价（元）	8.39
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

《投行业务收入大增，归母净利润+100%》2020.03.30

《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（%）	7.8	24.7	19.3
相对涨幅（%）	1.8	7.7	-6.3

资料来源：海通证券研究所

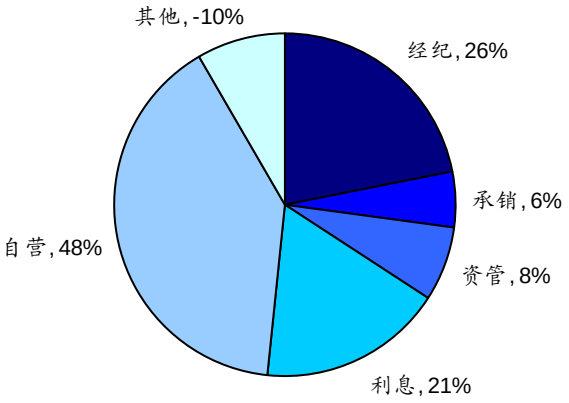
分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
分析师:何婷
Tel:(021)23219634
Email:ht10515@htsec.com
证书:S0850516060001

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1761	3232	3415	3428	3537
（+/-)YoY(%)	-8%	83%	6%	0%	3%
净利润（百万元）	553.91	1108	1381	1393	1454
（+/-)YoY(%)	-15%	100%	25%	1%	4%
每股净利润（元）	0.15	0.31	0.38	0.38	0.40
每股净资产（元）	3.46	3.66	3.97	4.26	4.57

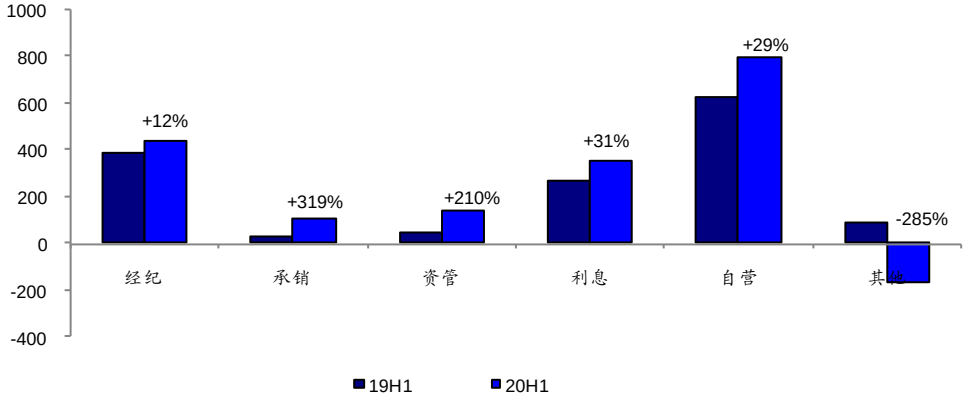
资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 华安证券 2020H1 收入结构



资料来源：公司 2020 半年报，海通证券研究所
注：其他收入中，长期股权投资金砖丝路权益法下确认亏损 1.25 亿元

图2 华安证券 2020H1 各业务同比变化情况（百万元）



资料来源：公司 2020 半年报，海通证券研究所
注：其他收入中，长期股权投资金砖丝路权益法下确认亏损 1.25 亿元

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**	**3415**	**3428**	**3537**
手续费	768	1066	1565	1611	1692
经纪收入	561	708	945	940	925
投行收入	79	191	279	293	325
资管收入	93	113	284	319	380
利息净收入	167	541	786	772	827
投资净收益	983	1019	964	934	897
联营合营企业	155	141	49	51	54
资产处置收益	-	-	-	-	-
公允价值变动净收益	-208	557	-	-	-
汇兑净收益	1	-	-	-	-
其他收益	8	8	-	-	-
其他业务收入	42	40	100	110	121
二、营业支出	**1083**	**1738**	**1729**	**1726**	**1761**
营业税及附加	24	27	29	29	30
管理费用	952	1247	1301	1288	1312
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	99	109	120
三、营业利润	**679**	**1493**	**1686**	**1701**	**1775**
加：营业外收入	1	2	-	-	-
减：营业外支出	9	12	-	-	-
四、利润总额	**670**	**1483**	**1686**	**1701**	**1775**
减：所得税	92	269	306	308	322
五、净利润	**578**	**1214**	**1381**	**1393**	**1454**
减：少数股东损益	24	106	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	**554**	**1108**	**1381**	**1393**	**1454**
六、每股收益（元）	**0.15**	**0.31**	**0.38**	**0.38**	**0.40**

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	14598	15277	16075
其中：客户资金存款	6005	9181	12384	12959	13637
结算备付金	2757	3759	4779	5001	5263
其中：客户备付金	2030	2996	4041	4229	4450
融出资金	4922	6492	7664	7894	8131
交易性金融资产	17170	15698	20212	21152	22258
债权投资		618	1001	1101	1211
其他债权投资		5165	4875	5102	5369
其他权益工具投资		79	75	78	82
衍生金融资产	1	20	72	5	5
买入返售金融资产	4753	5527	5382	5670	5986
应收款项	216	314	323	355	390
应收利息	542				
存出保证金	18	26	34	36	38
可供出售金融资产	4858				
长期股权投资	1070	1474	1646	1811	1992
投资性房地产	13	12	22	24	27
固定资产	569	618	656	721	793
在建工程	19	28	33	37	40
无形资产	60	71	71	78	86
商誉	4	4	4	5	5
递延所得税资产	192	313	376	414	455
其他资产	91	139	130	143	158
资产总计	**44412**	**50963**	**61953**	**64903**	**68364**
负债:					
应付短期融资券	687	2080	1185	1185	1185
拆入资金			263	315	378
交易性金融负债	4238	4547	6401	6721	7057
衍生金融负债	2	1	1	1	1
卖出回购金融资产款	13235	12340	13925	14622	15353
代理买卖证券款	8035	12130	15807	16598	17428
应付职工薪酬	433	638	709	745	782
应交税费	52	206	266	271	276
应付款项	69	60	399	407	415
应付利息	113				
应付债券	4574	5059	7532	7532	7532
递延所得税负债	93	195	270	276	281
其他负债	52	70	450	459	468
负债合计	**31582**	**37326**	**47226**	**49149**	**51175**
所有者权益(或股东权益):					
股本	3621	3621	3621	3621	3621
资本公积金	5111	5110	5111	5111	5111
其他综合收益	-62	3	90	180	295
盈余公积金	468	547	618	689	763
一般风险准备	630	719	860	1002	1150
交易风险准备	586	658	658	658	658
未分配利润	2171	2608	3416	4162	4958
归属于母公司所有者权益合计	**12525**	**13267**	**14374**	**15422**	**16556**
少数股东权益	305	370	352	332	633
所有者权益合计	**12830**	**13637**	**14727**	**15754**	**17189**
负债及股东权益总计	**44412**	**50963**	**61953**	**64903**	**68364**

资料来源：公司 2018 年、2019 年年报，海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值（截至 2020 年 8 月 28 日收盘价）

	股价（元）	市值（亿元）	P/E（倍）				P/B（倍）			
			2017	2018	2019	2020E	2017	2018	2019	2020E
财通证券	14.68	527	35.0	64.3	28.1	26.7	2.60	2.75	2.53	2.39
方正证券	8.84	728	50.1	110.0	72.2	52.4	1.94	1.93	1.89	1.82
国投资本	15.15	640	24.7	38.1	21.6	19.7	1.76	1.76	1.64	1.53
红塔证券	20.97	762	209.8	197.2	91.0	83.0	6.97	6.74	5.70	5.34
长城证券	14.01	435	48.9	74.2	43.8	33.6	3.03	2.63	2.57	2.39
华林证券	15.47	418	90.2	121.2	94.6	81.1	11.20	10.25	7.82	7.23
天风证券	6.90	460	112.1	151.9	149.4		4.11	3.73	3.79	
兴业证券	8.19	548	24.0	405.2	31.1	29.9	1.64	1.69	1.59	1.54
西部证券	9.80	343	45.6	163.3	56.2		1.95	1.98	1.94	
国元证券	10.86	365	30.4	54.5	40.0	32.1	1.44	1.48	1.47	1.43
浙商证券	15.19	549	51.6	74.5	56.7	38.4	4.06	4.02	3.82	3.17
国金证券	15.15	458	38.1	45.3	35.3	28.1	2.43	2.35	2.21	2.07
西南证券	5.64	375	56.0	165.2			1.93	2.02		
华西证券	12.87	338	33.1	31.4	23.6	21.8	2.65	1.84	1.72	1.60
南京证券	14.64	483	117.6	208.4	68.0		5.16	4.56	4.35	
太平洋	4.33	295	253.8	-22.3	63.8		2.52	2.87		
东吴证券	10.75	417	52.9	116.4	40.2	27.9	2.00	2.07	1.99	1.49
华创阳安	13.73	239	182.4	159.8	91.7	46.9	1.60	1.61	1.60	1.64
第一创业	10.79	453	107.2	364.6	88.4	59.8	5.12	5.15	5.01	3.79
山西证券	8.24	296	72.3	103.0	58.0		2.37	2.38	2.34	
国海证券	5.55	302	80.4	413.1	62.0	40.2	2.20	2.23	2.16	1.61
东北证券	10.74	251	37.7	83.4	25.0		1.60	1.67	1.61	
中原证券	5.81	270	61.0	410.0	463.3	3417.6	2.65	2.71	2.79	2.81
平均			82.3	132.8	77.5	41.5	3.37	3.23	3.04	2.67

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,国金证券,中国太保,中国人寿,建设银行,东方财富,东吴证券,国泰君安,光大证券,汇丰控股,宁波银行,招商证券,中国银河,华安证券,兴业证券,华泰证券,中国平安,中国人保,中原证券,中国财险,众安在线,中金公司,东方证券,中国太平,友邦保险,新华保险,广发证券

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。