华安证券（600909） 证券/非银金融

发布时间：2020-04-29

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

首次覆盖

自营成绩亮眼，资管逆市增长

报告摘要：

事件：

华安证券 2019 年实现营业收入 32.32 亿元，同比增长 83.48%；实现归母净利润 11.08 亿元，同比激增 100.16%；对应 EPS 0.31 元/股，同比增长 100.16%；加权平均净资产收益率 8.63%，较上年增长 4.16 个百分点。2020 年 3 月实现营业收入 2.71 亿元，同比减少 18.27%；净利润 1.19 亿元，同比减少 7.00%。

投资要点：

盈利能力大幅提升，收入结构逐步均衡。公司 2019 年实现归母净利润 11.08 亿元，同比增长 100.16%，整体经营水平进入综合类券商行业前三分之一位次。2019 年公司收入结构逐步优化，自营、证券经纪、两融业务在总营收中各占三成，实现由通道为主向“轻重并举”转变。

自营业务成绩亮眼，助推利润高增。公司 2019 年自营业务利润同比增长 334.66%，利润贡献率超 50%。固收自营投资收益率远超同期全市场开放式债券型基金前 30%的净值增长率。权益投资实现投资收益和公允价值变动 18910 万元。

资管业务逆市增长，投行业务股债双丰收。2019 年坚定去通道，主动管理规模上台阶，资管业务营收 4.14 亿，同比增长 339.89%。投行业务股债并举，各项兼顾，实现营收 1.91 亿元，同比激增 140.31%。

证券经纪稳中有进，向财富管理转型。公司 2019 年证券经纪业务收入 76975 万元，同比增长 25.46%。

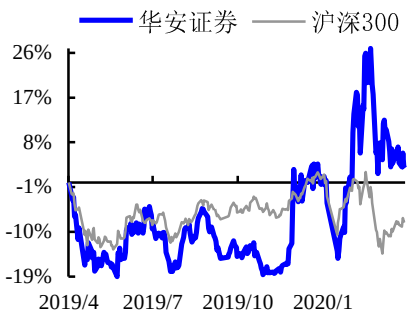
投资建议：19 年公司自营业务利润大增，占比超过 50%，经纪、资管、投行、信用业务稳步发展，发展前景看好。我们预计 2020 年—2022 年每股收益为 0.33、0.40、0.47 元。首次给予“增持”投资评级。

风险提示：疫情导致经济下行风险，债券违约风险；市场波动风险。

财务摘要（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,761	3,232	3,553	4,046	4,554
(+/-)%	-8.15%	83.48%	9.94%	13.87%	12.56%
归属母公司净利润	554	1,108	1,201	1,447	1,707
(+/-)%	-14.77%	100.16%	8.33%	20.48%	18.00%
每股收益（元）	0.15	0.31	0.33	0.40	0.47
市盈率	42.25	24.71	21.48	17.73	15.09
市净率	1.36	1.99	2.45	2.40	2.31
净资产收益率(%)	4.42%	8.35%	11.39%	13.52%	15.31%
总股本（百万股）	3,621	3,621	3,621	3,621	3,621

股票数据	2020/4/28
6 个月目标价（元）	8.86
收盘价（元）	7.09
12 个月股价区间(元)	5.81～9.78
总市值（百万元）	25,673
总股本（百万股）	3,621
A 股（百万股）	3,621
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量（百万股）	48

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-4%	3%	3%
相对收益	-7%	11%	9%

相关报告

《券商行业动态：一季度业绩出炉，部分券商表现出色》

--20200413

《券商分类监管征求意见利好风控强的券商》

--20200407

《保险资管新规有哪些新变化?》

--20200329

《券商外资股比解禁，机遇与挑战并存》

--20200315

证券分析师：王凤华
执业证书编号：S0550520020001
13801276398 wangfh@nesc.cn

1. 事件:

2019 年 12 月末，华安证券总资产 509.63 亿元，同比增长 14.75%；实现营业收入 32.32 亿元，同比增长 83.48%；实现归母净利润 11.08 亿元，同比激增 100.16%；对应每股收益 0.31 元/股，同比增长 100.16%；归属上市公司股东权益 132.68 亿元，较期初增长 5.94%。经济回暖提振股市信心，2019 年公司加权平均净资产收益率实现 8.63%，较上年增长 4.16 个百分点。2020 年 3 月实现营业收入 2.71 亿元，同比减少 18.27%；净利润 1.19 亿元，同比减少 7.00%。

2. 投资要点:

2.1. 盈利能力大幅提升，收入结构逐步均衡

2019 年行业 133 家证券公司实现净利润 1230.95 亿元，同比增长 84.77%。公司实现归母净利润 11.08 亿元，同比增长 100.16%，相较于上年-21.08%的同比增速，2019 年公司净利润实现极速回升。公司营业收入达 32.32 亿元，同比增长 83.48%，整体经营水平进入综合类券商行业前三分之一位次，经营指标行业排名大幅度提升，分类评级连续六年保持 A 类 A 级。营收上升的主要原因系公司证券经纪业务、自营投资业务、投资银行业务收入较上年同期均有增长。此外，2019 年公司启动上市后第一轮股权融资，顺利发行 28 亿可转债。

公司收入结构逐步优化。从各项业务发展情况来看，2019 年公司自营、证券经纪、两融业务在总体营收中各占三成，同时资管业务、投行业务并行发展，实现了由通道为主向“轻重并举”转变。从营收表现来看，公司自营、证券经纪业务收入贡献率在 20%以上，资产业务营收占比较上年上升 7.48 个百分点，同比增长 339.89%。从利润维度看，自营业务毛利同比增长 334.66%，贡献率超 50%，成为公司主要盈利来源。

2.2. 自营业务成绩亮眼，助推利润高增

2019 年，公司坚持绝对收益理念，强化投研体系建设，自营业务实现营业收入 8 亿元，同比增长 317.64%；毛利达 7.55 亿元，同比增长 334.66%，贡献率超 50%，成为公司最大的利润来源；毛利率 94.38%，较上年增加近 4 个百分点。

固定收益业务模块，公司准确把握股市债市上涨趋势，总体持仓保持适度杠杆、中短久期的偏防御持仓结构，投资收益率远超同期全市场开放式债券型基金前 30%的净值增长率。报告期内，公司固定收益业务实现投资收益和公允价值变动 9.3 亿元；扣除卖出回购等利息支出及其他支出后实现投资收益 5.78 亿元；权益投资业务在降低风险偏好和把握市场机会之间取得较好平衡，实现投资收益和公允价值变动 18910 万元。

新三板做市业务注重投后维护，强化风险防范意识，公司按风险程度对存量项目进行分类，逐一排查潜在风险。截至报告期期末，实现投资收益及公允价值变动 2.47 亿元，公司新三板做市业务库存股市值达 2.04 亿元。

2.3. 资管业务逆市增长，投行业务股债双丰收

在资管新规约束的大背景下，行业通道类资管规模持续收缩，行业总体营收占比较去年下降 2.69 个百分点。而 2019 年公司资管业务坚定去通道，主动管理规模上台阶，业务净收入增速远高于行业平均水平。截至报告期，公司资产管理业务实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 339.89%，营收贡献率达 12.82%，较上年提升 7

个百分点，成为公司又一大收入来源；全年毛利达 2.27 亿元，同比增长 394.6%。

公募基金管理业务方面，主要参股公司华富基金扩大业务、提高效率，全年实现营业收入 2.19 亿元，净利润 4352 万元。公司旗下华富产业升级灵活配置混合阶段涨幅达 54.58%，超同类产品 22 个百分点。此外，公司私募基金管理业务持续发力，2019 年公司以货币形式向全资子公司华富嘉业注资 3.5 亿元，注册资本增至 8.5 亿元，进一步提升华富嘉业综合竞争力，优化公司业务布局。截至报告期，公司私募基金管理总规模超过 172 亿元，实现营收 2.86 亿元，净利润高达 2.14 亿元，均有大幅增长。

2019 年股市债市回暖，公司投行业务股债实现双丰收。截至报告期，公司投资银行业务实现营收 1.91 亿元，同比激增 140.31%；实现毛利 6887 万元，同比增长 267.75%，贡献率较上年提升近一倍。公司 2019 年全年完成科创板 IPO 项目 1 个，融资金额 9.69 亿元；累计承销债券 14 只，融资金额 84.7 亿元，同比增长 73.03%。完成 3 个上市公司并购重组独立财务顾问项目及 6 个新三板推荐挂牌项目，新三板累计定向发行 5 次，融资 1.09 亿元。

2.4. 证券经纪稳中有进，向财富管理转型

2019 年，公司持续推进财富管理体系建设，助推零售业务从“单一交易通道”向“交易通道+财富管理”转型。公司 2019 年全年经纪业务净收入在 131 家券商中排名第 33 位，较上年提升 2 个位次；托管证券市值、托管客户交易结算资金余额排名分别较上年提升 2 位和 4 位。

证券经纪业务方面，2019 年行业平均净佣金率为万分之 3.49，较去年持续下降。公司在市场激烈竞争中保持相对优势，持续开展营销活动，精细化客户管理，全年实现证券经纪业务手续费及佣金净收入 65.01 亿元，同比增长 31.30%；代理销售基金、银行理财等金融产品金额 7.62 亿元，实现销售收入 752 万元。截至报告期，公司证券经纪业务实现营收 76975 万元，同比增长 25.46%；毛利达 2.32 亿元，同比增加 131.38%，成为公司第二大利润来源。

期货经纪业务方面，报告期内，华安期货公司实现代理交易金额 9.03 万亿元，同比增长 40.88%；成交规模达 1.51 亿手，同比增长 45.19%。客户交易数及交易金额较去年均有较大幅度提升。公司日均客户权益为 31.76 亿元，同比增长 32.62%；客户权益规模 32.25 亿元，较上年增长 48.74%。受市场及成本费用等因素影响，2019 年公司期货经纪业务经营指标数据有所下滑。实现营业收入 1.82 亿元，较上年下降 7.14%；实现毛利 2906 万元，较上年下降 31.80%。

融资融券方面，2019 年证券公司对股票质押式回购业务风险重视程度逐渐提高，行业两融业务规模呈现收缩趋势。报告期内，公司积极防范化解信用交易业务风险，行业排名保持稳定，两融业务规模达 65.1 亿元，同比增长 32.19%。

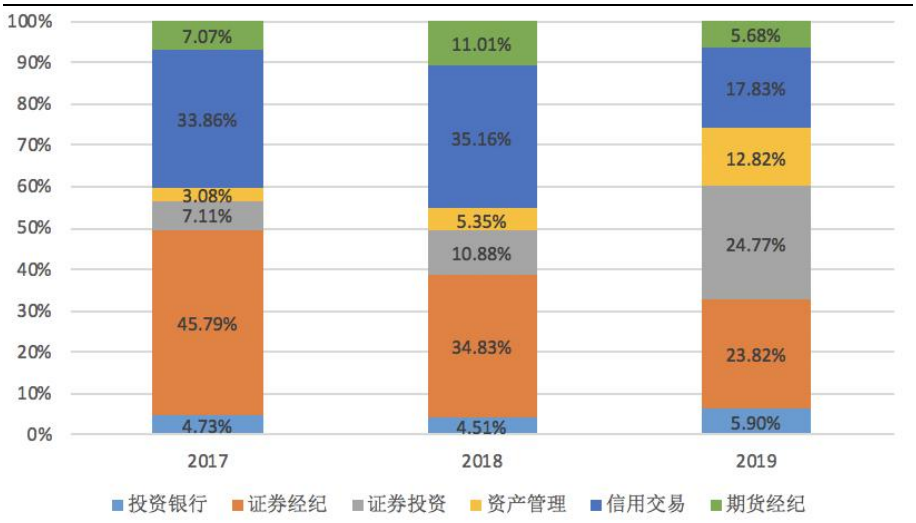
3. 投资建议:

2019 年公司自营业务利润大增，占比超过 50%，经纪、资管、投行、信用业务稳步发展，发展前景看好。我们预测华安证券 2020—2022 年的总营业收入分别为 35.53、40.46、45.54 亿元，2020—2022 年的归母净利润分别为 12.01、14.47、17.07 亿元，2020—2022 年的 EPS 分别为 0.33、0.40、0.47 元，首次给予“增持”投资评级。

4. 风险提示：

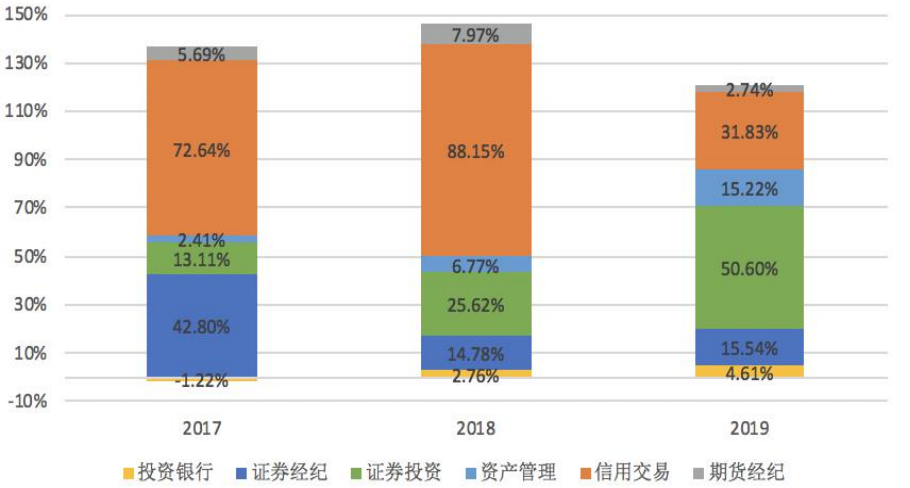
疫情导致经济下行风险，债券违约风险；市场波动风险

图 1: 2017-2019 年各业务营收占比



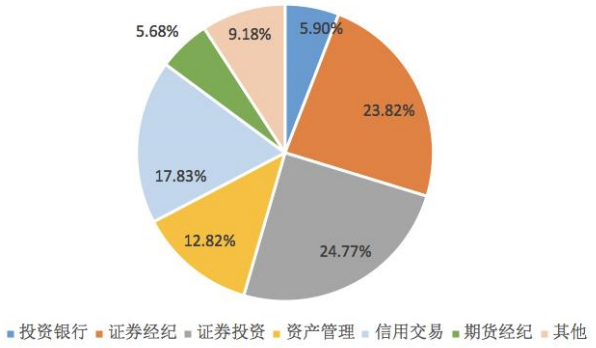
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 2017-2019 年各业务利润占比



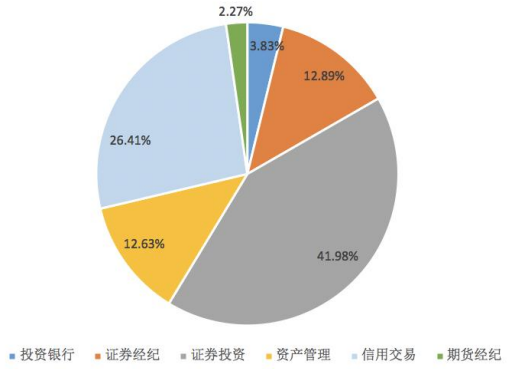
数据来源：东北证券，Wind

图 3: 2019 年各项业务营收占比



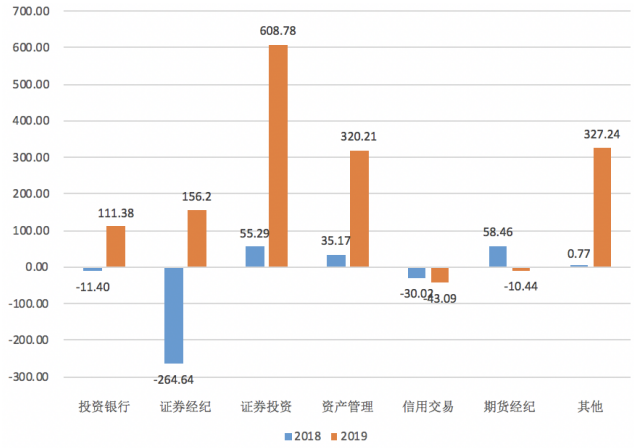
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 2019 年各项业务利润占比



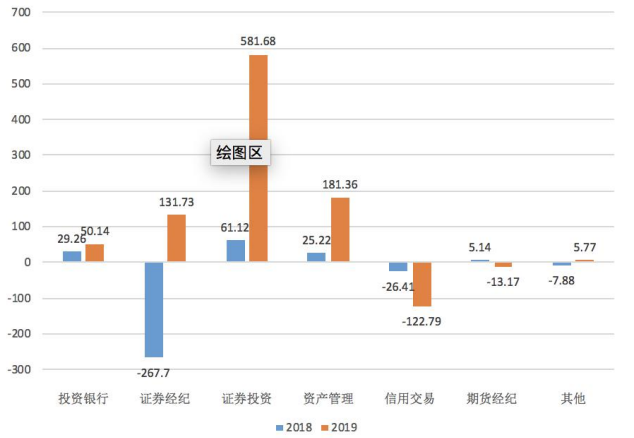
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2019 年各项业务营收增长



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 2019 年各项业务利润增长



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 2019 年各项业务营收增速表

业务（百万元）	2018 年	2019 年	同比增长%
投资银行	79.38	190.76	140.31%
证券经纪	613.55	769.75	25.46%
证券投资	191.66	800.44	317.64%
资产管理	94.21	414.42	339.89%
信用交易	619.23	576.14	-6.96%
期货经纪	193.96	183.52	-5.38%
其他	-30.66	296.58	1067.32%
总计	1761.33	3231.61	83.48%

数据来源：东北证券，Wind

表 2: 2019 年各项业务利润增速表

业务（百万元）	2018 年	2019 年	同比增长%
投资银行	18.73	68.87	267.70%
证券经纪	100.27	232	131.38%
证券投资	173.81	755.49	334.66%
资产管理	45.96	227.32	394.60%
信用交易	598.05	475.26	-20.53%
期货经纪	54.05	40.88	-24.37%
其他	-312.46	-306.69	1.85%
总计	678.41	1493.13	120.09%

数据来源：东北证券，Wind

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,607	12,862	15,012	17,136
交易性金融资产	15,698	18,807	19,625	21,589
应收款项	314	390	418	485
存货	0	0	0	0
其他流动资产	9,327	10,040	29,008	44,088
流动资产合计	35,945	42,099	64,064	83,298
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	1,474	1,961	2,406	2,872
固定资产	618	625	650	656
无形资产	71	94	107	125
商誉	4	4	4	4
非流动资产合计	15,018	19,279	9,495	10,038
资产总计	50,963	61,378	73,559	93,336
短期借款	0	0	0	0
应付款项	60	96	95	106
预收款项	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	32,072	44,782	56,316	75,325
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	5,254	5,690	6,082	6,435
长期负债合计	5,254	5,690	6,082	6,435
负债合计	37,326	50,471	62,398	81,760
归属于母公司股东权益合计	13,268	10,492	10,714	11,112
少数股东权益	370	414	447	464
负债和股东权益总计	50,963	61,378	73,559	93,336

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,232	3,553	4,046	4,554
营业成本	1,738	1,955	1,953	2,172
营业税金及附加	27	39	39	47
资产减值损失	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0
管理费用	1,247	1,315	1,715	1,867
财务费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	557	240	199	219
投资净收益	1,019	1,552	1,562	1,691
营业利润	1,493	1,597	2,093	2,381
营业外收支净额	-10	-7	-17	-10
利润总额	1,483	1,590	2,076	2,371
所得税	269	254	415	474
净利润	1,214	1,336	1,661	1,897
归属于母公司净利润	1,108	1,201	1,447	1,707
少数股东损益	106	135	214	190

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,214	1,336	1,661	1,897
资产减值准备	0	0	0	0
折旧及摊销	91	88	73	80
公允价值变动损失	-557	-240	-199	-219
财务费用	0	0	0	0
投资损失	-141	-134	-126	-148
运营资本变动	-1,268	-6,556	10,431	225
其他	4,266	9,473	-7,081	3,400
经营活动净现金流量	3,606	3,966	4,759	5,235
投资活动净现金流量	-419	-504	-722	-430
融资活动净现金流量	1,264	1,309	1,536	1,607
企业自由现金流	4,450	4,772	5,574	6,413

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益（元）	0.31	0.33	0.40	0.47
每股净资产（元）	3.66	2.90	2.96	3.07
每股经营性现金流量（元）	1.00	1.10	1.31	1.45
成长性指标				
营业收入增长率	83.5%	9.9%	13.9%	12.6%
净利润增长率	100.2%	8.3%	20.5%	18.0%
盈利能力指标				
毛利率	46.2%	45.0%	51.7%	52.3%
净利润率	37.6%	37.6%	41.0%	41.7%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率（次）	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力指标				
资产负债率	73.2%	82.2%	84.8%	87.6%
流动比率	1.12	0.94	1.14	1.11
速动比率	1.12	0.94	1.14	1.11
费用率指标				
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	38.6%	37.0%	42.4%	41.0%
财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
分红指标				
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
估值指标		6.96	6.96	6.96
P/E（倍）	24.71	21.48	17.73	15.09
P/B（倍）	1.99	2.45	2.40	2.31
P/S（倍）	9.70	7.23	6.35	5.64
净资产收益率	8.4%	11.4%	13.5%	15.3%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王凤华: 东北证券非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业22年，2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称"本公司"）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称"该客户"）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。
行业投资评级说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

网址：http://www.nesc.cn 电话：400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏（副总监）	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航（总监）	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇（副总监）	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn