不断发力财富管理转型，金融产品销售规模同比+23%

投资要点：公司不断发力财富管理转型，不断深化主动管理转型，带动代销金融产品规模、资管收入的持续提升。合理价值区间 5.03-5.48 元/股，维持“优于大市”评级。

- **【事件】**华安证券发布 2022 年年度业绩：实现营业收入 31.6 亿元，同比-9.3%；归母净利润 11.8 亿元，同比-17.0%；对应 EPS 0.25 元，ROE 6.0%。经纪、投行、资管、利息、自营占营业收入分别为 33%/5%/15%/14%/20%。第四季度实现营业收入 7.6 亿元，同比-37.9%。归母净利润 2.2 亿元，同比-50.8%；公司净利润虽然下滑，但是在行业中排名上升 7 名至第 29 名。
- **不断发力财富管理转型，发行首单香草结构浮动收益凭证。**公司 2022 年实现经纪业务收入 10.3 亿元，同比-15.4%，占营业收入 32.5%。2022 年上半年公司代销金融产品收入 2733 万元，同比-19.5%，占经纪业务收入 2.66%。代销金融产品规模 69 亿元，同比+23%。公司两融余额 90.4 亿元，同比-11.1%，市场份额 0.6%。2022 年公司不断发力财富管理转型，客户分类分级体系设计完成，基金投顾“鑫易投”上线展业，首单香草结构浮动收益凭证发行。
- **股权承销规模大幅增长，实现安徽省内美元债发行零的突破。**2022 年投行业务收入 1.6 亿元，同比-20.9%。股权业务承销规模同比+187%，债券业务承销规模同比+10.2%。股权主承销规模 78.2 亿元，排名第 31；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 3 家，承销规模 73 亿元。债券主承销规模 202 亿元，排名第 46；其中金融债、公司债、企业债承销规模分别为 103 亿元、65 亿元、33 亿元。IPO 储备项目 2 家，排名第 39，2 家都在科创板。2022 年，公司通过深化区域网格化管理，密切各业务合作渠道，成功助力企业完成上市改制、并购重组、再融资等项目，成功发行安徽省内首单乡村振兴债、创新创业金融债、新型城镇化专项债。境外业务发展空间持续拓展，2022 年公司全资子公司华安金控参与承销 8 单中资美元债，实现省内美元债发行零的突破。
- **大集合公募化改造工作全部完成，代销规模增长显著。**2022 年资管业务实现收入 4.8 亿元，同比+12.2%。公司主动管理规模 549 亿元，同比-6.7%。公司资产管理业务稳中有进，大集合公募化改造全面完成；产品创新能力不断增强，产品布局更趋完善。面对低迷的市场环境和较大的产品规模压力，公司适时调整管理策略，渠道资源持续拓展，代销规模增长显著。
- **不断优化投资决策机制，在稳定收益、稳健杠杆前提下扩大营运资金规模。**2022 年公司实现投资收益（含公允价值）6.2 亿元，同比-21.1%；四季度投资收益（含公允价值）0.9 亿元，同比-65.6%。公司始终坚持绝对收益理念，不断优化投资决策机制，降低投资收益波动冲击；积极发挥自营业务在公司大类资产配置的作用，在稳定收益、稳健杠杆前提下扩大营运资金规模。
- **投资建议：**我们估算公司 2023/24/25E 归母净利润分别为 15.75 亿元、16.84 亿元，17.93 亿元，分别同比+33%/+7%/+7%，EPS 分别为 0.34、0.36、0.38 元，BVPS 分别为 4.57、4.84、5.13 元。使用可比公司估值法对公司进行估值，给予其 2023 年 1.1-1.2xPB，对应合理价值区间 5.03-5.48 元/股，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。**

主要财务数据及预测

:	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3483	3159	4153	4429	4707
（+/-）YoY（%）	4%	-9%	31%	7%	6%
净利润（百万元）	1424	1181	1575	1684	1793
（+/-）YoY（%）	12%	-17%	33%	7%	6%
每股净利润（元）	0.30	0.25	0.34	0.36	0.38
每股净资产（元）	4.15	4.28	4.57	4.84	5.13

资料来源：公司年报（2021-2022），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

投资评级 优于大市 维持

股票数据

03 月 31 日收盘价（元）	4.82
52 周股价波动（元）	4.07-5.32

股本结构

总股本（百万股）	4698
流通 A 股（百万股）	4698
B 股/H 股（百万股）	0/0

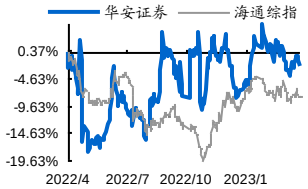
相关研究

《股权投行承销规模大幅增加，业绩环比大幅改善》2022.08.26

《投资表现不佳，低基数下业绩仍然下滑》2022.05.01

《财富管理转型取得成效，金融产品代销规模增速超 170%》2022.03.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	-2.4	-3.8	5.0
相对涨幅（%）	-2.0	-0.7	0.4

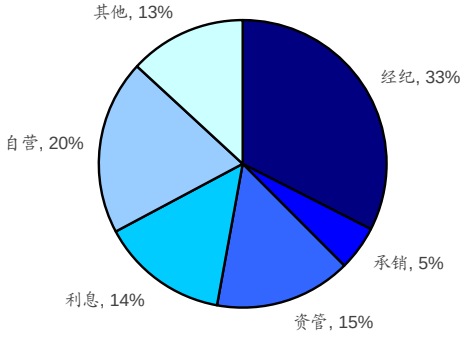
资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@haitong.com
证书:S0850515040002

分析师:何婷
Tel:(021)23219634
Email:ht10515@haitong.com
证书:S0850516060001

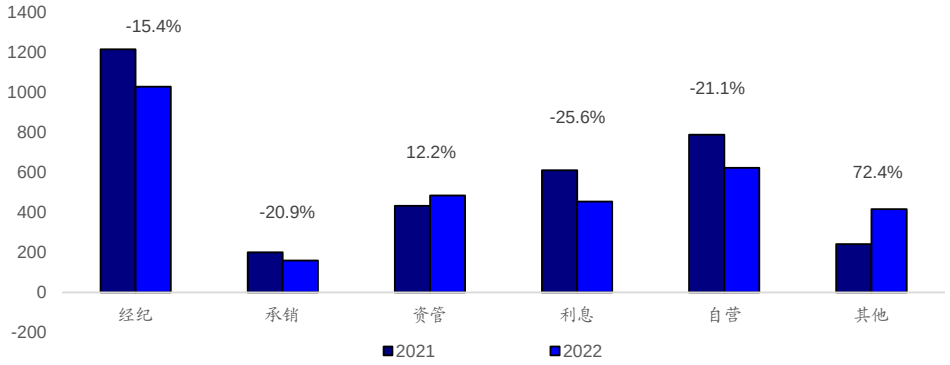
分析师:任广博
Tel:(010)56760090
Email:rgb12695@haitong.com
证书:S0850522030003

图1 华安证券 2022 年收入结构



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 华安证券 2022 年各业务同比变化情况（百万元）



资料来源：公司 2021、2022 年年报，海通证券研究所

表 1 华安证券盈利预测（百万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	3483	3159	4153	4429	4707
手续费	1918	1746	2447	2624	2805
经纪净佣金	1214	1027	1514	1546	1555
投行收入	200	158	304	336	372
资管收入	432	484	549	658	790
利息净收入	609	453	554	613	657
投资净收益	905	1052	830	854	891
联营合营企业	-27	14	58	64	70
资产处置收益	0	0			
公允价值变动净收益	-144	-417	0	0	0
汇兑净收益	-1	1			
其他收益	70	17			
其他业务收入	125	307	322	338	355
二、营业支出	1689	1779	2280	2427	2575
营业税及附加	36	29	38	41	43
管理费用	1543	1533	1994	2104	2213
资产减值损失	0	0			
信用减值损失	-5	-91	-91	-91	-91
其他业务成本	115	308	339	373	410
三、营业利润	1794	1380	1873	2002	2132
加：营业外收入	2	1	0	0	0
减：营业外支出	10	12	0	0	0
四、利润总额	1787	1369	1873	2002	2132
减：所得税	399	218	298	319	339
五、净利润	1388	1151	1575	1684	1793
减：少数股东损益	-36	-30	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1424	1181	1575	1684	1793
六、每股收益	0.33	0.25	0.34	0.36	0.38

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

表 2 华安证券资产负债表（百万元）

	2021	2022A	2023E	2024E	2025E
资产:					
货币资金	16139	15025	16025	16692	17393
结算备付金	5677	6036	6438	6706	6987
融出资金	10261	9133	9857	10153	10457
交易性金融资产	23377	25668	25615	26681	27802
债权投资	3391	3044	3196	3356	3524
其他债权投资	7661	6688	6708	6988	7281
其他权益工具投资	46	97	976	1017	1059
衍生金融资产	3	2	9	9	9
买入返售金融资产	2399	1641	1644	1756	1879
应收款项	280	316	348	383	421
存出保证金	193	519	553	576	601
长期股权投资	2249	2739	2876	3020	3171
投资性房地产	22	21	22	23	24
固定资产	620	606	636	668	702
在建工程	21	116	122	128	135
无形资产	126	167	176	185	194
商誉	4	4	4	4	4
递延所得税资产	389	313	328	345	362
其他资产	782	1754	1841	1933	2030
资产总计	**73641**	**73889**	**77377**	**80623**	**84036**
负债:					
应付短期融资券	3365	3574	3574	3574	3574
拆入资金	-	98	118	141	169
交易性金融负债	4597	2459	2582	2711	2846
衍生金融负债	11	17	18	18	18
卖出回购金融资产款	15608	16345	17163	18021	18922
代理买卖证券款	17210	17001	17851	18744	19681
应付职工薪酬	828	669	703	738	775
应交税费	385	90	92	94	96
应付款项	211	587	599	611	623
合同负债	14	15	15	16	16
应付债券	11162	12296	12296	12296	12296
递延所得税负债	272	216	220	225	229
其他负债	333	310	316	322	329
负债合计	**53996**	**53677**	**55545**	**57509**	**59574**
所有者权益合计					
股本	4698	4698	4698	4698	4698
其他权益工具	417	417	417	417	417
资本公积金	7978	7978	7978	7978	7978
其他综合收益	-31	-88	23	137	257
盈余公积金	800	915	1003	1096	1196
一般风险准备	999	1131	1306	1493	1692
交易风险准备	888	992	992	992	992
未分配利润	3729	4083	5033	5919	6849
归属于母公司所有者权益合计	**19479**	**20126**	**21449**	**22731**	**24079**
少数股东权益	166	85	383	383	383
所有者权益合计	**19644**	**20212**	**21832**	**23114**	**24462**
负债及股东权益总计	**73641**	**73889**	**77377**	**80623**	**84036**

资料来源：公司 2022 年报，海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值（截至 2023 年 3 月 31 日收盘价）

	股价	市值	P/E（倍）			P/B（倍）		
	（元）	（亿元）	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
方正证券	6.97	573.78	31.49	26.71	22.85	1.39	1.33	1.24
国投资本	6.94	445.92	9.30	15.16	10.14	0.96	0.93	0.82
红塔证券	8.63	407.06	25.82		27.59	1.75		1.64
长城证券	8.29	334.45	18.94			1.71		
华林证券	14.67	396.09	81.88		63.26	6.32		5.58
天风证券	2.91	252.17	43.01			1.00		
兴业证券	6.12	528.52	11.14	17.56	12.59	1.28	0.98	0.92
浙商证券	10.07	390.53	17.79		16.81	1.64		1.47
财通证券	7.51	348.74	13.59	19.72	14.61	1.41	1.07	1.01
西部证券	6.37	284.71	20.19	34.51	19.90	1.05	1.04	1.00
国元证券	6.76	294.99	15.45	17.02	14.08	0.91		0.84
东吴证券	6.91	346.02	14.47	19.30	14.98	0.93	0.89	0.84
国金证券	8.96	333.70	14.40	24.55	17.28	1.37	1.06	1.00
西南证券	3.89	258.49	24.90	46.31	27.07	1.02	1.02	0.99
华西证券	8.23	216.04	13.24			0.97		
南京证券	8.77	323.29	33.08	44.03	34.97	1.97	1.94	1.87
太平洋	2.62	178.59	147.21	-396.97	349.33	1.84	1.85	1.85
中原证券	3.72	172.72	33.65			1.26		
华创阳安	6.84	154.68	15.97			0.95		
第一创业	5.97	250.88	33.66	52.69	35.79	1.74	1.68	1.67
山西证券	5.81	208.57	25.95	39.88	37.17	1.21	1.20	1.19
国海证券	3.40	185.11	24.21			1.00		
国联证券	10.59	299.88	33.75		27.08	1.83		1.63
平均			**30.57**	**-3.04**	**43.85**	**1.54**	**1.25**	**1.50**

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
任广博　　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：　兴业银行,中信银行,浙商银行,第一创业,江苏银行,沪农商行,,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中信证券,中国人寿,国泰君安,华兴资本控股,苏州银行,江苏金租,瑞达期货,上海银行,兴业证券,交通银行,中国银行,招商证券,东亚银行,渣打集团

投资评级说明

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。	类　别	评　级	说　明
	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。