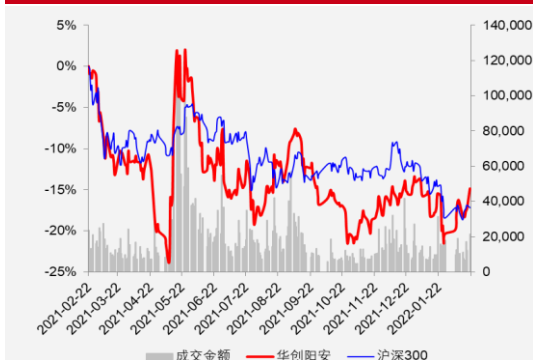




## 华创阳安：立足贵州，积极转型

近一年该股走势



基础数据

总股本（百万股）	1740
可流通股（百万股）	1740
实际流通市值（亿元）	172

研究员 陈铤  
投资咨询证书号 S0620520110003  
联系方式 025-58519171  
邮箱 chenshuo@njzq.com.cn

### ● 内容提要

公司评级： 推荐

- **华创阳安为一家集产业研究、科技开发、投融资为一体的控股型平台。**公司业务涉及证券、塑料管型材等领域，其中全资子公司华创证券为公司核心资产，塑料管型材业务在公司整体营收中的占比较低。公司股权结构较为分散，目前无控股股东与实际控制人，第一大股东为新希望化工投资有限公司。公司建立了较为灵活的体制机制，自2019年以来先后完成三期员工持股计划，能够充分调动员工积极性和创造性，促进公司持续、健康发展。
- **华创证券为以贵州为大本营的综合性中型券商。**目前华创证券为华创阳安全资子公司，对上市公司营业收入及利润贡献均超过99%。华创证券以贵州为大本营和服务中心，截至2020年末，公司在贵州省的营业部数量占比达到63%，在贵州省内市场份额超过50%。与此同时，近年来公司产品和服务触角不断延伸，服务模式逐步覆盖云南、四川等地，在零售业务领域形成了较为明显的区域竞争优势。华创证券拥有较为完善的业务牌照，近年来，公司积极推动各项业务加快转型，逐渐构建起独特的竞争优势，在研究与机构业务、代销金融产品业务、资产管理业务、债券自营投资业务等方面形成了显著的业务特色。华创证券规模中等，自2018年以来公司规模和经营业绩实现稳步增长，主要指标行业排名稳中有进，特别是营业收入和净利润行业排名均实现提升，目前主要业务指标均位于行业中位数偏上水平。

- **公司资产规模持续扩张，经营业绩稳健增长。**自2016年收购华创证券以来，近年来华创阳安资产规模持续扩张，总资产和净资产规模均实现逐年增长，截至2021年三季度末，公司总资产规模为533.70亿元，相较2017年末增长39.02%，净资产规模为158.75亿元，相较2017年末增长6.48%。近年来公司经营业绩稳健增长，营业收入和净利润规模逐年提升，2021年前三季度华创阳安实现营业收入24.65亿元，同比增长8.00%，实现归母净利润5.26亿元，同比增长15.00%。
- **盈利预测与估值：**预计华创阳安2021年/2022年/2023年营业收入分别为34.29亿元/35.56亿元/38.24亿元，同比增速分别为+9.38%/+3.70%/+7.54%，预计2021年/2022年/2023年归母净利润分别为9.76亿元/10.14亿元/10.95亿元，同比增速分别为+48.33%/+3.89%/+7.99%。当前，华创阳安估值水平处于较低位置，截至2022年2月21日收盘，公司估值为1.06倍PB（LF），远低于当前券商板块平均估值1.59倍PB（LF），相较公司近五年来历史估值中枢1.34倍PB（LF）也明显偏低，从估值来看公司具有较高安全边际。
- **风险提示：**A股市场出现较大幅度调整；公司对北京嘉裕的15亿应收款项无法收回；公司股票质押业务发生大面积违约；债券自营投资踩雷；建材业务经营状况恶化对上市公司业绩形成拖累；公司证券业务与建材业务未能协同发展。

财务摘要	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	24.76	31.35	34.29	35.56	38.24
YOY	33.27%	26.64%	9.38%	3.70%	7.54%
归母净利润（亿元）	2.60	6.58	9.76	10.14	10.95
YOY	74.24%	152.80%	48.33%	3.89%	7.99%
EPS（元/股）	0.15	0.38	0.56	0.58	0.63

## 正文目录

1. 公司概况.....	- 3 -
1.1 以华创证券为核心资产的投资型控股平台 .....	- 3 -
1.2 华创证券：以贵州为大本营的综合性中型券商 .....	- 5 -
1.3 财务状况：资产规模持续扩张，经营业绩稳健增长 .....	- 7 -
1.4 募投项目分析.....	- 8 -
2. 行业分析.....	- 9 -
2.1 资本市场改革提速，为行业发展带来制度红利 .....	- 9 -
2.2 证券行业呈现出明显的集中化、重资本化趋势 .....	- 10 -
3. 主营业务分析.....	- 11 -
3.1 经纪业务.....	- 12 -
3.2 投行业务.....	- 13 -
3.3 资管业务.....	- 13 -
3.4 信用业务.....	- 14 -
3.5 自营业务.....	- 15 -
4. 盈利预测与投资建议.....	- 15 -
4.1 盈利预测.....	- 15 -
4.2 投资建议.....	- 17 -
5. 风险提示.....	- 18 -

## 1. 公司概况

### 1.1 以华创证券为核心资产的投资型控股平台

华创阳安股份有限公司（以下简称“华创阳安”）为一家集产业研究、科技开发、投融资为一体的控股型平台，公司以证券业务为核心。公司成立于1998年，前身为河北宝硕股份有限公司（以下简称“宝硕股份”），由河北保塑集团有限公司（后更名为河北宝硕集团有限公司，以下简称“宝硕集团”）发起设立。2007年控股股东宝硕集团破产，公司开启了为期三年的重整计划，2008年新希望化工投资有限公司受让宝硕股份29.85%股权成为公司控股股东，公司实际控制人变更为刘永好。2016年，宝硕股份实施重大资产重组，收购华创证券95.01%股权，并于2018年更名为华创阳安，此后公司逐步转型为证券业务与塑料管型材业务双主业经营的投资型控股平台。

图表 1：华创阳安发展历程

1998 年	2008 年	2016 年	2018 年
宝硕集团发起设立宝硕股份，公司于1998年9月18日在上交所挂牌交易。	新希望化工投资有限公司受让宝硕股份29.85%股权，成为公司控股股东，公司实际控制人变更为刘永好。	宝硕股份收购华创证券95.01%股权，公司逐步转型为证券业务与塑料管型材业务双主业经营的投资型控股平台。	公司更名为华创阳安，并逐步清理非金融业务，主营业务逐渐向证券领域集中。

资料来源：Wind，南京证券研究所

公司成立初期主要从事塑料制品和化工产品的生产与销售，随着2016年公司完成对华创证券的收购，公司逐渐转型为投资型控股平台，形成了证券业务与塑料管型材业务双主业的经营模式。近年来，公司逐步对商贸、工业制造等非金融业务进行清理，对相关子公司予以注销，核心业务向证券金融领域集中。截至2021年上半年末，华创阳安旗下共拥有14家控股子公司及3家参股子公司，涉及证券、期货、投资管理、商贸、工业制造、物业服务、信息技术等行业。目前，公司核心资产为华创证券，主要通过华创证券提供综合金融服务，同时公司旗下还有多家管型材子公司开展塑料管型材业务，但目前主要是对留存存货进行处理，在公司整体营收中的占比较低。

图表 2：华创阳安参、控股子公司（截至 2021 年上半年末）

序号	子公司名称	业务性质	直接持股比例	间接持股比例
1	华创证券有限责任公司	金融	100%	

请务必阅读正文之后的重要法律声明

2	华创期货有限责任公司	商品及金融期货经纪		62.5%
3	兴贵投资有限公司	金融		100%
4	金汇财富资本管理有限公司	投资管理		100%
5	贵州兴黔财富资本管理有限公司	股权投资管理		100%
6	华证智通科技有限公司	金融		51%
7	北京华创汇远企业管理有限公司	商贸	100%	
8	华创汇远投资（珠海）有限公司	金融		100%
9	华创并购资本管理（深圳）有限公司	金融		100%
10	河北宝硕建材有限公司	工业制造	100%	
11	河北宝硕管材有限公司	工业制造	70%	
12	保定宝硕新型建筑材料有限公司	工业制造	100%	
13	保定昊鼎物业服务有限公司	物业服务	100%	
14	河北宝硕节能幕墙科技有限公司	工业制造		100%
15	四川信用通数字科技股份有限公司	科学研究和技术服务业	15%	30%
16	云码通数据运营股份有限公司	软件和信息技术服务业	13.33%	6.67%
17	贵州明翌达科技服务股份有限公司	数据处理与存储服务	40%	

资料来源：Wind，南京证券研究所

公司股权结构较为分散，目前无控股股东与实际控制人。截至2021年三季度末，公司第一大股东为新希望化工投资有限公司，对公司持股比例为8.77%，第一大股东及其一致行动人南方希望实业有限公司对公司合计持股比例为15.18%，此外，贵州现代物流产业（集团）有限责任公司、中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司、贵州盘江精煤股份有限公司等贵州国资对公司合计持股比例为15.48%，其他股东对公司持股比例均较为分散，前十大股东合计持股比例为50.26%。

**图表 3：华创阳安前十大股东及持股比例（截至 2021 年三季度末）**

序号	股东名称	持股比例
1	新希望化工投资有限公司	8.77%
2	上海杉融实业有限公司	6.82%
3	南方希望实业有限公司	6.41%
4	贵州现代物流产业（集团）有限责任公司	6.21%

请务必阅读正文之后的重要法律声明

5	中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司	5.16%
6	贵州盘江精煤股份有限公司	4.11%
7	江苏沙钢集团有限公司	3.85%
8	北京东方君盛投资管理有限公司	3.25%
9	华创阳安股份有限公司-第三期员工持股计划	2.84%
10	华创阳安股份有限公司-第二期员工持股计划	2.84%
	合计	50.26%

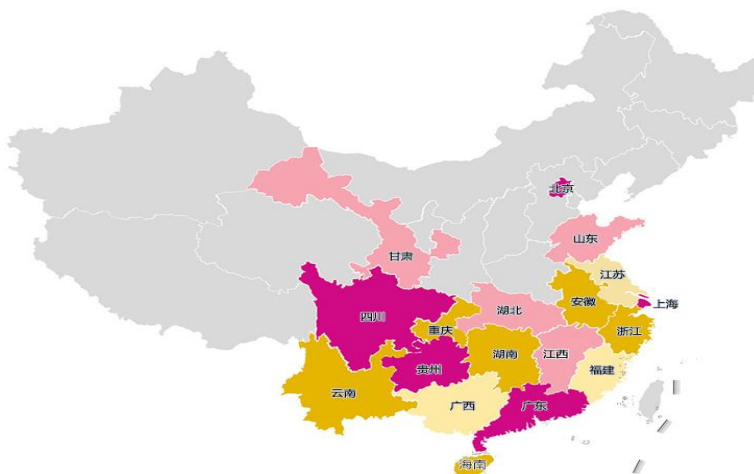
资料来源：Wind，南京证券研究所

公司体制机制灵活，积极寻求扩张。自2019年以来，公司先后完成三期员工持股计划，参与对象为公司全体员工。员工持股计划的推出帮助公司建立了更为健全完善的激励约束机制，能够充分调动员工积极性和创造性，吸引和保留优秀人才，促进公司持续、健康发展。此外，近年来公司还积极探索外延式并购扩大自身规模，2019年公司拟收购太平洋证券5.87%股权并成为其第一大股东，虽然受交易环境变化影响股权转让交易终止，但仍反映出了公司积极寻求扩张的野心。

## 1.2 华创证券：以贵州为大本营的综合性中型券商

华创证券为华创阳安旗下的核心资产及综合金融服务平台，为华创阳安的全资子公司。华创证券成立于2002年，注册地位于贵州贵阳，注册资本92.26亿元。截至2020年末，公司共设有11家分公司和75家营业部，营业网点主要分布于经济发达省份和西南地区。公司以贵州为大本营和服务中心，以北京、上海、深圳、成都、杭州为业务和技术支持基地。截至2020年末，公司在贵州省的营业部数量达到47家，占公司营业部总数的比重达到63%，公司在贵州省内市场份额超过50%。与此同时，近年来公司产品和服务触角不断延伸，服务模式逐步覆盖云南、四川等地，在零售业务领域形成了较为明显的区域竞争优势。

图表 4：华创证券营业网点分布情况



资料来源：公司官网，南京证券研究所

华创证券拥有较为完善的业务牌照，主要业务包含投资银行、财富管理、资产管理、研究与机构服务、证券经纪、自营投资、信用交易、期货交易、私募投融资、另类投资、金融工程等。截至2020年末，公司旗下主要拥有金汇财富资本管理有限公司、华创期货有限责任公司、贵州兴黔财富资本管理有限公司、兴贵投资有限公司、华证智通科技有限公司等5家子公司，其中3家全资子公司、2家控股子公司，涉及的业务包括私募基金、期货、资产管理、另类投资、软件服务等领域。

图表 5：华创证券子公司

序号	公司名称	主营业务	设立时间	持股比例
1	金汇财富资本管理有限公司	私募基金	2013 年	100%
2	华创期货有限责任公司	期货	2010 年	62.5%
3	贵州兴黔财富资本管理有限公司	资产管理	2011 年	100%
4	兴贵投资有限公司	另类投资	2017 年	100%
5	华证智通科技有限公司	软件服务	2019 年	51%

资料来源：公司官网，南京证券研究所

公司规模中等，主要业务指标均位于行业中位数偏上水平。自2018年以来公司规模和经营业绩实现稳步增长，主要指标行业排名稳中有进，特别是营业收入和净利润行业排名均有所提升。根据证券业协会统计，截至2020年末，华创证券总资产、净资产规模均位于行业第45位，营业收入、净利润规模分别位于行业第35位和第47位，从规模和经营业绩指标来看，公司仍属于中小券商行列。近年来，华创证券积极推动各项业务加快转型，逐渐构建起独特的竞争优势，从各项业务来看，公司在研究与机构

请务必阅读正文之后的重要法律声明

业务、资产管理业务、债券投资方面表现优异，形成了鲜明的特色。

图表 6：华创证券主要经营指标排名

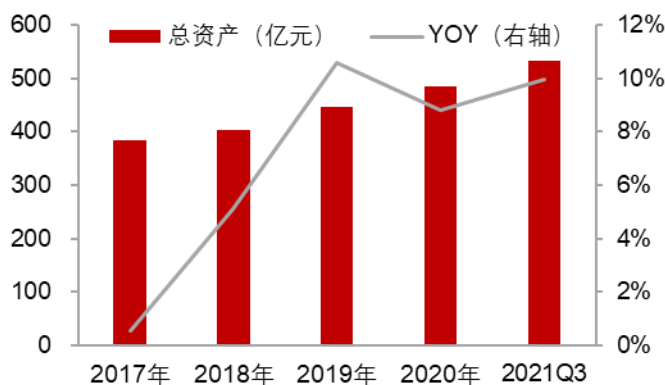
		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
总资产	规模（亿元）	250	325	344	377	417
	排名	57/97	46/98	44/98	44/98	45/102
净资产	规模（亿元）	109	104	105	109	113
	排名	41/97	44/98	45/97	45/97	45/101
营业收入	规模（亿元）	19.6	14.5	18.3	21.3	28.9
	排名	46/97	53/98	39/98	38/98	35/102
净利润	规模（亿元）	2.9	2.9	1.4	5.4	7.0
	排名	67/97	58/98	50/98	40/98	47/102

资料来源：Wind，南京证券研究所

### 1.3 财务状况：资产规模持续扩张，经营业绩稳健增长

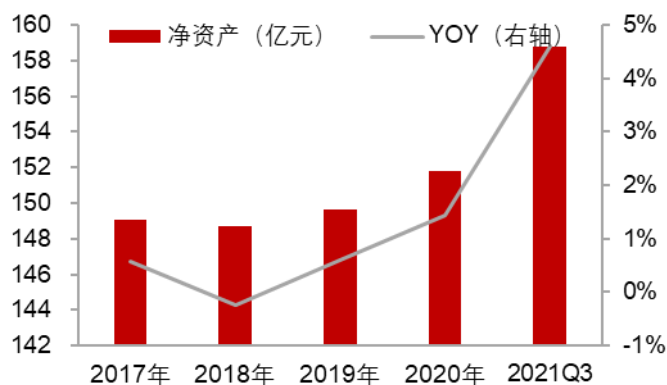
自2016年收购华创证券以来，近年来华创阳安资产规模持续扩张，总资产和净资产规模均实现逐年增长。截至2021年三季度末，公司总资产规模为533.70亿元，相较2017年末增长39.02%，净资产规模为158.75亿元，相较2017年末增长6.48%。公司旗下华创证券是公司核心资产，截至2021年三季度末，华创证券总资产规模为472.12亿元，净资产规模为125.52亿元，公司总资产和净资产规模在华创阳安中的占比分别为88.46%和79.07%，与行业内其他券商相比，公司资产规模位于行业中游水平，2020年华创证券总资产和净资产规模在行业内排名均为第45位。

图表 7：华创阳安总资产规模及增速



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表 8：华创阳安净资产规模及增速



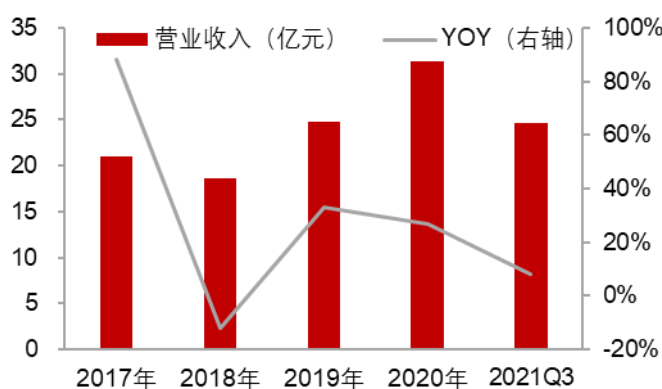
资料来源：Wind，南京证券研究所

请务必阅读正文之后的重要法律声明



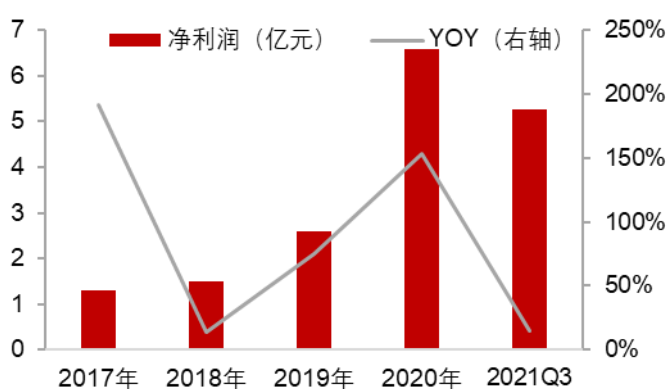
近年来公司经营业绩稳健增长，营业收入和净利润规模逐年提升。2021年前三季度华创阳安实现营业收入24.65亿元，同比增长8.00%，实现归母净利润5.26亿元，同比增长15.00%。自公司2016年收购华创证券以来，华创证券逐渐成为华创阳安的主要业绩来源，2021年前三季度华创证券实现营业收入25.95亿元，同比增长8.84%，实现归母净利润7.16亿元，同比增长38.12%，证券业务是华创阳安主要的收入来源。从经营业绩来看，与行业内其他券商相比，目前公司业绩处于行业中游水平，2020年华创证券营业收入和净利润在行业内的排名分别为第35位和47位。同时，公司近年来逐步对建材业务进行清理，目前相关业务收入对公司的贡献较低。

图表 9：华创阳安营业收入及同比增速



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表 10：华创阳安净利润及同比增速



资料来源：Wind，南京证券研究所

## 1.4 募投项目分析

公司此次非公开发行拟募集资金不超过80亿元，扣除发行费用后拟全部用于向华创证券增资，以增加华创证券资本金，补充其营运资金，优化业务结构，扩大业务规模，提升市场竞争力和抗风险能力。主要资金用途包括证券自营业务（不超过30亿元）、信用交易业务（不超过20亿元）、股权投资业务（不超过12亿元）、资产管理业务（不超过5亿元）、信息系统建设（不超过3亿元）以及偿还债务（不超过10亿元）。随着此次非公开发行的完成，华创证券资本实力有望得到进一步夯实，证券自营、信用交易、股权投资等重资本业务规模有望进一步扩大，公司综合实力有望跨上新的台阶。

图表 11：华创证券非公开发行募集资金用途

序号	项目名称	拟投入金额
1	证券自营业务	不超过 30 亿元
2	信用交易业务	不超过 20 亿元
3	股权投资业务	不超过 12 亿元

请务必阅读正文之后的重要法律声明

4	资产管理业务	不超过 5 亿元
5	信息系统建设	不超过 3 亿元
6	偿还债务	不超过 10 亿元
	合计	不超过 80 亿元

资料来源：公司官网，南京证券研究所

## 2. 行业分析

近年来资本市场改革全面提速，围绕“建制度、不干预、零容忍”方针，以注册制改革为龙头的资本市场改革持续深入推进，多层次资本市场体系持续健全完善，资本市场服务实体经济高质量发展的质效不断提升，证券行业发展的生态环境进一步优化，为证券行业的长期健康发展打下了坚实的基础。

### 2.1 资本市场改革提速，为行业发展带来制度红利

党的十八大以来，习近平总书记先后作出一系列重要批示指示，为资本市场改革稳定指明了方向，特别是2018年底召开的中央经济工作会议，对资本市场的健康发展寄予了很高的期望，进一步明确了资本市场的定位和使命。2019年中央政治局第十三次集体学习会上，习近平总书记明确提出要深化金融供给侧结构性改革，要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度。在此指导下，当前资本市场改革全面提速，多层次资本市场体系逐步健全完善，证券行业发展的生态环境进一步优化，为行业长期健康发展打下了坚实的基础。

图表 12：2021 年以来资本市场及证券行业高质量发展的重点政策

时间	政策内容
2021.02.05	证监会批准深圳证券交易所主板与中小板合并
2021.03.19	证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定
2021.09.02	深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地
2021.09.30	证监会发布《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》
2021.11.19	证监会就修订《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》公开征求意见
2021.12.03	证监会同意 10 家证券公司开展证券公司账户管理功能优化试点
2021.12.03	证券业协会发布《证券公司收益互换业务管理办法》
2021.12.03	四部门联合就《关于促进衍生品业务规范发展的指导意见》公开征求意见

请务必阅读正文之后的重要法律声明

2021.12.10

中央政治局会议提出“全面实行股票发行注册制”

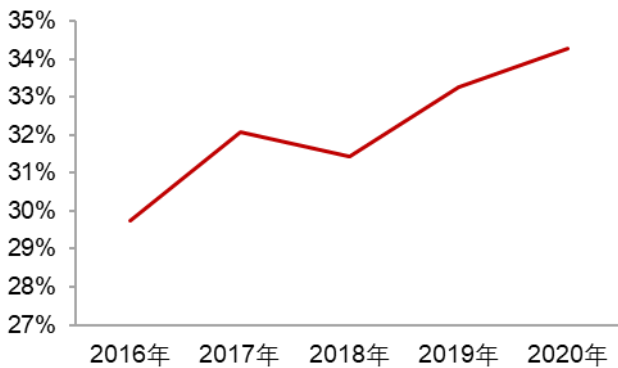
数据来源：公开资料整理，南京证券研究所

具体来看，主要表现为：一是注册制改革持续深化，继科创板、创业板试点注册制成功落地之后，当前注册制进一步拓展至新设的北交所，资本市场服务创新型中小企业的力量进一步增强，多层次资本市场体系进一步健全完善。二是资本市场生态持续优化，发行、上市、交易、退市、持续监管等基础性制度得到系统性完善，推动上市公司高质量发展、完善常态化退市机制成为当前工作重点，监管对于各类违法违规行为的打击力度明显加大，为资本市场平稳健康发展提供了重要保障。三是金融服务产品和工具供给日渐丰富，公募投顾试点扩容和账户管理功能优化试点的落地为证券公司财富管理转型赋能，收益互换、衍生品业务规范发展的相关制度相继落地，资本市场服务居民财富保值增值的能力进一步增强。整体而言，相关制度的落地为证券行业的发展带来了重大机遇，证券行业有望在资本市场扩容的浪潮中加快发展步伐。

## 2.2 证券行业呈现出明显的集中化、重资本化趋势

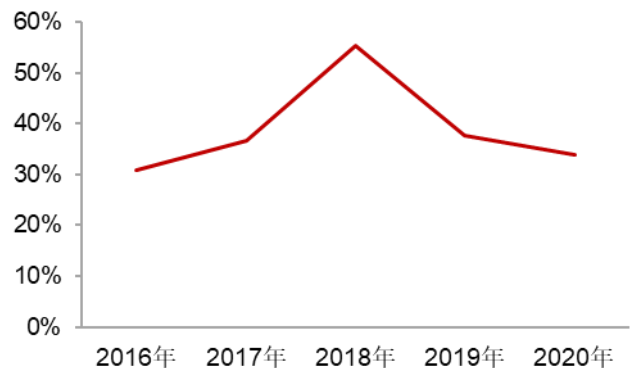
证券行业集中度呈现出明显的上升趋势。在当前证券行业以净资本为核心的监管体系下，头部券商在新业务试点、业务资源等方面均具有更强的竞争力，证券行业集中度呈现出上升趋势。TOP5券商净资产集中度从2016年的29.75%上升至2020年的34.26%，累计上升幅度达到4.51个百分点，净利润集中度从2016年的30.84%上升至2020年的33.82%，累计上升幅度达到2.98个百分点（2018年主要系受市场行情影响多家中小券商出现巨亏、导致CR5极高）。整体来看，头部券商市场份额呈现出明显的上升趋势，行业整体集中化特征越来越明显。

图表 13：证券行业净资产规模 CR5



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表 14：证券行业净利润 CR5



资料来源：Wind，南京证券研究所

通道类业务竞争激烈，重资本业务成为各家券商重点发力方向，行业重资本化趋势显著。近年来，在行业佣金率下滑、市场竞争激烈程度不断上升的背景下，经纪业务等传统通道类收入占比持续下滑，各家券商均开始发力信用、自营等重资本业务，相关业务收入占比不断提高。从证券行业整体来看，由投资收益和利息净收入组成的资金类收入占比由2015年的34.86%升至2021年前三季度的42.23%。随着行业业务重资本化程度的提升，资本实力也在行业竞争中发挥着愈加关键的作用。在此背景下，券商补充资本进程明显加快，各公司积极通过IPO、增发、配股、可转债等手段补充净资本，行业整体资本实力显著提升，其中信用业务、投资业务成为最主要的资金投向。

**图表 15：上市券商募集资金投向仍为重资本业务**

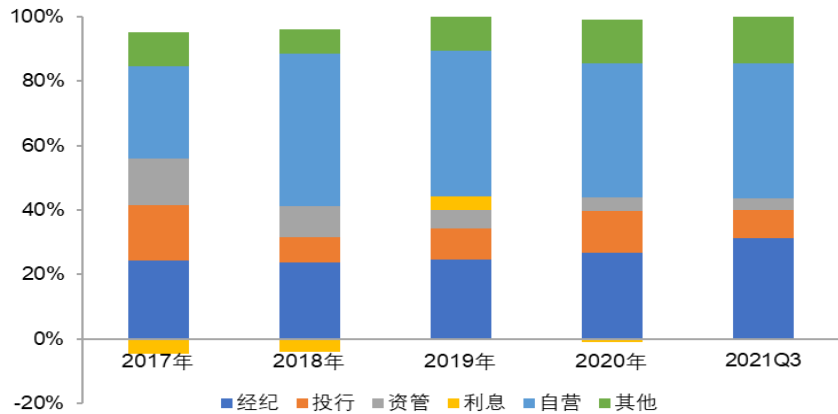
公司	再融资项目	重资本业务投向
1 东吴证券	配股 85 亿	信用业务 23 亿，投资业务 45 亿
2 国金证券	非公开发行 60 亿	信用业务 20 亿，投资业务 15 亿
3 财通证券	配股 80 亿	信用业务 20 亿，投资业务 45 亿
4 中信证券	配股 280 亿	信用、投资 190 亿
5 长城证券	非公开发行 100 亿	信用业务 50 亿，投资业务 25 亿
6 兴业证券	配股 140 亿	两融业务 70 亿，投资业务 45 亿
7 东兴证券	非公开发行 70 亿	两融业务 30 亿，投资业务 30 亿
8 国联证券	非公开发行 65 亿	信用业务 25 亿，投资业务 30 亿

资料来源：Wind，南京证券研究所

### 3. 主营业务分析

华创阳安以华创证券为核心资产和业务主体，目前华创证券拥有较为完善的证券业务牌照，公司主营业务包括经纪、投行、资管、信用、自营等，目前正在研究与机构业务、代销金融产品业务、资产管理业务、债券自营投资业务等方面构建了显著的业务特色。从营收结构来看，2018年以来华创证券大力发展自营投资业务，自营投资收入占比快速提升，目前公司已经形成经纪、自营两大主业，2021年前三季度自营业务和经纪业务在华创证券营业收入中的占比分别为41.9%和31.1%，二者合计收入占比达到73.0%，是公司最重要的业绩来源。

图表 16: 华创证券营业收入结构

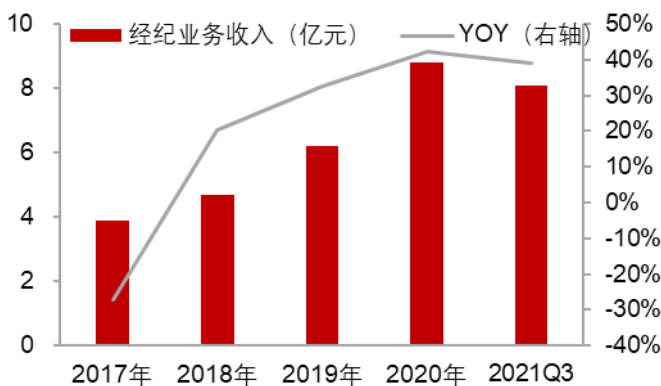


资料来源: Wind, 南京证券研究所

### 3.1 经纪业务

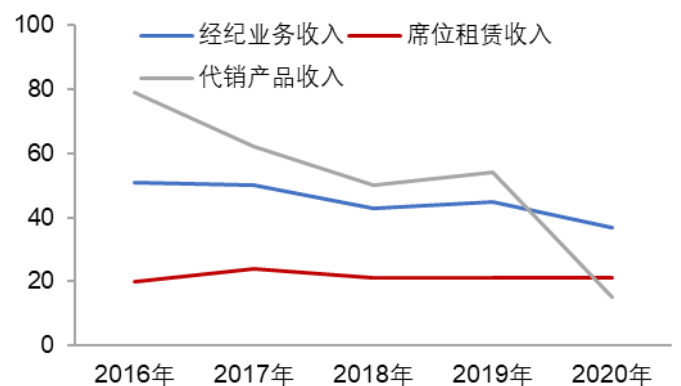
经纪业务是华创证券重要的收入来源, 2021年前三季度公司实现经纪业务收入 8.07亿元, 同比增长38.89%, 经纪业务收入在公司营业收入中的占比达到31.1%, 2020年公司经纪业务收入在全行业排名第37位, 近五年排名逐年提升。公司经纪业务以贵州为大本营, 当前处于量升价跌的状态, 市占率提升但佣金率下行, 2020年公司股基市占率5.551%, 同比上升24.74%, 平均佣金率0.3378%, 同比下降29.52%。从经纪业务结构来看, 公司在研究、代销金融产品方面建立了明显领先优势, 相关业务对经纪业务收入贡献超过半壁江山。近年来公司研究所搭建了完善的研究体系, 已经实现对国内主流机构投资者的全面覆盖, 公司席位租赁收入行业排名稳定在20位左右。此外, 公司代销金融产品也实现快速发展, 2020年公司代销金融产品收入行业排名上升至行业第15位, 远高于其他业务排名。

图表 17: 华创证券经纪业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 南京证券研究所

图表 18: 华创证券经纪业务指标行业排名



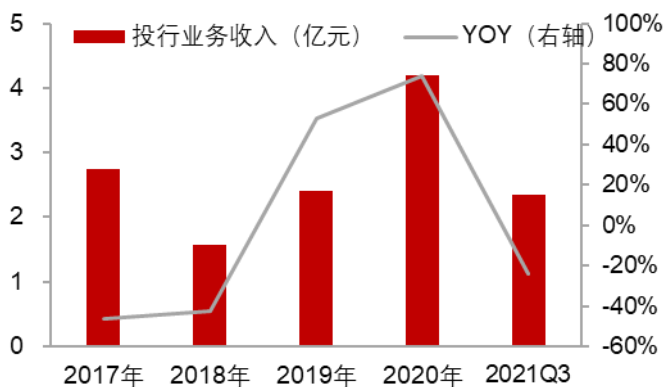
资料来源: Wind、证券业协会, 南京证券研究所

请务必阅读正文之后的重要法律声明

### 3.2 投行业务

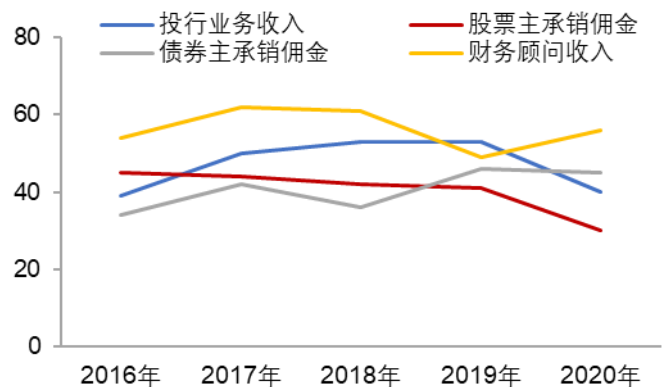
华创业务投行业务近年来实现快速发展，围绕重点产业布局 and 核心客户，协同其他业务部门，打通产业服务链条，为客户提供一揽子综合金融服务。2021年前三季度公司实现投行业务收入2.34亿元，同比下滑24.13%，公司投行业务收入行业排名为第40位。受益于资本市场及注册制改革，近年来公司投行业务收入稳步增长，投行业务收入排名从2017年的50位上升至2020年的行业第40位。从投行业务收入结构来看，公司投行业务在股票承销、债券承销领域实力更为强劲，财务顾问业务实力则相对偏弱，2020年公司股票主承销佣金收入行业排名第30位，债券主承销佣金收入行业排名第45位，财务顾问收入行业排名第56位。但整体而言，公司作为中小券商，投行业务收入波动性较高、业绩表现并不稳定。

图表 19：华创证券投行业务收入及同比增速



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表 20：华创证券投行业务指标行业排名



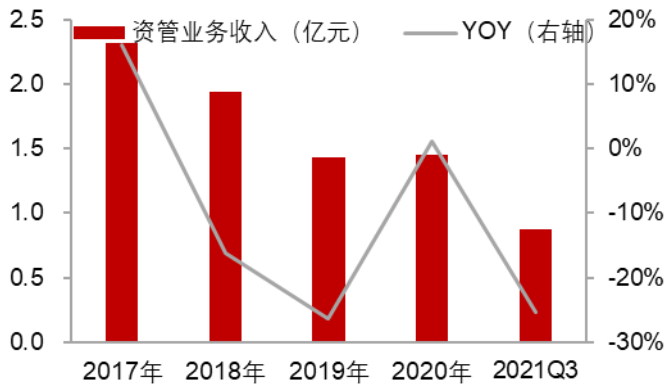
资料来源：Wind、证券业协会，南京证券研究所

### 3.3 资管业务

受资管新规影响，近年来公司资产管理业务加快主动管理转型，资产管理规模及收入均呈现出明显的下滑趋势，2021年前三季度公司实现资管业务收入0.88亿元，同比下滑25.38%，截至2020年末公司资产管理规模为620.41亿元，同比下降41.02%，其中主动管理规模为286.01亿元，同比下降34.61%。随着资管新规过渡期结束，预计公司资产管理业务转型已经接近尾声，后续资产管理规模及收入有望企稳回升。目前公司资产管理业务以产品组织为抓手，全面构建大集合、小集合、FOF类、固收+产品体系，着力打造固收类产品——创金宝系列、权益类产品——稳惠系列两个核心产品线，主动管理产品业绩稳步增长。从行业排名来看，公司资产管理业务行业排名略高于公司整体业绩排名，2020年公司资产管理业务收入排名位于行业第34位。此外，目前公司正在申请设立资管子公司，预计后续公司资管业务有望实现加快转型发展。

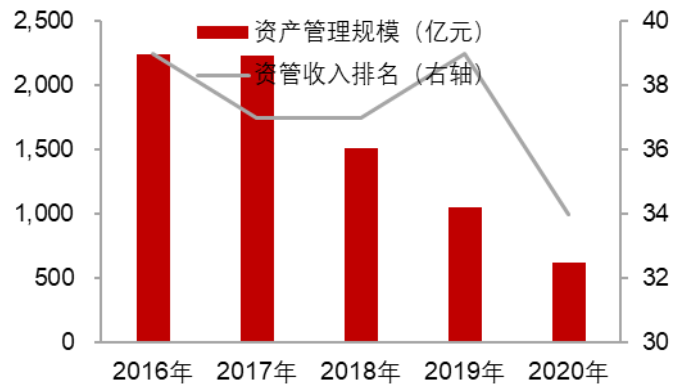
请务必阅读正文之后的重要法律声明

图表 21: 华创证券资管业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 南京证券研究所

图表 22: 华创证券资管业务指标行业排名

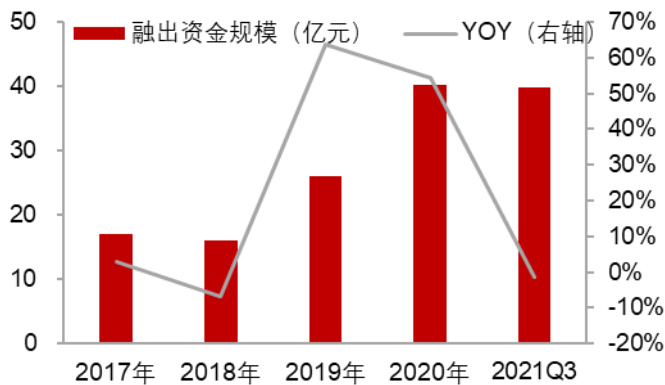


资料来源: Wind、证券业协会, 南京证券研究所

### 3.4 信用业务

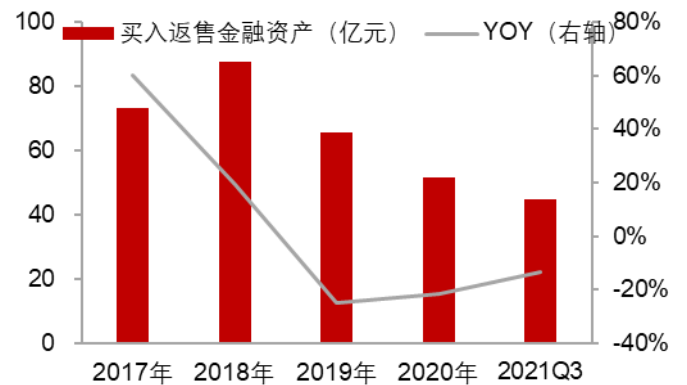
在信用交易业务方面, 近年来公司持续压降股票质押业务规模, 同时大力发展两融业务, 积极提升客户专业化服务水平, 融资业务市场占比稳步上升, 融券业务快速增长。截至2020年末, 公司融资融券业务规模为50.20亿元, 同比增长75.52%, 表内股票质押式回购业务规模为36.11亿元, 同比下降25.91%, 表外股票质押式回购业务规模为30.30亿元, 同比下降5.72%。从相关业务收入来看, 2020年公司融资类业务实现利息收入4.77亿元, 位居行业第44位, 其中两融利息收入2.63亿元, 位居行业第57位, 股票质押利息收入2.14亿元, 位居行业第25位。此外, 公司前瞻布局融券业务, 率先获得科创板及创业板约定申报借入资格, 首批进入社保基金、QFII出借白名单, 融券业务居市场前列, 目前华创证券融券融资比例趋近1: 3, 这也带动公司客户结构快速优化, 机构客户两融规模占比大幅提高。

图表 23: 华创证券投融出资金规模 (亿元)



资料来源: Wind, 南京证券研究所

图表 24: 华创证券买入返售金融资产规模 (亿元)

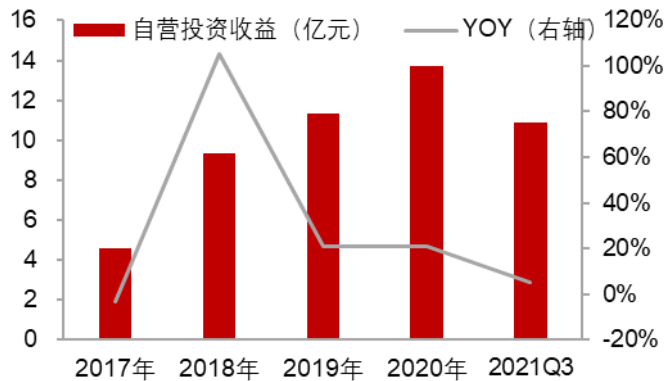


资料来源: Wind, 南京证券研究所

### 3.5 自营业务

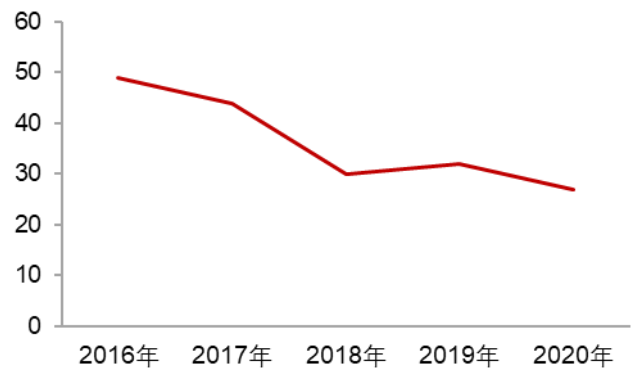
华创证券自营业务以固定收益类业务为主，权益类投资业务为辅，近年来公司自营投资业务持续保持稳健较好效益，逐渐成为公司第一大收入来源。2021年前三季度公司实现自营投资收益10.88亿元，同比增长5.02%，自营投资收益在公司营业收入中的占比达到41.9%，收入占比在各项细分业务中位居第一。从行业排名来看，公司自营投资业务自2018年以来实现快速发展，行业排名显著提升，2020年公司证券投资收入行业排名为第27位，显著高于其他细分业务行业排名。从自营投资规模来看，近年来公司持续加大对自营业务的资金投入，金融资产投资规模持续扩张，截至2021年三季度末公司金融资产规模为243亿元，相较年初增长12.3%，相较2017年末增长48.0%，从结构来看以固定收益类资产为主，截至2021年上半年公司自营权益类证券及证券衍生品/净资本为10.49%，相较2020年末下降0.15个百分点，自营固定收益类证券/净资本为183.90%，相较2020年末上升4.21个百分点。

图表 25：华创证券投自营投资收益及同比增速



资料来源：Wind，南京证券研究所

图表 26：华创证券证券投资收入行业排名



资料来源：Wind，南京证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

考虑到华创证券是华创阳安的核心资产和业务主体，2020年华创证券营业收入和营业利润在华创阳安的占比分别达到99.40%和99.55%，而建材业务由多个业务主体展开、颇为繁杂且在公司业绩中的占比较低，因此我们重点对华创证券展开盈利预测，并通过营收和利润占比对华创阳安业绩进行预测。

2021年A股市场交投活跃，预计华创证券营业收入仍将延续正增长趋势，但考虑

请务必阅读正文之后的重要法律声明



到公司投行、资管业务表现不佳，预计营业收入增速相较2020年将有所放缓。2018-2020年公司股票质押业务大幅计提减值损失，对利润形成一定拖累，2021年公司股票质押业务规模持续压降，预计相关资产质量将有所改善，减值损失计提规模有望恢复常态。预计华创证券2021/2022/2023年营业收入分别为34.08/35.35/38.01亿元，同比增速分别为+5.77%/+3.73%/+7.52%，2021/2022/2023年归母净利润分别为9.72/10.09/10.90亿元，同比增速分别为+38.46%/+3.81%/+8.03%。预计华创证券在华创阳安营业收入和净利润中的占比与2020年持平，分别为99.40%和99.55%，预计华创阳安2021/2022/2023年营业收入分别为34.29/35.56/38.24亿元，同比增速分别为+9.38%/+3.70%/+7.54%，预计2021/2022/2023年归母净利润分别为9.76/10.14/10.95亿元，同比增速分别为+48.33%/+3.89%/+7.99%。

**图表 27：华创证券盈利预测**

	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
营业收入	18.26	25.02	32.22	34.08	35.35	38.01
YOY	26.28%	37.02%	28.78%	5.77%	3.73%	7.52%
经纪业务手续费净收入	4.67	6.19	8.82	10.02	9.06	9.27
YOY	20.05%	32.55%	42.49%	13.61%	-9.58%	2.32%
投资银行业务手续费净收入	1.57	2.41	4.19	3.00	3.15	3.31
YOY	-42.91%	53.50%	73.86%	-28.40%	5.00%	5.00%
资产管理业务手续费净收入	1.94	1.43	1.45	1.20	1.32	1.45
YOY	-16.38%	-26.29%	1.40%	-17.24%	10.00%	10.00%
利息净收入	-0.78	1.03	-0.36	0.30	0.30	0.30
自营投资收益	9.35	11.28	13.70	14.50	15.95	17.55
YOY	105.49%	20.64%	21.45%	5.84%	10.00%	10.00%
其他收入	1.51	2.68	4.42	5.06	5.57	6.13
营业支出	14.99	17.75	22.95	21.26	22.01	23.58
YOY	28.23%	18.41%	29.30%	-7.36%	3.53%	7.13%
税金及附加	0.16	0.19	0.25	0.27	0.28	0.30
YOY	6.67%	18.75%	31.58%	8.00%	3.70%	7.14%
业务及管理费	11.96	15.57	18.80	19.89	20.63	22.18
YOY	8.93%	30.18%	20.75%	5.80%	3.72%	7.51%

减值损失	2.86	1.67	3.63	0.8	0.8	0.8
YOY	2283.33%	-41.61%	117.37%	0.00%	0.00%	0.00%
其他成本	0.00	0.33	0.27	0.30	0.30	0.30
营业利润	3.27	7.27	9.27	12.82	13.34	14.43
YOY	18.48%	122.32%	27.51%	38.30%	4.06%	8.17%
营业外收支净额	0.05	0.10	0.04	0.20	0.20	0.20
利润总额	3.32	7.37	9.31	13.02	13.54	14.63
YOY	19.86%	121.99%	26.32%	39.85%	3.99%	8.05%
净利润	2.43	5.43	7.12	9.77	10.16	10.97
YOY	20.30%	123.46%	31.12%	37.22%	3.99%	7.97%
归母净利润	2.35	5.41	7.02	9.72	10.09	10.90
YOY	20.51%	130.21%	29.76%	38.46%	3.81%	8.03%

资料来源：Wind，南京证券研究所

## 4.2 投资建议

华创阳安以华创证券为核心资产，公司作为一家立足贵州的中型券商，建立了较为灵活的体制机制，并在研究与机构业务、资产管理业务、债券投资方面逐渐构建起独特的竞争优势，近年来经营业绩和行业排名实现稳步提升，整体表现较为优异。近年来，随着注册制和资本市场改革的持续深化，各项创新制度相继落地，这给证券行业的发展带来了重大机遇，证券行业有望在资本市场扩容的浪潮中加快发展步伐，公司也有望在资本市场和证券行业大发展的浪潮中充分受益。

年初以来，受新发基金遇冷、市场成交额同比下滑、部分投资者对后市较为悲观等多重因素的影响，券商板块出现持续调整，板块估值降至1.59倍PB，对应近十年历史估值分位数仅为21.31%，行业整体估值处于较低水平。当前，华创阳安整体估值水平也处于较低位置，截至2022年2月21日收盘，公司估值为1.06倍PB（LF），远低于当前券商板块平均估值1.59倍PB（LF），相较公司近五年历史估值中枢1.34倍PB（LF）也明显偏低，从估值来看当前公司具有较高安全边际。

图表 28：华创证券 PB Band



资料来源：Wind，南京证券研究所

## 5. 风险提示

A股市场出现较大幅度调整；公司对北京嘉裕的15亿应收款项无法收回；公司股票质押业务发生大面积违约；债券自营投资踩雷；建材业务经营状况恶化对上市公司业绩形成拖累；公司证券业务与建材业务未能协同发展。

## 附表：

	2018年	2019年	2020年	2021E	2022E	2023E
<b>一、营业总收入</b>	18.58	24.76	31.35	34.29	35.56	38.24
其中：营业收入	1.46	2.34	3.08	3.37	3.49	3.76
利息收入	6.89	9.43	8.75	9.57	9.93	10.67
手续费及佣金收入	10.23	12.99	19.53	21.36	22.15	23.82
<b>二、营业总成本</b>	25.46	30.89	34.13	35.11	37.31	40.49
其中：营业成本	0.30	0.50	0.38	0.39	0.42	0.45
利息支出	7.67	8.40	9.11	9.37	9.96	10.81
手续费及佣金支出	1.70	2.50	3.57	3.67	3.90	4.24
税金及附加	0.18	0.22	0.27	0.28	0.30	0.32
销售费用	0.03	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
管理费用	12.58	18.82	19.78	20.35	21.62	23.47
财务费用	-0.03	0.44	1.02	1.05	1.12	1.21
加：公允价值变动收益	3.30	0.70	1.50	1.50	1.50	1.50
投资收益	9.26	14.10	10.49	13.00	14.45	16.05
汇兑收益	0.01	0.00	-0.01			
资产处置收益	0.00	0.01	0.00			
资产减值损失	3.03	-0.38	-0.02			
信用减值损失	--	-1.62	-3.60	-0.80	-0.80	-0.80
其他收益	0.04	0.02	0.04			
<b>三、营业利润</b>	2.38	4.45	8.44	12.88	13.40	14.50
加：营业外收入	0.15	0.14	0.52	0.20	0.20	0.20
减：营业外支出	0.09	0.08	0.10			
<b>四、利润总额</b>	2.44	4.51	8.86	13.08	13.60	14.70
减：所得税费用	0.87	1.87	2.17	3.27	3.39	3.68
<b>五、净利润</b>	1.57	2.64	6.69	9.81	10.21	11.02
归属于母公司所有者的净利润	1.49	2.60	6.58	9.76	10.14	10.95
少数股东损益	0.08	0.04	0.10	0.05	0.07	0.07

资料来源：Wind，南京证券研究所

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

### 南京证券行业投资评级标准：

- 推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；
- 中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；
- 回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；
- 推 荐：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；
- 中 性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；
- 回 避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。