

结构均衡抗周期，资管基金双轮驱动

■事件：公司2016年实现营业收入20.3亿元 (YoY -33%)，归母净利润5.6亿元 (YoY -45%)，归母公司净资产86亿元 (YoY +40%)。加权平均ROE为7.36% (YoY -10.76pc)，杠杆率降为2.86倍。每10股派发现金红利0.40元 (含税)，并以资本公积金向全体股东每10股转增6股。

■经纪业务转型，股权质押业务具优势

(1) 传统经纪业务加快转型布局。2016年公司实现代理买卖证券业务净收入降至3.3亿元 (YoY -56%)，下降原因主要是市场股基交易量下降、公司市场份额下降和净佣金率下降。根据东方财富Choice统计，第一创业2016年全年股基交易额达到1.1万亿元 (YoY -49%)，市场份额为0.3853% (YoY -0.17BP)。根据测算，公司净佣金率为0.026% (YoY -0.8BP)。我们预计2017年市场交易情绪继续恢复，日均股基交易额回升；公司净佣金率已低于市场水平1.4BP，继续下降空间不大，净佣金率稳定在0.025%左右。公司传统经纪业务加大以“财富通”、等为核心的专业化交易工具建设，充分借助MOM机遇发展股票机构经纪，充分利用公司固定收益业务优势开拓债券机构。2017年经纪业务转型成果逐步显现，公司股基交易市场份额升至0.4%，对应公司股基交易额约为1.6万亿元，预计可实现传统经纪业务收入4.4亿元。

(2) 股票质押业务支撑信用交易业务发展。2016年公司实现利息净收入2.94亿元 (YoY +35%)，其中两融业务利息毛收入2.48亿元 (YoY -48%)、股票质押回购业务利息毛收入2.86亿元 (YoY +19%)。截至2016年12月31日公司股票质押式回购业务待回购初始交易金额299亿元 (YoY +52%)，行业排名第15位。公司将继续推动信用业务规模扩大，两融业务预计将随市场交易复苏而回暖，股票质押回购业务是2017年信用业务的新增长点，而公司在该项业务上相对中小券商具有优势。预计2017年公司两融余额余额为36亿元，股票质押回购规模68亿元，预计2017年公司利息净收入4.2亿元。

■投行业务不及预期，项目储备丰富。2016年公司合计实现投行业务净收入5.05亿元 (YoY -24%)，承销保荐和财务顾问收入均下降；受企业债承销规模下降影响，固定收益产品销售金额降至5060亿元 (YoY -16%)，且市场竞争令收益收窄。截至2016年末公司已获批和已上报IPO项目6个，公司IPO项目储备量相比中小券商更为丰富。我们预测公司IPO承销保荐项目承销规模40.74亿元，再融资承销规模受新规影响下降幅度在40%左右，而债券承销规模预计与2016年基本持平，合计实现投行业务收入5.2万元。

■资管和基金双轮驱动，固收投资待改善。

(1) 券商资管和基金管理双轮驱动。截至2016年末，公司受托管理客户资产总规模为5735亿元 (YoY +6%)，业务净收入5.17亿元 (YoY +6%)，其中公募基金及特定客户资产管理规模3220亿元 (YoY +221%)，基金管理业务净收入2.4亿元 (YoY +486%)，是资管业务超预期的主要原因；定向资管规模2430亿元 (YoY +65%)，定向资管业务净收入2.04亿元 (YoY +107%)，是资管业绩增长的重要动力。母公司资产管理部坚持“做大资产管理规模”的发展战略，积极拓展同大机构、大平台的合作。子公司创金合信继续在量化投资等重点领域加大投入，坚持公募、专户业务双核驱动，实现规模快速增长。预计2017年第一创业母公司资管业务和子公司基金业务合计实现营业收入7.35亿元。

(2) 固收投资待改善。2016年公司自营业务规模105亿元 (YoY +19%)，自营收入1.66亿元 (YoY -80%)，自营业务下降的主要原因是公司固定收益做市业务和投资业务受市场震荡影响较大，导致投资收益大幅下降。公司在投资策略之间积极动态调整结构和仓位，以获取稳健的绝对回报。随着市场投资回归相对理性，预计2017年公司自营收益率有所提升，可实现自营收入3.14亿元。

■结构均衡抗周期，资管业务支撑利润增速。2016年第一创业经纪业务占营收比例降至16% (YoY -9pc)，占比小于同业平均水平；资管业务成为公司第一大收入来源，营收占比升至26% (YoY +10pc)。均衡的收入结构是公司业绩下滑幅度小于市场的重要原因。采用盈利因子分析法可以发现：资管业务对利润增速的贡献为8%，信用交易业务的贡献为3%，成为公司2016年业绩的亮点。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价32.92元。我们预计公司2017-2019年的EPS为0.35元、0.43元和0.52元，6个月目标价32.92元。

■风险提示：市场下行风险、企业经营不善风险、信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3010	2028	2401	2912	3515
净利润	1038	590	755	937	1158
每股收益(元)	0.53	0.27	0.35	0.43	0.53
每股净资产(元)	3.34	4.17	5.06	6.12	7.58

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.58	112.59	87.90	70.89	57.34
市净率(倍)	9.09	7.28	5.99	4.96	4.00
净利润率	34.47%	29.08%	31.47%	32.16%	32.94%
净资产收益率	15.78%	6.47%	6.81%	6.99%	6.98%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：32.92元
股价(2017-03-24) 30.33元

交易数据

总市值(百万元)	66,392.37
流通市值(百万元)	6,642.27
总股本(百万股)	2,189.00
流通股本(百万股)	219.00
12个月价格区间	15.32/43.96元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.51	-16.39	-0.71
绝对收益	-1.11	-10.79	

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

第一创业：业务结构均衡，
固收领先市场 2016-08-07

根据公司年报,公司 2016 年实现营业收入 20.3 亿元(YoY -33%),归母净利润 5.6 亿元(YoY -45%),总资产 317 亿元 (YoY-5%),归母公司净资产 86 亿元 (YoY+40%)。加权平均 ROE 为 7.36% (YoY-10.76pc), 杠杆率降为 2.86 倍。公司决定每 10 股派发现金红利 0.40 元 (含税), 并以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。

1. 经纪业务转型, 股权质押亮眼

1.1. 传统经纪业务加快转型布局

根据公司年报, 2016 年公司实现代理买卖证券业务净收入降至 3.31 亿元 (YoY -56%), 下降原因主要是市场股基交易量下降、公司市场份额下降和公司净佣金率下降。根据东方财富 Choice 统计, 第一创业 2016 年全年股基交易额达到 1.06 万亿元 (YoY -49%), 跌幅基本与市场水平持平; 市场份额为 0.3853% (YoY -0.17BP), 行业排名上升一位至 57 名; 根据测算, 公司佣金率为 0.026% (YoY -0.8BP), 佣金率低于市场水平。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司共有 37 家营业部, 其中 13 家位于广东省; 2016 年新设 4 家营业部, 分别位于北京、深圳、郑州和苏州。

公司传统经纪业务通过“科技创新”, 加大以“财富通”、“债券通”、“期权通”、“量化通”等为核心的专业化交易工具建设, 持续推动证券经纪业务由传统通道业务向财富管理方向转型。在零售经纪业务上, 通过“产品、技术、网点与人、渠道合作”等模式, 夯实客户基础, 增大客户资产规模。在机构经纪业务上, 充分借助 MOM (管理人中的管理人) 机遇发展股票机构经纪; 充分利用公司固定收益业务优势开拓债券机构经纪。

2017 年春节后市场交易情绪持续回升, 截至 2017 年 3 月 24 日, 周日均股基交易额升至 5796 亿元。我们预计 2017 年市场交易情绪继续恢复, 加上养老金入市和居民财富结构转型等因素, 行业日均股基交易额回升至 8000 亿元。公司净佣金率已低于市场水平 1.4BP, 继续下降空间不大, 2017 年公司净佣金率预计稳定在 0.025% 左右。公司传统经纪业务凭借科技创新和固定收益业务优势提升了市场排名, 预计转型成果逐步显现, 2017 年公司股基交易市场份额升至 0.4%, 对应公司股基交易额约为 1.6 万亿元。综上所述, 预计可实现传统经纪业务营业收入 4.42 亿元。

表 1: 预测 2017 年传统经纪业务营业收入达 4.42 亿元

除百分比外, 单位为百万元	2017E	2018E	2019E
行业日均股基交易额	800,000	850,000	900,000
市场份额	0.40%	0.42%	0.45%
公司股基交易额	1,555,200	1,735,020	1,968,300
净佣金率	0.025%	0.025%	0.024%
代理买卖证券业务净收入	389	434	472
交易单元席位租赁净收入	31	34	36
代销金融产品业务净收入	12	12	11
期货经纪业务净收入	11	11	9
传统经纪业务营业收入合计	442	490	528

资料来源: 安信证券研究中心

1.2. 股票质押业务支撑信用交易业务发展

根据年报披露, 2016 年公司实现利息净收入 2.94 亿元 (YoY +35%), 其中两融业务利息毛收入 2.48 亿元 (YoY -48%), 股票质押回购业务利息毛收入 2.86 亿元 (YoY +19%)。根据公司年报披露, 截至 2016 年 12 月 31 日公司融资融券余额 32.57 亿元 (YoY -26%), 市场份额为 0.35%; 股票质押式回购业务待回购初始交易金额 298.98 亿元 (YoY +52%), 行业

排名第 15 位。

按公司经营计划，第一创业将继续推动信用业务规模扩大，其中两融业务预计将随市场交易复苏而回暖，股票质押回购业务是 2017 年信用业务的新增长点，而公司在该项业务上相对中小券商具有优势。我们预计 2017 年公司两融余额升至 35.83 亿元，股票质押回购规模 68.36 亿元，可实现利息净收入 4.21 亿元。

表 2：预测 2017 年公司利息净收入为 4.21 亿元

百万元	2017E	2018E	2019E
融资融券余额	3,583	4,299	4,729
股票质押余额	6,836	7,862	8,648
利息净收入	421	534	624

资料来源：安信证券研究中心

2. 投行业务不及预期，项目储备丰富。

公司主要通过子公司一创摩根开展投行业务，2016 年公司证券承销和保荐业务共实现净收入 4.36 亿元 (YoY -24%)、财务顾问业务实现净收入 6932 万元 (YoY -23%)，合计实现投行业务净收入 5.05 亿元 (YoY -24%)，表现低于预期。2016 年，公司共完成 IPO 项目 2 个，承销规模 16.3 亿元；增发项目 3 个，承销规模 52.5 亿元；债券项目 29 个，承销规模 430.24 亿元；签约财务顾问项目数 11 个；为 78 家新三板挂牌公司提供做市服务，较 2015 年末新增 72 家，新增储备项目 25 个。

公司是财政部指定的发行国债的承销团成员，并拥有国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行金融债承销商资格。公司积极参与包括国债、央行票据、政策性金融债、非金融企业债务融资工具(含中期票据、短期融资券等)等固定收益产品的销售工作，2016 年公司固定收益产品销售数量 3,857 只 (YoY +6%)，销售金额 5,060 亿元 (YoY -16%)，规模下降的主要原因是企业债和短融承销规模有所下降。

根据公司年报披露，截至 2016 年 12 月 31 日一创摩根已获准待发行项目 10 个，其中债券项目 8 个、IPO 项目 1 个、增发项目 1 个；已上报待审批项目 18 个，其中 IPO 项目 5 个、增发项目 1 个、财务顾问项目 2 个和债券项目 10 个。根据证监会统计，截至 2017 年 3 月 16 日，第一创业与一创摩根共计有 6 个 IPO 项目正在排队。公司拟出资 3.07 亿元收购一创摩根剩余股权，使一创摩根成为公司的全资子公司，未来将继续优化完善激励机制，加强承揽能力建设，努力实现投行业务的市占率的提升。

我们认为，虽然 2016 年一创摩根整体业绩表现不及预期，但项目储备在中小券商中仍比较丰富。综合考虑公司历史业绩和排队项目数，我们预测公司 IPO 承销保荐项目数在 5 个左右，承销规模 40.74 亿元；受再融资受新规影响，预计 2017 年公司再融资承销下降幅度在 40% 左右，而债券承销规模预计与 2016 年基本持平。因此我们测算公司 2017 年再融资承销规模约在 31.31 亿元左右，债券承销规模在 399.74 亿元左右。预计 2017 年公司证券承销和保荐业务共实现净收入 4.37 亿元，财务顾问业务净收入 8300 万元，合计实现投行业务收入 5.2 万元。

表 3: 第一创业 IPO 项目储备在小型上市券商中领先

排名	证券公司	总计	排名	证券公司	总计
1	中信证券	49	15	东方证券	8
2	广发证券	39	16	中国银河	8
3	招商证券	37	17	国海证券	7
4	海通证券	36	18	第一创业	6
5	国金证券	34	19	东兴证券	6
6	国信证券	30	20	西部证券	5
7	申万宏源	21	21	华创证券 (宝硕股份)	5
8	华泰证券	21	22	东北证券	4
9	兴业证券	17	23	华安证券	3
10	光大证券	16	24	华鑫证券 (华鑫股份)	2
11	长江证券	15	25	中原证券	2
12	东吴证券	15	26	江海证券 (哈投股份)	1
13	国元证券	13	27	方正证券	1
14	西南证券	10			

资料来源: 证监会, 安信证券研究中心; 截至 2017 年 3 月 16 日。

表 4: 预计 2017 年公司投行业务收入 5.2 亿元

百万元	2017E	2018E	2019E
IPO 承销规模	4,074	4,276	4,889
再融资承销规模	3,131	4,296	4,669
债券承销规模	39,974	37,309	39,885
证券承销和保荐业务收入	437	427	461
财务顾问等业务收入	83	100	115
投行业务营业收入合计	520	527	576

资料来源: 安信证券研究中心

3. 资管基金管理双轮驱动, 固收投资待改善

3.1. 券商资管和基金管理双轮驱动

公司通过母公司资产管理部开展传统的资管业务, 通过子公司创金合信开展公募基金和特定客户资产管理业务。截至 2016 年末, 公司受托管理客户资产总规模为 5735 亿元 (YoY +6%), 业务净收入 5.17 亿元 (YoY +6%), 其中公募基金及特定客户资产管理规模 3220 亿元 (YoY +221%), 基金管理业务净收入 2.4 亿元 (YoY +486%), 是资管业务超预期增长的主要原因; 定向资管规模 2430 亿元 (YoY +65%), 定向资管业务净收入 2.04 亿元 (YoY +107%), 是资管业绩增长的重要动力。

母公司资产管理部坚持“做大资产管理规模”的发展战略, 继续贯彻以固定收益为核心、以绝对收益为目标的“固定收益+”的定位, 在进一步稳定发展中小银行等机构客户的同时, 积极拓展同大机构、大平台的合作。子公司创金合信继续在量化投资等重点领域加大投入, 坚持公募、专户业务双核驱动, 进一步加强投研能力建设和产品研究, 实现规模快速增长。预计 2017 年母公司资管规模 3285 亿元, 业务收入 3.74 亿元; 创金合信资管规模 4829 亿元, 贡献业务收入 3.61 亿元, 受托客户资产管理业务合计收入 7.35 亿元。

表 5: 预计 2017 年资管业务收入 7.35 亿元

百万元	2017E	2018E	2019E
定向资管规模	315,855	379,026	416,929
集合资管规模	11,100	16,649	23,309
专项资管规模	1,557	1,868	2,242
券商资管业务收入	374	480	575
公募基金及特定客户资管规模	482,943	627,826	753,391
基金管理费收入	361	469	562
资管业务收入合计	735	949	1,138

资料来源: 安信证券研究中心

3.2. 固收投资待改善

2016 年公司自营业务规模 105 亿元 (YoY +19%), 自营收入 1.66 亿元 (YoY -80%), 自营业务下降的主要原因是公司固定收益业务受市场震荡影响较大, 投资收益同比下降 38%, 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中债券公允价值下降了 8647 万元。公司证券自营业务主要由证券投资部和衍生产品部负责运营, 确立了权益类以 FOF、MOM 绝对收益投资资产为主的配置思路; 使用量化的分析框架进行权益类资产和衍生品投资, 在投资策略之间积极动态调整结构和仓位, 以获取稳健的绝对回报。随着市场投资回归相对理性, 预计 2017 年公司自营收益率有所提升, 可实现自营收入 3.14 亿元。

表 6: 预计 2017 年公司自营收入 3.14 亿元

百万元	2017E	2018E	2019E
自营业务规模	12,575	14,461	16,630
自营业务收入	314	434	665

资料来源: 安信证券研究中心

4. 结构均衡抗周期, 资管业务支撑利润增速

利润跌幅小于同业。根据公司年报披露, 20.3 亿元 (YoY -33%), 归母净利润 5.6 亿元 (YoY -45%), 公司总资产 317 亿元 (YoY -5%), 归母公司净资产 86 亿元 (YoY +40%)。根据已披露的券商 2016 年年报和业绩预告来看, 第一创业营业收入和归母公司净利润的跌幅均小于市场水平, 主要是得益于公司均衡的收入结构缓解了市场震荡的影响。

盈利能力处于中等水平。加权平均净资产收益率为 7.36% (YoY -10.76pc), 基本每股收益 0.27 元 (YoY -48%)。盈利能力指标下降除了市场因素外, 也与公司于 2016 年在 A 股首发上市导致归母公司净资产同比增长 40% 有关, 不必过度解读。从归母公司口径来看, 第一创业 ROE 为 6.51%, 在上市券商中处于中等水平。

表 7: 按已披露 2016 年年报和业绩预告, 第一创业 2016 年归母公司净利润跌幅小于同业

利润增速 排名	证券名称	营业收入 (亿元)	同比	归母净利润 (亿元)	同比	归母净资产 (亿元)	同比
1	方正证券	77.6	-29%	25.8	-37%	354	1%
2	长江证券	58.6	-31%	22.1	-37%	386	17%
3	广发证券	207.1	-38%	80.3	-39%	785	1%
4	太平洋	18	-34%	6.7	-41%	118	60%
5	国海证券	38.4	-23%	10.2	-43%	138	4%
6	西部证券	34.3	-39%	11.1	-44%	124	2%
7	东吴证券	46.5	-32%	15	-45%	202	22%
8	第一创业	20.3	-33%	5.6	-45%	86	40%
9	中原证券	20.2	-50%	7.5	-47%	106	30%
10	中信证券	380	-32%	103.7	-48%	1427	2%
11	海通证券	278.4	-27%	80.4	-49%	1100	2%
12	国元证券	33.8	-42%	14	-50%	207	4%
13	东北证券	44.9	-33%	13	-51%	155	36%
14	申万宏源	150.5	-51%	55.1	-55%	523	4%
15	光大证券	91.7	-45%	30.7	-60%	473	17%
16	国信证券	127.4	-56%	45.6	-67%	484	-3%
17	东方证券	68.6	-56%	23.2	-68%	405	16%
18	山西证券	23.5	-39%	4.6	-68%	123	-2%
	合计	1976.6	-39%	653.1	-51%	8065	7%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心; 本表不展示国投安信和国泰君安数据

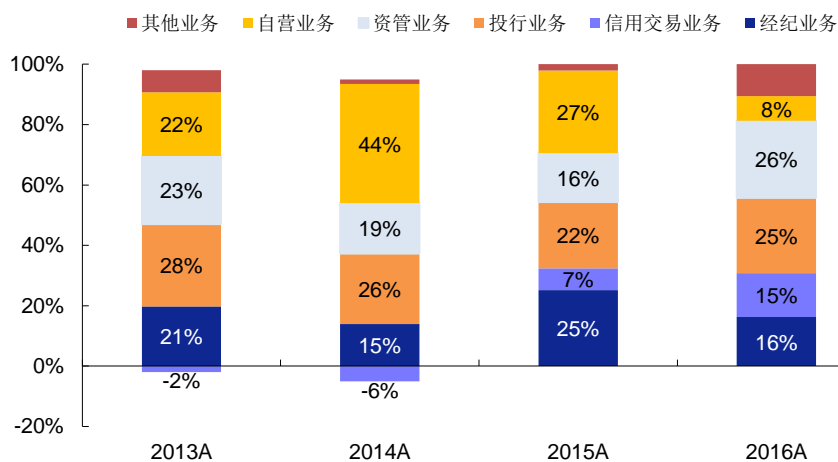
表 8: 第一创业盈利能力处于中等水平

排名	证券名称	ROE	排名	证券名称	ROE
1	申万宏源	10.54%	10	中信证券	7.27%
2	广发证券	10.23%	11	中原证券	7.08%
3	国信证券	9.42%	12	国元证券	6.76%
4	西部证券	8.95%	13	第一创业	6.51%
5	东北证券	8.39%	14	光大证券	6.49%
6	东吴证券	7.43%	15	东方证券	5.73%
7	国海证券	7.39%	16	长江证券	5.73%
8	海通证券	7.31%	17	太平洋	5.68%
9	方正证券	7.29%	18	山西证券	3.74%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心。注: 本表不展示国投安信和国泰君安数据。

按传统经纪业务、信用交易业务、投行业务、资管业务和自营业务这五大券商业务来统计, 2016 年第一创业经纪业务占营业收入比降至 16% (YoY -9pc), 占比小于同业平均水平; 资管业务成长较快, 成为公司第一大收入来源, 收入占比升至 26% (YoY +10pc)。均衡的收入结构是公司业绩下滑幅度小于市场的重要原因。采用盈利因子分析法可以发现: 资管业务对利润增速的贡献为 8%, 信用交易业务的贡献为 3%, 成为公司 2016 年业绩的亮点。

图 1：公司营业收入结构均衡



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

表 9：根据盈利因子分析，2016 年公司资管业务和信用交易业务支撑了业绩增速

	2013A	2014A	2015A	2016A
传统经纪业务贡献	6%	7%	25%	-14%
信用交易业务贡献	1%	-8%	17%	3%
投行业务贡献	2%	19%	9%	-5%
资管业务贡献	18%	1%	3%	8%
自营业务贡献	-30%	57%	1%	-22%
营业支出节约贡献	-24%	166%	36%	-9%
所得税变化贡献	4%	-22%	1%	-2%
其他损益贡献	0%	-8%	7%	-4%
归母公司净利润增长	-22%	212%	101%	-45%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	33,274	31,700	38,003	43,902	50,245	营业收入	3,010	2,028	2,401	2,912	3,515
客户资金存款	7,143	4,755	5,706	6,562	7,546	手续费及佣金净收入	1,751	1,421	1,732	2,007	2,290
自有货币资金	2,001	2,415	2,898	3,332	3,832	其中:代理买卖证券业务净收入	758	331	442	490	528
客户备付金	1,598	1,643	1,971	2,267	2,607	证券承销业务净收入	660	505	520	527	576
自有结算备付金	737	242	290	334	384	资产管理业务收入	286	517	735	949	1,138
融出资金	4,382	3,257	3,583	4,300	4,730	利息净收入	218	294	421	534	624
交易性金融资产	7,617	6,593	7,911	9,098	10,463	投资净收益	1,183	732	384	522	813
衍生金融资产	14	3	3	4	4	公允价值变动收益	-202	-478	-174	-198	-263
买入返售金融资产	5,779	5,780	6,936	7,977	9,173	汇兑收益	1	1	1	1	1
可供出售金融资产	1,166	3,883	4,660	5,359	6,163	其他业务收入	59	57	37	46	50
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业支出	1,702	1,270	1,421	1,695	2,010
其他资产合计	2,837	3,129	4,044	4,670	5,343	营业税金及附加	194	48	56	68	83
总负债	26,699	22,580	26,916	30,513	33,657	管理费用	1,455	1,204	1,344	1,602	1,898
应付短期融资款	1,200	-	-	-	-	资产减值损失	42	7	13	16	19
交易性金融负债	5,452	3,073	3,380	3,719	4,090	其他业务成本	12	11	7	9	10
衍生金融负债	-	-	-	-	-	营业利润	1,308	758	980	1,217	1,505
卖出回购金融资产款	7,055	3,468	4,162	4,786	5,504	加:营业外收入	13	17	12	12	14
代理买卖证券款	8,128	6,123	7,041	8,097	8,907	减:营业外支出	0	2	2	2	2
应付职工薪酬	731	547	556	630	695	利润总额	1,321	773	990	1,227	1,517
应付债券	3,000	7,299	8,394	9,653	10,618	减:所得税费用	283	183	234	291	359
其他负债合计	1,132	2,070	3,383	3,628	3,842	净利润	1,038	590	755	937	1,158
所有者权益	6,575	9,121	11,087	13,389	16,589	减:少数股东损益	16	28	36	44	55
股本	1,970	2,189	2,189	2,189	2,189	归母公司净利润	1,021	562	720	892	1,103
少数股东权益	424	508	569	687	851	每股及估值指标					
归母公司净资产	6,151	8,613	10,518	12,702	15,737	每股盈利 (元)	0.53	0.27	0.35	0.43	0.53
ROAE	18.15%	7.33%	7.48%	7.65%	7.72%	每股净资产 (元)	3.34	4.17	5.06	6.12	7.58
ROAA	3.82%	1.82%	2.17%	2.29%	2.46%	市盈率 (倍)	57.58	112.59	87.90	70.89	57.34
杠杆率 (倍)	4.11	2.86	2.90	2.77	2.61	市净率 (倍)	9.09	7.28	5.99	4.96	4.00

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034