



2017-03-24

公司点评报告

增持/维持

第一创业(002797)

目标价: 35

昨收盘: 30.33

非银金融 证券 II

第一创业(002797): 资管业务高贡献度高增长, 自营、经纪拖累业绩——2016 年报点评

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	2,189/219
总市值/流通(百万元)	66,392/6,642
12 个月最高/最低(元)	43.96/15.32

《第一创业(002797): 对经纪业务依赖度低, 固收业务优势助力资管》
—2016/08/09

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 公司公布 2016 年报, 实现营业收入 20 亿元, 同比-32.64%, 实现归属于上市公司股东的净利润 5.62 亿元, 同比-44.99%。稀释 EPS0.27 元, 同比-48%。资产总额 317 亿元, 同比-4.73%; 净资产 86 亿元, 同比 40%。加权平均净资产收益率为 7.39%, 较去年同期减少 10.76 个百分点。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.40 元(含税), 不送红股, 以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股。

点评:

归母净利润同比-45%, 主要受自营业务和经纪业务拖累。首先这个业绩略好于行业平均水平: 根据月度经营数据, 在 22 家月度数据可比上市券商中, 2016 年净利润同比数据分布于(-36%, -69%), 中位数为-51%; 2016 年, 我国证券行业总收入人民币 3,280 亿元, 同比下降 43%; 净利润人民币 1,234 亿元, 同比下降 50%。业绩下滑的主要原因在于经纪业务和自营业务。5.62 亿的利润较去年减少了 4.59 亿, 其中, 经纪业务手续费收入减少了 4.27 亿, 同比-42%; 投资净收益+公允价值变动减少了 7.27 亿, 同比-74%。经纪业务手续费的减少核心是行业性因素, 市场交易量下降了近 50%; 投资收益的减少, 主要是跟年初和年末市场均意外波动, 全年市场环境多变以及投资操作等因素有关, 年末自营权益类/净资本 4.93%, 比 2015 年的 6.07%略有下降。

资管业务成为中流砥柱, 高贡献度高增长。资管业务规模达 2516 亿元, 同比增长 61%。经纪业务 A 股交易量市场份额 0.35%, 与 2015 年持平, 两融业务市场份额也为 0.35%, 金额 33 亿, 同比-26%; 股权质押式回购规模 299 亿, 同比增长 52%, 行业第 15 名。

投资建议: 基于证券行业整体性机会, 上市补充资本幅度较大有望促进公司加速发展, 以及公司作为次新股流通市值小、弹性大, 给予第一创业增持评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.23、0.34、0.37, 同比增长 42.92%、48.96%、8.28%。给予“增持”评级, 六个月目标价 35 元/股。

风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,028	2,714	3,297	3,662
净利润(百万元)	562	803	1,196	1,295
摊薄每股收益(元)	0.16	0.23	0.34	0.37

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

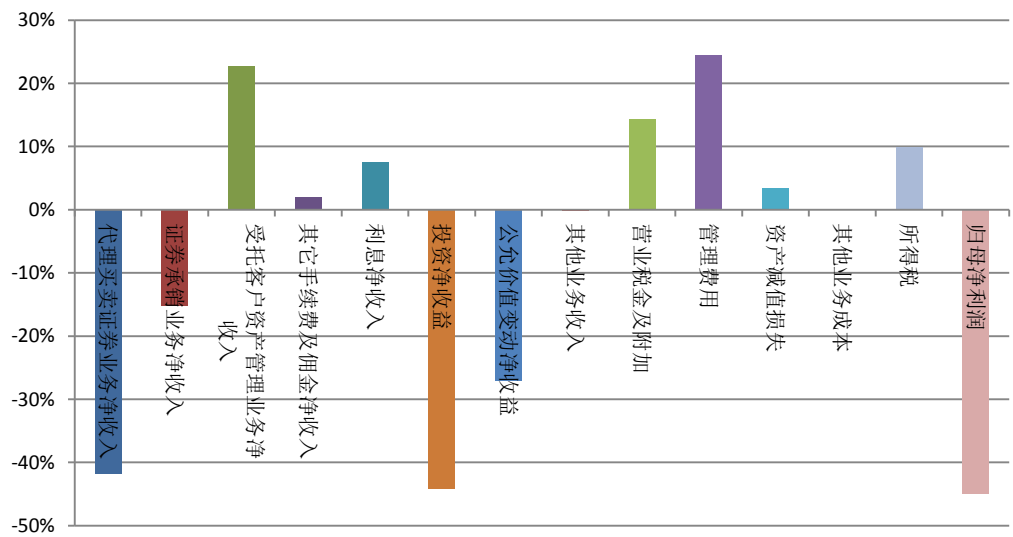
归母净利润同比-45%，主要受自营业务和经纪业务拖累

2016 年公司归母净利润 5.62 亿，同比下降 45%，首先这个业绩在同行业中表现并不是特别差：根据月度经营数据，在 22 家月度数据可比上市券商中，2016 年净利润同比数据分布于(-36%，-69%)，中位数为-51%；2016 年，我国证券行业总收入人民币 3,280 亿元，同比下降 43%；净利润人民币 1,234 亿元，同比下降 50%。

业绩下滑的主要原因在于自营业务和经纪业务。5.62 亿的利润较去年减少了 4.59 亿，其中，经纪业务手续费收入减少了 4.27 亿，同比-42%；投资净收益+公允价值变动减少了 7.27 亿，同比-74%。经纪业务手续费的减少核心是行业性因素，市场交易量下降了近 50%；投资收益的减少，主要是跟年初和年末市场均意外波动，全年市场环境多变以及投资操作等因素有关，年末自营权益类证券及衍生品/净资产 4.93%，比 2015 年的 6.07%略有下降。

从收入结构来看，经纪业务手续费收入占比 16%，近七年来处于较低水平，低于行业平均水平；利息净收入占 15%，是历年来最高水平；投资业务占比 12%，为七年来较低贡献度，一般在 30%以上的贡献度；资管业务占 26%，已经成为第一大收入来源；投行业务贡献度为 25%，是第二大收入来源，贡献度较去年大幅提升（去年为 9.49%）。

图表 1：第一创业归母净利润降幅归因分析



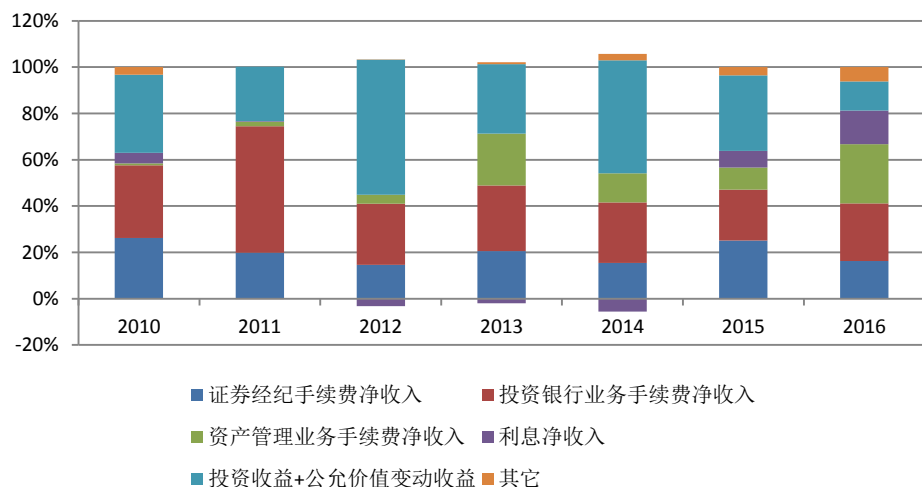
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2: 第一创业归母净利润降幅分析

单位: 亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	10.21	5.62	-44.99%	-4.59	
代理买卖证券业务净收入	7.58	3.31	-56.36%	-4.27	-41.80%
证券承销业务净收入	6.60	5.05	-23.53%	-1.55	-15.21%
受托客户资产管理业务净收入	2.86	5.17	81.22%	2.32	22.71%
利息净收入	2.18	2.94	35.20%	0.77	7.50%
投资净收益	11.83	7.32	-38.14%	-4.51	-44.19%
公允价值变动净收益	-2.02	-4.78	136.62%	-2.76	-27.00%
其他业务收入	0.59	0.57	-3.83%	-0.02	-0.22%
营业支出	17.02	12.70	-25.38%	-4.32	42.29%
税金及附加	1.94	0.48	-75.46%	-1.46	14.33%
管理费用	14.55	12.04	-17.21%	-2.50	24.51%
资产减值损失	0.42	0.07	-82.27%	-0.34	3.37%
其他业务成本	0.12	0.11	-7.07%	-0.01	0.08%
营业利润	13.08	7.58	-42.09%	-5.51	-53.92%
利润总额	13.21	7.73	-41.51%	-5.48	-53.68%
所得税	2.83	1.83	-35.40%	-1.00	9.82%
净利润	10.38	5.90	-43.17%	-4.48	-43.87%
归属于母公司所有者的净利润	10.21	5.62	-44.99%	-4.59	-44.99%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 3: 第一创业历年收入结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

资管业务成为中流砥柱, 高贡献度高增长。公司核心经营思路是“强化固定收益业务特色, 做大资产管理规模, 提升经纪和投行业务的市占率, 创造优良的业绩”。资管业务贡献 5.17 亿的收入, 是公司第一大收入来源, 贡献度高达 26%, 同比增长 81%。资管业务规模达 2516 亿元, 同比增长 61%。公司资产管理部主要从事集合资产管理、定向资产管理和专项资产管理等券商资产管理业务; 创金合信主要从事公募基金和特定客户资产管理业务。资管业务建立了以固定收益为核心、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。资管规模从 1559 亿扩大到 2516 亿元, 其中定向类 2430 亿, 集合类 74 亿, 专项类 12 亿。创金合信存续产品 249 只, 规模达 3220 亿元, 同比 221%。

投行业务贡献 5 个亿的收入, 但同比下降 23.53%。公司通过子公司一创摩根开展投行业务, 2016 年完成股权融资项目 5 个, 总金额 68.60 亿元; 债券项目 29 个, 承销金额 430 亿。总承销金额 499 亿, 较去年 476 亿增加了 23 亿。2017 年储备项目: 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。

经纪业务市场份额 0.35% (A 股交易量), 与 2015 年持平。两融业务市场份额也为 0.35%, 金额 33 亿, 同比-26%; 股权质押式回购规模 299 亿, 同比增长 52%, 行业第 15 名。公司营业部总计 37 家。通过加强营销服务队伍专业能力、扩大投顾服务团队规模和加强优质产品引入等措施, 推动经纪业务向财富管理转型的计划。同时, 强力打造以“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供专业客户使用的交易平台, 坚定走提供专业化服务的精品券商路线。PB 产品 (含外包托管、第三方投顾等) 规模 165.42 亿元, 同比增长 129.56%。

投资建议:

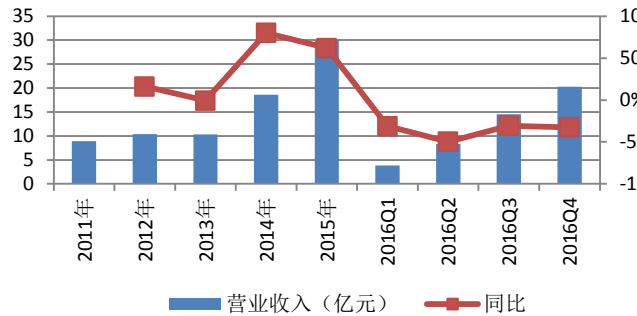
基于证券行业整体性机会, 上市补充资本幅度较大有望促进公司加速发展, 以及公司作为次新股流通市值小、弹性大, 给予第一创业增持评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.23、0.34、0.37, 同比增长 42.92%、48.96%、8.28%。给予“增持”评级, 六个月目标价 35 元/股。

风险提示:

- 1、监管趋严, 合规风险;
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

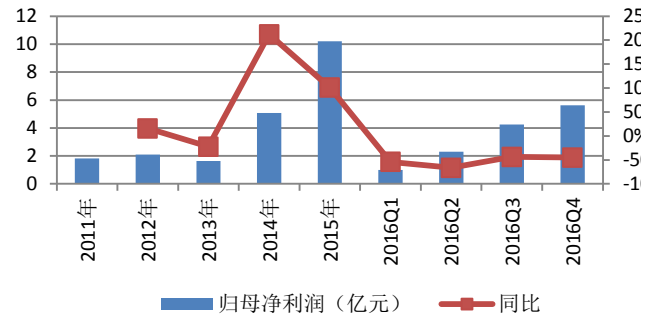
重要业务数据跟踪

图表 4: 第一创业营业收入及同比增长率



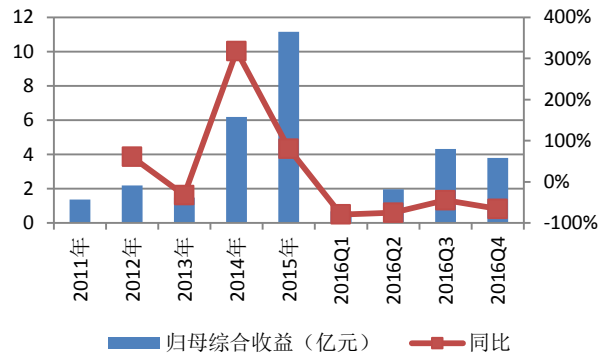
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 第一创业归母净利润及同比增长率



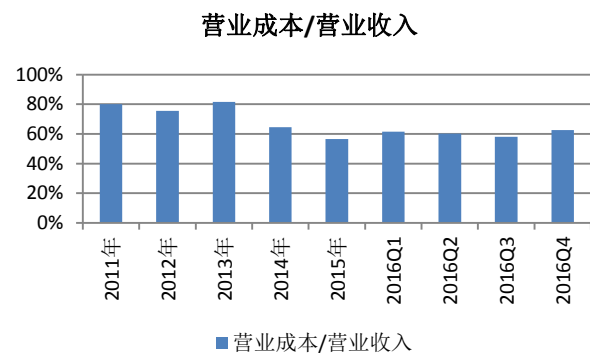
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 6: 第一创业归母综合收益及同比增长率



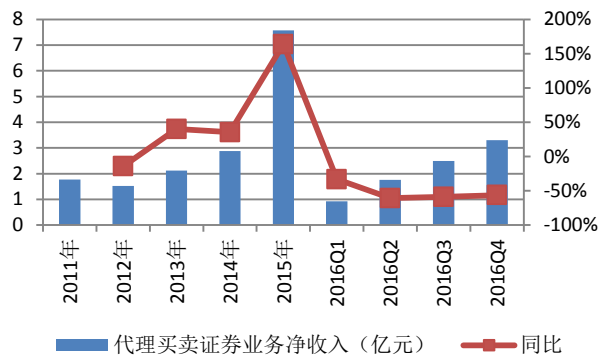
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 第一创业成本收入比



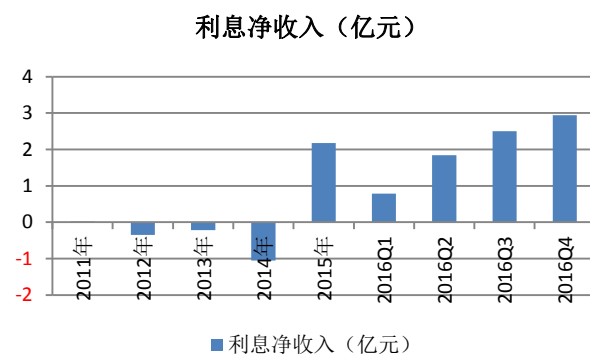
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 第一创业经纪业务收入及同比



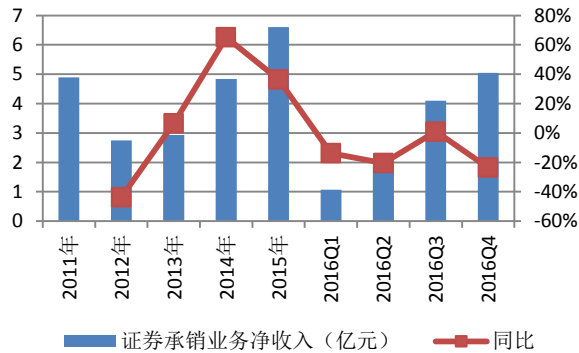
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 9: 第一创业信用业务



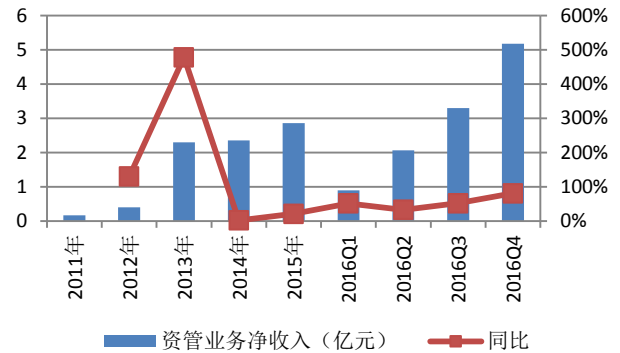
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 第一创业投行业务



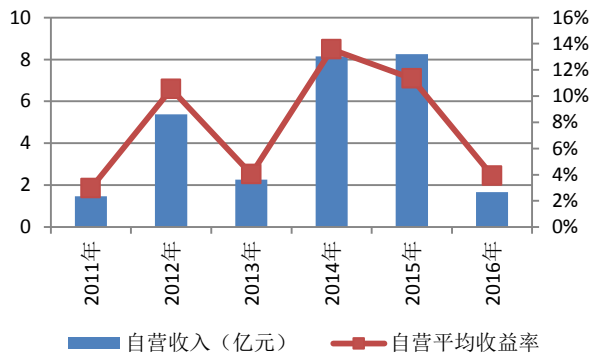
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 11: 第一创业资管业务



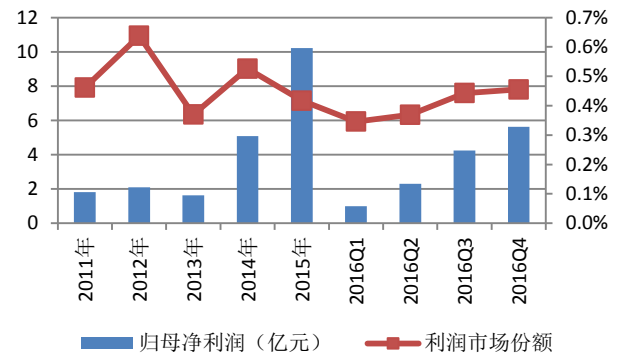
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 第一创业自营业务



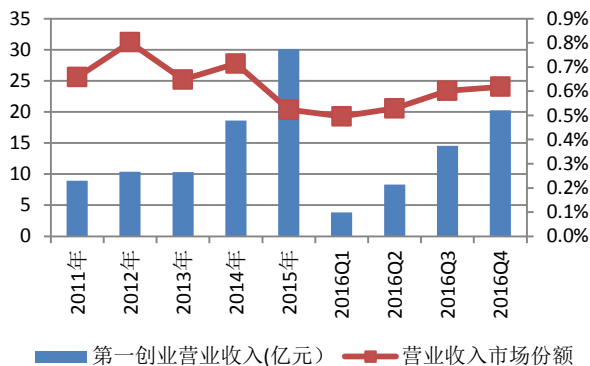
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 第一创业市场份额-归母净利润



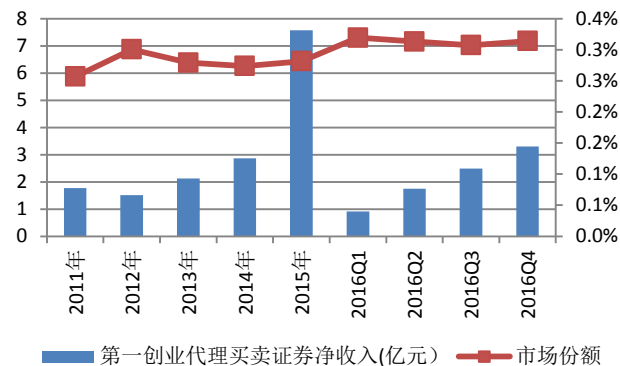
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 第一创业市场份额-营业收入



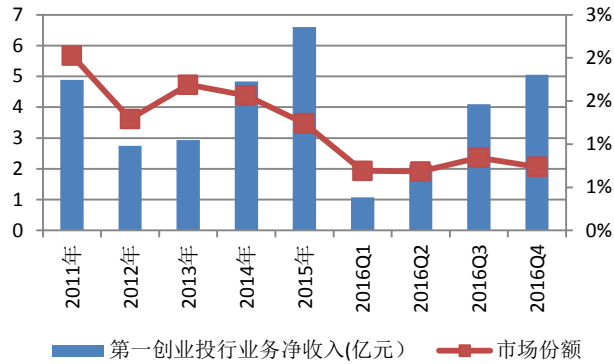
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 第一创业市场份额-代理买卖证券净收入



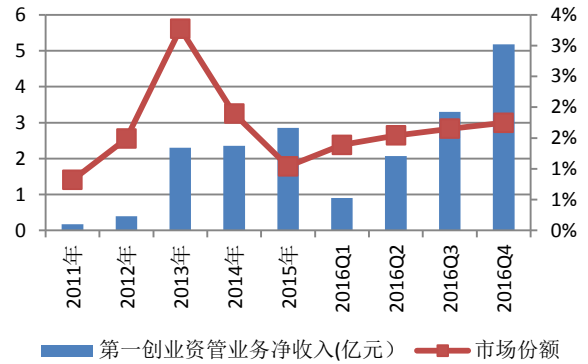
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 16: 第一创业市场份额-投行业务净收入



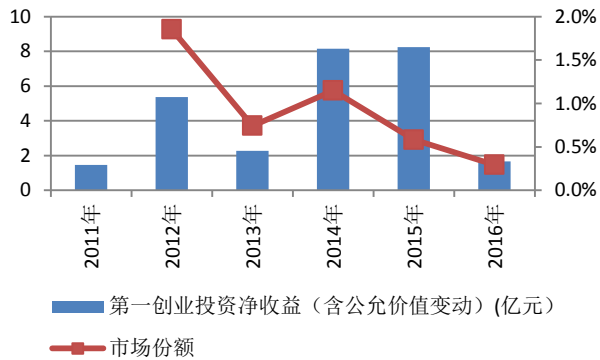
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 第一创业市场份额-资管业务净收入



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 18: 第一创业市场份额-投资净收益



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

附表：第一创业盈利预测表 20170324

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9,144	7,170	8,620	10,497	10,067	营业收入	3,010	2,028	2,714	3,297	3,662
结算备付金	2,335	1,884	2,145	2,339	2,417	手续费及佣金净收入	1,751	1,421	1,840	2,040	2,386
拆出资金	0	0	0	0	0	其中：经纪业务净收入	758	331	365	426	486
融出资金	4,382	3,257	3,337	3,627	3,445	承销业务净收入	660	505	705	658	713
交易性金融资产	7,617	6,593	8,073	13,019	10,898	资管业务净收入	286	517	695	869	1,086
衍生金融资产	14	3	3	5	4	利息净收入	218	294	315	297	289
买入返售金融资产	5,779	5,780	4,052	4,052	4,052	投资净收益	981	254	529	924	944
应收款项	244	341	418	674	564	公允价值变动净收益	-202	-478	-127	-165	-182
应收利息	353	355	434	700	586	其它	59	57	30	36	43
存出保证金	359	406	422	434	477	营业支出	1,702	1,270	1,668	1,707	1,957
可供出售金融资产	1,166	3,883	4,755	7,669	6,419	营业税金及附加	194	48	81	99	110
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	1,455	1,204	1,574	1,593	1,831
长期股权投资	619	977	977	977	977	资产减值损失	42	7	8	8	8
固定资产	163	166	185	200	208	其他业务成本	12	11	6	7	8
无形资产	249	254	253	253	254	营业利润	1,308	758	1,045	1,590	1,705
商誉	12	12	12	12	12	其他非经营损益	13	15	16	22	23
递延所得税资产	122	119	146	235	197	利润总额	1,321	773	1,061	1,612	1,728
投资性房地产	380	369	369	369	369	所得税	283	183	218	356	369
其他资产	334	129	158	255	214	净利润	1,038	590	843	1,255	1,359
资产总计	33,274	31,700	34,361	45,317	41,160	少数股东损益	16	28	40	59	64
短期借款	0	0	0	0	0	归母股东净利润	1,021	562	803	1,196	1,295
应付短期融资款	1,200	0	0	0	0	主要财务比率					
拆入资金	200	1,550	1,622	2,604	1,997		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	5,452	3,073	3,216	5,162	3,960	成长能力					
衍生金融负债	0	0	0	0	0	营业收入增长率	61.93%	-32.64%	33.83%	21.52%	11.06%
卖出回购金融资产款	7,055	3,468	3,629	5,826	4,469	净利润增长率	100.97%	-44.99%	42.92%	48.96%	8.28%
代理买卖证券款	8,128	6,123	6,892	6,937	7,519	盈利能力					
应付职工薪酬	731	547	753	743	865	营业利润率	43.46%	37.37%	38.51%	48.22%	46.57%
应交税费	125	69	106	112	130	净利润率	33.93%	27.71%	29.59%	36.27%	35.36%
应付款项	310	61	180	159	210	回报率分析					
应付利息	170	180	219	194	195	总资产收益率	3.76%	1.73%	2.43%	3.00%	3.00%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	18.10%	7.61%	8.95%	12.14%	11.87%
递延所得税负债	92	2	3	4	3	每股指标					
其他负债	233	207	216	347	266	EPS-摊薄(元)	0.29	0.16	0.23	0.34	0.37
负债合计	26,699	22,580	24,475	34,351	29,020	每股净资产(元)	3.12	3.93	2.67	2.96	3.27
股本	1,970	2,189	3,502	3,502	3,502	每股股利(元)	0.08	0.04	0.04	0.05	0.06
资本公积金	1,873	3,911	2,598	2,598	2,598	估值分析					
归母权益合计	6,151	8,613	9,339	10,359	11,469	市盈率	104.02	189.09	132.31	88.82	82.03
所有者权益合计	6,575	9,121	9,886	10,966	12,140	市净率	9.71	7.71	11.38	10.25	9.26
负债及股东权益总计	33,274	31,700	34,361	45,317	41,160	股息收益率	0.26%	0.13%	0.12%	0.18%	0.19%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

分析师简介:

【魏涛】太平洋证券研究院院长, 非银金融行业首席分析师
2015 年“新财富”非银第一; 2011 年“新财富”非银第三名; 2012 年“新财富”非银第二名; 2013 年“新财富”非银第三名; 2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师, 北京大学企业管理硕士, 复合学科背景, 八年金融行业从业经验, 2015 年加入太平洋证券。覆盖非银, 擅长证券细分领域。今年以来, 每市组合收益约 14%, 位于该平台非银金融行业第一; 2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566