

# 资管快速发展，经纪转型见效

■事件：据中报，2017H 第一创业实现营业收入 8.7 亿元 (YoY +5%)，净利润 2 亿元 (YoY -21%)，归母净资产 87 亿元 (YoY +1%)。加权平均 ROE 为 2.2%，杠杆率降至 2.84 倍。

■资管基金双轮驱动，业绩增长动能较强。2017H 公司资产管理业务手续费净收入 3 亿元 (YoY +51%)，占营业收入比 36%，是公司第一大收入来源。公司资产管理类业务是公司差异化竞争能力的体现，上半年资管收入增长主要得益于创金合信基金资产管理业务净收入大幅提升。

(1) 资管拓展机构客户，规模持续提升。公司将“做大资产管理规模”作为 2017-2019 年公司资管业务重点发展目标，打造“固定收益+”资产管理业务模式，加强了城商行等大机构的开拓。机构客户的加入推动公司资管受托资金规模升至 2600 亿元，较年初增长 3%。

(2) 基金业务坚持公募、专户业务双核驱动。创金合信基金坚持公募、专户业务双核驱动，上半年末公募基金及特定客户资产管理业务规模 3312 亿元，同比增长 46 倍，当期资产管理业务净收入同比增长 11 倍。据中国基金业协会统计，2017 年二季度创金合信位列基金管理公司专户管理资产月均规模排名第一。

■经纪业务转型见效，市场份额提升。2017H 公司实现经纪业务手续费净收入降至 1.3 亿元 (YoY -24%)，降幅略低于同业。公司经纪业务表现略好于同业的主要原因是公司经纪业务积极拓展机构客户，市场份额提升 2BP，抵消了佣金率下降的影响。

(1) 拓展机构客户，市场份额提升。2017 年公司重点拓展机构客户，借助 MOM 机遇发展股票机构经纪，利用固定收益业务优势开拓债券机构，转型成果逐步显现：据 Choice 统计，公司 2017H 股基交易额降至 4569 亿元 (YoY -11%)，降幅小于同业，市场份额升至 0.40% (YoY +2BP)，符合我们此前预期。(2) 市场情绪恢复，佣金率有望企稳。我们预计 2017 年下半年市场交易情绪继续恢复，日均股基交易额较上半年回升；公司净佣金率 (万分之 2.2) 已处于市场偏低水平，下降空间不大，拓展机构客户也有助于佣金率的企稳。

■一创摩根股权收购完成后将加强业务联动。2017H 公司合计实现投资银行业务手续费净收入 1.7 亿元 (YoY -22%)，主要原因是受到市场政策变化和一创摩根股权变化事件的影响，各项业务规模较同期下降。未来随着公司收购摩根大通股权完成，投行子公司与母公司在业务联动与资源整合方面加强，把握多层次资本市场建设的机遇稳健推进新三板业务。

■债市边际好转，自营投资改善。2017H 公司自营投资收益 (含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益) 0.9 亿元，去年同期为 -0.6 亿，实现扭亏为盈。公司自营以固定收益类为主，上半年债券市场较 2016 年四季度有所好转，公司获取了稳健的回报。

■结构均衡业绩稳定，资管业务为主要收入来源。资管业务仍为公司第一大收入来源，营收占比升至 36% (YoY +11pc)；经纪业务占比降至 15% (YoY -6pc)，小于同业平均水平；均衡的收入结构是公司营业收入保持稳定的重要原因，利润下降的主要原因是员工薪酬的上涨。

■股权分散机制灵活，“18 月”限期将满。根据公司中报，公司前三大股东持股比例分别为 15.4%、13.3% 和 8.5%，股权结构较为分散，股东成分多元，有利于公司更好地建立规范的法人治理结构和良好的经营机制。2017 年 2 月末，公司拟募资不超过 80 亿元的配股方案因政策变化而终止，2017 年 11 月公司上市将满 18 个月，届时再融资监管限制条件将解除。

■投资建议：买入-A 投资评级。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.14 元、0.16 元和 0.18 元，6 个月目标价 20.33 元。

■风险提示：市场下行风险、运营风险、主要股东减持风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3010	2028	1,780	2,005	2,231
净利润	1038	590	507	570	641
每股收益(元)	0.53	0.27	0.14	0.16	0.18
每股净资产(元)	3.34	4.17	2.45	2.69	2.96

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.58	112.59	79.38	70.59	62.77
市净率(倍)	9.09	7.28	4.69	4.26	3.88
净利润率	34.47%	29.08%	28.48%	28.43%	28.74%
净资产收益率	15.78%	6.47%	5.90%	6.04%	6.19%

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：**20.33 元**  
股价 (2017-08-30) **11.49 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	40,242.58
流通市值(百万元)	22,042.98
总股本(百万股)	3,502.40
流通股本(百万股)	1,918.45
12 个月价格区间	8.28/43.96 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.65	14.41	-56.13
绝对收益	24.08	27.81	-51.2

赵湘怀

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

贺明之

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450517060001  
hemz@essence.com.cn  
021-35082968

蒋中煜

报告联系人  
jiangzy@essence.com.cn  
021-35082609

### 相关报告

- 第一创业：结构均衡抗周期，资管基金双轮驱动/赵湘怀 2017-03-26
- 第一创业：业务结构均衡，固收领先市场/赵湘怀 2016-08-07

**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
<b>总资产</b>	33,274	31,700	31,529	33,702	36,703	<b>营业收入</b>	3,010	2,028	1,780	2,005	2,231
客户资金存款	7,143	4,755	4,279	4,065	4,269	手续费及佣金净收入	1,751	1,421	1,038	1,235	1,379
自有货币资金	2,001	2,415	2,898	3,043	3,347	其中:代理买卖证券业务净收入	758	331	295	337	368
客户备付金	1,598	1,643	1,478	1,404	1,475	证券承销业务净收入	660	505	204	296	349
自有结算备付金	737	242	290	305	335	资产管理业务收入	286	517	500	556	610
融出资金	4,382	3,257	3,220	3,325	3,500	利息净收入	218	294	345	353	390
交易性金融资产	7,617	6,593	6,923	7,961	8,757	投资净收益	1,183	732	500	568	608
衍生金融资产	14	3	3	3	3	公允价值变动收益	-202	-478	-154	-208	-210
买入返售金融资产	5,779	5,780	6,198	6,817	7,210	汇兑收益	1	1	1	1	1
可供出售金融资产	1,166	3,883	3,495	3,845	4,614	其他业务收入	59	57	50	57	63
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>营业支出</b>	1,702	1,270	1,125	1,271	1,403
其他资产合计	2,837	3,129	2,745	2,934	3,194	营业税金及附加	194	48	42	47	52
<b>总负债</b>	26,699	22,580	22,941	24,263	26,341	管理费用	1,455	1,204	1,057	1,191	1,325
应付短期融资款	1,200	-	-	-	-	资产减值损失	42	7	17	22	15
交易性金融负债	5,452	3,073	3,635	3,844	4,173	其他业务成本	12	11	10	11	10
衍生金融负债	-	-	-	-	-	<b>营业利润</b>	1,308	758	654	735	828
卖出回购金融资产款	7,055	3,468	3,295	2,965	3,262	加:营业外收入	13	17	12	14	15
代理买卖证券款	8,128	6,123	5,510	5,235	5,497	减:营业外支出	0	2	2	2	2
应付职工薪酬	731	547	418	442	480	<b>利润总额</b>	1,321	773	664	747	840
应付债券	3,000	7,299	7,664	8,430	9,273	减:所得税费用	283	183	157	177	199
其他负债合计	1,132	2,070	2,420	3,347	3,656	<b>净利润</b>	1,038	590	507	570	641
<b>所有者权益</b>	6,575	9,121	8,588	9,439	10,362	减:少数股东损益	16	28	24	27	30
股本	1,970	2,189	3,502	3,502	3,502	<b>归母公司净利润</b>	1,021	562	483	543	611
少数股东权益	424	508	478	525	577	<b>每股及估值指标</b>					
<b>归母公司净资产</b>	6,151	8,613	8,110	8,913	9,786	<b>每股盈利(元)</b>	0.53	0.27	0.14	0.16	0.18
<b>ROAE</b>	18.15%	7.33%	11.81%	6.33%	6.48%	<b>每股净资产(元)</b>	3.34	4.17	2.45	2.69	2.96
<b>ROAA</b>	3.82%	1.82%	3.22%	1.75%	1.82%	<b>市盈率(倍)</b>	57.58	112.59	79.38	70.59	62.77
<b>杠杆率(倍)</b>	4.11	2.86	3.09	3.07	3.06	<b>市净率(倍)</b>	9.09	7.28	4.69	4.26	3.88

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、贺明之声明，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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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