太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2016-08-09

公司点评报告

增持/首次

第一创业(002797)

目标价：38.28

昨收盘：33.6

非银金融 证券 II

第一创业（002797）：对经纪业务依赖度低，固收业务优势助力资管

事件：近日，第一创业公布半年报，2016 年 1-6 月，公司实现营业收入 8.21 亿元，同比下降 50.29%；实现利润总额 3.25 亿元，同比下降 62.48%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.22 亿元，同比下降 67.64%。

点评：

归母净利润下滑 67.64%，主要受投资业绩影响。在经纪业务、自营业务浮亏受市场行情表现影响较大的同时，第一创业证券的资管业务、信用业务逆市成长。归母净利润下滑 67.64%，略低于行业平均水平，行业利润涨跌幅中位数预计在下滑 62%。

上半年营业收入 8.21 亿元，同比下降 50%。经纪业务收入 3.25 亿元，同比降 52%，主要受股票市场成交量萎缩影响，市场成交量萎缩幅度约为 50%；自营业务亏损 1771 万元；固定收益业务创造营收 1.46 亿元，同比降 62%；投资银行 1.11 亿元，同比增 95%；资管业务 2.87 亿元，同比增 8%。

固收业务实力强，是公司的特色业务。固定收益业务是第一创业的优势业务和特色业务，也是最重要的收入和利润来源之一。2014 年固定收益业务对公司营业收入及营业利润的贡献分别为 44.87%和 86.03%；2015 年对公司营业收入及营业利润的贡献分别为 25.32%和 42.69%。

投行业务通过合资子公司运作，与摩根大通合作盈利能力稳健。公司投资银行业务实现收入 11,070.72 万元，较上年同期增长 95.34%。

经纪业务市场份额相对稳定，股票质押回购规模是两融规模的 6 倍。第一创业经纪业务的占比比较低，过去五年中，对营业收入的贡献度最高达 35%，最低仅为 15%，对经纪业务的依赖度低这一特点，对于走特色型券商之路而言是一个好现象。

投资建议：预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为：0.29、0.44、0.39，基于公司在细分市场上独特的竞争优势以及投行、资管、信用业务的平稳发展，给予公司“增持”评级，六个月目标价：38.28 元。

风险提示：政策性风险；市场波动风险；业务发展不及预期风险。

■ **股票数据**

总股本/流通(百万股)	2,189/219
总市值/流通(百万元)	73,550/7,358
12 个月最高/最低(元)	42.96/15.32

■ **主要财务指标**

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,010	1,997	2,677	2,531
净利润(百万元)	1,021	645	954	860
摊薄每股收益(元)	0.47	0.29	0.44	0.39

资料来源：Wind，太平洋证券

证券分析师：张学

电话：010-88321528

E-MAIL：zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511030001

联系人：孙立金

电话：010-88321730

E-MAIL：sunlj@tpyzq.com

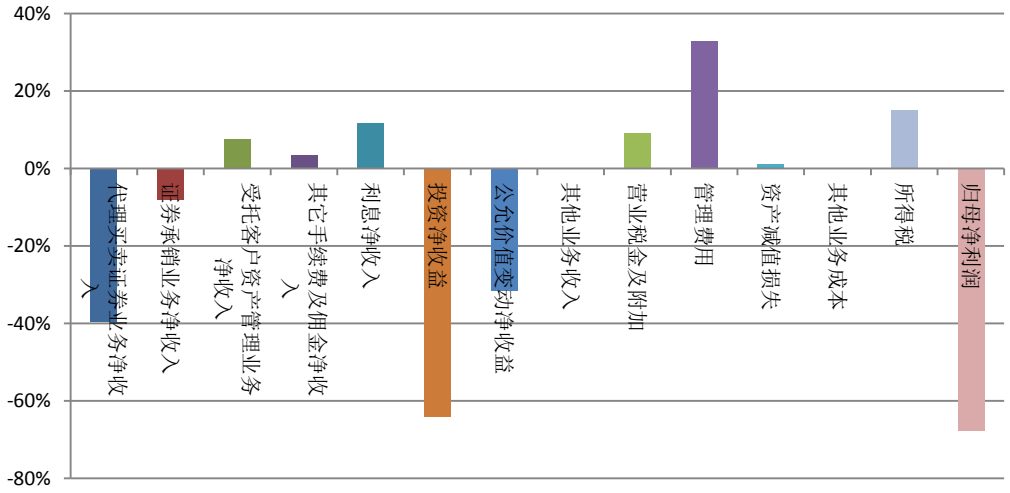
归母净利润下滑 67.64%，主要受投资业绩影响。在经纪业务、自营业务浮亏受市场行情表现影响较大的同时，第一创业证券的资管业务、信用业务逆市成长。归母净利润下滑 67.64%，略低于行业平均水平，行业利润涨跌幅中位数预计在下滑 62%。

图表 1：归母净利润增速归因分析

	2015/6/30	2016/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	**6.86**	**2.22**	**-67.64%**	**-4.64**	
代理买卖证券业务净收入	4.48	1.75	-60.88%	-2.73	-39.79%
证券承销业务净收入	2.69	2.14	-20.47%	-0.55	-8.02%
受托客户资产管理业务净收入	1.55	2.07	33.27%	0.52	7.53%
利息净收入	1.05	1.84	75.94%	0.80	11.60%
投资净收益	6.17	1.78	-71.18%	-4.39	-64.04%
其他业务收入	0.29	0.28	-3.17%	-0.01	-0.13%
营业支出	7.95	4.99	-37.20%	-2.96	43.10%
营业税金及附加	1.03	0.40	-60.98%	-0.63	9.18%
管理费用	6.72	4.47	-33.44%	-2.25	32.75%
资产减值损失	0.14	0.06	-53.70%	-0.07	1.09%
其他业务成本	0.06	0.05	-9.39%	-0.01	0.08%
营业利润	8.57	3.22	-62.43%	-5.35	-78.00%
利润总额	8.67	3.25	-62.48%	-5.42	-79.00%
所得税	1.88	0.84	-55.41%	-1.04	15.19%
净利润	6.79	2.42	-64.44%	-4.38	-63.81%
归属于母公司所有者的净利润	6.86	2.22	-67.64%	-4.64	-67.64%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

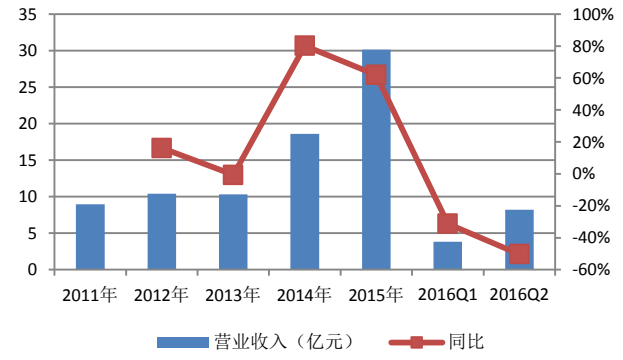
图表 2：归母净利润增长率贡献度



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

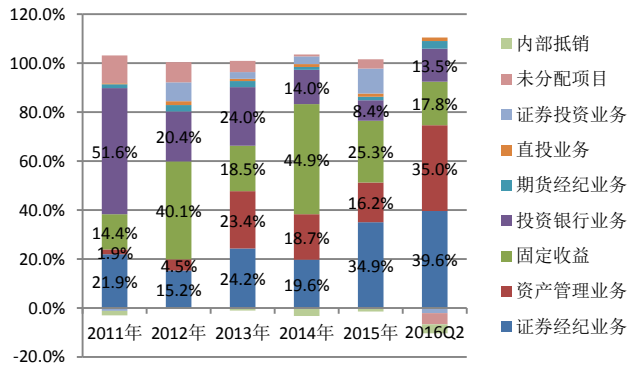
上半年营业收入 8.21 亿元，同比下降 50%。经纪业务收入 3.25 亿元，同比降 52%，主要受股票市场成交量萎缩影响，市场成交量萎缩幅度约为 50%；自营业务亏损 1771 万元；固定收益业务创造营收 1.46 亿元，同比降 62%；投资银行 1.11 亿元，同比增 95%；资管业务 2.87 亿元，同比增 8%。

图表 3：第一创业近六年营业收入



资料来源：WIND，太平洋证券整理

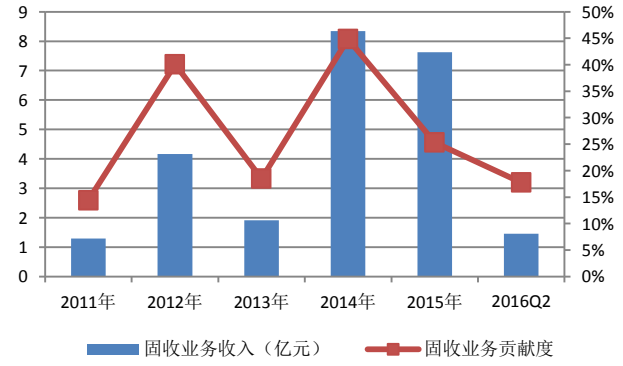
图表 4：第一创业营业收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

固收业务实力强，是公司的特色业务。固定收益业务是第一创业的优势业务和特色业务，也是最重要的收入和利润来源之一。2014 年固定收益业务对公司营业收入及营业利润的贡献分别为 44.87%和 86.03%；2015 年对公司营业收入及营业利润的贡献分别为 25.32%和 42.69%。公司固定收益业务主要包括债券销售和交易业务。债券交易业务方面，第一创业于 2012 年成为央行公开市场业务一级交易商，拥有行业领先的市场地位。固定收益产品销售业务方面，是财政部指定发行国债的承销团成员，在 2016 年 1 月份财政部公布的 2015-2017 年记账式国债承销团成员综合排名中，公司名列第 18 位（在证券公司中排名第 5 位）较上次排名提升 4 位。通过多年经营积累，公司已建立覆盖全国的客户网络，形成较为丰富的客户资源积累。

图表 5：固收业务收入及贡献度



资料来源：WIND，太平洋证券整理

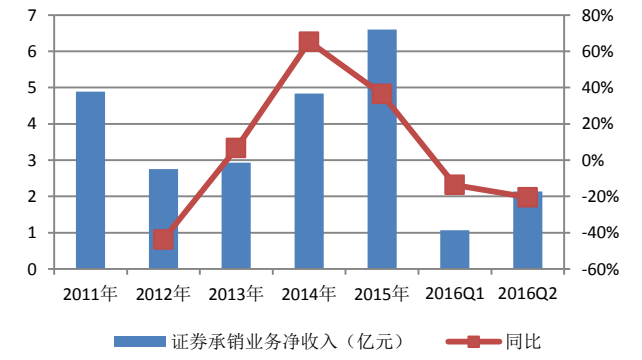
图表 6：第一创业营业收入结构

	销售数量（只）		销售金额（亿元）	
发行类型	2016H	2015H	2016H	2015H
企业债	414	340	462	478
国债	62	30	229	130
政策性银行金融债	360	267	687	573
短期融资券	1,084	910	1,363	1,228
其他债券	30	23	20	57
合计	1,950	1,570	2,761	2,466

资料来源：WIND，太平洋证券整理

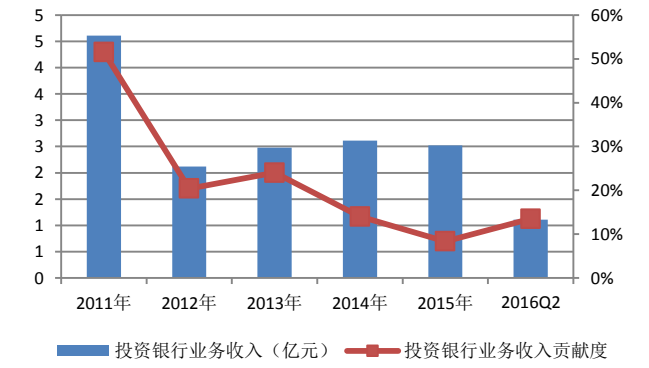
投行业务通过合资子公司运作，与摩根大通合作盈利能力稳健。公司投资银行业务实现收入11,070.72万元，较上年同期增长95.34%。公司主要通过控股子公司一创摩根从事投资银行业务，第一创业摩根大通证券有限责任公司（J.P. Morgan First Capital Securities Co., Ltd.）（中文简称"一创摩根"，英文简称"JPMFC"）由第一创业证券股份有限公司（简称"第一创业"）和摩根大通共同出资组建。公司总部位于中国北京，一创摩根致力于成为备受尊敬的一流中国投资银行。摩根大通集团（纽约证券交易所：JPM）是一家全球领先的金融服务公司，管理资产达2.4万亿美元，业务遍及全球，在投资银行、个人及小型企业金融服务、商业银行服务、金融交易处理及资产管理等领域均享有领先地位。上半年，共完成股权融资项目2个，承销金额16.30亿元；完成债券项目12个，承销金额201.16亿元；财务顾问项目签约数7个。截至报告期末，一创摩根已获准待发行项目16个，其中债券项目15个和财务顾问项目1个；报会待审批项目16个，其中IPO项目4个、增发项目2个和债券项目9个、财务顾问项目1个。预计下半年投行业绩好于上半年。

图表7：第一创业证券承销业务净收入及同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表8：第一创业投资银行业务贡献度

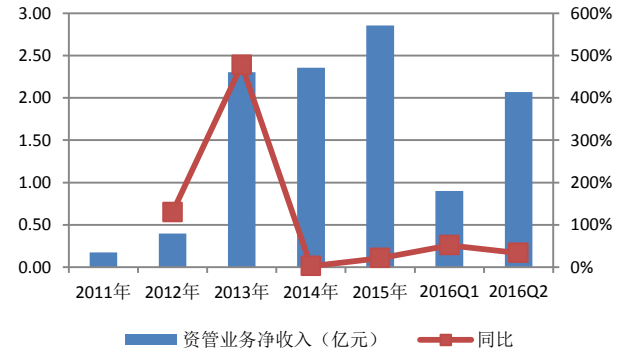


资料来源：WIND，太平洋证券整理

资管业务贡献度保持高速增长，主动资管规模增长42%。公司主要通过资产管理部和控股子公司创金合信开展券商资产管理业务和基金管理业务。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。公司资产管理部继续贯彻固定收益类证券及类固定收益的泛资产管理业务的综合定位，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，适时设计适合客户的资管产品。公司共发行4只集合资产管理计划，77只定向资产管理计划。截至报告期末，管理各类资管产品303只，总规模2,286.05亿元，比上年增长41.25%。其中主动管理资管产品规模590.72亿元，比上年增长42.48%。创金合信上半年发行128只特定客户资产管理计划，6只证

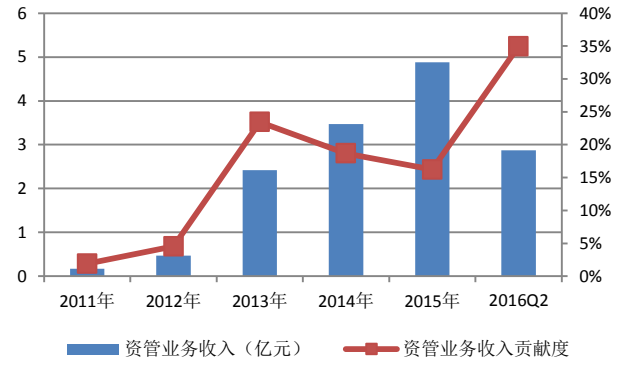
券投资基金。截至报告期末，创金合信设立并尚在存续期的产品有 190 只，其中特定客户资产管理计划 177 只，证券投资基金 13 只，合计受托管理资金总额达到 2,251.43 亿元。

图表 9：第一创业证券资管业务净收入及同比增长



资料来源：WIND，太平洋证券整理

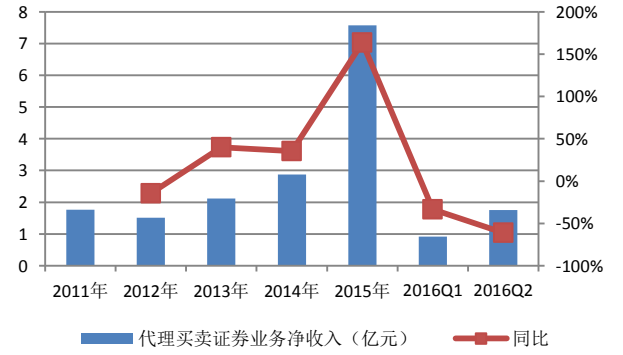
图表 10：第一创业资管业务贡献度



资料来源：WIND，太平洋证券整理

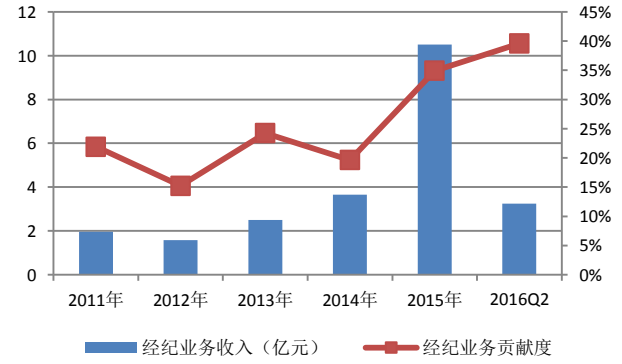
经纪业务市场份额相对稳定，股票质押回购规模是两融规模的 6 倍。第一创业经纪业务的占比比较低，过去五年中，对营业收入的贡献度最高达 35%，最低仅为 15%，对经纪业务的依赖度低这一特点，对于走特色型券商之路而言是一个好现象。公司顺应互联网金融快速发展的步伐，制定了以“工具优先”为营销服务竞争力的阶段性目标，强力打造服务客户的互联网三大核心移动工具，建设供专业客户使用的交易平台，坚定走向打造专业化服务的精品券商路线。上半年，公司代理买卖股票和基金交易金额 4,589 亿元，股基交易额的市场份额占比 0.33 %，股基市场份额占比数据较 2015 年下降 0.02 个百分点。公司融资融券金额 27.96 亿元，较 2015 年末减少 36.20%，市场占有率为 0.33%；股票质押式回购业务待回购交易金额 197.12 亿元，较 2015 年末增加 0.37%，市场占有率为 2.18%。上半年，公司证券经纪业务收入 3.25 亿元，较上年同期下降 52.24%，与市场平均水平保持一致。

图表 11：第一创业证券代理买卖证券净收入及同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 12：第一创业经纪业务贡献度



资料来源：WIND，太平洋证券整理

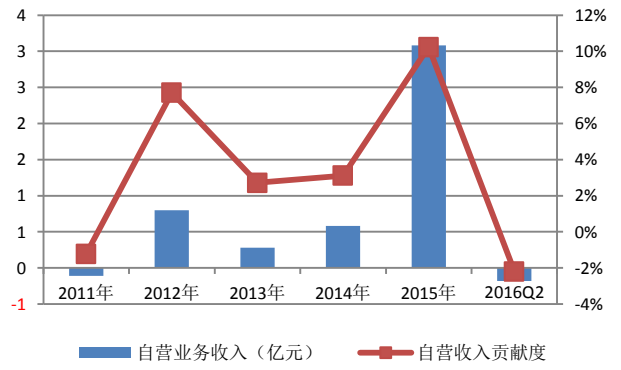
自营业务规模占净资本比例下降，总体规模较小。受证券市场波动的影响，本报告期公司自营业务实现投资收益-1770.65 万元，较上年同期下降 106.34%。2011 年以来，公司自营规模逐年增加，从 50 亿增长至二季度末的 107 亿，其中权益及衍生品类约 15 亿，固收类约 90 亿，权益及衍生品类占比约为 14%，占净资本的比例分别为：24%、144%，较去年底均有所下降，去年底二者的占比分别为：27%，168%。

图表 13：第一创业自营业务规模

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
净资本	19	24	25	30	31	44	63
自营权益/净资本	55%	18%	28%	29%	40%	27%	24%
自营固收/净资本	52%	187%	183%	171%	154%	168%	144%
自营规模-权益（亿元）	10.7	4.4	7.0	8.7	12.5	11.8	15.4
自营规模-固收（亿元）	10.1	45.1	45.4	50.9	47.9	73.0	91.1
自营总规模（亿元）	20.8	49.4	52.5	59.6	60.5	84.7	106.5

资料来源：WIND，太平洋证券整理

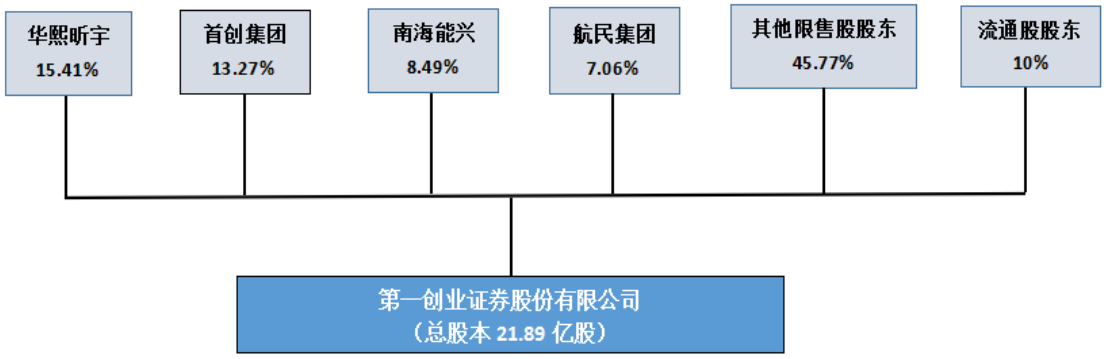
图表 14：第一创业证券投资业务贡献度



资料来源：WIND，太平洋证券整理

公司无实际控制人，充分市场化运作。公司股权较为分散，任何单一股东都不能通过股东大会、董事会单独决定公司的经营方针、决策和经营管理层的任免，公司无控股股东和实际控制人

图表 15：第一创业股东结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

投资建议：预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为：0.29、0.44、0.39，基于公司在细分市场上独特的竞争优势以及投行、资管、信用业务的平稳发展，给予公司“增持”评级，六个月目标价：38.28 元。

风险提示：政策性风险；市场波动风险；转型不及预期风险。

第一创业证券估值表 20160809

资产负债表(百万)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	5,178	9,144	6,650	10,005	10,130
结算备付金	1,236	2,335	1,452	1,657	1,404
拆出资金	0	0	0	0	0
融出资金	3,662	4,382	2,841	3,788	2,525
交易性金融资产	6,240	7,617	11,655	15,055	21,205
衍生金融资产	35	14	11	15	21
买入返售金融资产	1,633	5,779	7,607	6,761	5,071
应收款项	188	244	378	489	688
应收利息	199	353	349	451	635
存出保证金	214	359	220	296	225
可供出售金融资产	899	1,166	2,295	2,965	4,176
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	486	619	419	419	419
固定资产	162	163	171	179	185
无形资产	249	249	246	243	241
商誉	12	12	12	12	12
递延所得税资产	129	122	149	192	270
投资性房地产	409	380	380	380	380
其他资产	180	334	106	137	193
资产总计	21,114	33,274	34,940	43,044	47,781
短期借款	0	0	0	0	0
应付短期融资款	1,445	1,200	0	0	0
拆入资金	677	200	138	167	207
交易性金融负债	1,912	5,452	6,475	7,849	9,740
衍生金融负债	2	0	0	0	0
卖出回购金融资产款	4,698	7,055	7,623	9,240	11,467
代理买卖证券款	4,421	8,128	5,040	7,706	5,962
应付职工薪酬	460	731	493	625	609
应交税费	219	125	158	160	176
应付款项	32	310	120	219	180
应付利息	68	170	27	148	79
长期借款	0	0	0	0	0
递延所得税负债	51	92	93	113	140
其他负债	258	233	234	283	352
负债合计	15,645	26,699	25,637	32,858	36,790
股本	1,970	1,970	2,189	2,189	2,189
资本公积金	1,873	1,873	3,916	3,916	3,916
归母权益合计	5,134	6,151	8,868	9,735	10,525
所有者权益合计	5,469	6,575	9,303	10,186	10,991
负债及股东权益总计	21,114	33,274	34,940	43,044	47,781

利润表(百万)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,859	3,010	1,997	2,677	2,531
手续费及佣金净收入	1,025	1,751	1,462	1,612	1,620
其中：经纪业务净收入	287	758	371	495	402
承销业务净收入	484	660	624	609	549
资管业务净收入	236	286	444	477	644
利息净收入	-105	218	391	346	319
投资净收益	907	981	126	697	566
公允价值变动净收益	62	-202	-33	-38	-58
其它	32	59	18	22	26
营业支出	1,199	1,702	1,191	1,469	1,450
营业税金及附加	113	194	125	170	160
管理费用	1,078	1,455	1,061	1,293	1,285
资产减值损失	1	42	1	1	1
其他业务成本	7	12	4	4	5
营业利润	659	1,308	806	1,208	1,082
其他非经营损益	2	13	5	9	8
利润总额	662	1,321	811	1,217	1,089
所得税	144	283	155	247	215
净利润	518	1,038	656	970	874
少数股东损益	-9	-16	-11	-16	-15
归母股东净利润	508	1,021	645	954	860

主要财务比率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入增长率	80.18%	61.93%	-33.67%	34.07%	-5.43%
净利润增长率	212.19%	100.97%	-36.88%	48.02%	-9.89%
盈利能力					
营业利润率	35.48%	43.46%	40.36%	45.13%	42.72%
净利润率	27.34%	33.93%	32.29%	35.65%	33.96%
回报率分析					
总资产收益率	3.14%	3.76%	1.89%	2.45%	1.89%
净资产收益率	10.49%	18.10%	8.58%	10.26%	8.49%
每股指标					
EPS-摊薄（元）	0.23	0.47	0.29	0.44	0.39
每股净资产（元）	2.61	3.12	4.05	4.45	4.81
每股股利（元）	0.00	0.00	0.03	0.04	0.04
估值分析					
市盈率	152.02	75.64	119.84	80.96	89.85
市净率	13.54	11.30	8.71	7.94	7.34
股息收益率	0.00%	0.00%	0.08%	0.12%	0.11%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

公司简介：

第一创业前身是佛山证券公司，成立于1993年4月，由中国人民银行佛山分行与中国工商银行佛山分行出资组建。1998年1月，佛山证券公司与中国人民银行脱钩改制并增资扩股，同时更名为“佛山证券有限责任公司”。2002年7月，佛山证券有限责任公司更名为“第一创业证券有限责任公司”。2012年3月，第一创业证券有限责任公司完成股份制改革，整体变更为第一创业证券股份有限公司。经四次增资扩股，至2015年末，第一创业注册资本为19.70亿元。经中国证监会证监许可[2016]814号文核准，公司于2016年5月首次向社会公众公开发行人民币普通股（A股）股票2.19亿股并在深圳证券交易所上市，上市后公司股本变更为21.89亿元。公司股权较分散，自2008年8月完成第三次增资扩股以来，前四大股东持股比例相对稳定，其中，华熙昕宇投资有限公司和北京首都创业集团有限公司分列第一大股东和第二大股东。

本公司主要通过公司总部以及下属分公司、营业部从事固定收益业务、券商资产管理业务、证券经纪业务、证券自营业务、场外市场业务（新三板业务）等业务的经营，并通过控股子公司一创摩根从事投资银行业务，通过控股子公司创金合信从事基金管理业务，通过全资子公司一创期货从事期货业务，通过全资子公司一创投资和创新资本从事直接股权投资业务、股权投资管理业务和另类投资业务。

2011年第一创业与摩根大通合资成立第一创业摩根大通证券有限责任公司，公司投行业务整体平移至一创摩根，从事股票与公司债券（不含中小企业私募债券）的承销与保荐业务。

公司实行董事会领导下的总裁负责制；总裁由董事长提名，董事会聘任或解聘；总裁对董事会负责。公司由资产管理部、固定收益部、零售经纪部、证券投资部、衍生产品部、销售交易部、研究所、融资融券部、企业融资部、董事会办公室、总裁办公室、行政管理及大厦运营部、战略投资管理办公室、稽核部、风险管理部、运营管理部、人力资源部、计划财务部、法律合规部、信息技术中心、北京办事处等21个业务与职能部门构成，并设有37家证券营业部，2家分公司。

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%。

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

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。