

固收业务特色明显 协同辐射资管投行 可期

2018年08月30日

推荐/首次

第一创业

财报点评

——第一创业（002797）半年报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxdx@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

第一创业近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 7.6 亿元，同比下降 12.7%；归母净利润 0.7 亿元，同比降低 61.9%。总资产 341.8 亿元，较期初增加 3.2%；归母净资产 87.9 亿元，较期初下降 0.8%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	573.17	368.46	503.99	493.35	585.87	442.99	318.87
增长率（%）	-37.39%	-3.60%	12.55%	-20.99%	2.21%	20.23%	-36.73%
毛利率（%）	25.94%	21.92%	32.11%	27.45%	25.25%	18.28%	-5.32%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	25.94%	21.92%	32.11%	27.45%	25.25%	18.28%	-5.32%
净利润（百万元）	121.07	66.69	129.82	109.82	125.19	76.01	3.45
增长率（%）	-58.15%	-37.55%	-09.50%	-49.71%	03.40%	13.98%	-97.34%
每股盈利（季度，元）	0.06	0.03	0.03	0.03	0.04	0.02	0.00
资产负债率（%）	71.23%	72.02%	71.11%	69.32%	72.25%	73.74%	73.21%
净资产收益率（%）	1.33%	0.72%	1.39%	1.17%	1.36%	0.82%	0.04%
总资产收益率（%）	0.38%	0.20%	0.40%	0.36%	0.38%	0.22%	0.01%

观点：

- **杠杆率小幅提升，规模未见明显变化。**截至报告期末，公司总资产规模为341.8亿元，较2017年末增长3.2%，总负债250.2亿元，增长4.6%，归母净资产87.9亿元，较期初下降0.8%。公司杠杆率水平小幅上升，由2017年末的66.9%上升至67.3%（剔除代理买卖证券款），杠杆率在券商行业中依然处于中等水平。
- **收入结构变化较大，固定收益快速增长。**2018H1公司固定收益业务收入1.2亿元，占营收比重同比大幅增长6.7个百分点至15.4%。而固定收益业务也是公司重点投入的业务板块，成本开支同比大幅增长91.4%。资管业务依然稳定在公司的第一权重，占营收比重高达36.6%，属于公司的支柱业务。此外公司在经纪及信用业务方面也增加了投入，成本开支增长22.3%，取得营收小幅增长5.5%的效果。

- **固收业务特色突出，未来前景看好。**公司是银行间债券市场具有做市资格的5家券商之一，其他四家均为体量规模较大的头部券商，因此公司的固收业务特色较为突出。在固收产品销售方面，2018H1公司固定收益产品销售数量为1942只，同比增长26.6%。但销售金额有所下滑，同比下降42.1%至1246.9亿元。在固收产品交易方面，公司在银行间市场参与包括现券等多种固定收益产品的交易，并提供做市服务。同时也在交易所参与企业债的交易业务。报告期内，公司的债券交易额10534.5亿元，同比下降6%。我们认为固收业务具备较好的平抑权益市场波动的效果，发展前景看好。
- **“固定收益+”产品体系为特色的资管业务尚未释放潜力。**2018H1公司资管业务收入2.8亿元，同比下降14.8%。公司的资管业务打法为“以机构客户为主要服务对象，以固定收益为主要投资标的”，截至报告期末，公司资产管理业务受托管理资产规模为人民币2068亿元，较2017年末减少112.7亿元，降幅5.17%。公司受资管新规影响较为有限，并着手对存量产品进行改造。我们认为目前公司在固定收益业务上的专业优势还未充分在资管业务方面体现，尤其在监管要求产品净值化的驱使之下，固收类产品将获得更理想的市场环境和投资者认可度。
- **投行业务大幅下滑叠加成本开支刚性，对业绩冲击较大。**2018H1，公司投行业务收入大幅下滑74.4%至0.2亿元。但成开支保持稳定，并小幅增加7%。业务板块产生亏损0.7亿元，对公司业绩产生相对较大的负面影响。其中主要原因在于公司固收类承销金额30亿元，下滑54.2%。公司固收类业务的优势尚未在一级市场有所体现。我们认为，综合类固收业务打通一二级市场具有较大的护城河效应，可进一步关注公司该项业务的进展情况。
- **信用业务质押标的结构调整，市场风险进一步下降。**2018H1，公司买入返售金融资产较年初增长10.8%至50.5亿元，但进一步分析其结构，主要是由债券质押规模的增长所致，而股票质押规模则大幅下降31.4%至27.5亿元。股票质押的担保比例从年初的220.8%下降至192.8%，整体风险在可控范围。
- **自营业务资产配置切合市场风格，部分缓冲权益下跌的影响。**2018H1，公司自营权益类证券及证券衍生品占净资本比例由年初的5.93%下降至4.5%，自营固定收益类证券占净资本比例由167.48%上升至182.33%，契合了上半年股债分化的市场风格，但并未完全对冲掉权益下跌的影响，上半年公司证券自营收入为-801万元，对比上年同期自营收入为1647.7万元。

结论：

我们看好公司固定收益为特色的经营策略，以及与投行一级市场和资管业务相协同的发展潜力。我们预计公司2018-2020年的营收分别为19亿元、24.4亿元和26.1亿元，归母净利润分别为2.4亿元、4.6亿元和4.9亿元，EPS分别为0.07元、0.13元、0.14元，对应PE分别为77倍、41倍和38倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、固收业务发展不及预期、股票质押风险事件、投行业务亏损加大

公司盈利预测表（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
资产：						营业收入	20.3	19.5	19.0	24.4	26.1
货币资金	71.7	62.6	51.7	58.2	58.2	手续费及佣金净收入	14.2	13.5	12.1	14.1	14.8
其中：客户资金存款	47.6	39.4	32.8	36.9	36.9	代理买卖证券业务净收入	3.3	2.8	2.8	3.8	4.0
结算备付金	18.8	21.2	15.6	17.5	17.5	证券承销业务净收入	5.1	3.9	2.1	2.9	3.2
其中：客户备付金	16.4	20.0	13.0	14.6	14.6	受托客户资产管理业务净收入	5.2	6.2	2.6	2.5	2.5
拆出资金						利息净收入	2.9	1.3	0.7	-0.1	-0.3
融出资金	32.6	36.8	40.2	42.0	43.7	投资净收益	7.3	5.9	5.7	6.2	6.7
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	65.9	85.0	119.8	99.5	98.3	公允价值变动净收益	-4.8	-1.7	-0.3	3.5	4.2
以摊余成本计量的金融资产						汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	-0.3	-0.3
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	38.8	40.8	13.0	32.6	31.9	其他收益		0.1			
衍生金融资产	0.0		0.3	0.4	0.4	其他业务收入	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5
买入返售金融资产	57.8	45.6	32.5	36.4	39.4	营业支出	12.7	14.3	15.9	18.5	19.8
应收款项	3.4	4.8	2.5	2.9	3.0	税金及附加	0.5	0.1	0.8	1.1	1.1
应收利息	3.6	3.8	2.9	3.2	3.3	业务及管理费	12.0	13.7	14.8	17.2	18.4
存出保证金	4.1	1.4	3.5	3.5	3.4	资产减值损失	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
持有至到期投资						其他业务成本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
长期股权投资	9.8	11.5	15.5	20.9	28.2	营业利润	7.6	5.3	3.1	5.8	6.2
固定资产+在建工程	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6	加：营业外收入	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
无形资产	2.5	2.6	2.5	2.4	2.3	减：营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
商誉	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	利润总额	7.7	5.3	3.2	5.9	6.3
递延所得税资产	1.2	1.6	1.2	26.5	26.5	减：所得税	1.8	1.0	0.7	1.2	1.3
投资性房地产	3.7	3.5	3.2	3.0	2.7	净利润	5.9	4.3	2.6	4.7	5.1
其他资产	1.3	8.2	3.1	3.6	3.9	减：少数股东损益	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
资产总计	317.0	331.2	309.4	354.1	364.4	归属于母公司所有者的净利润	5.6	4.2	2.4	4.6	4.9
负债：						每股收益：					
短期借款+拆入资金	15.5	32.0	8.7	9.7	10.5	基本每股收益	0.2700	0.1200	0.0697	0.1311	0.1402
应付短期融资款			0.0	0.0	0.0						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	30.7	11.0	13.2	15.8	18.9						
衍生金融负债		0.1	0.1	0.1	0.1						
卖出回购金融资产款	34.7	57.0	68.4	75.3	82.8						
代理买卖证券款	61.2	53.8	43.4	48.8	48.8						
代理承销证券款		3.8	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	5.5	4.8	4.5	5.7	6.1						
应交税费	0.7	0.4	3.2	4.1	4.4						
应付款项	0.6	1.1	0.7	0.8	0.8						
应付利息	1.8	1.7	2.0	2.2	2.4						
长期借款		2.3	1.2	1.7	1.4						
应付债券	73.0	65.2	68.6	75.4	83.0						
递延所得税负债	0.0	0.1	0.4	0.4	0.4						
预计负债	0.0	0.0									
其他负债	1.4	4.7	2.4	2.7	2.7						
负债合计	225.8	239.3	216.7	242.8	262.5						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	21.9	35.0	35.0	35.0	35.0						
资本公积	39.1	25.9	25.9	39.8	25.9						
其它综合收益	-0.3	-1.2	-1.2	-0.1	1.2						
盈余公积	2.4	2.7	2.9	3.3	3.8						
未分配利润	14.6	16.7	16.8	19.1	20.7						
一般风险准备	8.4	9.3	9.8	10.7	11.7						
归属于母公司所有者权益合计	86.1	88.6	89.3	107.8	98.4						
少数股东权益	5.1	3.3	3.4	3.5	3.6						
所有者权益合计	91.2	91.9	92.7	111.3	101.9						
负债及股东权益总计	317.0	331.2	309.4	354.1	364.4						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。