

2019年08月26日

第一创业 (002797.SZ)

资管固收优势独特，有望受益于债市上涨趋势

■事件：2019H 公司实现营业收入 11.8 亿元 (YoY+54%)，归母净利润 2.1 亿元 (YoY+189%)。我们认为中小券商重点关注特色业务的弹性和可持续性，公司投资亮点有：(1) 固收业务有望受益于债市上涨行情。展望全年，全球经济下行压力大、流动性宽松和实体融资利率下行的趋势下，债市上涨行情有望延续，公司固收销售和交易业务将受益于这一趋势。(2) 基金资管转型取成效，充分发挥固收投资能力。基金资管收入同比增长 25%且好于同业，去通道趋势下的转型取得明显成效且创新产品不断推出，公司在固收投资能力和银行等机构客户基础的优势在中小券商中更为凸显，增长具有可持续性。

■自营：固收投资能力优异，有望受益于债牛行情。2019H 公司自营收益 4.1 亿元 (YoY+162%，行业 110%)，是公司业绩改善的重要原因。公司固定收益业务是公司差异化特色和竞争优势，业绩亮点主要体现在：(1) 固收销售：2019H 公司固定收益产品销售数量 2162 只，YoY+11%；销售金额 1571 亿元，YoY+26%。(2) 固收交易：公司积极参与银行间市场和交易所市场的固收产品交易，债券交易量 1.7 万亿元，YoY+59%。展望全年，我们认为公司固收业务有望持续受益于债市上涨趋势，相比其他券商具有一定差异化优势。

■基金资管：固收投资能力的核心优势驱动可持续增长。基金和资管业务属于公司优势业务且有力地驱动了公司业绩增长，2019H 受托资管手续费净收入 3.4 亿元，YoY+25% (行业-8%)；据中基协数据统计，2019Q1 公司月均私募资管规模在券商中排名第 15 位，创金合信专户管理月均规模行业排名第二。截至 2019 年 6 月末，公司资管规模 1821 亿元，较年初下降 14%，其中定向资管规模受银行委外业务影响较年初下降 14%至 1765 亿元，是资管规模下降的主要原因，而专项资管规模较年初增长 55%至 15 亿元；创金合信基金管理规模 3408，较年初下降 3.7%，平均受托资金管理收益率达到 3.85%，较 2018 年收益率 (1.81%) 大幅提升。在业务创新方面，公司推出我国获批的首支知识产权证券化标准化产品“文科一期 ABS”，发行首单由非银机构发起的银行间信贷 ABS 和由商务部管理的融资租赁公司发起的交易所 ABS。

■投行：债券承销迎边际改善。2019H 公司投行业务收入 1.6 亿元，YoY+192% (行业+22%)。投行业绩迎边际改善预计来自以下原因：(1) 债券承销业务受益于发行市场回暖，2019H 公司承销公司债 33 亿元 (YoY+65%)，同时承销 1 单增发项目 (规模 4.5 亿元)；(2) 经营恢复正常和低基数效应。2018 年一创投行由于摩根退出后的经营调整和市场因素，业务开展不及预期导致存在低基数效应。我们认为随着流动性相对宽松和实体经济直融需求提升，一创投行可以发挥其在固收方向的竞争优势，持续推动投行业绩边际改善。

■经纪信用：经纪业务随市改善，信用交易业务清风险。2019H 公司经纪业务收入 1.6 亿元，YoY+14% (行业+22%)，同期股票交易额市占率较年初微降 6BP 至 0.4%，PB 总规模较年初增长 11%至 195 亿元。2019H 公司利息净收入为-0.6 亿元，同比亏损幅度略有扩大，主因是以股权质押为主的买入返售利息收入大幅下降所致；同期公司确认信用减值 2.1 亿元，主要来自买入返售金融资产 (约 1.9 亿元)。信用减值对公司业绩表现产生较大影响，建议关注市场改善时公司减值冲回带来的增量贡献。

■投资建议：买入-A 投资评级。我们预测公司 2019-2021 年的 EPS 为 0.14 元/0.16 元/0.17 元，给予公司 3xPB 估值，对应 6 个月目标价 8.4 元。

■风险提示：债市违约风险/政策风险/股东减持对股价可能存在影响

摘要(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	1,952	1,770	2,377	2,842	3,165
净利润	432	132	487	556	606
每股收益(元)	0.12	0.04	0.14	0.16	0.17
每股净资产(元)	2.62	2.62	2.80	3.04	3.31

盈利和估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	67.04	219.81	46.59	40.85	37.48
市净率(倍)	3.15	3.16	2.31	2.13	1.96
净利润率	22.11%	7.44%	20.50%	19.55%	19.13%
净资产收益率	4.70%	1.44%	4.97%	5.22%	5.23%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

证券

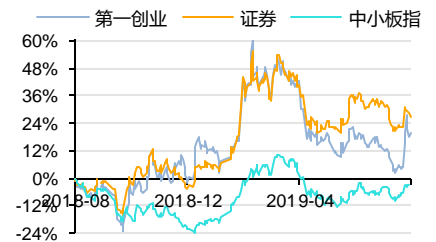
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**8.4 元**
股价 (2019-08-26) **6.48 元**

交易数据

总市值(百万元)	22,695.55
流通市值(百万元)	22,695.55
总股本(百万股)	3,502.40
流通股本(百万股)	3,502.40
12 个月价格区间	4.19/8.68 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.54	-6.79	21.51
绝对收益	6.06	2.69	24.09

张经纬 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519070002
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

第一创业：第一创业年报
点评：固收资管特点突出，2019-04-04
业绩反转可期/张经纬

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	损益表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	33,120	33,564	38,331	42,832	46,362	营业收入	1,952	1,770	2,377	2,842	3,165
客户资金存款	3,939	3,389	4,066	4,473	4,920	手续费及佣金净收入	1,348	1,149	1,487	1,686	1,930
自有货币资金	2,319	1,822	2,369	2,606	2,867	其中: 代理买卖证券业务净收入	284	233	426	497	568
客户备付金	1,996	1,494	1,792	1,971	2,169	证券承销业务净收入	385	255	287	362	452
自有结算备付金	125	246	320	352	387	资产管理业务收入	620	583	691	733	803
融出资金	3,675	2,369	3,492	4,191	5,029	利息净收入	125	-44	-90	78	131
交易性金融资产	8,497	12,171	15,823	17,405	18,275	投资净收益	589	628	1,109	1,223	1,251
衍生金融资产	-	-	-	-	-	公允价值变动收益	-172	-35	-129	-145	-148
买入返售金融资产	4,560	4,740	2,370	2,844	2,560	汇兑收益	-2	1	1	0	0
可供出售金融资产	4,079	2,994	-	-	-	其他业务收入	63	71	85	102	123
持有到期金融资产	1,145	1,441	-	-	-	营业支出	1,426	1,682	1,872	2,246	2,515
其他资产合计	2,784	2,898	8,098	8,990	10,156	营业税金及附加	14	18	24	29	32
总负债	23,930	24,400	28,519	32,195	34,783	管理费用	1,373	1,455	1,758	2,103	2,341
应付短期融资款	-	-	-	-	-	资产减值损失	28	198	78	101	126
交易性金融负债	1,096	1,019	1,964	2,217	2,395	其他业务成本	11	10	11	13	15
衍生金融负债	5	3	5	6	6	营业利润	526	88	505	596	650
卖出回购金融资产款	5,704	8,370	7,533	7,156	7,872	加: 营业外收入	8	18	35	20	20
代理买卖证券款	5,382	4,773	5,727	6,300	6,930	减: 营业外支出	1	2	3	2	2
应付职工薪酬	478	478	520	587	634	利润总额	533	104	538	613	669
应付债券	6,516	6,599	6,929	7,622	9,146	减: 所得税费用	102	-28	51	58	63
其他负债合计	4,749	3,158	5,841	8,307	7,799	净利润	432	132	487	556	606
所有者权益	9,190	9,164	9,812	10,638	11,579	减: 少数股东损益	9	7	27	31	33
股本	3,502	3,502	3,502	3,502	3,502	归母公司净利润	423	124	460	525	572
少数股东权益	333	362	387	420	457	每股及估值指标					
归母公司净资产	8,857	8,802	9,425	10,218	11,122	每股盈利 (元)	0.12	0.04	0.14	0.16	0.17
ROAE	4.85%	1.41%	5.13%	5.43%	5.45%	每股净资产 (元)	2.62	2.62	2.80	3.04	3.31
ROAA	1.33%	1.41%	1.36%	1.37%	1.36%	市盈率 (倍)	67.04	219.81	46.59	40.85	37.48
杠杆率 (倍)	3.13	3.27	3.46	3.58	3.55	市净率 (倍)	3.15	3.16	2.31	2.13	1.96

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

张经纬、蒋中煜声明, 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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@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	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
王红彦		0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@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