

# 第一创业(002797):“资管+固收”优势突出,定增补充资本决战差异化赛道

2020年08月20日

推荐/首次

第一创业

公司报告

公司固收业务连创佳绩,除客户需求持续提升外,源于公司“十年磨一剑”铸就的固收“金字招牌”。与同业相比,公司固收业务品种丰富,着力打造覆盖债券承销、做市交易、债券资产管理等的全业务链经营模式,满足客户个性化固定收益业务需求,稳居行业第一梯队。在大数据时代,金融科技赋能为公司固收业务打开更大发展空间,有效提升客户体验。

资管业务作为公司战略发展重心,近年已取得多项突破,在各业务线中营业收入贡献度仅次于自营。公司布局的“券商资管、公募、私募”三大支线齐头并进,在注重产品设计方面的创新之外,亦着力提升产品投研和销售两项能力,共同构建了资管业务的核心竞争力。

一创投行多年来积累了宝贵的国际化经验,在注册制改革机遇下投行业务持续发力并驶入发展快车道,丰富的项目储备将在未来两到三年为公司创造更为可观的业务收入。

公司定增完成,打破资本金“瓶颈”发展空间打开。此次定增前公司资本金规模落后于上市同行,在当前证券行业“资本化”的大趋势下,有限的资本成为公司加快发展步伐的重要阻碍。42亿资本金补充极具针对性,在进一步增强固收业务市场竞争力的同时,有效填补信用业务短板,符合公司全方位发展的综合性券商定位,整体实力料将显著提升。

**盈利预测及投资建议:**当前证券行业正面临国内资本市场改革提速和国外竞争者大量入局这两大中长期趋势,业务结构革新将成为未来证券公司发展的主旋律。第一创业的业务结构有较为鲜明的特色,收入不过度依赖经纪业务,因此在行业持续激烈的佣金“价格战”中受冲击较小;而以“资管+固收”两大优势业务打造特色品牌,形成核心竞争优势,定增补充资本金后在差异化赛道有望成就“强者更强”。我们持续看好公司发展前景,认为其相较可比公司,拥有在特定业务领域中的核心优势和在行业中的差异化竞争优势,故给予公司一定的估值溢价及“推荐”评级。6个月目标价14.25元,对应4.5xPB估值。

**风险提示:**宏观经济下行风险、资本市场下跌风险、流动性风险、监管趋严风险、新冠疫情等外部风险、公司业绩不及预期风险

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,769.90	2,583.27	3,167.24	4,248.18	4,930.72
增长率(%)	-9.3%	46.0%	22.6%	34.1%	16.1%
归母净利润(百万元)	124.35	513.06	816.55	1136.77	1320.49
增长率(%)	-70.6%	312.6%	59.2%	39.2%	16.2%
净资产收益率(%)	1.41%	5.67%	5.87%	7.61%	8.18%
每股收益(元)	0.04	0.15	0.23	0.32	0.38
PE	377.83	91.57	57.54	41.33	35.58
PB	5.34	5.20	3.38	3.14	2.91

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

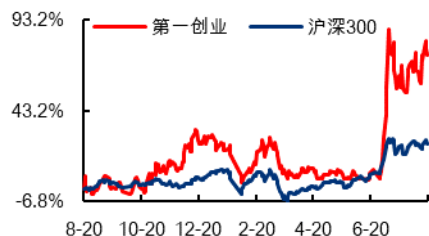
## 公司简介:

公司前身是1993年4月成立的佛山证券公司。目前,公司固定收益业务已发展成为市场地位领先、业务资质齐全、业务品种丰富的特色业务;资产管理业务有了长足进步,公司资产管理部及创金合信子公司都已建立起专业能力强、业务经验丰富的投资和研发团队,并将投研优势转化为产品优势和品牌优势;投资银行业务已具备一定市场影响力,拥有较强的市场竞争力。同时,公司还积极开展股指期货、期货中间介绍业务(IB业务)、直接投资、融资融券、利率互换、国债期货、股票质押式回购、证券收益互换、收益凭证、场外市场、互联网金融、个股期权等创新业务。

## 交易数据

52周股价区间(元)	12.12-6.27
总市值(亿元)	469.83
流通市值(亿元)	339.62
总股本/流通A股(万股)	420,240/303,771
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	4.86

## 52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

## 分析师:刘嘉玮

010-66554043

liujw\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050001

## 目 录

1. 公司定增事项落地，充实资本再出发 .....	4
2. 年内政策利好频出，证券行业喜迎发展窗口期 .....	5
2.1 注册制改革分阶段加速推进，公司业务增量空间打开 .....	6
2.2 对外开放全面提速，公司发展机遇显现 .....	6
2.3 政策引导叠加市场选择，补充资本成为券商发展之道 .....	6
3. “固收+资管”特色突出，细分领域具备核心竞争力 .....	6
3.1 “大固收”品牌优势明显，业务能力享誉市场 .....	6
3.1.1 销售、交易双增长 .....	7
3.1.2 以固定收益为特色，打造全业务链模式 .....	8
3.1.3 科技赋能，打造 eBOND 特色化固收综合业务系统 .....	8
3.2 “大资管”三箭齐发，铸就核心竞争力 .....	9
3.2.1 业务体系日益完善，产品结构更趋合理 .....	10
3.2.2 公募基金主攻专户业务，特色化优势显现 .....	11
3.2.3 坚定产业投资理念，直投规模不断攀升 .....	12
3.3 “大投行”持续发力，多项业务实现突破 .....	12
4. 估值与盈利预测 .....	14
4.1 PB 估值——可比公司法 .....	14
4.2 主营业务盈利预测 .....	15
5. 投资建议 .....	16
6. 风险提示 .....	16
相关报告汇总 .....	18

## 插图目录

图 1： 2015-2019 年公司固定收益产品销售数量（亿元） .....	7
图 2： 2015-2019 年我国各类债券发行额（亿元） .....	7
图 3： 2015-2019 年公司债券交易量 .....	8
图 4： 2015-2019 年我国债券市场交易量 .....	8
图 5： 第一创业 eBOND 服务号 .....	9
图 6： 第一创业 eBOND 小程序 .....	9
图 7： 2015-2019 年第一创业资产管理业务营业收入 .....	10
图 8： 2015-2019 年公司资产管理业务收入结构（百万元） .....	10
图 9： 2018-2019 年创金合信专户资产管理月均规模(亿元) .....	11
图 10： 2020 年一季度创金合信专户资产管理月均规模(亿元)及同比增长率(%) .....	11
图 11： 2015-2019 年第一创业投资银行业务营业收入 .....	13
图 12： 2015-2019 年第一创业投资银行业务毛利及毛利率 .....	13
图 13： 第一创业募资完成后净资产规模相近的证券公司估值对比 .....	14
图 14： 净资产规模相近的证券公司净资产收益率对比 .....	15

## 表格目录

表 1: 募集资金原投向及金额.....	4
表 2: 公司本次发行配售具体情况.....	4
表 3: 2019 年以来行业重大政策梳理.....	5
表 4: 2015-2019 公司固定收益条线所获荣誉.....	7
表 5: 债券承销业务资质汇总.....	8
表 6: 第一创业专项资产管理业务增长势头强劲.....	11
表 7: 2018、2019 年创金合信资产管理业务情况（亿元）.....	12
表 8: 2019 年一创投行的证券承销业务情况.....	13

## 1. 公司定增事项落地，充实资本再出发

2019年4月24日一创董事会审议通过非公开发行A股股票相关议案，2020年4月6日定增计划获证监会审核通过，7月22日历时一年有余的定增顺利完成，新发股份上市交易。此次定增计划募资金额和实际募资金额存在一定差异，公司原计划发行不超过7亿股，拟募资不超过60亿元，主要投入投资交易业务（25亿元）、信用业务（20亿元）和偿还债务（10亿元）；但实际募资金额为42亿元。

“精简版”的定增方案有三大特点，一是资金用途更具针对性，彰显优势补齐短板，进一步突出公司在固定收益业务上的特色，同时把握市场机遇扩大信用业务规模；二是在发行对象中首次出现券商同行集中认购的情况，其中中信证券认购4500万股，国泰君安、中信建投、中金公司分别认购3333万股，锁定期均为6个月，头部券商作为财务投资者集中认购公司定增股份，体现了业内对公司股价的信心，参考6元的定增价格和当前股价，4家券商浮盈率近90%。鉴于政策和资金层面对市场及行业的正向影响，券商定增或将成为机构资金重要的投资渠道；3.北京国资持股比例进一步提高，未来公司在股东资源层面或有更高期待。

我们认为，此次定增有助于公司进一步扩大渠道优势，提升市场竞争力，降低负债压力，增强盈利能力和抗风险能力，在行业“资本化”大趋势中，有望在自营投资、直投和信用等重资本业务领域拥有更大的发展空间。

**表1：募集资金原投向及金额**

序号	募集资金投资项目	拟投入金额
1	扩大投资与交易业务规模	不超过25亿元
2	扩大信用业务规模	不超过20亿元
3	偿还债务	不超过10亿元
4	增加对子公司的投入	不超过4亿元
5	其他运营资金安排	不超过1亿元
合计		不超过60亿元

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

**表2：公司本次发行配售具体情况**

序号	发行对象名称	获配股数	锁定期（月）
1	北京首都创业集团有限公司	70,000,000	48
2	北京首农食品集团有限公司	210,119,900	6
3	北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）	210,119,900	6
4	中信证券股份有限公司	45,000,000	6
5	唐天树	34,760,201	6
6	国泰君安证券股份有限公司	33,333,333	6
7	中信建投证券股份有限公司	33,333,333	6
8	中国国际金融股份有限公司	33,333,333	6
9	浙商证券股份有限公司	30,000,000	6
	合计	700,000,000	-

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 年内政策利好频出, 证券行业喜迎发展窗口期

2019年初以来, 科创板注册制、再融资、并购重组等行业利好政策相继推出, 持续激发资本市场活力, 政策面的积极变化已在市场表现和券商业绩中高度体现。2020年在新冠疫情黑天鹅冲击之下, 资本市场改革并未止步, 新修订的《证券法》出台为注册制全面推行奠定法律基础, 券商望迎更大发展机遇。做大业务蛋糕后, 不仅头部券商率先收获资本盛宴中的创新机遇, 中小特色券商和细分领域龙头券商也将受益于业务多元化和收入分散化, 特色化优势有望加速显现。

**表3: 2019年以来行业重大政策梳理**

时间	监管部门	事件
2019-3-1	证监会	发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》和《科创板上市公司持续监管办法(试行)》
2019-7-20	金稳委	推出了11条金融业进一步对外开放的政策措施, 涉及放宽外资持股比例限制和准入门槛等方面。
2019-9-10	证监会	提出“全面深改12条”, 其中包括加快推进资本市场高水平开放、推动更多中长期资金入市。
2019-10-11	证监会	明确取消券商、基金公司外资持股比例时间表: 自2020年4月1日起, 在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制; 自2020年12月1日起, 在全国范围内取消证券公司外资股比限制。
2019-10-25	证监会	全面深化新三板改革, 优化发行融资制度, 完善市场分层, 建立挂牌公司转板上市机制, 加强监督管理、实施分类监管, 健全市场退出机制。
2019-11-8	证监会等	扩大股票股指期货试点; 支持外商投资新开放领域; “再融资”新规公开征求意见; 新三板深改细节出炉。
2019-11-29	证监会	积极答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商, 构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》。
2019-12-28	全国人大常委会	《中华人民共和国证券法》修订通过, 自2020年3月1日起施行。
2020-2-14	证监会	证监会发布“再融资新规”, 较征求意见稿在“新老划断”方式与发行规模方面有了进一步放松。
2020-2-28	证监会	证监会有关部门负责人就并购重组项目的配套融资部分如何与再融资新规衔接答记者问, 允许上市公司履行内部决策程序后, 对配套融资部分做适当调整。
2020-3-1	证监会等	新《证券法》正式实施, 上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度, 已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行; 证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》, 公司债券公开发行实行注册制。
2020-3-6	证监会	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》公开征求意见。
2020-3-6	证监会	证监会对证券公司缴纳证券投资者保护基金的比例进行调整。
2020-4-27	证监会	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》
2020-5-22	证监会	就《修改证券公司分类监管规定》公开征求意见
2020-6-3	证监会	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》
2020-6-12	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司证券发行注

册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》

2020-8-16 证监会

《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》向社会公开征求意见

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

## 2.1 注册制改革分阶段加速推进，公司业务增量空间打开

2019年科创板顺利推出并平稳运行，增强了注册制全面提速的预期。注册制的落地对券商来说意味着业务潜在增量规模扩大，为券商带来新的发展机遇。创业板和科创板注册制双箭齐发，上市公司家数和体量有望快速增加，为券商提供承销收入增量；跟投制度和项目全流程深度参与为券商直投、自营、资管等条线开辟了业务入口。资管业务是一创的两大核心业务之一，投行也在同体量券商中具有一定优势，有望在注册制下获得更大的增量市场份额，实现弯道超车。

## 2.2 对外开放全面提速，公司发展机遇显现

2019年初以来，国务院金稳委、证监会等多部门宣布多条金融业对外开放政策，从合格境外机构投资者投资A股额度放开到取消券商外资持股比例限制等，逐步放开外资进入我国资本市场。外资券商的进入必将加剧行业竞争，但从长期看其将为国内资本市场注入先进经营理念和竞争活力，有利于推动券商业务创新、提升服务水平，加快国内券商向国际化投行转型。一创注册在深圳这一国家对外开放的前沿阵地，将同时受益于金融行业对外开放相关政策和地方优惠政策，并借助地缘优势把握粤港澳大湾区及一带一路发展机遇，优先获得金融对外开放为产生的业务增量和政策红利。

## 2.3 政策引导叠加市场选择，补充资本成为券商发展之道

近年来证券公司经营已实现高度市场化，各类手续费及佣金费率在激烈的市场竞争中呈现快速下行态势，“经纪业务铁饭碗”时代一去不返，券商收入结构正发生根本性变革。行业经纪、投行等业务收入占比从2015年前的七成之上到2019年的不足五成，而信用业务、自营业务在券商收入结构中的重要性不断提升。2019年以来，市场运行逐步平稳，风险缓慢释放，监管导向已从“严监管、控杠杆”调整为“调结构”、“稳经营”、“合理加杠杆”和“促创新”，券商经营更趋良性，正逐步向国际接轨。在此大趋势之下，“资本化”已成为券商中长期发展方向，经营对资本实力的要求快速提升。在监管“打造航母券商”的指导方针之下，行业内并购重组，定增、配股、发行次级债和可转债等补充资本的动作愈发频繁，力争在激烈竞争中抢占优势地位。一创在这个时点完成定增，净资产大幅增加近五成，将显著增强经营能力和核心竞争力。经纪业务一直不是公司强项，而资管和固定收益类业务是长期经营亮点所在，获公司定向资金支持后优势有望进一步突出，差异化定位效果即将显现，有望驶入发展快车道。

## 3. “固收+资管”特色突出，细分领域具备核心竞争力

### 3.1 “大固收”品牌优势明显，业务能力享誉市场

固定收益业务是公司的长期重点发展方向，历经多年潜心经营已成为公司特色业务和优势所在，业务全市场排名远高于公司整体排名。凭借良好的声誉，固收业务条线积累了包括银行、基金公司、保险公司、投资公司和大型企业在内的大量客户，集中力量发展债券销售和交易业务，市场地位不断巩固。在做好主业的同时，公司在媒体宣传和品牌推广方面也保持高投入，与国家高端智库“国家金融与发展实验室”已连续五年共同

主办中国债券论坛, 其已成为国内固定收益领域的重磅论坛之一, 助力公司持续扩大固收领域的品牌影响力。同时, 凭借在债券市场的优秀表现, 公司连续多年获得全国银行间同业拆借中心“活跃交易商”、“银行间本币市场交易 300 强”等荣誉称号。总体上看, 公司固定收益业务的品牌效应已开始显现, 深耕多年终有回报。

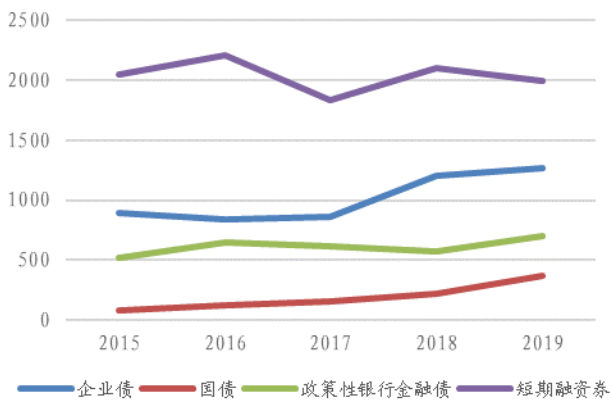
**表4: 2015-2019 公司固定收益条线所获荣誉**

时间	荣誉
2015 年至 2019 年	连续五年与国家高端智库“国家金融与发展实验室”共同主办中国债券论坛
	连续四年获得全国银行间同业拆借中心“活跃交易商”与“银行间本币市场交易 300 强”称号
2017 年	三大政策性银行 2017 年度“优秀承销商”称号;
	中债登 2017 年度非银行类“优秀承销商”称号
2019 年	中国农业发展银行“上清所金融债券优秀承销商”、“金融债券承销商最具社会责任感奖”
	中国进出口银行“人民币金融债券优秀承销商”
	深交所“优秀固定收益业务创新机构”荣誉称号

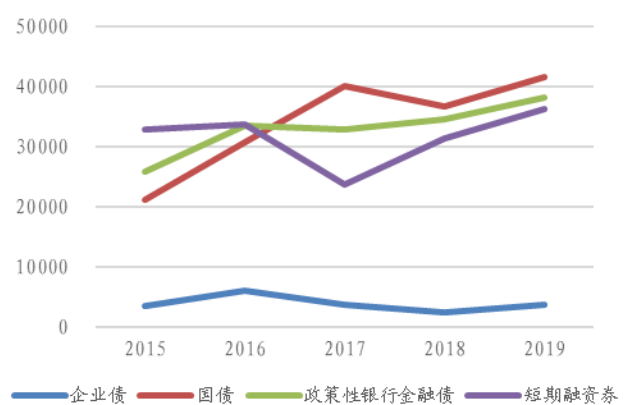
资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

### 3.1.1 销售、交易双增长

公司债券销售和交易业务在行业内具备较强的竞争优势, 近三年累计销售各类债券近 1.8 万亿, 市占率达 4.58%。2019 年我国债券市场活跃度显著提升, 债券发行量大幅增长, 市场流动性亦有较大改善, 带动公司债券销售及交易规模再上新台阶。根据 wind 数据, 2019 全年公司销售固定收益产品 4397 只, 同比增长 6.34%; 债券交易量为 31,071.79 亿元, 同比增长 26.14%。

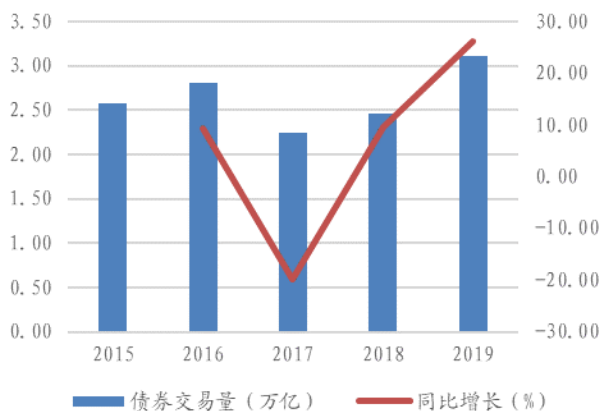
**图1: 2015-2019 年公司固定收益产品销售数量 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图2: 2015-2019 年我国各类债券发行额 (亿元)**


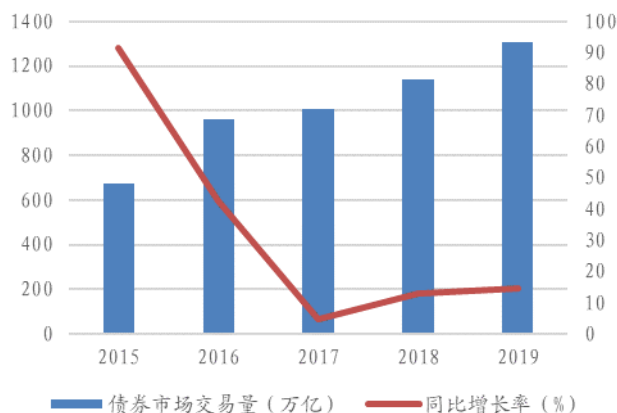
资料来源: 中国债券信息网, 东兴证券研究所

图3：2015-2019 年公司债券交易量



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：2015-2019 年我国债券市场交易量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3.1.2 以固定收益为特色，打造全业务链模式

目前固定收益业务已发展成为公司资质齐全、业务品种丰富的特色业务。公司是拥有“央行公开市场业务一级交易商”资格的四家证券公司之一，也是拥有“全国银行间债市做市商资格”的5家券商之一，亦拥有财政部指定发行国债资格，国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行金融债承销商资格，非金融企业债务融资工具的承销商资格。

表5：债券承销业务资质汇总

序号	业务资质名称	拥有该资质的证券公司数量	批准单位
1	记账式国债乙类承销商	8	财政部
2	国开行金融债券承销商	12	国家开发银行
3	国开行金融债券承销商	9	国家开发银行
4	进出口银行金融债承销商	13	中国进出口银行资金运营部
5	银行间债券市场做市机构	5	全国银行间同业拆借中心
6	非金融企业债务融资工具承销商	29	中国银行间市场交易商协会

资料来源：公司官网，东兴证券研究所

整体来看，公司已进入固定收益业务行业第一梯队，品牌优势凸显。形成了覆盖债券承销、债券销售、债券做市交易、债券资产管理、宏观与信用研究等的全业务链，有能力满足不同客户的个性化固定收益类业务需求。同时，公司依靠固定收益品牌，深度挖潜客户需求，并带动其他业务的协同发展，有望从固收全业务链模式向公司层面的全业务链模式升级，真正实现各业务条线的全方位发展。

### 3.1.3 科技赋能，打造 eBOND 特色化固收综合业务系统

随着证券行业与金融科技逐步实现高度融合，积极拥抱科技将为券商带来更大发展空间。公司近年持续加大在 IT 系统的投入，着力打造的 eBOND 固收综合业务系统，集“最新最全的债券资讯”、“债券一级承分销”、“投资交易执行及管理”、“实时风控合规管理”、“运营管理支持”、“信用及宏观研究”六大功能为一体，实现债券销

售和交易的全业务场景覆盖。eBOND 微信服务号包含“债券服务”、“银河间”和“我的 eBOND”三大板块，充分满足投资者在 C 端进行债券交易、查看数据周报和定价报告、实时了解交易进度等需求。

**图5：第一创业 eBOND 服务号**


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

**图6：第一创业 eBOND 小程序**


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

eBOND 解决了目前采购供应商的软件业务系统与管理系统间无法有效对接的难题，实现了固收类主要品种承分销、自营交易、投资顾问、资金、信用研究、风险控制、后台、客户管理、大数据分析等各个业务条线的流程全闭环，极大提升业务效率和客户体验。同时，eBOND 实现了全业务流程无死角监控，为风险防控和责任追查提供了有效途径。据了解，公司仍持续加大在 eBOND 系统上的投入，完善各类业务功能以提升用户体验。预计随着系统建设的逐步完善，操作的便捷程度将不断提升，进而提高业务的线上化率。根据过往经验，线上化率提升将实现基础客群的快速积累，客户粘性提升效果远超传统模式，预计 eBOND 将成为公司重要的“流量入口”和业务拓展枢纽。

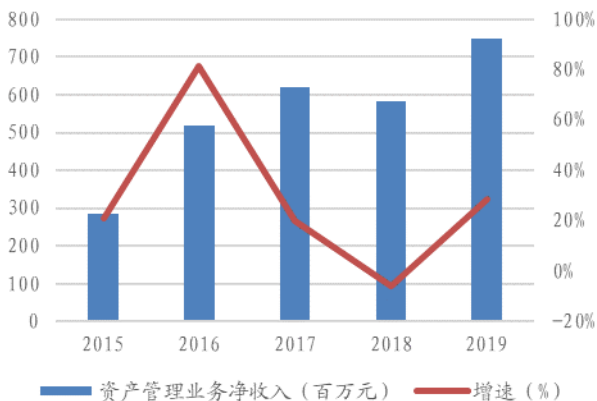
### 3.2 “大资管”三箭齐发，铸就核心竞争力

资管业务是公司长期重点培养的核心业务板块，历经多次结构调整优化，在后资管新规时代公司的“大资管业务条线”已初显锋芒。根据证券投资基金业协会数据，2020 年一季度公司资管业务月均规模（不含公募）为 1283.52 亿元，排名行业第 17 位，大幅高于公司整体排名。

资管业务收入逆势增长，固收之外的最大亮点。2019 年公司资管业务手续费净收入 7.51 亿元，同比增长 28.8%。而从证券行业层面看，在仍受到资管新规巨大调整压力的情况下，全行业 2019 年资管业务净收入仅和 2018 年持平，相较之下公司资管业务表现可谓亮眼。此外，和行业收入结构中资管业务只是“蛋糕上的樱桃”（7.6%）的情况不同，2019 年公司资管业务净收入占据营收的近三成（29%），贡献仅次于自营业务（40.2%）。随着公司持续加大在资管业务上的投入，伴随去通道化后资管业务盈利能力的提升，我们预计资管业务在公司业务版图中的重要性将再上新台阶。

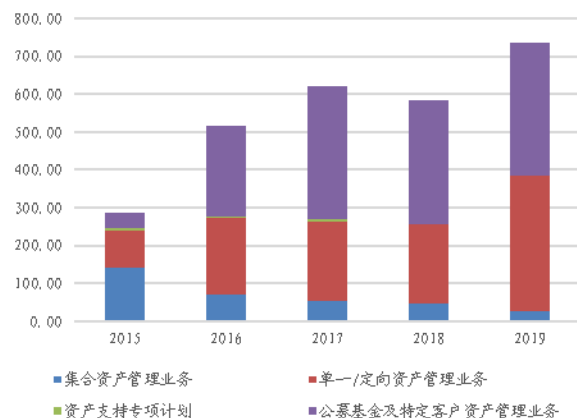
除规模企稳，盈利能力提升外，公司亦在追求资管业务的特色化发展。资产证券化业务是券商资管业务的蓝海、潜力无限，通过前期持续布局，公司已具备承接资产证券化业务的较强实力。目前，公司正着力扩充资产证券化项目种类，积极寻找业务创新点并取得较大突破。前期公司作为总协调人、财务顾问、募集人及募集管理人在深交所成功发行了“文科一期 ABS”，该 ABS 产品是国内获批的首支知识产权证券化产品，为知识产权这一无形资产赋予了更为清晰的价值属性。我们预计，这类业务创新只是未来公司资管业务创新的“冰山一角”，更多新型业务结构望陆续进入资管业务体系，实现业务从量到质的突破。

图7：2015-2019 年第一创业资产管理业务营业收入



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图8：2015-2019 年公司资产管理业务收入结构（百万元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 3.2.1 业务体系日益完善，产品结构更趋合理

在资产管理业务发展理念中，公司注重全流程管理，着力打造“大资管”体系。作为“大资管”的重要组成部分，公司在注重产品设计方面的创新之外，亦着力提升产品开发的“上下游”——投研和销售两项能力，构建立体化投研体系和多渠道销售体系，借助公司在固定收益业务领域的优势，打造“固定收益+”产品线，既形成富有竞争力的产品架构，亦加强了部门间协同。同时，公司积极打造王牌产品销售团队，目前已具备较强的客户开发和维护能力，进一步实现了资管业务闭环管理。

根据传统分类方式，资管业务可分为集合、单一和专项三类。单一（通道为主）和集合（主动管理为主）是券商资管业务长期主攻的两大方向，但 2018 年资管新规落地以来，单一资产管理业务规模长期处于下降通道之中，而集合资产管理业务逐步向公募净值化管理转型。在业务结构大洗牌之际，专项资产管理业务（私募资管业务）成为券商资管重要的差异化突破口。公司及时把握机会，发力私募资产管理业务，2019 年专项资产管理业务规模达 39.77 亿元，是 2018 年的四倍。

**表6: 第一创业专项资产管理业务增长势头强劲**

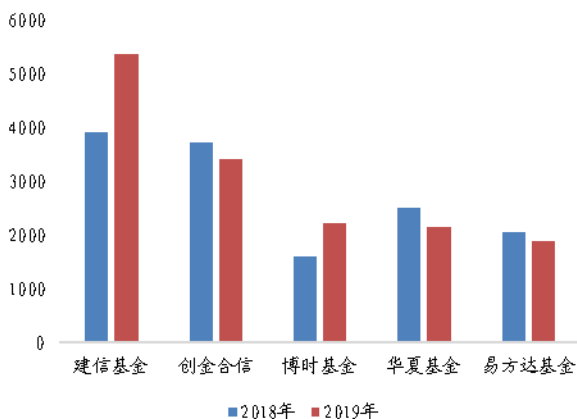
类别	2018 年度规模 (亿元)	2019 年度规模 (亿元)	同比增减幅度
集合资产管理业务	44.43	41.65	-6.26%
单一 (含定向) 资产管理业务	2,057.04	1,505.35	-26.82%
专项资产管理业务	9.77	39.77	307.06%
合计	2,111.24	1,586.77	-24.84%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

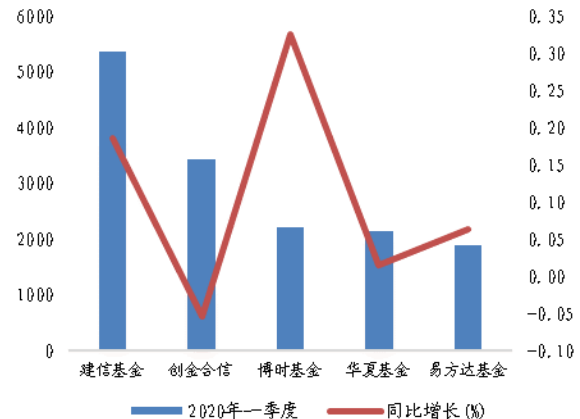
此外, 公司主动拥抱资产证券化发展机遇, 利用资管业务和 ABS 的协同优势, 成立多支 ABS 主题资管产品, 进一步丰富了公司资管产品线。近期公募基础设施 REITs 试点政策的推出, 再次为资管业务提供了创新手段和产品品种拓展的载体。在前期作为计划管理人成功发行境内首单商业型物业百亿储架式类 REITs 项目的首期产品后, 公司目前正在探索公募 REITs 的产品模式, 将新型业态和优势业务资源高度整合, 体现出公司具有前瞻性的产品定位思路和业务模式选择, 凭借卓越的产品设计与销售优势, 有望快速从行业资产管理业务的同质化中突围, 令公司的资产管理品牌不断获得市场的认可。

### 3.2.2 公募基金主攻专户业务, 特色化优势显现

控股子公司创金合信秉持公募基金与专户业务双轮驱动的发展战略, 持续稳健发展。公募业务方面, 创金合信全方位布局, 业务遍及固收、权益、量化、指数等多条不同类型的产品线; 专户业务方面, 针对资管新规要求, 创金合信快速推进存量产品转型, 在去通道的同时持续提升主动管理能力。依托不断成熟的业务模式和持续提升的投研能力, 创金合信另辟蹊径, 正在成为基金行业一颗冉冉升起的新星。

**图9: 2018-2019 年创金合信专户资产管理月均规模(亿元)**


资料来源: 中国证券投资基金业协会, 东兴证券研究所

**图10: 2020 年一季度创金合信专户资产管理月均规模(亿元)及同比增长率(%)**


资料来源: 中国证券投资基金业协会, 东兴证券研究所

根据基金业协会数据, 2020 年一季度创金合信专户管理月均规模为 3574.56 亿元, 整体规模虽较 2019 年同期的 3611.63 亿元有所下降, 但仍稳居行业榜眼, 比排名第三位的博时基金高出 1286.70 亿元。

截至 2019 年末, 创金合信受托管理资金总额 3348.02 亿元, 全年平均受托资金管理收益率为 6.68%。在规模逐步壮大的同时, 创金合信的资产管理能力收获行业更高认可度, 荣获包括深交所“2019 年优秀债券投资

交易机构”、苏宁金融“最佳用户陪伴基金公司”等多项大奖，其中恒利超短债荣获东方财富风云榜“2019 年度最受欢迎债券类基金”。

**表7：2018、2019年创金合信资产管理业务情况（亿元）**

项目	2019 年度	2018 年度
期末受托管理资金总额	3,348.02	3,539.05
其中：期末公募基金受托管理资金总额	225.04	152.11
期末特定客户资产管理计划受托管理资金总额	3,129.99	3,386.95
期内平均受托管理资金额	3,447.90	3,787.65
受托资金总体损益	230.46	68.39
平均受托资金管理收益率(%)	6.68%	1.81%

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

### 3.2.3 坚定产业投资理念，直投规模不断攀升

私募股权投资子公司一创投资成立于 2010 年，自成立以来始终坚持“产业视角、平台战略、机制优势”三位一体的发展战略，致力促进产融结合，关注服务实体经济，与地方国有资本投资运营公司、重点产业龙头企业、上市公司等共同设立并管理多支产业基金，大力支持传统产业转型升级和战略性新兴产业、先进制造业、高端装备制造业的发展，优化地方经济结构。2019 年，一创投资旗下 2 家二级私募子公司广东恒元创投和广东晟创投资完成了基金业协会的证券私募基金子公司备案。截至 2019 年底，一创投资共有 5 家二级私募子公司获得了证券私募基金子公司管理人资格。

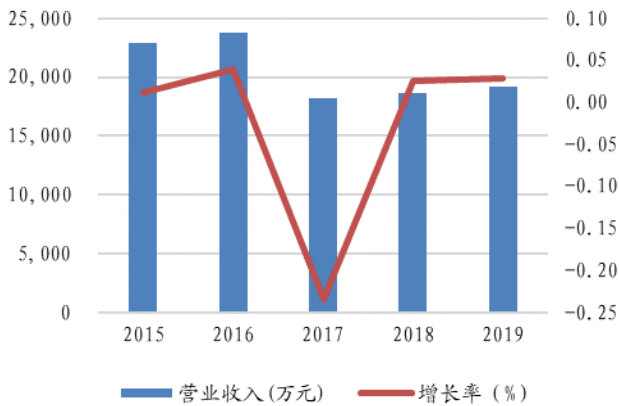
2019 年，一创投资在管基金 17 支，基金实缴规模 68.65 亿元，其中，2019 年新设基金 2 支，新设基金认缴规模 10.16 亿元，新设基金实缴规模 5.16 亿元。同年，一创投资及二级私募子公司新增投资企业 6 个，合计投资金额 3.70 亿元。一创投资将发展理念和地域特征高度结合，格外关注政策支持下农业企业的发展机遇。其中，与广东省农业供给侧结构性改革基金、深圳诺普信农化股份有限公司、广州市新兴产业发展基金等产业投资人和政府产业引导基金合作发起设立了股权投资基金，重点关注新型农业经营和服务主体、特色作物产业链、以及乡村振兴政策引导下的休闲农业田园综合体的投资机会。

此外，在注册制加速推进的大背景下，把握科创板和创业板乃至主板上市企业的发展机遇，享受成长红利也是公司直投业务的重要着力点。注册制之下券商将更大程度的参与公司上市全流程，并将自身利益和企业业绩高度绑定，对公司项目定价能力和行业研究水平提出更高要求。依托产业投资理念，公司直投部门有能力更好把握上市企业的行业定位和发展空间，提升投资收益率。前期受资本金限制，参与科创板项目相对较少，此次充实资本后，随着创业板注册制的落地，公司更有能力去抓住“投行+直投”带来的业务规模和投资收益双增长的历史机遇，参与更多优秀项目，推动直投业务取得更大突破。

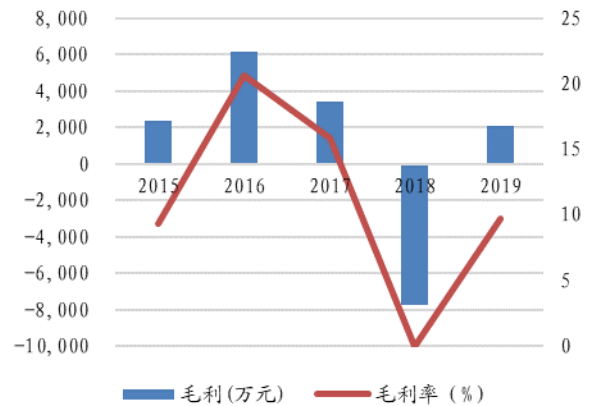
### 3.3 “大投行”持续发力，多项业务实现突破

一创投行坚持以客户为中心，走特色化发展道路。2019 年投行抓住市场加速扩容机遇，投行业务营收达 1.9 亿元，承销 20 家各类项目，承销金额共计 148.56 亿元，同比实现大幅增长。一创投行的前身是一创摩根，2011 年由公司和摩根大通共同出资组建。2017 年 7 月 3 日，公司收购摩根大通持有的一创摩根 33.3% 股权，自此一创投行成为公司的全资子公司。虽然投行全球化道路并未完全走通，和海外投行巨头的整合效果不及预期，但与摩根的 6 年合作为一创投行带来了宝贵的国际化经验。我们认为，一创投行团队较为成功的融合了国际投资银行先进的管理经验和国内投资银行的本土竞争力，在结合国外投行优势的基础上，依托于第一

创业的平台和品牌, 凭借丰富的市场经验、强大的执行能力、与各类市场主体良好的合作关系以及广泛的分销网络等优势, 有能力为客户提供优质的资本市场服务。在科创板和创业板注册制背景下, 一创投行较为丰富且优质的项目储备不仅能保证公司的投行业务收入, 也能为公司带来可观的跟投收益。

**图11: 2015-2019年第一创业投资银行业务营业收入**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图12: 2015-2019年第一创业投资银行业务毛利及毛利率**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

从细分项目上看, 2019年一创投行承销家数和承销金额同比均有明显提升, 业务收入同比增长 94.53%。其中在股权融资方面, 一创投行完成 IPO 项目 2 单、定向增发项目 3 单、可转债项目 2 单, 总承销金额 59.87 亿元; 债权融资方面, 完成公司债项目 11 单、企业债项目 1 单、资产证券化项目 1 单, 总承销金额 88.70 亿元; 并购重组业务方面, 完成财务顾问项目 5 单, 其中 IPO、定增、可转债和企业债项目均较 2018 年显著改善, 投行业务的业绩贡献度明显提升。

**表8: 2019年一创投行的证券承销业务情况**

发行类型	承销家数		承销金额 (万元)	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
IPO	2	0	139,173	0
配股	0	0	0	0
增发	3	0	189,532	0
可转债	2	0	269,951	0
公司债	11	7	789,894	554,000
企业债	1	0	10,000	0
其他固定收益产品	1	2	87,065	100,000
小计	20	9	1,485,615	654,000

注: 一创投行联合保荐承销的项目, 计算承销金额时以一创投行实际承销的份额计算。

资料来源: 第一创业 2019 年年报, 东兴证券研究所

此外, 在企业并购重组这个各家投行重点发展的业务“蓝海”, 一创投行也在不断取得突破, 品牌价值得到显著提升。在中国证券业协会组织的 2019 年度证券公司从事上市公司并购重组财务顾问业务执业能力专业评价中, 公司获得 A 类最高评级。在行业评定之外, 公司在并购重组领域的专业能力也得到了市场的高度认

可, 斩获《国际金融报》“2019 最佳并购重组项目奖”、《证券时报》“2019 中国区财务顾问团队君鼎奖”等奖项。

## 4. 估值与盈利预测

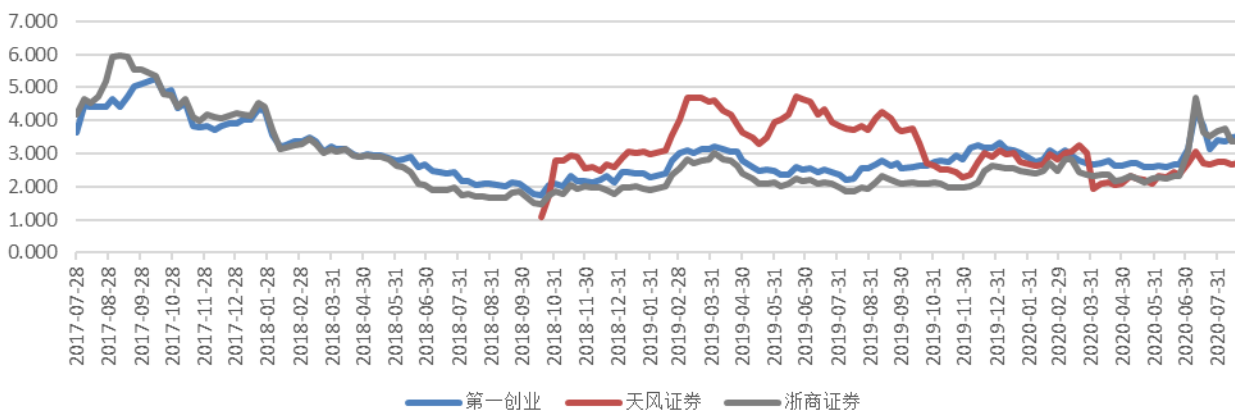
### 4.1 PB 估值——可比公司法

当前证券行业正处于一个变革的大时代中, 经纪业务、投行业务等传统佣金业务的价格战硝烟四起, 曾经佣金为王的年代一去不返, 自有资金投资和类信贷业务正逐渐成为证券公司的利润支柱。这种业务模式和欧美等成熟市场中的证券公司类似, 是我国资本市场对外开放进程加快, 证券公司经营高度市场化, 外资证券公司不断参与市场竞争大背景下的必然趋势。业务结构转型将成为未来一段时期我国证券行业发展的方向。

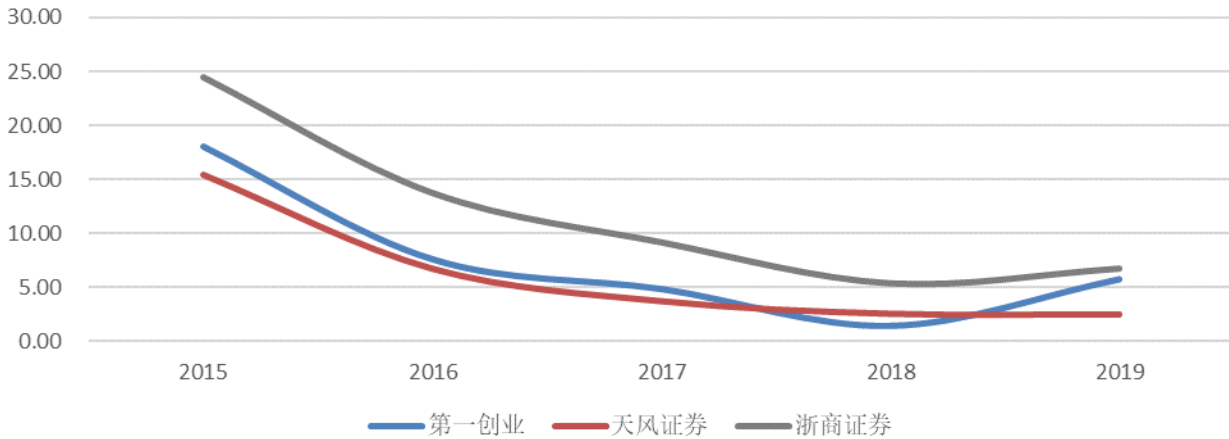
和行业整体情况不同, 近年来经纪业务一直未成为第一创业重要的收入来源。虽然收入占比最高的业务常发生变化, 但资管业务和固收类业务长期以来一直是公司的强项, 突出的主动管理能力是公司的核心优势所在。我们认为, 从资金投向看, 本次定增针对性极强, 是令公司资管、固收类业务“强者更强”的重要举措。同时在信用业务方面适时布局, 扩大稳定利润来源。随着资金使用到位, 公司的综合实力和核心竞争力有望大幅提升。

从公司历史估值水平看, 公司上市以来长期坚持“固定收益+资产管理”的业务模式, 公司 ROE 经历 2016-2018 年的下滑后企稳, 估值中枢也回归上行通道。公司当前估值为 3.53xPB, 与净资产规模和业务结构可比公司相比拥有更强的业务优势和差异化竞争优势, 可在当前估值基础上给予一定溢价。

图13: 第一创业募资完成后净资产规模相近的证券公司估值对比



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

**图14: 净资产规模相近的证券公司净资产收益率对比**


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

## 4.2 主营业务盈利预测

在对公司自身经营情况和发展趋势进行合理预测之外, 鉴于证券行业的特殊性, 其业绩与估值和政策及市场环境密切相关, 故我们需对相关要素做出基本假设, 并在假设的基础上对市场行情和公司经营情况做出预测。基于我们对行业的理解和市场的判断, 对公司几项核心业务预测如下:

1. 鉴于年初以来货币政策持续宽松, 且在政策及监管引导下银行理财、房地产、险资、地方国资等各类资金持续流入资本市场, 亦考虑疫情影响之下国内资本市场回报的比较优势凸显叠加 A 股在 MSCI、富时罗素等主要指数中的权重逐步加大将引导北上资金快速流入, 我们认为国内权益市场流动性将持续边际改善, 市场交易量有望趋势性上移。预计全年日均交易额增长 45%, 公司股基交易市占率稳中有升, 交易佣金率小幅下滑 5%, 未来三年经纪业务收入复合增长率为 23%;
2. 2019 年科创板注册制的顺利推行为证券公司投行业务带来可观增量, 科创板的发展壮大也为全面注册制提供了宝贵经验, 助力注册制进程提速。我们预计创业板注册制改革将为证券行业带来更大业务增量, 投行业务有望成为未来数年券商最大的  $\alpha$  业务。对于公司而言, 长期以来在投行业务上的持续布局将令公司优先受益于注册制改革红利, 公司在债券领域的专业化和品牌优势亦将为投行业务带来稳定增量, 预计未来三年投行业务收入复合增长率为 34%;
3. 随着自身业务结构的持续调整, 资管新规对公司资管业务的影响有望逐步减弱, 预计特色化发展模式将令公司资管规模先于行业见底。伴随资管业务结构的持续优化, 公司资管受托管理规模有望在年内触底回升, 对主动管理模式的侧重将带动业务收入回归增长快车道, 预计未来三年公司资管业务收入年复合增长率达 14%;
4. 本次定增募集资金中将有约 20 亿用于发展信用业务及偿还债务, 公司当前债务成本相对较高, 存在一定的本金及利息偿还压力, 预计定增完成后这一情况将得到显著改善, 同时在权益市场企稳回升后, 信用业务发展良机出现, 低风险的利息收入模式将助力公司经营行稳致远, 预计未来三年信用业务收入持续改善;

5. 公司自营业务将获得约 20 亿资本金补充，依托专业的固收投资模式和不断提升的权益投资能力，公司自营投资资产规模和投资收益有望持续度提升，预计未来三年投资收益年复合增长率为 28%。

## 5. 投资建议

当前证券行业正面临国内资本市场改革提速和国外竞争者大量入局这两大中长期趋势，业务结构革新将成为未来证券公司发展的主旋律。第一创业的业务结构有较为鲜明的特色，收入不过度依赖经纪业务，因此在行业持续激烈的佣金“价格战”中受冲击较小；而以“资管+固收”两大优势业务打造特色品牌，形成核心竞争优势，定增补充资本金后在差异化赛道有望成就“强者更强”。我们持续看好公司发展前景，认为其相较可比公司，拥有在特定业务领域中的核心优势和在行业中的差异化竞争优势，故给予公司一定的估值溢价及“推荐”评级。6 个月目标价 14.25 元，对应 4.5x PB 估值。

## 6. 风险提示

宏观经济下行风险、资本市场下跌风险、流动性风险、监管趋严风险、新冠疫情等外部风险、公司业绩不及预期风险

**附表：公司盈利预测表**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>资产:</b>						<b>营业总收入</b>	<b>1770</b>	<b>2583</b>	<b>3167</b>	<b>4248</b>	<b>4931</b>
货币资金	5211	7339	11237	14046	14560	手续费及佣金净收入	1149	1578	2066	2660	3301
其中: 客户资金存款	3389	5744	8653	10816	11357	经纪业务手续费净收入	233	287	431	495	535
结算备付金	1740	1587	2286	2776	3053	投资银行业务手续费净收入	255	415	560	840	1008
其中: 客户备付金	1494	1404	1966	2359	2595	资产管理业务手续费净收入	583	751	871	1058	1119
融出资金	2369	3925	5495	7254	7979	利息净收入	-44	-92	39	66	53
存出保证金	89	142	214	268	281	投资收益	628	683	977	1408	1435
应收款项	289	330	336	355	358	其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	121	138	154	185	217
买入返售金融资产	4740	2498	3247	2250	2318	其他收益	6	4	7	7	7
金融投资	12171	15927	18902	23741	28797	公允价值变动净收益	-35	354	10	33	62
其中: 交易性金融资产	12171	15841	18816	23655	28712	汇兑收益	1	0	1	0	0
其他权益工具投资		86	86	86	86	其他业务收入	65	55	68	74	73
长期股权投资	1441	1436	1413	1441	1470	资产处置收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	341	331	327	337	347	<b>营业总支出</b>	<b>1682</b>	<b>1896</b>	<b>2098</b>	<b>2737</b>	<b>3194</b>
固定资产	138	144	143	143	143	税金及附加	18	20	25	38	39
在建工程	10	14	19	19	18	业务及管理费	1455	1551	1943	2589	3006
无形资产	285	282	266	269	272	资产减值损失	198				
商誉	15	15	15	15	15	信用减值损失		314	117	96	136
递延所得税资产	301	380	410	443	479	其他业务成本	10	11	13	14	13
其他资产	1028	1224	1653	1818	1909	<b>营业利润</b>	<b>88</b>	<b>687</b>	<b>1069</b>	<b>1511</b>	<b>1737</b>
<b>资产总计</b>	<b>33564</b>	<b>35574</b>	<b>45963</b>	<b>55174</b>	<b>61999</b>	加: 营业外收入	18	6	12	12	11
<b>负债:</b>						减: 营业外支出	2	0	1	1	1
短期借款	243	202	212	213	218	<b>利润总额</b>	<b>104</b>	<b>693</b>	<b>1080</b>	<b>1522</b>	<b>1747</b>
应付短期融资款		55	100	100	100	减: 所得税费用	-28	109	173	259	279
拆入资金	2000	500	800	1000	1100	<b>净利润</b>	<b>132</b>	<b>583</b>	<b>907</b>	<b>1263</b>	<b>1467</b>
交易性金融负债	1019	904	1357	1764	2116	归属于母公司所有者的净利润	124	513	817	1137	1320
衍生金融负债	3					少数股东损益	7	70	91	126	147
卖出回购金融资产款	8370	9459	10405	14047	18261	其他综合收益的税后净额	-113	0	0	0	0
代理买卖证券款	4773	6986	10248	13133	13613	<b>综合收益总额</b>	<b>19</b>	<b>583</b>	<b>907</b>	<b>1263</b>	<b>1467</b>
应付职工薪酬	478	638	807	1093	1256	归属于母公司所有者的综合收益总额	15	513	817	1137	1320
应交税费	43	47	56	67	74	归属于少数股东的综合收益总额	4	70	91	126	147
应付款项	8	39	54	56	58						
长期借款	315	410	483	580	667	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	6599	6411	6406	6983	7100		<b>2018A</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
递延所得税负债	15	21	21	21	21	营业收入增长	-9%	46%	23%	34%	16%
其他负债	305	326	294	306	340	营业利润增长	-70%	343%	56%	39%	16%
<b>负债合计</b>	<b>24400</b>	<b>26060</b>	<b>31244</b>	<b>39363</b>	<b>44924</b>	归属于母公司净利润增长	-71%	313%	59%	39%	16%
<b>股东权益:</b>						ROE (%)	1.41%	5.67%	5.87%	7.61%	8.18%
股本	3502	3502	4202	4202	4202	<b>每股收益:</b>					
资本公积	2593	2608	6045	6045	6045	基本每股收益	0.04	0.15	0.23	0.32	0.38
其它综合收益	-225	0.3	0.3	0.3	0.3	稀释每股收益	0.04	0.15	0.23	0.32	0.38
盈余公积	294	296	378	491	623	<b>估值比率</b>					
一般风险准备	993	1021	1203	1455	1749	P/E	377.8	91.6	57.5	41.3	35.6
未分配利润	1644	1615	2081	2747	3516	P/B	5.34	5.20	3.38	3.14	2.91
归属于母公司所有者权益合计	8802	9044	13910	14941	16136						
少数股东权益	362	471	662	711	768						
<b>所有者权益合计</b>	<b>9164</b>	<b>9514</b>	<b>14719</b>	<b>15811</b>	<b>17075</b>						
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>33564</b>	<b>35574</b>	<b>45963</b>	<b>55174</b>	<b>61999</b>						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	非银行金融行业报告: 农险深度解析——“后车险时代”的产险新风向	2020-02-13
行业深度报告	非银行金融行业报告: “资本化”和“创新力”大考在即	2019-12-31
行业深度报告	非银行金融行业报告: 市场回暖带动业绩增长, 结构转型扩展估值空间	2019-11-11
行业深度报告	非银行金融行业报告: 以华泰证券为鉴, GDR 发行全流程投资机会剖析	2019-11-04
行业深度报告	非银行金融行业报告: 科创板注册制专题报告之一——科创板助力证券行业“再起跳”	2019-10-14
行业深度报告	非银行金融行业报告: 健全制度体系, 全面提升证券公司经营能力	2019-09-20
行业事件点评报告	上市险企 8 月保费数据点评	2019-09-18
行业深度报告	非银行金融行业报告: 多重红利叠加行业迎来发展机遇期	2019-09-12

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘嘉玮

武汉大学学士, 南开大学硕士, “数学+金融”复合背景。四年银行工作经验, 五年非银金融研究经验, 两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员; 2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

## 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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526