

第一创业 (002797.SZ) 聚焦大资管业务，差异化竞争突围

2020 年 08 月 26 日

——第一创业首次覆盖报告

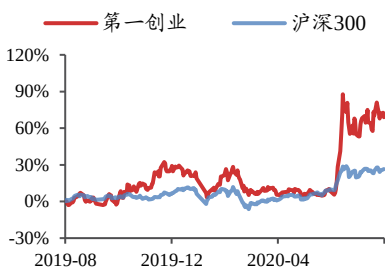
投资评级：买入（首次）
高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

日期	2020/8/25
当前股价(元)	10.91
一年最高最低(元)	12.63/6.14
总市值(亿元)	458.48
流通市值(亿元)	331.41
总股本(亿股)	42.02
流通股本(亿股)	30.38
近 3 个月换手率(%)	517.9

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 以固收为特色，以大资管业务为核心，差异化战略助力突围

公司采取差异化发展战略，以固收为特色，聚焦大资管业务为核心，在同质化竞争中实现突围。公司依靠市场化激励机制和固收品牌优势，资管业务实现快速发展，近 3 年资管业务营收贡献超 40%。定增有望进一步打开各项业务发展空间，轻资本业务模式带动下，ROE 有望超越行业平均。我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 9.70/12.25/16.06 亿元，分别同比+89.0%/+26.3%/+31.1%，EPS 分别为 0.23/0.29/0.38 元，加权平均 ROE 分别为 8.4%/8.4%/10.0%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 固收业务资质齐全，特色优势明显

公司在承销及做市业务上牌照齐全，助力公司在固收产品承销及交易业务双双开花。市场竞争激烈下，近两年公司固收产品销售金额有所下滑，交易业务收入贡献主要受市场波动影响。公司深耕固收领域多年，积累了雄厚的客户基础，形成了丰富的固收业务经验和品牌知名度，专业能力获得市场认可。

● 资管业务布局全面，盈利驱动能力强

资管业务以三大具体业务为抓手，全面布局，近三年为公司盈利增长核心驱动因素，营收贡献超 40%。公司主动管理能力持续增强，业绩实现稳步攀升，2019 年资管业务营收同比+44%。大资管行业空间广阔，公司主动管理优势有望得到充分体现。此外，公司成功发行我国首支知识产权证券化标准产品，公司依靠全牌照基础和 REITs 项目经验，有望受益于公募 REITs 发展机遇。

● 定向增发打破资金瓶颈，增强公司竞争优势

公司非公开发行募资 42 亿元补充资本金，定增完成后净资产提升 67%，核心净资产提升 89.24%，有利于打破公司原有业务资金瓶颈，降低负债成本，优化业务结构，增强公司竞争力。

● 风险提示：市场波动风险；资管业务表现不达预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,770	2,583	3,449	3,989	4,774
YOY(%)	-9.3	45.9	33.5	15.6	19.7
归母净利润(百万元)	124	513	970	1,225	1,606
YOY(%)	-70.7	313.7	89.0	26.3	31.1
毛利率(%)	5.0	26.6	39.5	43.2	47.4
净利率(%)	7.0	19.9	28.1	30.7	33.6
ROE(%)	1.4	5.7	8.4	8.4	10.0
EPS(摊薄/元)	0.04	0.15	0.23	0.29	0.38
P/E(倍)	369.7	89.4	47.3	37.4	28.5
P/B(倍)	5.2	5.1	3.3	3.0	2.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 证券牌照齐全，高管团队稳定	4
1.1、 规模不断扩大，业务牌照齐全	4
1.2、 股权结构分散，高管团队稳定	4
2、 大资管和固收业务驱动公司业绩高增	6
2.1、 业绩大幅增长，大资管和固收为两大核心主业	6
2.2、 大资管业务：业务布局完善，收入持续增长	8
2.3、 固定收益业务：业务特色优势明显	11
2.4、 投行：股承债承明显回升	13
2.5、 证券经纪业务：业务整体保持稳定	14
2.6、 自营投资及交易业务：收益率波动较大	15
3、 定增完成突破资金瓶颈，差异化战略助力公司突围	15
4、 盈利预测及估值分析	16
4.1、 盈利预测	16
4.2、 估值分析	17
4.3、 投资结论	17
5、 风险提示	18
附： 财务预测摘要	19

图表目录

图 1： 子公司多元	4
图 2： 2019 年净利润有所改善	6
图 3： 公司 ROE 与行业 ROE 变动趋同	6
图 4： 大资管业务占比 41%	8
图 5： 大资管业务布局完善	8
图 6： 大资管业务净收入总体呈增长趋势	9
图 7： 大资管业务规模有所放缓（单位：亿元）	9
图 8： 定向资管业务净收入占优（单位：万元）	9
图 9： 去通道影响下业务规模下降（单位：亿元）	9
图 10： 公募基金业务收入增速放缓	10
图 11： 公募基金规模有所下降	10
图 12： 2019 年私募股权基金业务收入大幅增长	11
图 13： 私募股权基金管理规模保持平稳	11
图 14： 公募 REITs 业务结构	11
图 15： 销售业务收入有所下降，交易业务营收波动较大	12
图 16： 债券交易量整体增长	13
图 17： 债券投资回报率波动较大	13
图 18： 市占率总体平稳，略有起伏	14
图 19： 公司佣金率变化趋势与行业趋同	14
图 20： 自营规模随市场波动（单位：亿元）	15
图 21： 自营收益率随市场波动较大	15
表 1： 前十大股东持股比例	4

表 2: 公司高管从业经历丰富	5
表 3: 公司综合排名处于行业中游	7
表 4: 资管业务占优, 经纪业务靠后	7
表 5: 手续费业务占比较高	7
表 6: 行业竞争加剧, 单只产品金额不断下降	12
表 7: 2018 年起投行业务改善明显	14
表 8: 公司盈利预测	16
表 9: 可比公司估值	17

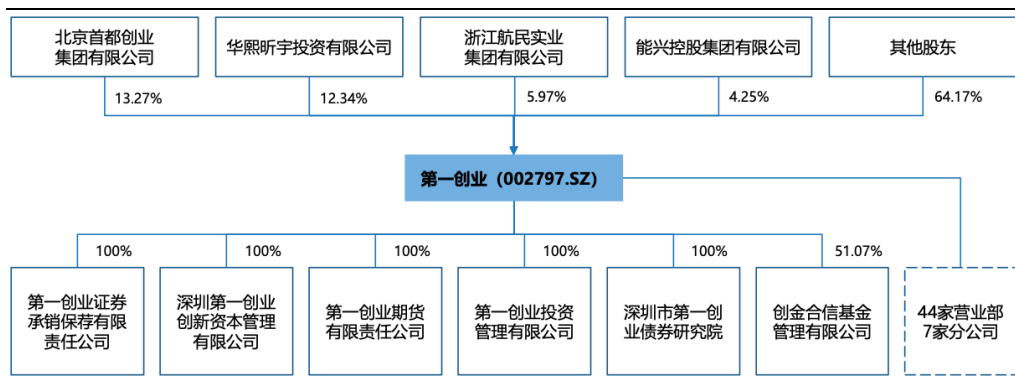
1、证券牌照齐全，高管团队稳定

1.1、规模不断扩大，业务牌照齐全

公司前身为佛山证券公司，1993 年，佛山证券公司成立。1997 年，改制为佛山证券有限责任公司。2002 年，佛山证券有限责任公司进行增资扩股，同时更名为“第一创业证券有限责任公司”，迁址至深圳。2008 年 8 月和 2011 年 8 月，公司共经历两次增资扩股，注册资本金增至 20 亿元。2016 年 5 月，公司首次公开发行股票 2.2 亿股并在深交所上市，注册资本金增至 22 亿元。

公司拥有证券全牌照。公司拥有 5 家全资子公司，包括投行、期货、PE 子公司，同时控股创金合信公司。公司拥有齐全的证券业务牌照，经营范围涵盖证券经纪、投资咨询、证券承销、自营、资产管理、代销金融产品等，覆盖交易所、银行间、一级股权投资市场、中证机构间等场内外市场，提供一站式综合金融服务。

图1：子公司多元



资料来源：开源证券研究所

1.2、股权结构分散，高管团队稳定

股权结构分散，治理体系完善。公司股权结构较为分散，公司无实际控制人。2019 年，公司原第一大股东华熙昕宇通过大宗交易和集中竞价方式减持公司 1.2%股份，原第二大股东首创集团被动成为公司第一大股东。2020 年公司进行非公开发行，首农集团、北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）成为公司第三大股东。首创集团为国有法人，国企股东背景的严合规及稳风控风格，民企股东背景的高效率加强激励措施，共同形成了公司高效且稳健的治理体系。

表1：前十大股东持股比例

股东名称	持股比例（%）
北京首都创业集团有限公司	12.72
华熙昕宇投资有限公司	7.74
北京首农食品集团有限公司	4.99
北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）	4.99
浙江航民实业集团有限公司	4.98
能兴控股集团有限公司	3.54

香港中央结算有限公司	1.67
西藏乾宁创业投资有限公司	1.39
中信证券股份有限公司	1.18
中信建投证券股份有限公司	0.90
合计	31.18

资料来源：公司公告、开源证券研究所

管理层稳定，从业经验丰富。公司董事长刘学民自公司创立初期始终为董事长，在公司任职超过 20 年。公司总裁王芳自 2004 年起加入公司，在公司先后担任首席律师、法律合规部总经理、合规总监、副总裁、总裁，任职超过 15 年。公司管理人员稳定，从业经验丰富。

表2：公司高管从业经历丰富

姓名	职位	任职期间	从业经历
刘学民	董事长	2015.4-至今	1997 年 8 月至 2002 年 7 月任佛山证券董事长, 2001 年 1 月至 2007 年 6 月任水晶投资有限公司董事、总经理, 2002 年 8 月至 2012 年 2 月任一创有限董事长, 2014 年 7 月至 2016 年 6 月任创新资本董事长, 2011 年 4 月至 2017 年 10 月任一创投行董事长。现任公司董事长, 兼任创金合信董事长, 一创投资董事, 创新资本董事。
王芳	董事、总裁	2015.4 至今	2000 年 6 月至 2004 年 9 月任大鹏证券有限责任公司法律支持部经理, 2004 年 10 月至 2012 年 2 月历任一创有限首席律师, 法律合规部总经理, 合规总监, 副总裁, 2012 年 3 月至 2018 年 6 月历任公司副总裁, 合规总监, 常务副总裁, 2016 年 8 月至 2019 年 2 月任银华基金监事会主席, 现任公司董事、总裁, 兼任一创投行执行董事, 银华基金董事。
马东军	财务总监、董事会秘书	2015.4-至今	2001 年 12 月至 2003 年 5 月任深圳同盛创业投资管理有限公司合伙人, 2005 年 7 月至 2007 年 3 月任日域(美国)国际工程有限公司财务部国际财务总监, 2007 年 7 月至 2012 年 1 月任深圳发展银行总行稽核部副总经理。于 2012 年 2 月加入公司任计划财务部负责人, 2017 年 7 月至 2017 年 10 月任一创投行董事, 2014 年 6 月至 2016 年 4 月任一创期货监事。现任公司董事会秘书, 财务总监, 兼任创新资本董事兼总经理, 一创投资董事, 一创期货董事。
刘红霞	副总裁	2016.8-至今	1999 年 4 月至 2003 年 4 月任金海马集团人力资源副总经理, 2003 年 4 月至 2005 年 7 月任中国建材深圳易好家商业连锁有限公司人力资源行政总监, 2005 年 10 月至 2008 年 4 月任深圳顺丰速运集团总监。于 2008 年 11 月加入公司, 现任公司副总裁, 兼任一创投资董事长兼总经理, 创新资本董事长, 创金合信董事, 一创恒健董事。
邱巍	副总裁	2017.3-至今	1990 年 9 月至 1994 年 7 月任汕头大学科研处科员, 2000 年 7 月至 2011 年 3 月任深圳发展银行广州分行公司部和零售部总经理, 科韵支行行长, 总行贸易融资部副总经理, 2011 年 4 月至 2014 年 5 月任广东南粤银行总行副行长。于 2014 年 6 月加入公

			司,现任公司副总裁,一创恒健副董事长。
尹占华	副总裁	2020.3-至今	1975年3月出生,经济学博士。2008年4月至2010年3月任泰康资产管理有限责任公司金融工程研究员;2010年4月至2012年1月任中国人寿资产管理有限公司原养老金部企业年金投资决策委员会委员兼固定收益团队负责人;2012年1月至2017年10月任安信证券股份有限公司资产管理部投资总监;2017年11月入职第一创业证券股份有限公司,2017年11月至2020年4月任第一创业证券股份有限公司资产管理部负责人,2020年3月至今任第一创业证券股份有限公司副总裁。

资料来源:公司公告、开源证券研究所

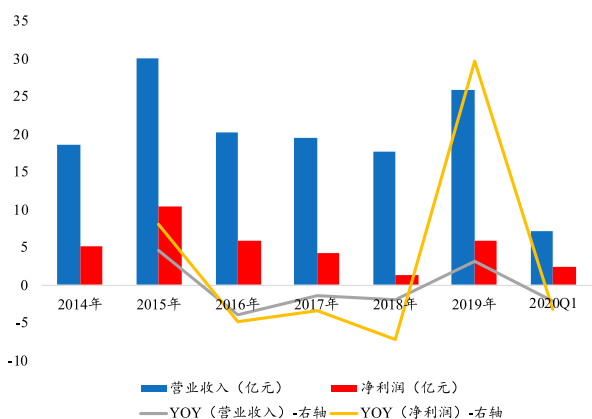
2、大资管和固收业务驱动公司业绩高增

2.1、业绩大幅增长,大资管和固收为两大核心主业

2019年净利润大幅改善,盈利能力呈上升态势。公司营业收入和净利润自2015年起逐年下降,2019年业绩改善明显,营业收入和净利润同比+45.94%/+341.67%。公司ROE与行业变动趋势一致,ROE水平略低于行业平均。2019年起盈利能力不断增强,2019年及2020Q1年化ROE分别为6.24%/10.10%,超过行业平均。

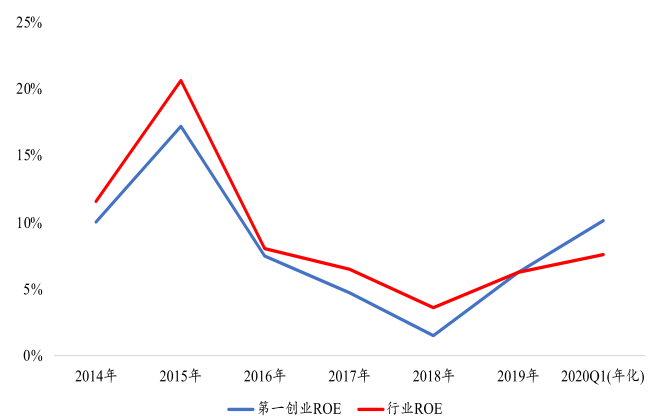
2020年上半年公司业绩大幅预增。公司预计2020年1-6月归属上市公司股东的净利润3.97亿至4.39亿,同比变动90.00%至110.00%。2020年上半年,证券市场行情大幅波动,公司积极把握市场机遇,证券经纪及信用业务、投资与交易业务等收入同比实现增长。公司用事实证明,以固收为特色、以资管为核心的特色化转型中,并不会缺席权益市场牛市的成长契机。

图2: 2019年净利润有所改善



数据来源: Wind、开源证券研究所

图3: 公司 ROE 与行业 ROE 变动趋同



数据来源: Wind、开源证券研究所

规模体量排名处于行业中游,资管业务优势明显。公司总资产排名稳定在行业50名左右,净利润呈增长趋势,2019年行业44名。净资产、净资本、核心净资本排名为60左右,公司规模体量排名处于行业中游。公司资管业务远超综合排名,优势地位明显;经纪、融资类业务排名靠后,处于相对劣势地位。

表3: 公司综合排名处于行业中游

	2017 年	2018 年	2019 年
总资产	47	49	50
净资产	55	56	55
净资本	57	60	58
核心净资本	62	65	66
净利润	51	47	44

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

表4: 资管业务占优，经纪业务靠后

	2017 年	2018 年	2019 年
经纪业务收入			
代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)	60	59	57
交易单元席位租赁净收入	36	39	43
代销金融产品收入	56	63	53
投行业务收入			
投行业务净收入	38	38	33
股票承销业务收入	-	-	-
债券承销业务收入	62	57	75
财务顾问净收入	65	51	77
资管业务收入			
资管业务净收入	32	27	22
利息净收入业务收入			
融资类业务利息收入	54	58	60
投资业务收入			
证券投资收入	57	44	42
国际业务收入			
海外业务收入占比	-	-	-

数据来源：中国证券业协会、开源证券研究所

资管业务占优，手续费业务高于同业。公司资管业务占比约为上市公司平均占比的三倍左右，高占比的资管业务带动轻资产型业务高于同业。资金型业务相对占比较低，利息净收入占比远低于上市公司平均占比。

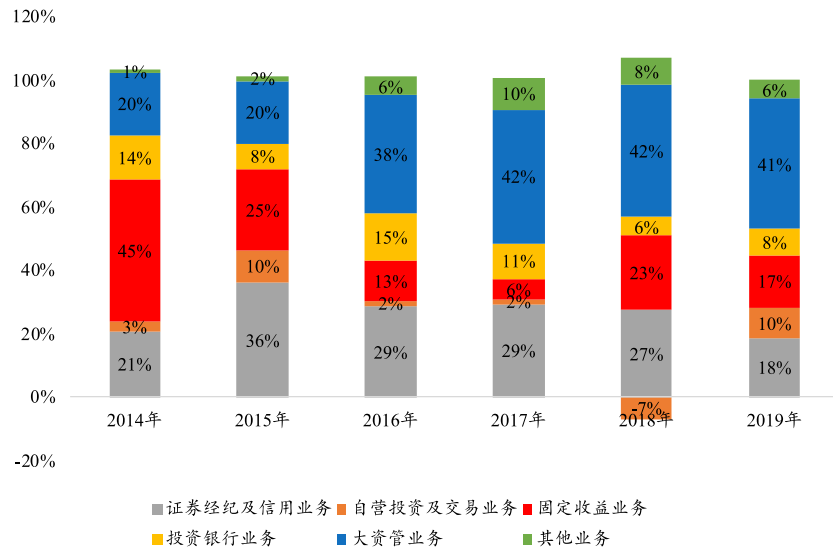
表5: 手续费业务占比较高

项目	第一创业			上市公司平均		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
经纪业务	15%	13%	11%	25%	25%	22%
投行业务	20%	14%	16%	14%	13%	11%
资管业务	32%	33%	29%	10%	12%	9%
投资业务	21%	34%	40%	35%	28%	40%
利息净收入	6%	-2%	-4%	11%	15%	13%
其他业务净收入	6%	8%	7%	4%	6%	5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

以固定收益业务为特色，以资产管理业务为核心。公司发展固收业务为特色业务，2014 年占比第一，2019 年占比 17%，与证券经纪业务持平。公司以大资管业务（包括资产管理业务和私募股权基金管理业务）为核心业务，占比从 20% 提升至 41%，稳坐公司第一大业务。固收及大资管业务占比合计达 58%，充分彰显公司以固收业务为特色，以资管业务为核心的战略目标。

图4：大资管业务占比 41%



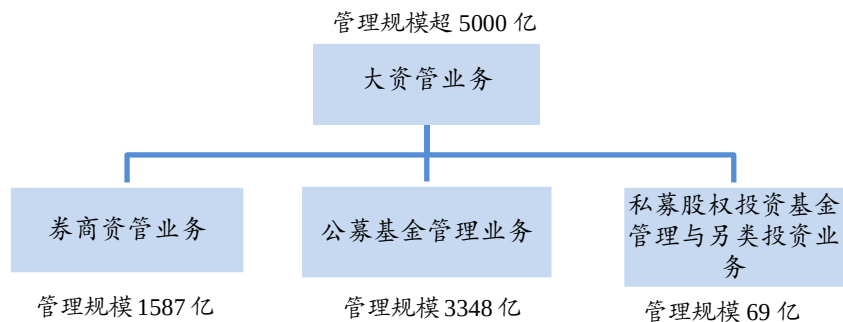
数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：大资管业务包括资产管理业务和私募股权基金管理与另类投资业务

2.2、大资管业务：业务布局完善，收入持续增长

三架马车齐驱，业务布局逐渐形成。公司大资管业务主要包括券商资管、公募基金管理业务、私募股权投资基金管理业务与另类投资业务，其中，公募基金管理业务通过子公司创金合信开展，私募股权投资业务通过子公司一创投资开展，另类投资业务通过创新资本开展，大资管业务布局形成。

图5：大资管业务布局完善

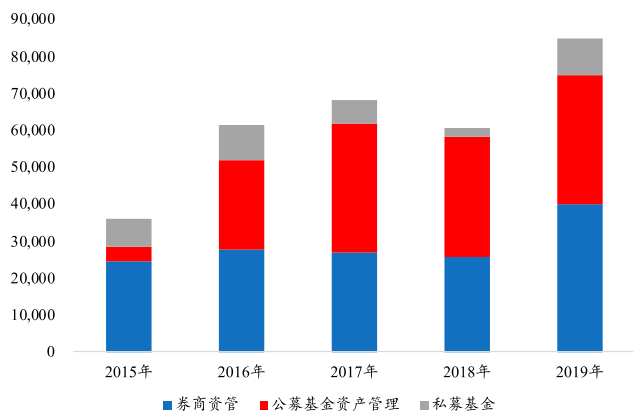


资料来源：公司年报、开源证券研究所

注：数据截至 2019 年末

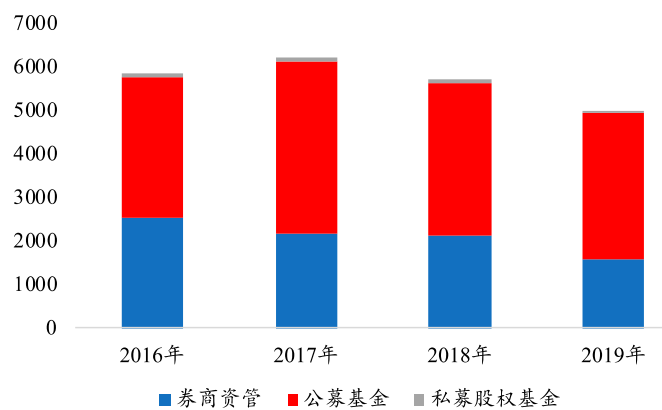
券商资管与公募基金业务发力驱动净收入增长，去通道造成业务规模有所放缓。2015年，大资管业务营业收入大幅增长，主要源于公募基金资管业绩改善明显。2019年券商资管业务带动资管业务整体净收入有所突破。受去通道影响，大资管业务规模从2007年的2181亿元下降至1587亿元。

图6：大资管业务净收入总体呈增长趋势



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图7：大资管业务规模有所放缓（单位：亿元）

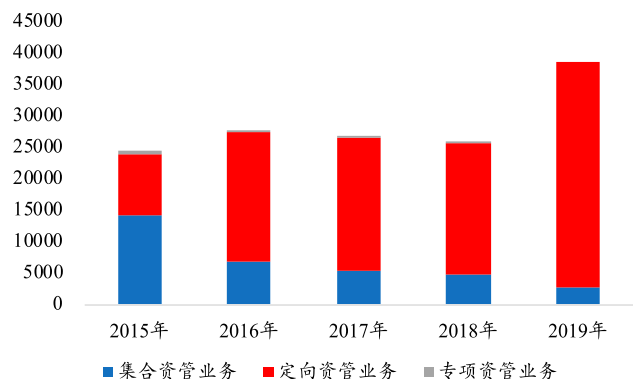


数据来源：公司年报、开源证券研究所

● 券商资管业务

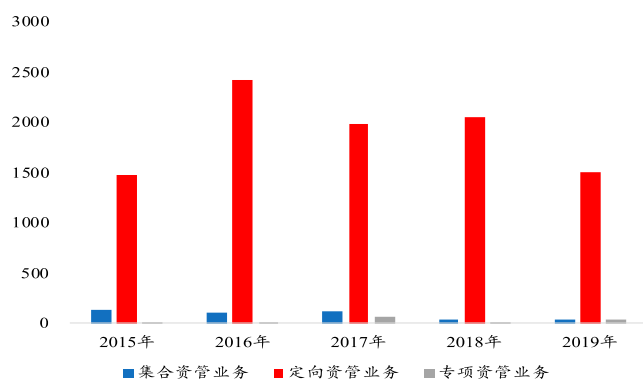
主动管理能力提升带动业绩增长，去通道影响下业务规模有所下降。券商资管业务包括集合资管、定向资管及专项资管业务三类。公司机构委托业务优势明显，定向资管业务占比最高。公司持续提升主动管理能力，不断积累客户资源，同时受益于2018年债市上行，2019年迎来业务爆发，定向资管业务净收入为3.57亿元，同比+70%。此外，受去通道影响，定向资管规模明显下降，2019年定向资管业务规模为1500亿左右，较2016年下降38%。

图8：定向资管业务净收入占优（单位：万元）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图9：去通道影响下业务规模下降（单位：亿元）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

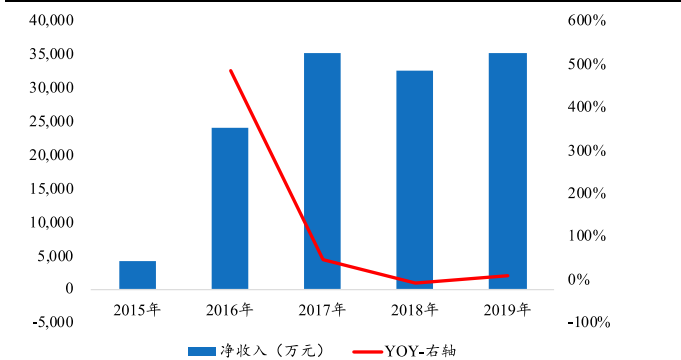
专项业务取得突破，专业能力获得市场认可。2019年，公司作为总协调人、财务顾问、募集人成功发行我国首支知识产权证券化标准化产品，实现我国知识产权证券化零突破。同时，公司作为计划管理人成功发行境内首单商业物业百亿储架式类REITs项目首期产品，专项业务取得较大突破。公司在2019年荣获“中国最佳固收

类券商资管奖“、“2019 中国固收类投投资团队君鼎奖“等奖项，资管能力受到市场认可。

● 公募基金管理业务

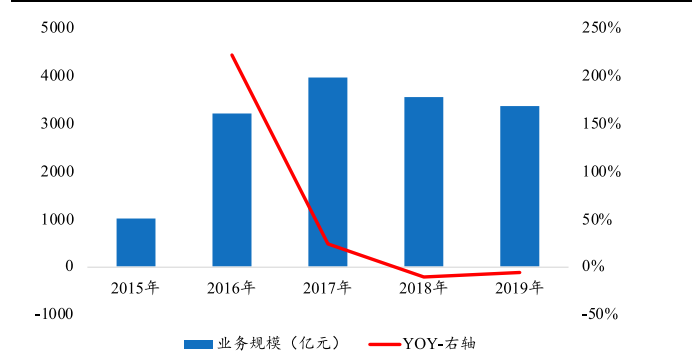
公募基金与专户业务双核驱动，业务发展保持平稳。随着公司着力打造大资管业务，公司在产品研发、渠道拓展、产品线布局等方面加大了投入，公司公募基金业务自2016年起有了突破性进展，净收入和业务规模同比增长约485%/220%。公司坚持公募基金与专户业务双核驱动，近几年业绩增速有所放缓，业务规模略有下降。

图10: 公募基金业务收入增速放缓



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图11: 公募基金规模有所下降



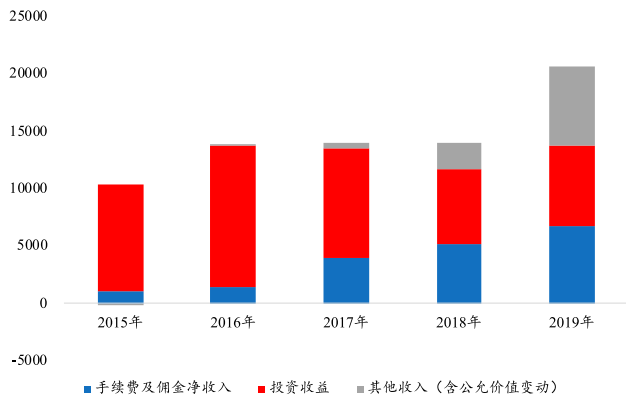
数据来源：公司年报、开源证券研究所

专户管理月均规模市场第二，业务荣获多项大奖。公司在专户业务上，不断推进存量产品转型，提升客户服务能力，增强客户粘性，根据公司年报，2019年度创金合信专业管理月均规模市场第二。同时，公司荣获深交所“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，行业优势地位明显。

● 私募股权基金管理与另类投资业务

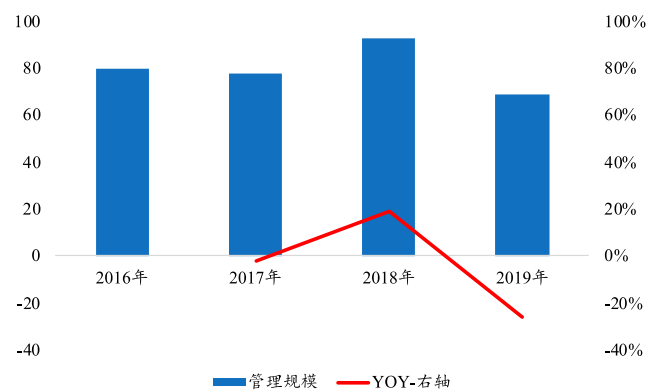
2019年收入大幅增长，业务规模保持平稳。2019年市场情况良好，公允价值变动损益大幅增加，从2018年-0.1万增加至4.2亿，带动业绩明显增长。由于私募股权投资市场发展趋缓，募资规模大幅收缩，投资活跃度下降，项目投资、基金退出面临较大压力，投资收益逐渐收窄。公司基金管理规模较为平稳，2019年规模增速有所回落。

图12: 2019年私募股权基金业务收入大幅增长



数据来源：公司年报报告分部、开源证券研究所

图13: 私募股权基金管理规模保持平稳

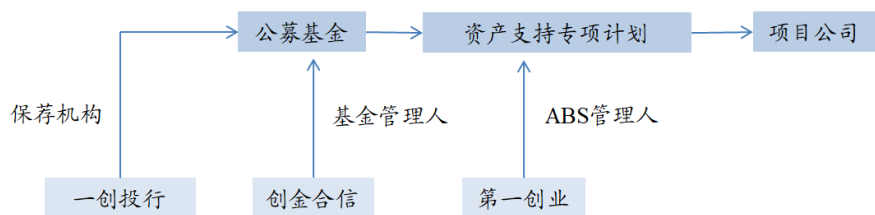


数据来源：公司年报、开源证券研究所

业务布局早，下设5家二级子公司。公司在私募股权基金方面业务布局较早，已构建了完整的基金投资体系，涵盖天使投资、VC/PE、Pre-IPO、产业基金、并购基金等在内的全生命周期基金。截至2019年，公司有5家二级私募子公司获得了证券公司私募基金子公司管理人资格，行业排名第三，优势地位明显。公司目前共管理18只基金产品，覆盖TMT、生物医药、农业、大消费等多类产业。

公募REITs是公司大资管业务协同的新方向。根据公司投资者关系活动公告，随着中国公募REITs时代正式到来，公司正积极筹划推进公募REITs。长期看，公募REITs将成为资本市场重要的产品类型之一，业务空间广阔。公募REITs业务需要券商各类牌照协同，公司资管、投行牌照齐全，具有市场化的经营机制和良好的内部协同，且具有项目经验和业务资源，未来有望充分受益于公募REITs发展机遇。

图14: 公募REITs业务结构



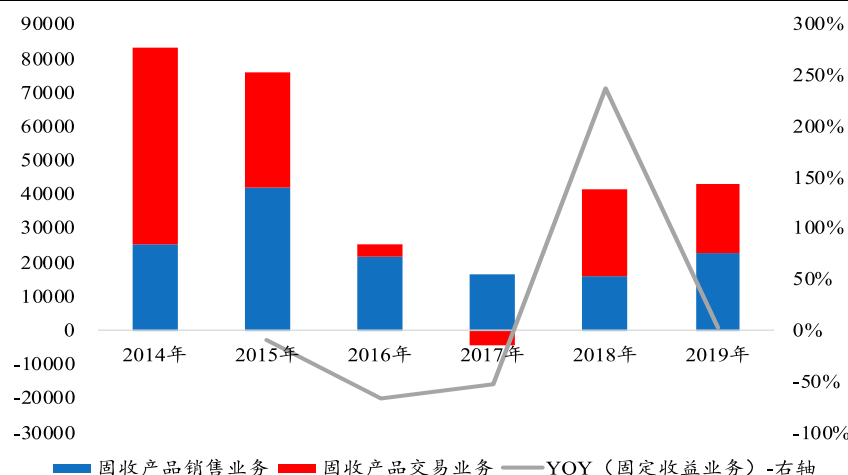
资料来源：开源证券研究所

2.3、固定收益业务：业务特色优势明显

固收业务包括销售和交易两大细分业务。公司固定收益业务分为固定收益产品销售和固定收益产品投资交易业务。固收产品销售业务指公司取得银行间债券市场国债、央行票据、政策性金融债及短期融资券、中期票据和非公开定向债务融资工具等固定收益产品的销售资格，向投资者销售该等固定收益产品，并获取销售佣金或向客户提供产品以提升客户服务水平的业务；固收产品投资交易包括做市交易、自营投资和撮合交易三类。

竞争加剧造成销售业务收入有所下降，交易业务受市场影响波动较大。固收业务自2014年整体呈下滑态势，2018年起业绩有所回升。市场竞争日益激烈，非金融企业债务融资工具主承及承销机构已由2017年120家扩充为2019年134家，2019年固收产品销售金额2980亿元，较2016年下降41%。交易业务收入受市场影响较大，2017年金融市场波动较大，债券市场波动加剧，固收产品交易业务收益有所下降，2018年市场情况转好，收益大幅增加。

图15：销售业务收入有所下降，交易业务营收波动较大



数据来源：公司年报、开源证券研究所

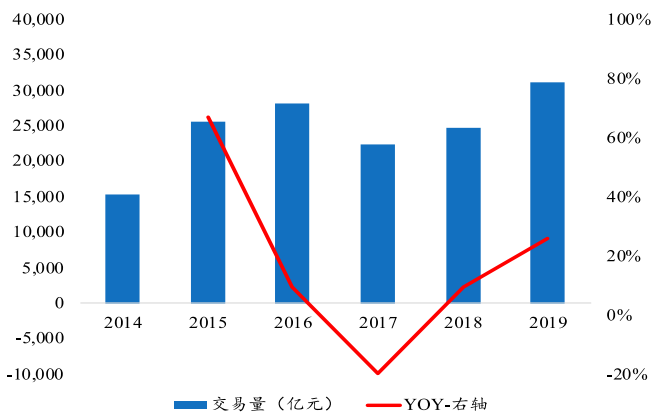
表6：行业竞争加剧，单只产品金额不断下降

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售金额（亿元）	3,643	5,993	5,060	3,929	3,070	2,979
销售数量（只）	2,150	3,654	3,857	3,497	4,135	4,397
销售单价（万元/只）	16,942	16,402	13,119	11,235	7,424	6,775

数据来源：公司年报、开源证券研究所

债券交易量整体呈增长趋势，投资回报率受债市影响波动较大。2019年债券交易量约为2014年的两倍，受市场影响，整体呈波动上升趋势，投资交易回报率波动较大。2016年债券指数涨幅较2014年、2015年明显收窄，债券投资回报率大幅下降，2018年国内监管政策明显缓和，货币政策持续宽松，财政政策也从收紧转为宽松，市场有所回暖，投资收益率随之上升。

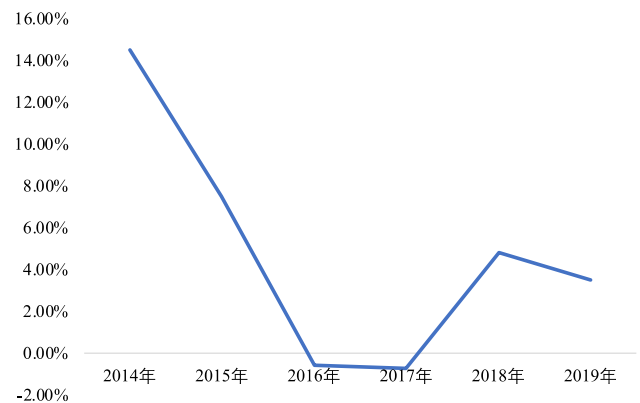
图16: 债券交易量整体增长



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

注: 交易量包括银行间市场和交易所市场

图17: 债券投资回报率波动较大



数据来源: 公司年报、开源证券研究所

注: 投资回报率=(固收业务分部投资收益+公允价值变动损益)/固收产品规模

业务资质齐全，客户基础雄厚。公司以成为“中国一流的债券交易服务提供商”为发展目标，深耕固收业务领域。2012年起，公司成为央行公开市场业务一级交易商；2016年，公司成为银行间债券市场做市机构(仅5家券商获此资格)，行业排名前列。公司拥有国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行金融承销商资格，积累了包括银行、基金公司、保险公司、投资公司和大型企业等大量客户，客户基础雄厚。

债券市场互联互通改革启动，利好固收业务。2020年4月8日，中国外汇交易中心正式宣布公司获批成为债券通报价机构，为公司固收业务拓展奠定基础。2020年7月19日，人民银行、证监会同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，结束了银行与债市长达23年的割裂，有利于切实便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动，形成统一市场和统一价格。对公司来说，交易方式更加灵活，固收产品交易业务更加便利；债市交易活跃度提升下，固收产品销售业务迎来利好。

利用科技赋能，打造eBOND固收综合系统。公司通过科技赋能，历时4年打造eBOND固收综合系统，集“最新最全的债券资讯”、“债券一级承分销”、“二级交易执行及管理”、“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，支持债券交易的全业务场景，实现固收全业务、全品种的线上化管理，极大提高了公司业务效率和客户体验。未来，公司将尝试开设eBOND官方直营店，并在多平台上建设渠道店，共建数字化生态；同时，利用客户大数据和线上场景应用，实现客户分类服务。

2.4、投行：股承债承明显回升

回购外资股东股权，一创投行重归全资控股。2010年，公司为进一步提升投行业务的市场竞争实力，与摩根大通合作成立一创摩根，从事投资银行业务，2017年由于双方合作分歧，公司回购摩根大通持有的一创33.30%的股权，同时一创摩根更名为第一创业证券承销保荐有限责任公司，由第一创业独立发展。

股债双双回暖，投行业务逐渐向好。2017、2018 年一创投行重新发展投行业务，同时受中国证监会 IPO 审核趋严的影响，业绩大幅下降。2019 年起市场回暖，业务改善明显，总承销金额上升至 148.56 亿元，2020Q1 承销金额为 62.46 亿元。从业务数量来看，2019 年完成 IPO2 单，增发 3 单，债券融资共完成 15 单，股承和债承业务双双向好。

表7：2018 年起投行业务改善明显

承销金额（亿元）	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
IPO	0.00	16.30	12.76	0.00	13.92	0.00
配股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
增发	69.70	52.50	10.95	0.00	18.95	0.00
股权融资	69.70	68.80	23.71	0.00	32.87	0.00
可转债	0.00	0.00	0.00	0.00	27.00	24.27
公司债	116.00	181.50	87.00	55.40	78.99	30.57
企业债	0.00	30.90	0.00	0.00	1.00	0.00
其他固定收益产品	290.52	217.84	100.00	10.00	8.71	8.00
债券融资	406.52	430.24	187.00	65.40	115.69	62.84
合计	476.22	499.04	210.71	65.40	148.56	62.84

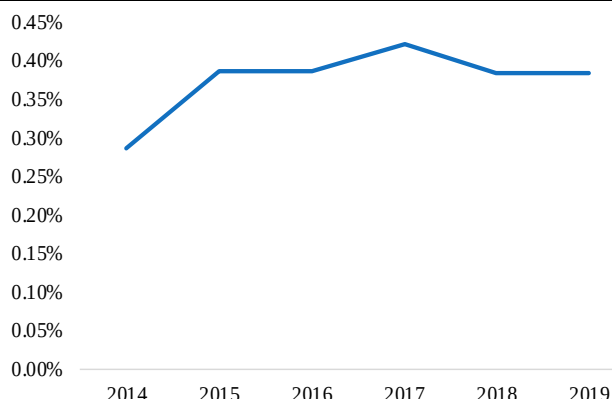
数据来源：公司年报、开源证券研究所

投行员工人数保持稳定，业务平稳发展。公司近三年投行人数保持稳定，2017 年和 2018 年员工人数均为 80 人，2019 年从业人数增加至 84 人，人员小幅增加，业务未来保持平稳发展。

2.5、证券经纪业务：业务整体保持稳定

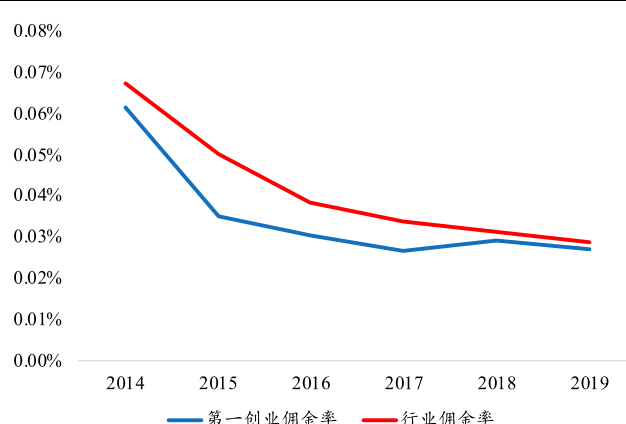
市占率总体保持平稳，佣金率变化趋势与行业趋同。公司市占率自 2015 年起总体较为平稳，2017 年略有起伏。公司佣金率整体低于行业水平，与行业佣金率均呈下滑趋势，2014 年公司佣金率为 0.0613%，2019 年下降至 0.0271%，降幅超 50%，2018 年公司交易单元席位租赁收入较高，带动佣金率有所增长。

图18：市占率总体平稳，略有起伏



数据来源：Wind、公司年报、开源证券研究所

图19：公司佣金率变化趋势与行业趋同



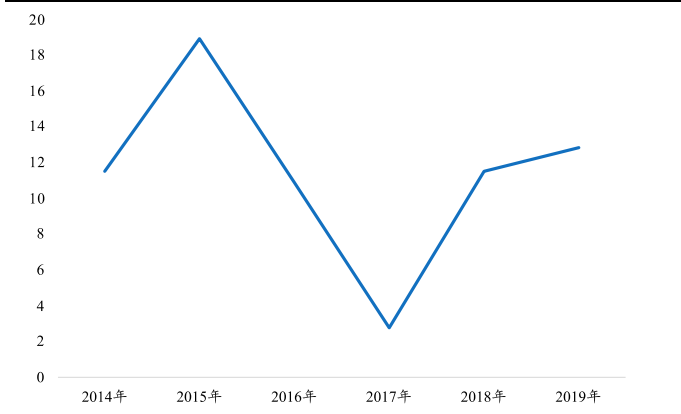
数据来源：Wind、开源证券研究所

营业部数量稳健增长，业务布局良好。截至 2019 年末，公司拥有 44 家营业部，较 2015 年增长 9 家，营业部数量稳健增长。其中，14 家位于广东省，其余营业部分布于全国各省主要城市，形成以广东为核心，逐步向全国拓展的良好布局，为公司经纪业务增长打下良好基础。

2.6、自营投资及交易业务：收益率波动较大

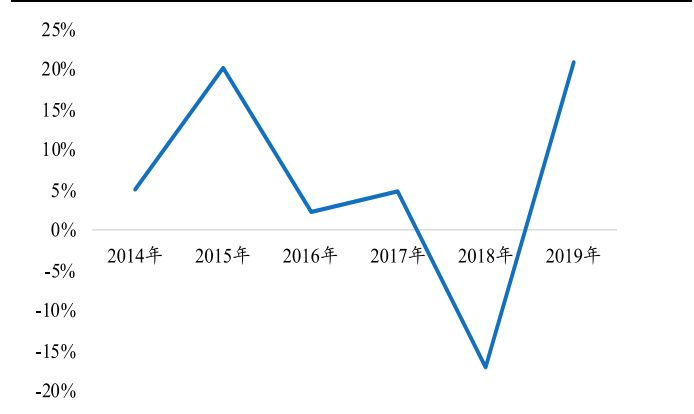
自营规模与自营收益率随市场波动。公司自营业务以绝对收益为目标，主要交易品种为不含固收产品的其他金融资产，包括股票、股指期货、EFT 期权等。公司自营资产规模与收益率随市场波动较大。2015 年市场表现较好，收益率有所上升，达 15.42%。2018 年受金融去杠杆影响，叠加中美贸易摩擦升级，权益市场全年呈下跌态势，公司收益率随之下降，2019 年随着市场转暖，收益率触底反弹。

图20： 自营规模随市场波动（单位：亿元）



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图21： 自营收益率随市场波动较大



数据来源：公司年报、开源证券研究所

注：自营收益率=自营分部收入/自营分部资产

3、定增完成突破资金瓶颈，差异化战略助力公司突围

定增募资 42 亿补充净资本，业务发展空间打开。2020 年 7 月，公司非公开发行定增 7 亿股本，共筹集资金 42.00 亿元。所募集资金扣除发行费用后，将全部用于增加公司资本金，补充营运资金及偿还债务。非公开发行完成后，公司净资本由 2019 年末的 62.06 亿元增加至 103.43 亿元，提升 66.66%；核心净资本由 2019 年末的 46.36 亿元增加至 87.73 亿元，提升 89.24%，彻底改变了部分业务规模因净资本原因而受到限制的境况,为公司各项业务的进一步稳健发展打开了广阔的空间。

股东实力增强，助力市场化机制优势。非公开发行的新股登记完成后，首创集团仍为公司第一大股东；华熙昕宇持股比由 9.28%下降为 7.74%，为第二大股东；首农集团、北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）首次进入公司十大股东，持股比均为 4.99%。公司的股权资本得到充实，发行前后公司均无控股股东和实际控制人，公司在治理结构上的独立性未受影响，多元化的股权结构有利于公司继续充分利用市场化经营机制。

坚持差异化战略，以客户为中心。公司自 2016 年提出“成为有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司”这一战略定位后，大资管业务和固定收益业务不断攀升，成为公司业绩的主要驱动力，公司已从一家业务单一的小型证券公司发展

成为“业务特色鲜明、收入结构均衡、布局全国”的综合性证券。未来，公司仍将坚持这一定位，继续打造公司优势业务。

4、盈利预测及估值分析

4.1、盈利预测

盈利预测核心假设：

- 我们预计 2020-2022 年 A 股日均股基成交额分别为 8818 亿/9875 亿/11356 亿，分别同比+58%/+12%/+15%。
- 我们假设公司经纪业务市占率保持稳定，2020-2022 年股基成交额市占率均为 0.38%。
- 在注册制改革深化、再融资及并购重组松绑的政策红利下，我们预计证券行业投行业务收入将迎来机遇期。考虑到公司投行业务发展呈上升趋势，预计公司投行业务收入在 2020-2022 年分别+35%/+25%/+25%。
- 受去通道影响，我们预计 2020-2022 年公司券商资管业务规模分别+5.69%/13.52%/20.32%，公募基金业务规模同比+10%/+15%/+15%。

基于上述假设，我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 9.70 亿、12.25 亿和 16.06 亿元，分别同比+89.0%/+26.3%/+31.1%。加权平均 ROE 分别为 8.4%/8.4%/10.0%。

表8：公司盈利预测

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	17.70	25.83	34.49	39.89	47.74
代理买卖证券业务净收入	2.33	2.87	4.26	4.63	5.17
证券承销业务净收入	2.55	4.15	5.60	7.00	8.75
受托客户资产管理业务净收入	5.83	7.51	8.74	10.82	13.73
利息净收入	-0.44	-0.92	0.18	0.11	-0.53
投资净收益	6.28	6.83	13.49	14.77	17.67
其他业务收入	0.65	0.55	2.22	2.55	2.94
营业支出	16.82	18.96	20.85	22.65	25.11
营业税金及附加	0.18	0.20	0.27	0.31	0.37
管理费用	14.55	15.51	18.28	20.34	22.91
信用减值损失	1.98	3.14	2.20	1.87	1.68
其他业务成本	0.10	0.11	0.11	0.13	0.15
营业利润	0.88	6.87	13.64	17.24	22.63
加：营业外收入	0.18	0.06	0.14	0.16	0.19
减：营业外支出	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1.04	6.93	13.77	17.40	22.82
减：所得税	-0.28	1.09	2.75	3.48	4.56
净利润	1.32	5.83	11.02	13.92	18.25
减：少数股东损益	0.07	0.70	1.32	1.67	2.19
归属于母公司所有者的净利润	1.24	5.13	9.70	12.25	16.06
YOY	-70.7%	313.7%	89.0%	26.3%	31.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、估值分析

● 可比公司市净率法

证券公司估值以市净率（PB）指标为主，我们结合第一创业 ROE、资产质量、分红和竞争优势等因素，基于可比公司进行 PB 对标估值。

选取 7 家净资产相近的上市券商作为可比公司。我们选取净资产规模与第一创业相近的上市券商作为可比公司（基于 2020 年 7 月末归母净资产），同时剔除新股红塔证券、2020 年化 ROE 较低的太平洋证券。最终，我们选取西南证券、西部证券、山西证券、南京证券、国海证券、天风证券、中原证券 7 家上市券商作为可比公司。

估值高于可比券商，ROE 明显较高，轻资本模式有望带来较高的盈利能力。从下表数据看，7 家可比券商 2020 年 1-7 月年化 ROE 为 6.46%，第一创业 ROE 7.45%，高于可比券商均值 15%，同时公司 PB 及 PB/ROE 估值高于可比券商。我们认为公司资管业务特色优势明显，市场化机制较强，有望在长期差异化竞争中胜出，轻资本模式有望带来更高的盈利空间。

表9：可比公司估值

公司名称	总市值	2019 年归母净 利润	2020 年 7 月净 资产	2020 年 1-7 月 年化 ROE	P/B（基于 7 月 末净资产）	P/E（基于 2019 年净利润）	PB/ROE
第一创业	458	5.13	133.83	7.45%	3.43	89.36	45.96
西南证券	374	10.42	244.76	5.64%	1.53	35.90	27.08
西部证券	340	6.10	184.48	7.89%	1.85	55.78	23.39
山西证券	295	5.10	166.42	7.53%	1.78	57.91	23.58
南京证券	511	7.10	110.94	8.04%	4.60	71.94	57.26
国海证券	306	4.88	178.88	7.19%	1.71	62.74	23.81
天风证券	464	3.08	171.74	5.42%	2.70	150.75	49.86
中原证券	217	0.58	136.86	3.51%	1.97	463.31	56.11
可比公司平均				6.46%	2.30	128.33	37.30

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述市值数据取自 2020 年 8 月 25 日市场收盘价。

4.3、投资结论

资管和固收特色突出，定增后业务空间进一步打开，首次覆盖，给予“买入”评级。

1) 公司采取差异化发展战略，以固收为特色，聚焦资管为核心，在同质化竞争中实现突围。公司依靠市场化激励机制和固收品牌优势，资管业务实现快速发展，近 3 年资管业务营收贡献超 40%，轻资本业务模式带动下，ROE 有望超越行业平均。2) 公司定向增发募资 42 亿元补充资本金，定增完成后净资产提升 66.66%，核心净资产提升 89.24%，有望进一步打开各项业务发展空间。3) 我们预计公司 2020 年-2022 年归母净利润分别为 9.70/12.25/16.06 亿元，分别同比+89.0%/+26.3%/+31.1%，EPS 分别为 0.23/0.29/0.38 元，加权平均 ROE 分别为 8.4%/8.4%/10.0%，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

5、风险提示

- 市场波动风险;
- 公司资管业务增长不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	25266	29250	41449	49489	58627
现金	5211	7339	10832	12681	14490
应收票据及应收账款	692	330	331	455	512
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	0	0	0	0
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	19363	21581	30286	36353	43624
非流动资产	8298	6324	6786	7133	7509
长期投资	1441	1436	1580	1706	1842
固定资产	138	144	144	144	144
无形资产	285	282	282	282	282
其他非流动资产	6434	4462	4781	5001	5240
资产总计	33564	35574	48235	56622	66136
流动负债	17100	18830	24926	30381	37270
短期借款	10613	10216	14813	19257	25034
应付票据及应付账款	174	39	89	139	189
其他流动负债	6313	8575	10024	10985	12047
非流动负债	7300	7230	8532	10169	11151
长期借款	6914	6821	8185	9822	10804
其他非流动负债	386	409	347	347	347
负债合计	24400	26060	33458	40550	48421
少数股东权益	362	471	731	796	877
股本	3502	3502	4202	4202	4202
资本公积	2593	2608	2608	2608	2608
留存收益	1938	1911	6215	7446	9007
归属母公司股东权益	8802	9044	14046	15277	16838
负债和股东权益	33564	35574	48235	56622	66136

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-833	2310	3029	3519	4153
净利润	132	583	1102	1392	1825
折旧摊销	290	88	138	188	238
财务费用	0	0	0	0	1
投资损失	-120	-560	-610	-660	-710
营运资金变动	1286	1984	2084	2184	2284
其他经营现金流	-2420	214	314	414	514
投资活动现金流	-546	77	97	117	137
资本支出	0	1	1	1	1
长期投资	2	153	173	193	213
其他投资现金流	58	60	70	80	90
筹资活动现金流	-20	-458	-2618	-2625	-3403
短期借款	567	523	543	563	583
长期借款	1400	500	600	700	800
普通股增加	0	0	0	0	1
资本公积增加	47	130	130	130	130
其他筹资现金流	0	435	0	0	1
现金净增加额	-1398	1930	508	1011	888

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1770	2583	3449	3989	4774
营业成本	1682	1896	2085	2265	2511
营业税金及附加	18	20	27	31	37
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	1455	1551	1828	2034	2291
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	198	314	220	187	168
其他收益	65	55	222	255	294
公允价值变动收益	-35	354	0	0	0
投资净收益	628	683	1349	1477	1767
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	88	687	1364	1724	2263
营业外收入	18	6	14	16	19
营业外支出	2	0	0	0	0
利润总额	104	693	1377	1740	2282
所得税	-28	109	275	348	456
净利润	132	583	1102	1392	1825
少数股东损益	7	70	132	167	219
归母净利润	124	513	970	1225	1606
EBITDA	394	781	1516	1928	2520
EPS(元)	0.04	0.15	0.23	0.29	0.38

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-9.3	45.9	33.5	15.6	19.7
营业利润(%)	-83.3	680.7	98.5	26.4	31.2
归属于母公司净利润(%)	-70.7	313.7	89.0	26.3	31.1
获利能力					
毛利率(%)	5.0	26.6	39.5	43.2	47.4
净利率(%)	7.0	19.9	28.1	30.7	33.6
ROE(%)	1.4	5.7	8.4	8.4	10.0
ROIC(%)	0.5	2.2	2.9	3.1	3.4
偿债能力					
资产负债率(%)	72.7	73.3	69.4	71.6	73.2
净负债比率(%)	191.3	179.1	155.6	180.9	202.3
流动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
速动比率	1.5	1.6	1.7	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	5.3	7.5	8.2	7.6	7.8
应收账款周转率	228.7	505.5	1042.9	1013.9	986.5
应付账款周转率	734.5	1780.3	3258.6	1986.4	1531.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.15	0.23	0.29	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	0.66	0.72	0.84	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.51	2.58	3.34	3.64	4.01
估值比率					
P/E	369.7	89.4	47.3	37.4	28.5
P/B	5.2	5.1	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	24.4	15.9	6.5	6.4	6.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

19/21

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn