



Research and  
Development Center

# 债券直融未来可期，“中国麦格理”初露峥嵘

—— 第一创业（002797.SZ）深度报告

2020年10月10日

王舫朝 非银行金融行业分析师

# 债券直融未来可期，“中国麦格理”初露峥嵘

2020年10月10日

## 本期内容提要：

- ◆ **特色化定位顺应行业发展趋势，固收与资管业务空间广阔。**公司深耕固收市场 20 年，战略定位成为有固收特色的，以资产管理为核心的证券公司。固收+资管收入占比接近 60%，2020H1 业绩 yoy+102%，充分受益于固收交易和销售。在资本市场改革、直接融资占比提升的大背景下，公司充分受益于债券市场扩容，特色定位符合行业发展趋势。
- ◆ **牌照齐全+客户基础雄厚+科技赋能，构建固收品牌护城河。**公司以成为“中国一流的债券交易服务提供商”为发展目标，持续提升投研及销售能力，固收业务产品线齐全，形成全国营销网络，客户覆盖地方城商行、保险、信托公司等，提供定制化服务，粘性很高。历时 4 年打造的 eBOND 正式上线，集六大功能于一体，提升业务效率和客户体验，线上线下结合将助推业绩高速增长。固收交易业务方面，公司采取多元化投资策略，投资收益稳健。
- ◆ **资管三架马车齐驱，REITs 试点推动打造“中国麦格理”。**公司建立由券商资管、公募基金管理、私募股权投资基金与另类投资业务组成的“大资管”业务体系。券商资管产品多为银行委外，业绩超越中长期纯债和一级债基，“资管新规”下转型主动压力较小；公募基金初期延续银行专户叠加固收特色，主动权益积极发展，目前专户规模仅次于建信基金，行业第二；私募股权业务打造“麦格理”模式，通过与政府或国有投资或运营公司成立基金投向战略新兴行业，索定资产端客户，为固收资金端提供长期稳定收益。我国基础设施不动产投资信托基金（Reits）试点对公司业务形成有效推动。
- ◆ **完成定增 42 亿元，北京国资加强控制。**公司于 2020 年 7 月完成定增，定增后首创集团持股比例微降仍为第一大股东，同为北京国资的首农食品和京国瑞基金成功晋级前十大。北京国资合计持股 22.7%，加强对公司控制。同时 5 家同业参与本次定增，中信证券与中信建投成为前十大股东。定增后，公司净资本大幅提升，投资业务进一步打开发展空间。资金用途将用于扩大投资与交易业务规模、对子公司增资、偿还债务，公司的风险抵御能力和持续盈利能力将得以提升。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们使用相对估值法给公司估值，我们估算公司 2020-2022E 净资产分别为 147 /156 /168 亿元，对应 BVPS 3.40/3.62/3.89 元。2020-2022E 归母净利润 11.96/14.06/16.47 亿元，同比+105.22% / 17.51%/ 17.18%，对应 EPS 0.28 /0.33 /0.39 元。由于公司高 ROA 业务收入占比高，业绩高增享有估值溢价，我们给予公司 2020 年 4.0xP/B，根据本文假设估值，对应目标价 13.59 元，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**债券市场扩容、银证混业经营落地、

## 证券研究报告

### 公司研究——深度研究

### 第一创业（002797.SZ）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

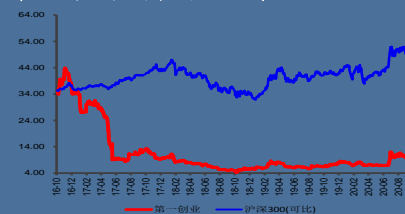
王舫朝 非银行金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：(010) 83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

#### 第一创业相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据（2020.10.9）

收盘价(元)	11.32
52周内股价波动区间(元)	6.12-12.63
最近一月涨跌幅(%)	+7.91
总股本(亿股)	42.02
流通A股比例(%)	83.34
总市值(亿元)	407

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

◆ **风险因素：** 资本市场大幅波动，导致公司固收投资业务等受到干扰和冲击；资管新规整改进度不及预期，导致资管业务发展受到影响等。

重要财务指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(亿元)	19.51	17.70	25.82	38.05	44.79	52.53
增长率 YoY %	-3.75%	-9.28%	45.88%	47.37%	17.71%	17.27%
归属母公司净利润(百万元)	4.23	1.24	5.13	11.96	14.06	16.47
增长率 YoY%	-26.99%	-69.07%	338.35%	133.22%	17.51%	17.18%
平均净资产收益率 ROE%	4.84%	1.40%	5.75%	10.26%	9.53%	10.43%
EPS(摊薄)(元)	0.12	0.04	0.15	0.28	0.33	0.39
市盈率 P/E(倍)	93.72	319.70	77.28	39.76	33.83	28.87
市净率 P/B(倍)	4.48	4.50	4.38	3.33	3.13	2.91

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年10月09日收盘价

## 目 录

一、投资聚焦 .....	1
与市场主流认识的不同 .....	1
核心推荐逻辑 .....	1
二、公司分析 .....	1
(一) 市场化机制有效, 定增打开发展空间 .....	1
(二) 特色化定位顺应行业趋势, 直融提升打开业务空间 .....	4
三、公司优势——固收为特色, 资管为核心 .....	8
(一) 客户+科技, 构建固收品牌护城河 .....	9
(二) 资管三架马车齐驱, 领先优势显著 .....	14
盈利预测与投资建议 .....	19
风险因素 .....	22

## 表 目 录

表 1: 第一创业前十大股东 (2020 年 7 月) .....	3
表 2: 非公开发行股票配售情况 .....	3
表 3: 公司固定收益产品相关资质 .....	12
表 4: 第一创业盈利预测 .....	20

## 图 目 录

图 1: 公司组织架构和主要子公司 .....	2
图 2: 定增后公司净资本规模大幅提升 .....	4
图 3: 定增后投资规模上限大幅提升 .....	4
图 4: 第一创业各业务分部 .....	5
图 5: 2015-2019 固收+资管业务占比从 41% 提升至 50% .....	5
图 6: 证券行业营收集中度提升 .....	5
图 7: 证券行业净利润集中度提升 .....	5
图 8: 美国资产证券化发展迅速 .....	6
图 9: 美国高收益债及在公司债中占比 .....	6
图 10: 债券市场发行量及增速 .....	7
图 11: 企业债券融资规模及在新增社融占比 .....	7
图 12: 美国债券余额与占 GDP 比重 .....	8
图 13: 中国债券余额及占 GDP 比重 .....	8
图 14: 2015-2019 公司营收及增速 .....	9
图 15: 2015-2019 公司净利润及增速 .....	9
图 16: 2015 以来固收及资管利润占比及稳定性高于其他业务 .....	9
图 17: 2018-2019 年固收、资管分部 ROE 高于其他业务 .....	9
图 18: 2015-2019 年固收业务收入及营收占比 .....	10
图 19: 2015-2019 年固收交易与销售营收及分部占比 .....	10
图 20: 2015-2019 年固收产品交易量及增速 .....	11
图 21: 2015-2019 年债券交割量及占同类机构比重 .....	11
图 19: 2015-2019 固收投资收益率受市场波动影响较大 .....	11
图 22: 固收类投资规模及增速 .....	11
图 23: 固收类投资收益率始终跑赢指数 .....	11
图 24: 2015-2019 公司债券销售手续费收入 .....	12
图 25: 2017 年以后固收产品平均销售费率回升 .....	12
图 26: 2015-2019 受托资产管理手续费收入及增速 .....	14
图 27: 一创大资管业务结构 .....	14
图 28: 2015-2019 一创券商资管集合资管及专项资管规模 .....	15
图 29: 2018 年以后一创券商资管定向资管规模下行 .....	15
图 30: 一创券商资管机构客户户均 AUM 较 2016 年有大幅提升 .....	16
图 31: 固收是一创券商资管的主要投资方向 .....	16
图 32: 2016 年以来创金合信资管规模稳步提升 .....	16
图 33: 创金合信专户规模始终排名行业第二 .....	16
图 34: 2019 年平均受托资金管理收益率大幅提升 .....	17
图 35: 2017-2020H1 创新资本累计在投金额 .....	18
图 36: 2015-2019 私募股权基金营收及占比 .....	18
图 37: 2015-2019 私募股权基金利润及占比 .....	18
图 38: 麦格里 ROE 接近 16%, 高于高盛和大摩 .....	22
图 39: 2008 年前和 2013 年后麦格里显著享有估值溢价 .....	22
图 40: 同业比较 PB (倍) .....	22

## 一、投资聚焦

### 与市场主流认识的不同

公司 2016 年 5 月登陆 A 股，目前 3.52xPB 与行业平均比较高。在头部券商受到追捧的同时，特色券商应得到更多关注。

我们认为公司业务特色鲜明，固收和资管收入占比超过 50%。我们判断与美国 20 世纪七八十年代类似，中国正在经历产业升级、直融大发展时代，债券市场有望同股市场一样扩容。公司深耕固收领域 20 年，拥有全国营销网络，对各地城商行、保险公司、信托等资管机构尤为熟悉；牌照齐全，与 4 家头部券商一起作为首批银行间作市券商，债券交割市占率位于行业第一梯队，同时是财政部指定发行国债的承销团成员，是江苏省、重庆市、河南省等 15 个省市地区的地方政府债券承销团成员，拥有国开行、农发行、进出口银行金融债承销资格和中国农业发展银行金融债 A 类承销资格，是央行票据公开市场一级交易商 4 家券商之一，诸多产品线很好保障客户定制化服务；由于交易场所和客户繁多，建设 eBond 系统提高交易和销售效率；同时培育固收产业链，从销售、资产管理、信用研究形成 FICC 特色；通过私募股权平台学习“麦格理”模式，借助国有资源，募集资金投向新兴战略产业，资产端锁定客户，为固收客户提供长期稳定收益；投资端多策略抵御风险，业绩远超纯债和一级债基。

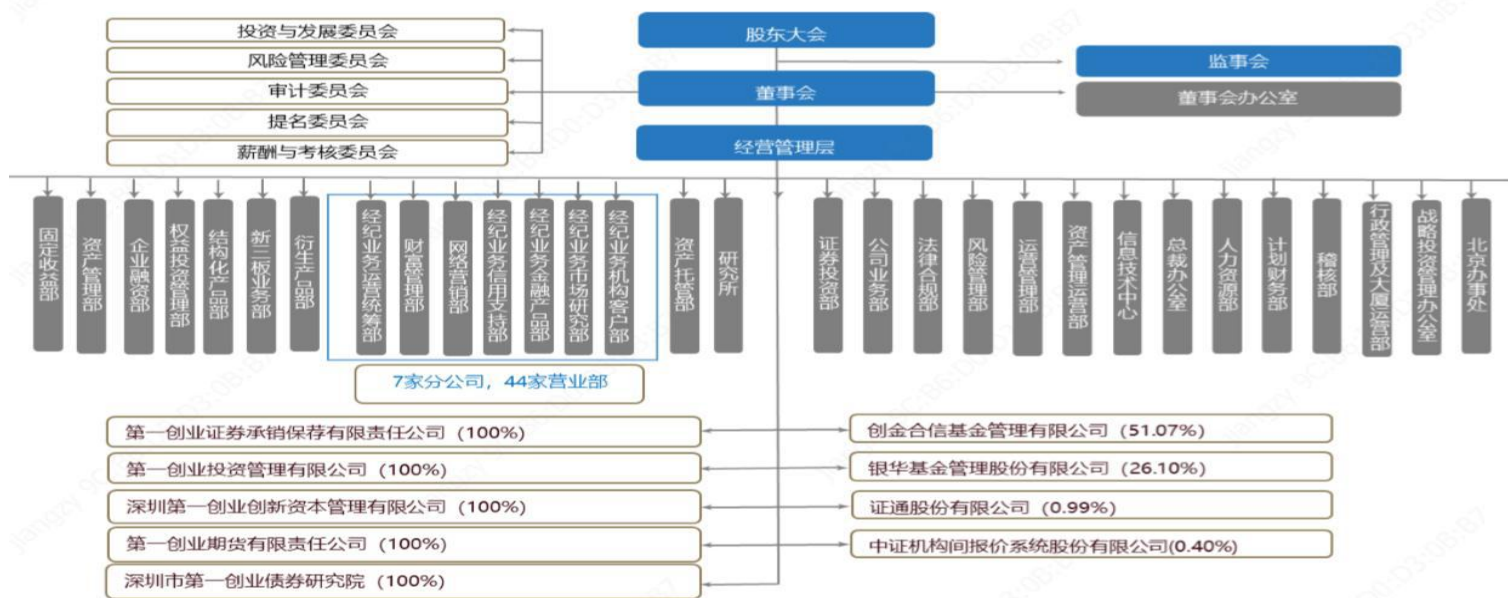
### 核心推荐逻辑

**特色化定位顺应行业发展趋势，差异化发展将受益于资本市场改革。**公司“成为有固收特色的、以资产管理为核心的证券公司”的战略定位，固收业务和大资管业务业绩增长显著，驱动公司业绩增长。在证券行业马太效应趋势明显的背景下，一创特色化券商定位顺应行业发展趋势。在直接融资占比提升的市场环境下，伴随资本市场改革制度与利好债券市场的政策逐步落地，公司固收业务空间广阔。

## 二、公司分析

### （一）市场化机制有效，定增打开发展空间

第一创业证券前身是佛山证券公司，成立于 1992 年 11 月，总部设在深圳。2016 年 5 月，公司首次公开发行股票在深圳证券交易所上市。公司在全国共设有 44 家营业部，5 家全资子公司：一创投行、一创投资、创新资本、一创期货；控股创金和信基金，参股银华基金、证通股份、中证机构间报价系统股份有限公司等。

**图 1：公司组织架构和主要子公司**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**股权结构多元，治理体系稳健高效。**公司股权结构较分散，无实际控制人，第一大股东为北京首创集团，由北京市国资委全资控股。公司于 2020 年 7 月 22 日完成定增 42 亿元后，首创集团持股比例虽由 13.27% 降至 12.72%，但由于同样属于北京国资体系的北京首农食品集团有限公司和北京京国瑞国企改革发展基金分别参与认购，因此此轮定增后，三家北京国资企业合计持有第一创业 22.7% 的股份，北京国资加强了对企业控制。国企股东严合规、稳风控的经营理念，与民营企业高效的市场化激励措施，共同形成了稳健高效的治理体系。

**表 1: 第一创业前十大股东 (2020 年 7 月)**

股东名称	持股数量 (百万股)	占总股本比例 (%)	股东性质
北京首都创业集团有限公司	534.69	12.72	国有法人
华熙昕宇投资有限公司	325.17	7.74	境内非国有法人
北京首农食品集团有限公司	210.12	4.99	国有法人
北京国瑞国企改革发展基金 (有限合伙)	210.12	4.99	其它
浙江航民实业集团有限公司	209.15	4.98	境内非国有法人
能兴控股集团有限公司	148.69	3.54	境内非国有法人
香港中央结算有限公司	70.31	1.67	境外法人
西藏乾宁创业投资有限公司	58.34	1.39	境内非国有法人
中信证券股份有限公司	49.63	1.18	境内非国有法人
中信建投证券股份有限公司	37.75	0.90	境内非国有法人
合计	1853.97	44.10	

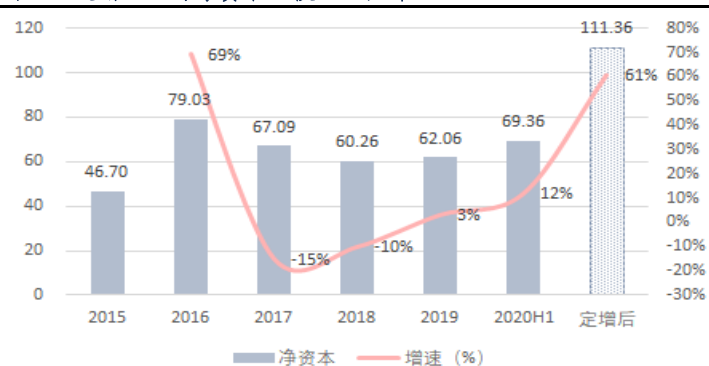
资料来源: 第一创业非公开发行 A 股股票上市公告书, 信达证券研发中心

**表 2: 非公开发行股票配售情况**

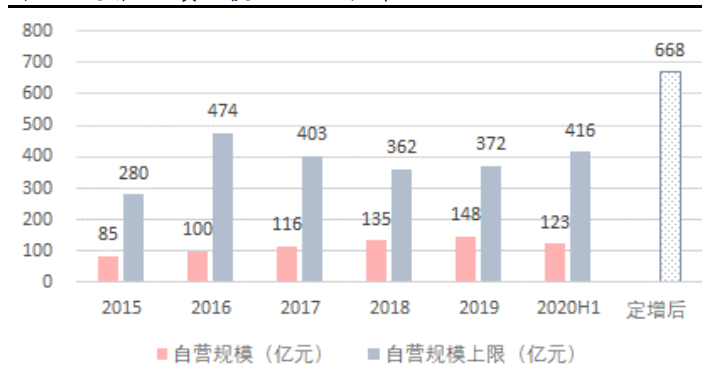
序号	发行对象名称	获配股数 (股)	获配金额 (元)	锁定期 (月)
1	北京首都创业集团有限公司	70,000,000	420,000,000	48
2	北京首农食品集团有限公司	210,119,900	1,260,719,400	6
3	北京国瑞国企改革发展基金 (有限合伙)	210,119,900	1,260,719,400	6
4	中信证券股份有限公司	45,000,000	270,000,000	6
5	唐天树	34,760,201	208,561,206	6
6	国泰君安证券股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
7	中信建投股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
8	中国国际金融股份有限公司	33,333,333	199,999,998	6
9	浙商证券股份有限公司	30,000,000	180,000,000	6
	合计	700,000,000	4,200,000,000	-

资料来源: 第一创业非公开发行 A 股股票上市公告书, 信达证券研发中心

**定增补充资本金, 打开业务发展空间。**非公开发行完成后, 公司净资产提升 61%, 从 2020 年 H1 的 69.36 亿元增加至 111.36 亿元, 自营投资规模上限从 2019 年末的 372 亿元大幅提升至 668 亿元 (测算), 公司投资业务进一步打开广阔的发展空间。从资金用途来看 (原始方案), 不超过 25 亿元将用于扩大投资与交易业务规模, 不超过 20 亿元用于扩大信用业务规模, 对于公司增资不超过 4 亿元, 偿还债务不超过 10 亿元, 公司的风险抵御能力和持续盈利能力得以提升。

**图 2: 定增后公司净资本规模大幅提升**


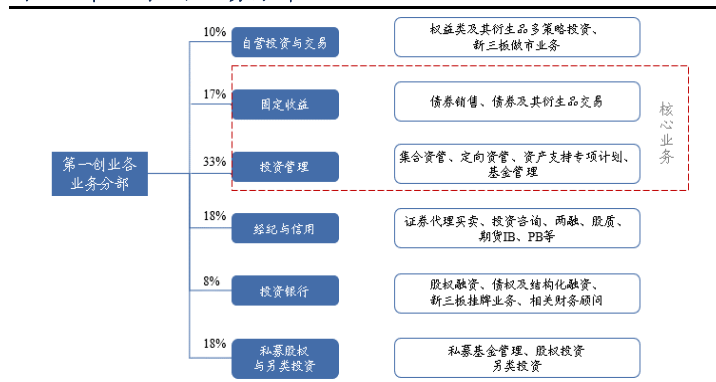
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 3: 定增后投资规模上限大幅提升**


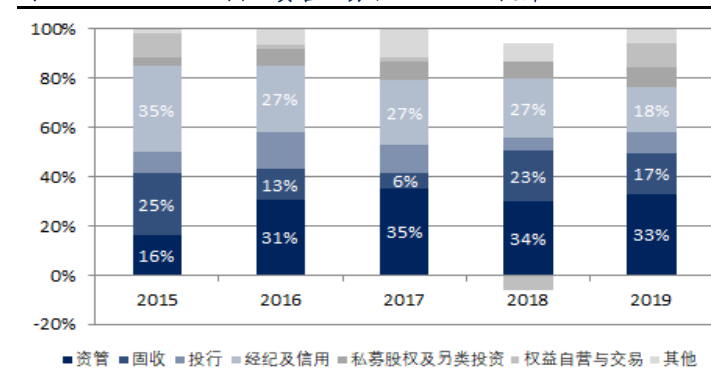
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

## (二) 特色化定位顺应行业趋势, 直融提升打开业务空间

**坚持差异化战略, 业务特色鲜明。**公司业务结构分布体现其固收特色, 公司设有自营投资与交易、固定收益、投资管理、经纪与信用、投资银行、私募股权管理与另类投资六大业务分部, 其中固定收益和投资管理是公司的核心业务, 2018 年固收及资管收入占总营收高达 57%。公司 2016 年提出“成为有固定收益特色的、以资产管理为核心的证券公司”的战略定位, 大资管业务和固收业务业绩增长显著, 成为驱动公司业务的主要动力, 公司已从业务单一的小型券商发展成为业务特色鲜明、收入结构均衡、布局全国的综合性券商。

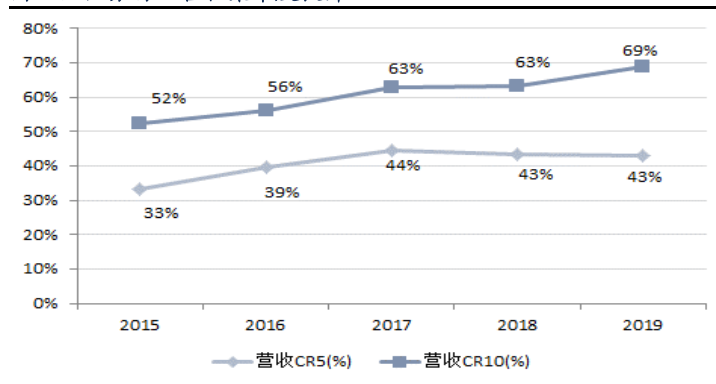
**图 4：第一创业各业务分部**


资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

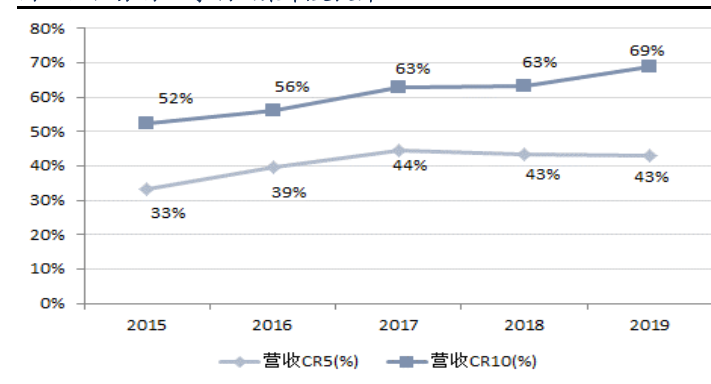
**图 5：2015-2019 固收+资管业务占比从 41%提升至 50%**


资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

**证券行业分化趋势明显，特色化券商定位顺应行业发展趋势。**近年来行业集中度不断攀升，近年来证券行业竞争格局加剧，强者恒强特征日趋显著。CR5（中信、国君、海通、华泰、广发）收入和净利润占比分别提升到 30%和 50%以上，发展差异已经拉开，行业朝龙头集中。大型券商在资本金实力、资金成本、风险定价能力、机构客户布局方面有明显的竞争优势，存在天然竞争壁垒，综合实力强的券商人才储备充足，各业务条线上保持领先态势，并在数字化转型和风控合规方面不断投入，过去中小券商对所有业务投入扩张的“小而全”模式无法危机，未来将形成全能型头部券商和特色精品券商长期共存与竞争的局面。公司是行业首家提出以固定收益特色的、以资管业务为核心的特色化券商，坚持差异化经营策略，符合行业发展趋势。

**图 6：证券行业营收集中度提升**


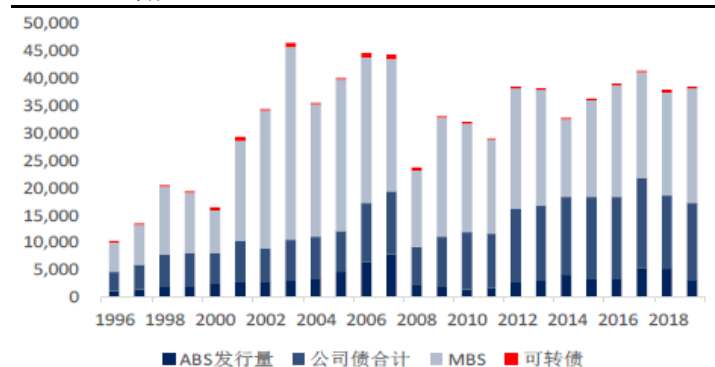
资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

**图 7：证券行业净利润集中度提升**


资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

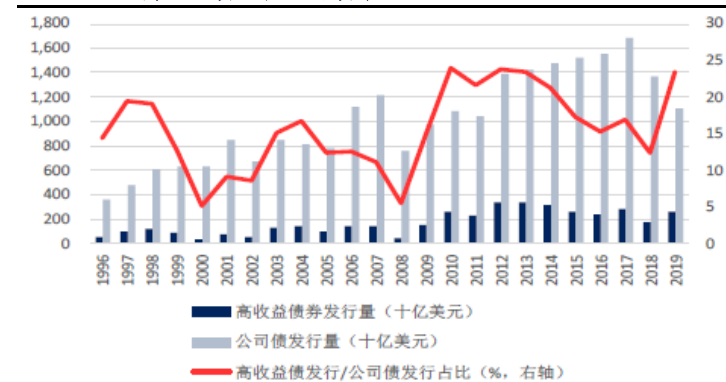
参照美国，债券市场在推动国家经济结构转型发挥巨大作用。美国债券市场，尤其是资产证券化及高收益债的高速发展，在推动美国经济结构转型方面发挥了巨大作用，对于我国债券市场发展具有重要借鉴意义。20世纪70年代，在改善居住条件、刺激房地产发展的大背景下，“短存长贷”的经营模式使得金融机构资产负债错配，资产证券化的发展改善了信贷流动性，盘活住房抵押贷款二级市场，成为实体经济重要融资方式之一。与此同时，在石油危机、通胀高企的背景下，美国中小企业有迫切的融资需求，高收益债应运而生。80年代利率水平较低，机构投资者为追求更高收益，大量配置高收益债。高收益债被大量应用于杠杆收购融资和高成长性中小企业融资中，医药、半导体、通信、网络、电视等新兴产业和企业得益于高收益债的资金支持，快速发展壮大成为经济发展的重要支柱。美国“垃圾债大王”德崇证券成为了当时的明星。

图 8：美国资产证券化发展迅速



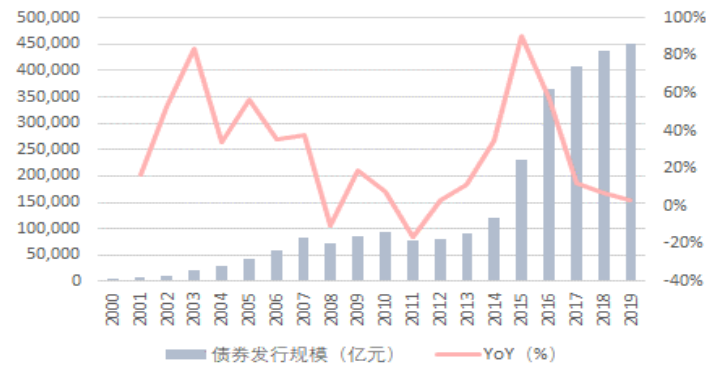
资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

图 9：美国高收益债及在公司债中占比

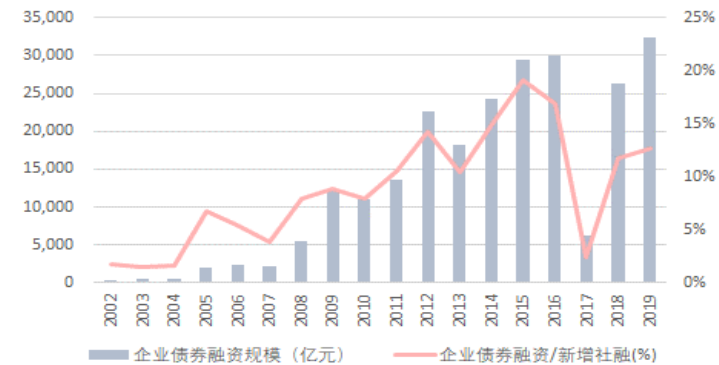


资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

我国当前处在产业结构升级的关键时期，与上世纪八九十年代的美国类似，直接融资比重将显著提升，债券市场将与股票市场一起迎来扩容，公司充分受益。从发行量上看，2019年我国各类债券合计发行45.18万亿元，5年CARG+29.97%。政府债券方面，2019年国债发行4.16万亿元，同比增长13.5%，地方债发行4.36万亿元，同比+4.7%；企业债券方面，2019年社会新增融资25.58万亿元，其中企业债券融资3.24万亿元，同比增长23%，占新增社融比重从2010年的7.9%增长至12.67%，是除贷款之外实体企业的第二大融资来源。

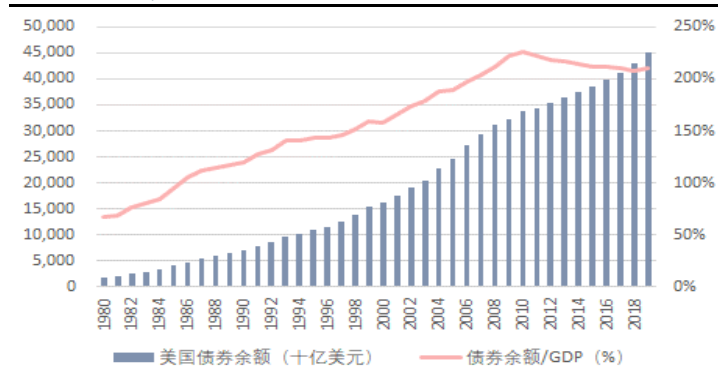
**图 10: 债券市场发行量及增速**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

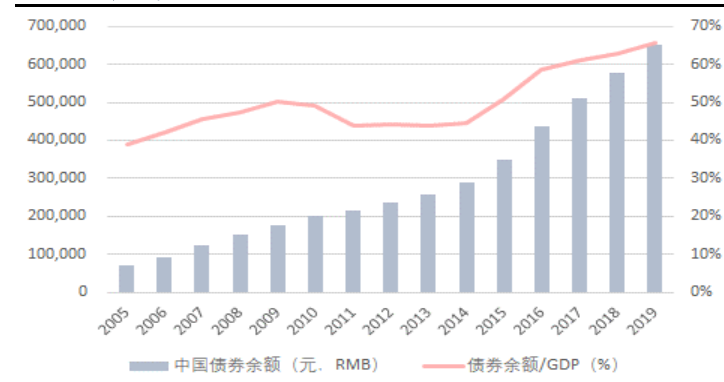
**图 11: 企业债券融资规模及在新增社融占比**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

特别是 2020 年以来,伴随着基建投入不断加大,专项国债和地方政府债发行提速,截至 9 月底,债券发行合计 42.29 万亿元,即将超过 2019 年全年水平。同时,为拓宽中小创新企业融资渠道,债券市场制度出现优化,《新证券法》中公司债和企业债推行注册制,减少了行政审批阻力,提升融资效率,发行条件有所放宽,取消了“公司公开发行债券,股份有限公司净资产不低于人民币三千万元,有限责任公司净资产不低于六千万元”的规定;债券市场对外开放稳步推进,境外投资者可以通过多渠道参与中国债券市场,包括合格境外机构投资者 QFII、人民币合格境外机构投资者 RQFII、银行间债券市场直投模式 CIBM Direct 和债券通 Bond Connect 参与中国债券市场。“债券通”允许境外资金通过香港的平台购买内地债券,将提高跨境投资资本的流动效率,带动中国债券国际化。2019 年我国债券市场存量规模 64.98 万亿元,与 GDP 比值从 2005 年的 39% 提升至 2019 年的 66%,但与美国的 210% 比仍有较大发展空间。公司战略重点打造固收和资管业务,将充分受益。

**图 12: 美国债券余额与占 GDP 比重**


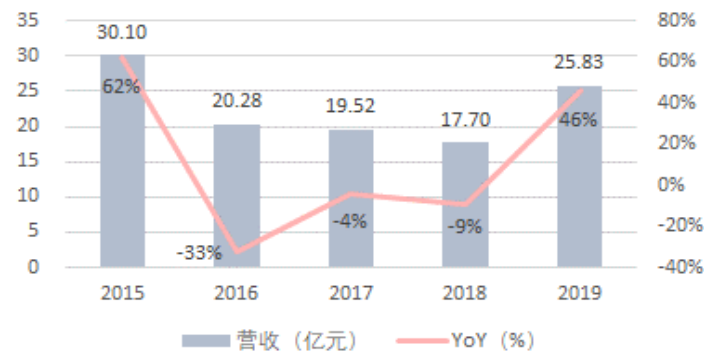
资料来源: SIFMA, Wind, 信达证券研发中心

**图 13: 中国债券余额及占 GDP 比重**


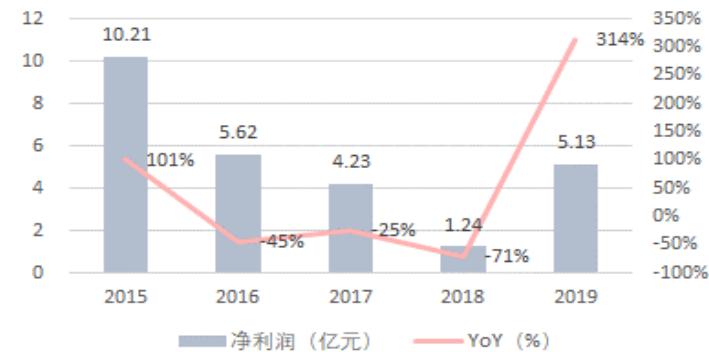
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 三、公司优势——固收为特色，资管为核心

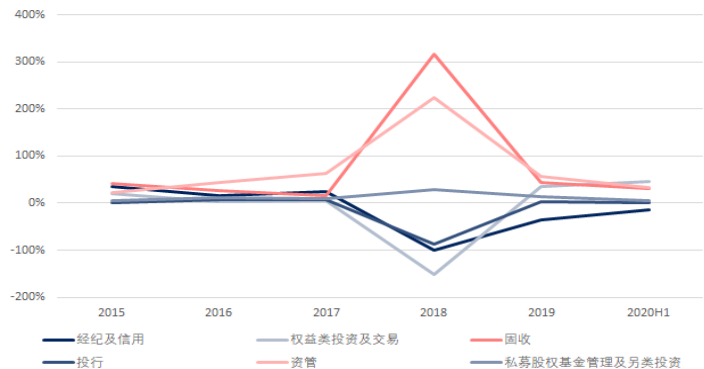
固收及资管业务收入贡献高，业绩稳定性及盈利能力强。2019 年公司营业收入 25.83 亿元，同比+46%，归母净利润 5.13 亿元，同比+313%，加权平均 ROE 为 5.83%，同比提升 4.4pcts。2020H1 由于自营、交易与固收业务收入大幅增长，实现归母净利润 4.2 亿元，YoY+102%，领跑行业。从分部业务营收来看，2019 年固收和资管业务营业收入为 4.3 亿元/8.55 亿元，营收占比 17%/33%，是公司营收的主要来源。从分部利润占比来看，2019 年固收和资管业务营业利润占比 30%/33%，分部 ROE 分别为 7%和 43%，业绩稳定性及盈利能力高于经纪、投行及股权投资等其他业务。

**图 14: 2015-2019 公司营收及增速**


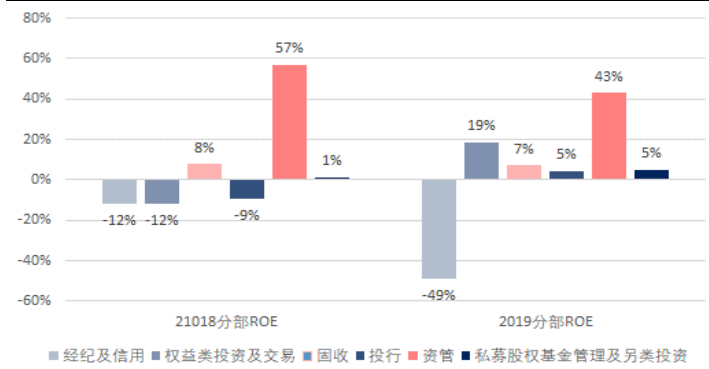
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 15: 2015-2019 公司净利润及增速**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 16: 2015 以来固收及资管利润占比及稳定性高于其他业务**


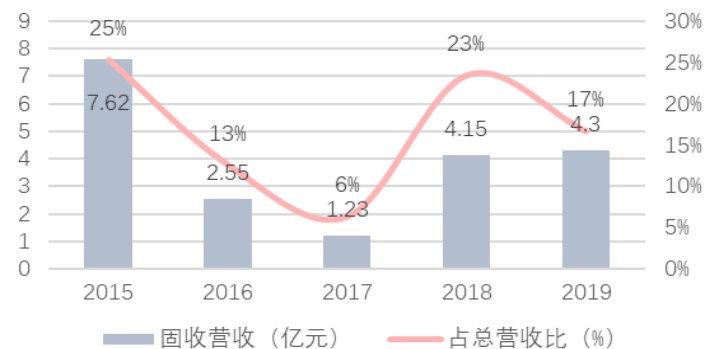
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 17: 2018-2019 年固收、资管分部 ROE 高于其他业务**


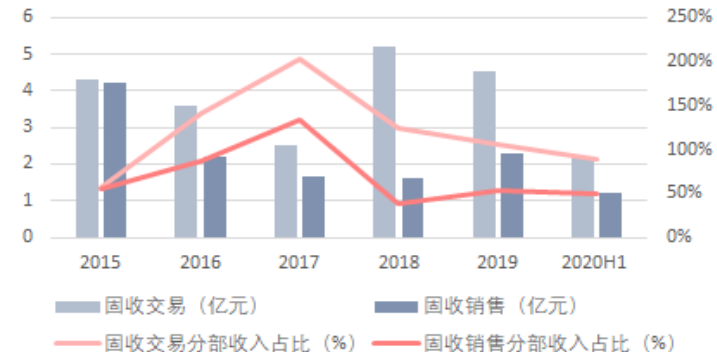
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

### (一) 客户+科技, 构建固收品牌护城河

公司固定收益业务主要分为承销销售和交易。固收承销销售业务是销售银行间、交易所市场的各类固收产品, 包括国债、地方政府债、同业存单、其他金融债、非金融企业债务融资工具、资产支持证券等, 收入以手续费形式; 投资交易业务是公司以自有资金, 通过证券市场买卖固收产品、类固收产品及固收衍生品等获得投资收益。从业绩来看, 近年来由于竞争加剧, 固收销售手续费收入有所下滑, 固收投资收益贡献固收分部主要收入。

**图 18: 2015-2019 年固收业务收入及营收占比**


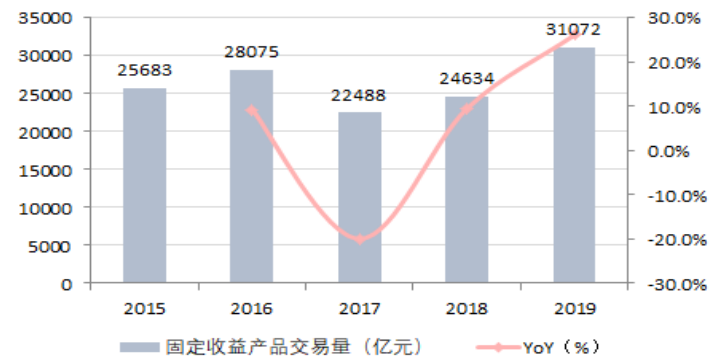
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 19: 2015-2019 年固收交易与销售营收及分部占比**


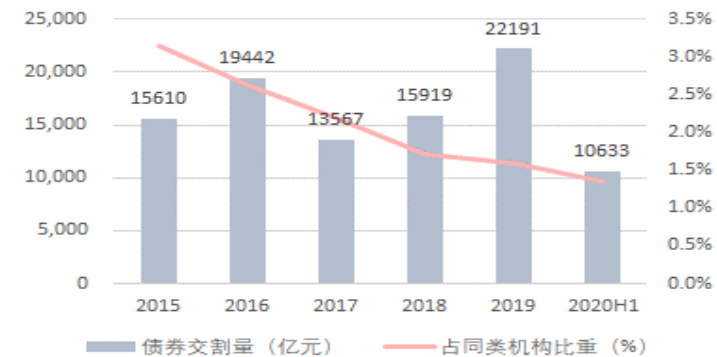
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

## 1. 债券交易

**债券交易量整体呈增长态势，做市交易具备先发优势。**公司债券交易业务包括做市交易、自营投资和撮合交易三类。2019 年公司债券交易量为 31071 亿元，约为 2014 年的两倍，5 年 CAGR15%，整体呈现稳步上升趋势。债券做市受业务资质限制，截至 2020 年 4 月共有 24 家证券公司参与银行间市场的做市或尝试做市业务，第一创业与另外四家头部券商中信、中金、国君和广发等 5 家券商最先拥有银行间做市资格，公司固收做市业务具备先发优势。在中债登公布的数据中，2015 年债券交割量 1.56 万亿元，同类机构占比 3.14%，行业排名第八。近年来由于“尝试做市业务牌照”的陆续发放等原因，市场竞争加剧，公司债券交割量市场份额有所下降，2019 年债券交割量 2.22 万亿元，同类机构占比下降至 1.60%，但业务实力仍保持在第一梯队，市场地位稳固。

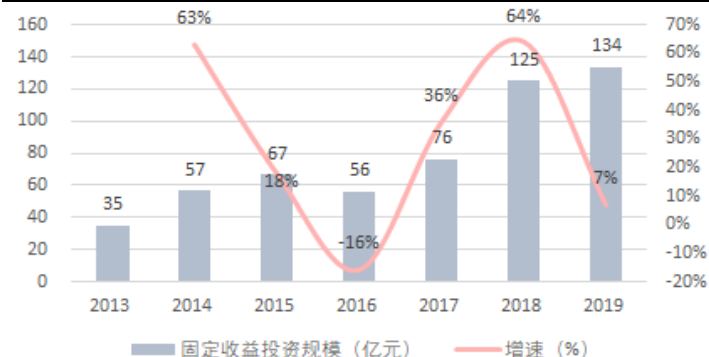
**图 20: 2015-2019 年固收产品交易量及增速**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 21: 2015-2019 年债券交割量及占同类机构比重**


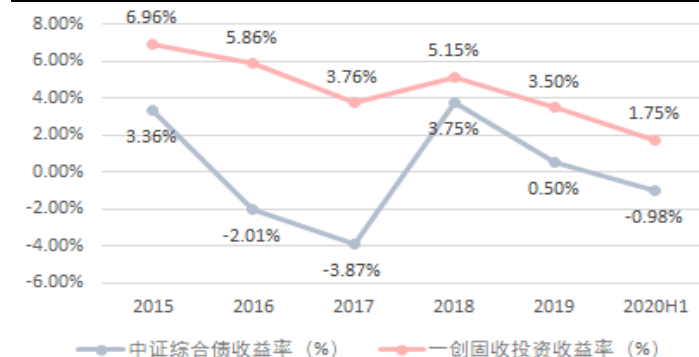
资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**多元化投资策略, 投资收益稳健。**近年来公司固收投资规模快速提升, 截至 2019 年末, 公司固收投资规模 134 亿元, 2016 年来 3 年 CAGR33%。公司投研实力突出, 根据市场变化采取相应的投资策略。在 2020 上半年, 受疫情爆发、纾困政策及货币政策回归中性等因素影响, 债市大幅震荡, 公司通过及时调整交易策略、仓位、杠杆和久期, 积极把握交易性机会, 并通过国债期货、利率互换等固收工具对冲, 降低市场波动影响。公司投资收益率稳健, 2015 年以来收益率始终跑赢指数。

**图 22: 固收类投资规模及增速**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

注: 固收类投资 = 交易性金融资产中的债券部分 + 债权投资 + 其他债权投资

**图 23: 固收类投资收益率始终跑赢指数**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

注: 投资收益率 = 投资收入 / 期初期末平均投资资产

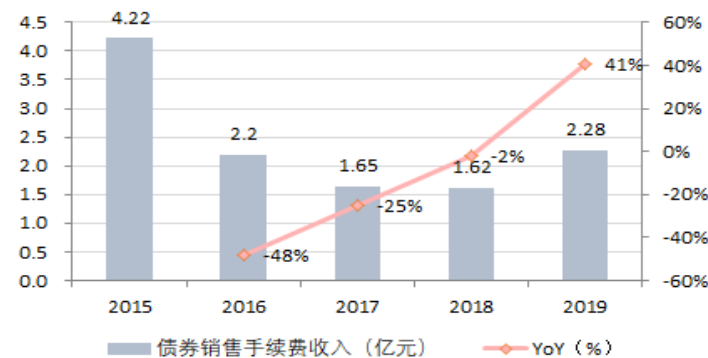
## 2. 债券销售

公司通过近 20 年的积累, 形成健全的全国销售的网络, 拥有银行、基金公司、投资公司和大型企业等大量机构客户。一创销

售团队从最初对地方农商行债券市场介绍和投资者教育做起，凭借对不同类型客户的熟悉程度，充分挖掘需求，提供全方位定制化服务，提升客户粘性，加上市场化的机制，形成了公司独特的债券销售文化。

2020 年上半年，债券市场发行量同比增长 39.82%，其中国债、地方政府债、政策性金融债、非金融企业债务融资工具分别较上年同期上升 53.92%、29.01%、32.05%、50.27%。公司固收产品销售数量 2890 只，同比+33.67%，固收产品销售金额 1581.42 亿元，同比+0.68%。随着各品种债券承销商成员数量增加，竞争持续加剧，给承销销售业务带来了一定的冲击。但公司丰富的产品线、专业定价能力和定制化的服务是核心竞争力，2017 年以后固收产品平均销售费率逐渐回升。

图 24: 2015-2019 公司债券销售手续费收入



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

图 25: 2017 年以后固收产品平均销售费率回升



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

注: 固收销售费率 = 销售收入 (手续费及佣金净收入) / 销售金额

公司在产品种类方面具有优势，可以更好适应不同客户的需求。除在国债、政策性银行金融债、非金融企业债务融资工具等方面保持高市场覆盖率的同时，积极开发新业务品种。首先体现在公司在牌照资质方面比较齐全，是拥有“全国银行间做市商资格”的 5 家券商之一，是财政部指定发行国债的承销团成员，是江苏省、重庆市、河南省等 15 个省市地区的地方政府债券承销团成员，拥有国开行、农发行、进出口银行金融债承销资格和中国农业发展银行金融债 A 类承销资格，是央行票据公开市场一级交易商 4 家券商之一；公司作为银行间正式做市商，签署银行间市场金融衍生品交易主协议。这些牌照很好保障了公司可以为客户提供多元化固收产品服务。

表 3: 公司固定收益产品相关资质

业务资质名称	拥有此业务资质的证券公司数量	批准单位	批准日期
记账式国债乙类承销商	13	财政部	2014.12.30
国开行金融债券承销商	20	国家开发银行	2015.02.27
央行公开市场业务一级交易商	4	中国人民银行公开市场业务操作室	2015.02.28

银行间债券市场做市机构	17	全国银行间同业拆借中心	2015.07.23
进出口银行金融债承销商	10	中国进出口银行资金运营部	2016.02.15

资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

其次，公司非常重视固收产业链的培育。从债券销售、做市、资产管理甚至宏观信用的研究，已形成了较完整的 FICC 的产业链，可以借助于公司强大的销售平台和遍布全国的广泛的客户群，为客户提供定制化服务，目前公司为客户提供涵盖从 AA+ 以上的利率债到 BBB 级以下信用债的产品组合，在符合客户公司风控要求的基础上，为客户提供新老债券置换、大单匿名交易和散单的打包销售等投资组合管理的定制化服务，专业度与服务能力得到客户的信赖与认可，客户粘性不断提升。

### 3. eBond 系统助力提升业务效率和客户体验

由于公司业务范围齐全，开展固收业务时需对接不同交易所市场、中证券、中债登以及报价系统等不同基础设施单位提供的端口，完成指令执行，多系统间数据的共用较困难导致效率低下。公司 2016 年初成立“债券业务综合管理系统”（简称 eBOND）产品委员会和项目组，着手打造债券投资业务系统。有效地整合了不同交易所市场、中证登、报价系统与公司内部业务端口，联通数据使得业务流、审批流与数据流形成闭环，实现了从发起交易到清算结算的全流程数字化管理，降低操作性风险，业务运行效率大幅提升。目前该系统已实现一级承分销、二级交易执行与管理、实施风控管理、运营管理支持、信用及宏观研究支持六大功能。

eBond 系统通过金融科技推动质效提升，对内构建全业务流程的线上处理，客户端实现债券交易业务的线上支持，同时开发了微信服务号、订阅号、小程序、Web 客户端和手机 APP 等多个固收线上应用，将债券认购、现券交易、资金服务、投研资讯等固收业务的优势服务，投射到稳定的线上平台，同时，客户可通过 eBond 解锁的大数据视角，查看传统渠道无法提升的市场独家信息。自 2017 年 1 月内部投入使用以来，eBond 可承载公司 100% 固收投资交易业务，承载分销次数从 1300 次/月，提升至 2018 年 10 月 2500 次/月，回购交易 700 笔/月，内部管理与外部营销效率均有提高。值得一提的是，该系统可根据细化的风险管理指标，对业务操作人员进行事前、事中、事后及最后一秒的即时风控，实现了展业留痕，确保风险管理覆盖债券投资业务全过程，合规风控更加准确。

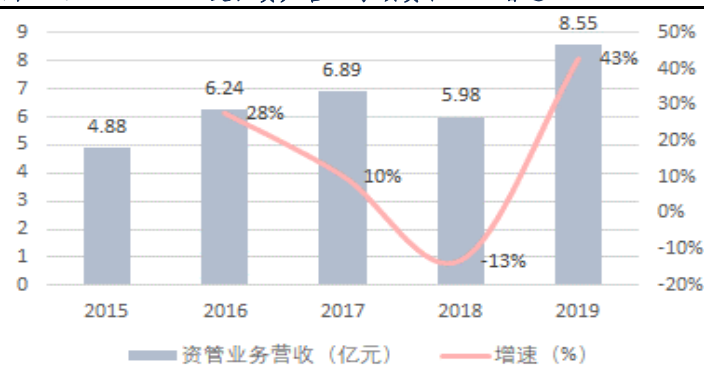
由于公司对 eBond 性能要求较高，从一开始公司便组织业务人员和 IT 人员自主研发业务系统。与行业内大多采用 CS 架构搭建系统不同的是，eBond 自主开发 Browser/Server 架构，将每个业务模块以微服务的方式链接，高内聚低耦合，拓展性较强，有利于未来针对具体业务及用户需求持续细化、优化服务，从而提升客户体验。截止 2020 年 4 月末，eBOND 对外渠道获取注册客户达 16000 人，系统可通过过往用户资料、交易数据等更加精准地描绘客户画像，用户的逐渐积累为优化服务提供了数据基础，未来系统将更加便捷、智能，通过金融科技提供在线匹配客户需求的产品和服务的能力。

## （二）资管三架马车齐驱，领先优势显著

**三驾马车并驾齐驱，大资管布局满足客户全方位的资管需求。**资管业务是公司的核心业务板块，公司不断提升投研和销售能力，构建立体化投研体系、加强产品创设、以交叉销售机制为依托加强业务协同。公司已形成券商资管、公募基金管理、私募股权投资基金管理与另类投资业务组成的“大资管”业务体系，满足客户全方位的资产管理需求。

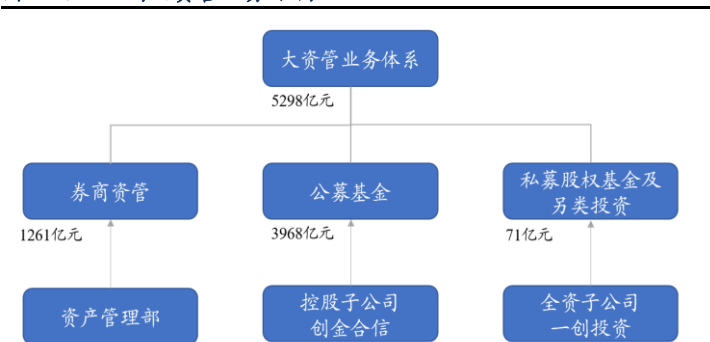
**资管收入企稳回升，业绩贡献突出。**2015年以来，公司资管收入大体呈现上升趋势，2018年受“资管新规”影响业绩承压，资管收入同比下降12%；2019年在整个行业仍处于“去通道”压力的情况下，行业去年全年资管净收入275亿元，与2018年持平，相比之下，一创资管业绩表现优异，2019年资管净收入8.55亿元，同比+43%，营收占比保持33%，自2016年以来资管业务始终是公司第一大收入来源。

图 26: 2015-2019 受托资产管理手续费收入及增速



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

图 27: 一创大资管业务结构



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

注: 数据截止 2020.6.30

截至 2020 年 6 月 30 日，大资管业务规模 5298 亿元，其中券商资管业务受托管理资产规模 1260.93 亿元，同比，公募基金管理规模 3968.48 亿元，私募股权投资基金管理规模 70.81 亿元。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，近年来三大业务发展均衡，业务布局合理。

### 1. 券商资管

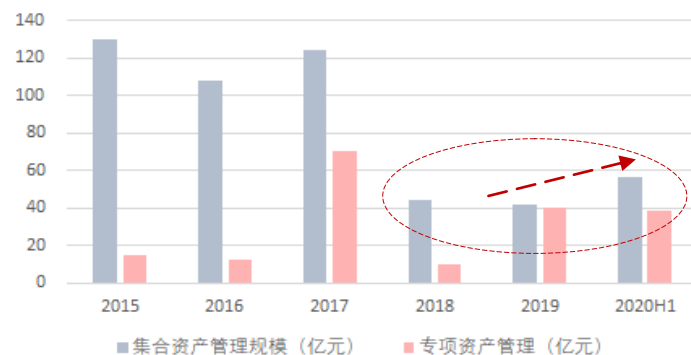
公司券商资管团队由原固收团队拆分而来，2017 年原安信证券资管负责人尹占华博士（现任公司副总裁）加盟后，投研实力进一步加强。核心客户是 200 余家银行，产品多为单一的银行理财委外，业绩稳健卓越，远超国内中长期纯债和一级债基。部门会结合客户对风险和收益的需求进行产品设计，提升客户粘性。除尹博士主要负责的固收资管这块外，公司还没有结构化产品部（负责 ABS、公募 REITS 等）以及权益投资管理部，但由于规模相对较小，因此主动固定收益管理是公司的核心也是资管特色。

目前资产管理部现有员工 50 人，设有宏观研究、信用研究、FOF/MOM 投研、投资管理、集中交易、产品管理、运营管理、市场营销等多个团队，搭建了前后台分离、中后台资源共享的架构，形成了多业务协同、互相制衡的运作体系。

**固收为特色，创设能力强，券商资管业务行业领先。**根据基金业协会数据，自 2017 年以来，公司券商资管月均规模均在行业前 20 名，行业排名靠前。自 2018 年资管新规落地以来，以通道为主的单一资管业务规模进入下行通道，集合资管产品向公募净值化管理转型，伴随着公司大集合产品陆续完成改造，2020 上半年集合资管产品规模由 2019 年底的 41.65 亿元增长 35% 至 56.22 亿元，同时单一资管规模进一步压降 22.5% 至 1166.4 亿元。

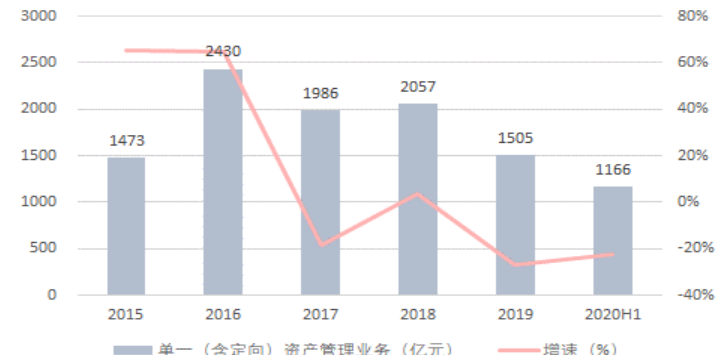
依托公司出色的产品创设能力，2019 年公司专项资管取得突破，发行了我国首支知识产权证券化产品“文科一期 ABS”，作为计划管理人发行了国内首单商业物业百亿储架式类 REITs 项目首期产品——“中联一创-首创钜大奥特莱斯一号第一期资产支持专项计划”，落地多期个人汽车抵押贷款 ABS、多期安吉租赁 ABS，专项资管规模从 2018 年的 9.77 亿元，提升至 39.77 亿元，同比+307%。

**图 28: 2015-2019 一创券商资管集合资管及专项资管规模**



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 29: 2018 年以后一创券商资管定向资管规模下行**



资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**以机构客户为中心，开展固收特色资管业务。**2016 年开始一创资管业务围绕“以机构客户为主要服务对象，以固收为主要投资标的”的战略目标进行布局，深挖以银行、信托、保险和券商为主的金融机构客户投资需求，开展以固收为特色的资管业务。从资金端看，机构客户 AUM 占绝对主导地位，资管新规“去通道”背景下，机构客户数量有所下降，但随之而来的是机构客户质量的提升，机构客户户均 AUM 从 2016 年的 3.54 亿元提升至 2019 年的 6.21 亿元；资产端看，2016-2019 固收资产始终是资管重要的投资方向，2020 年上半年债市震荡，公司及时调整策略，固收投资比例有所减少至 79%，但仍是资管业务的主要投资方向。

**图 30: 一创券商资管机构客户户均 AUM 较 2016 年有大幅提升**

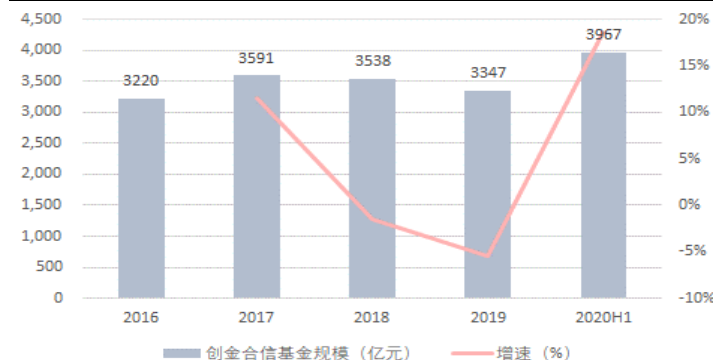

资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 31: 固收是一创券商资管的主要投资方向**

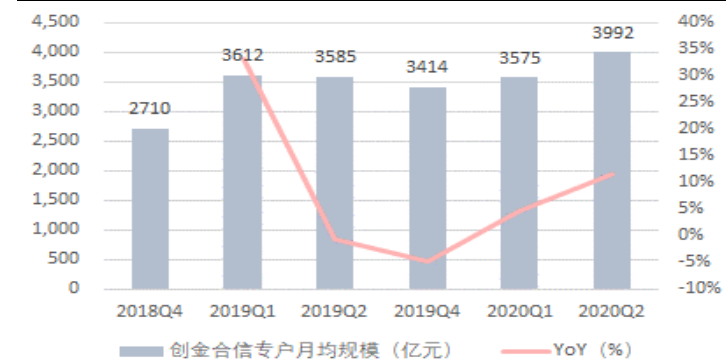

资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

## 2. 公募基金管理

**公募产品线丰富, 专户规模保持行业领先。**公司公募基金管理业务通过控股子公司创金合信开展, 截至 2020 年 6 月末, 创金合信存续期产品 328 只, 其中特定资产管理计划 277 只, 证券投资基金 51 只, 受托管理资金总额 3968.48 亿元, 较 2019 年末增长 19%。创金合信坚持公募基金与专户双核驱动的发展战略。由于专户初期也是以银行客户为主, 后面逐渐吸引保险、信托机构, 与券商资管类似初期以固收为主, 不断稳健经营, 专户规模长期位居行业第二。截止 2020 年二季度末, 创金合信专户 AUM 为 3992 亿元, 较 2019 年末增长 17%, 仅次于银行背景资源雄厚的建信基金。

**图 32: 2016 年以来创金合信资管规模稳步提升**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 33: 创金合信专户规模始终排名行业第二**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

同时公募基金持续提升主动管理能力，权益产品和量化产品的超额收益显著，2019年平均受托资金管理收益率为6.68%，较去年上升4.87个百分点。截至2020年6月30日，公司多只产品表现优异，创金合信医疗保健基金A、C份额上半年业绩分别为83.17%和82.53%，是市场唯一一只上半年收益率超80%的产品。

**图 34：2019 年平均受托资金管理收益率大幅提升**



资料来源：第一创业年报，信达证券研发中心

### 3. 私募股权基金与另类投资

公司私募股权基金与另类投资通过全资子公司一创投资、创新投资开展，自2010年成立以来持续深化“产业视角、平台战略、机制优势”的发展战略，聚焦新兴产业、先进制造业、高端装备制造业等产业服务实体经济，并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，支持传统行业转型升级、支持战略性新兴产业发展，助推优化地方经济结构。截至2020年6月底，一创投资在管基金18支，实缴规模70.81亿元，累计在投金额11.5%，较2019年末增长27%。

**图 35: 2017-2020H1 创新资本累计在投金额**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

公司通过与国有投资或运营平台合资的模式, 借助国家资源, 募资到一些关键领域去做投资。同时通过前端资产的深度介入, 培育客户, 再将这些资产端客户培育到整体固收和资管产业链中来。目前私募股权投资成为新的业绩增长点。2019 年一创投资旗下广东恒元创投管理公司、广州晟创投资管理公司 2 家私募子公司完成了基金业协会备案, 截止 2020 年 6 月 30 日, 公司共有 5 家二级私募子公司获得证券公司私募基金子公司管理人资格。公司 2019 年私募股权基金营收 2.05 亿元, 同比+48%, 营收占比从 2015 年的 3.4% 提升至 2019 年的 7.9%; 营业利润 0.99 亿元, 同比+296%, 利润占比从 2015 年的 4.5% 提升至 2019 年的 14.4%。私募股权投资已成为公司新的盈利增长点。此次定增对创新资本增资, 直投业务竞争力进一步加强。

**图 36: 2015-2019 私募股权基金营收及占比**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

**图 37: 2015-2019 私募股权基金利润及占比**


资料来源: 第一创业年报, 信达证券研发中心

同时, 公募 REITs 试点也将使公司在私募股权方面的布局受益。2020 年 4 月 30 日, 证监会、发改委等部委共同发布《关于

推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》及配套文件，开启中国公募 REITs 时代。公司积极筹划推进公募 REITs，组建团队研究和推进试点工作，成立专项小组跟踪政策、市场及产品，为后续业务开展提供技术支持；利用公司协同销售网络拓展客户，集中优势资源，公司股东、参股控股公司及合作方的各类基础设施资产，提前锁定核心客户；提升运营管理能力，着手推进与原始权益人合资设立基础设施运营管理公司的可行性研究，提升基础设施运营及管理能力，在公募 REITs 起跑线上抢占先机，形成品牌效应形成良性闭环，成为“中国麦格里”

## 盈利预测与投资建议

根据第一创业公布的半年报数据，公司 2020 年上半年实现营业收入 14.20 亿元，同比+19.95%，净利润 4.16 亿元，同比 101%。按照第一创业的收入结构，我们按照固收销售与交易、大资管业务（包括券商资管和公募基金管理、私募股权及另类投资）、自营投资（股权）、经纪及信用、投行承销保荐，共五个业务板块对第一创业的收入及盈利进行预测。收入预测的核心假设：

1. 固定收益业务：伴随资本市场改革持续推进，直接融资占比提升，债券市场将迎来高速发展。公司深耕固收业务多年，债券交割量行业排名靠前，2015-2017 年市占率分别为 3.14%/2.63%/2.19%，2018 年以来竞争加剧，虽然市占率有所下滑 2018-2020H1 为 1.71%/1.60%/1.36%，但公司不断扩充产品线、eBOND 系统带来效率提升及做市业务方面具备先发优势，公司固收销售业务市占率有望在 2020-2022 年回升至 1.80%/2.00%/2.25%；交易方面，公司 7 月末完成定增 42 亿元，其中较大比重将用于扩大投资与交易业务规模，公司投研实力较强，预计公司固收投资收益继续保持稳健。
2. 大资管业务：资管新规下，行业资管结构规模继续调整。随着集合公募化推进，预计公司券商资管及公募基金受托资产规模小幅回升；随着科创板、创业板注册制顺利推进，退出渠道顺畅将打开公司私募股权投资业务空间。
3. 证券经纪及信用业务：受益于市场流动性充裕，2020 年年初以来市场交投活跃，上半年沪深两市日均成交金额 7582 亿元，7 月以来共有 34 个交易日日均成交金额破万亿。展望 2020 年全年，在保持流动性合理充裕的情况下，预计全年两市日均成交额 8500 亿元，我们假设 2020-2022 公司代理买卖证券交易量市占率 0.40%/0.45%/0.48%；受益于市场交投活跃度的提升，自 2019 年 12 月以来两融余额始终保持在万亿以上，截至 2020 年 9 月 30 日，两融余额 14723 亿元，预计全年两融日均余额 11000 亿元；股权质押业务整体处于控制规模的阶段，预计公司股权质押规模及收入维持稳定。
4. 投行业务：随着科创板、创业板注册制顺利推进，结合再融资政策松绑、新三板改革、企业债券注册制改革等资本市场制度红利下，A 股迎来直接融资大年。利率下行叠加公司在债券相关业务优势明显，预计债券承销规模预计稳中有升。另外，近年来公司股权承销实力有所提升，且项目储备情况较好，预计投行收入有望实现增长。
5. 自营投资及交易业务：受益于交投活跃和流动性宽松，公司将保持风险可控的权益敞口，预计公司 2020 年自营投资资产

同比增加 10%。

表 4：第一创业盈利预测

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>一、固定收益业务收入</b>	<b>6.81</b>	<b>12.38</b>	<b>14.66</b>	<b>18.03</b>
YoY	-5%	82%	18%	23%
1.手续费收入	2.28	3.72	5.58	8.47
YoY	16%	63%	50%	52%
同类机构总债券交割量	1382744	2004979	2706722	3654075
YoY	48%	45%	35%	35%
一创市场份额	1.60%	1.80%	2.00%	2.25%
一创债券交易量	22190	36090	54134	82217
佣金率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
2.投资收益	4.53	8.66	9.09	9.56
固收投资规模	134	144	151	159
YoY	7%	8%	5%	5%
固收投资收益率	3.39%	6.00%	6.00%	6.00%
<b>二、大资管业务收入</b>	<b>9.25</b>	<b>10.57</b>	<b>12.86</b>	<b>15.87</b>
YoY	40%	14%	22%	23%
1.券商资管收入	3.84	4.36	5.39	6.67
YoY	50%	13%	24%	24%
券商资管规模	2107	2635	3283	4093
2.公募基金管理收入	3.52	4.22	5.07	6.08
YoY	8%	20%	20%	20%
公募基金管理规模	3347	4016	4819	5783
YoY	-5%	20%	20%	20%
3.私募股权与另类投资收入	1.25	1.83	2.29	2.81
YoY	60%	47%	25%	23%
4.其他资管收入	0.64	0.15	0.11	0.30
<b>三、证券经纪与信用业务收入</b>	<b>2.04</b>	<b>7.16</b>	<b>8.29</b>	<b>9.13</b>
1.代理买卖证券收入	2.96	5.04	5.74	6.07
YoY	23%	70%	14%	6%

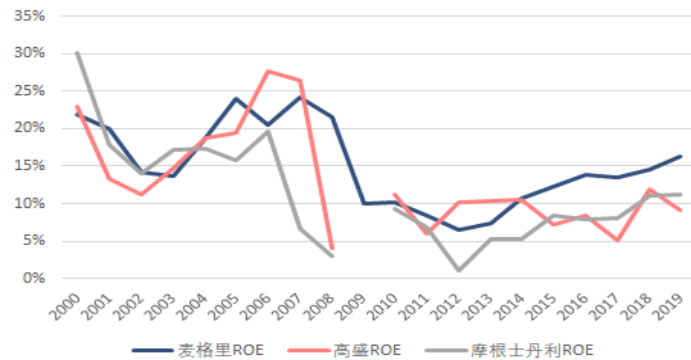
行业日均股基交易额	5205	8500	8500	8500
一创市场份额	0.39%	0.40%	0.45%	0.48%
佣金率	0.030%	0.031%	0.031%	0.031%
2.利息收入	-0.92	2.12	2.55	3.06
YoY	-109%	331%	20%	20%
行业两融余额	9116	11000	11000	11000
一创市场份额	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%
一创两融余额	38	44	44	44
息差	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
两融收入占比	41%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>四、投行业务收入</b>	<b>1.87</b>	<b>3.46</b>	<b>4.15</b>	<b>4.61</b>
YoY	219%	85%	20%	11%
<b>五、自营投资收入</b>	<b>4.46</b>	<b>3.71</b>	<b>3.89</b>	<b>4.10</b>
YoY	1049%	-17%	5%	5%
自营投资规模	50.45	61.85	64.89	68.31
其他营业收入	1.39	0.78	0.95	0.78
	24.43	37.28	43.84	51.74
<b>营业总收入</b>	<b>25.82</b>	<b>38.05</b>	<b>44.79</b>	<b>52.53</b>
<b>净利润</b>	<b>5.83</b>	<b>11.96</b>	<b>14.06</b>	<b>16.47</b>

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

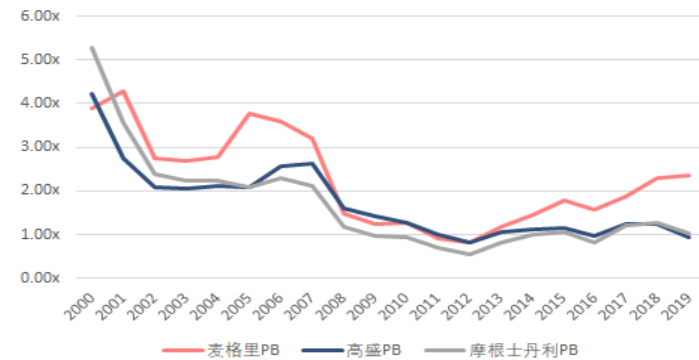
## 相对估值

我们使用相对估值法给公司估值, 我们估算公司 2020-2022E 净资产分别为 1467 /156 /168 亿元, 对应 BVPS 3.40/3.62/3.89 元。2020-2022E 归母净利润 11.96/14.06/16.47 亿元, 同比+105.22% / 17.51%/ 17.18%, 对应 EPS 0.28 /0.33 /0.39 元。

对于公司合理估值, 市场存在一定争议。我们认为, 虽然分类评级监管后, 业务朝头部券商聚集, 意味着头部券商未来盈利能力更强, 历史上小券商估值远高于大券商的情况正在收敛, 但不同业务侧重、不同收入占比的券商估值仍然不尽相同。从杜邦分析上来讲, 投行、资管等对使用资产要求低, ROA 较高业务收入占比高的公司会享有估值溢价, 如中信建投。未来在债券销售上享受扩容红利, 且通过直投打通资产和资金端连接的第一创业将被市场重新定价。澳大利亚的麦格理集团 (Macquarie Group) 作为全球排名前十的老牌投行, 便是凭借对全球优质基础设施资产 (如港口、大型机场等) 的大量收购, 通过专业化运营管理并打包至基金中为长线投资资产提供 6%-7% 的稳妥固定收益产品收益率, 带来超出高盛和大摩的 ROE, 并享有估值溢价。(最高为 4x, 现为 2.5x)

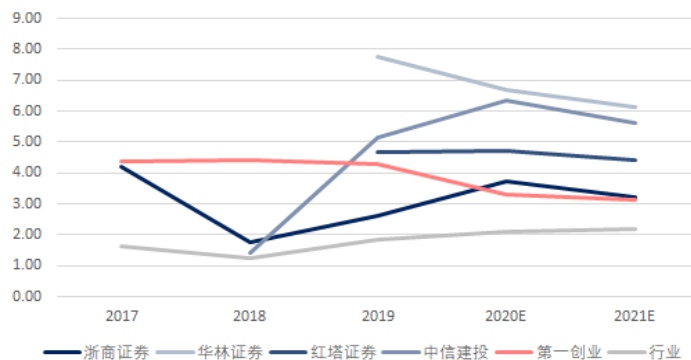
**图 38: 麦格里 ROE 接近 16%，高于高盛和大摩**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

**图 39: 2008 年前和 2013 年后麦格里显著享有估值溢价**


资料来源: Capital IQ, 信达证券研发中心

目前 A 股券商中估值最高的为投行业务收入占比高达 20.02% (2020H1), 且高度受益于资本市场改革, IPO 扩容的中信建投, 另外, 我们同与第一创业市值接近且均为次新的几家 A 股券商, 浙商、华林和红塔作比较, 估值均显著行业, 且公司 ROE 有望快速提升。因此我们给予公司 2020 年 4.0xP/B, 根据本文假设估值, 对应目标价 13.59 元, 给予“买入”评级。

**图 40: 同业比较 PB (倍)**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

## 风险因素

1. 资本市场大幅波动, 导致公司固收投资业务等受到干扰和冲击;

2. 资管新规整改进度不及预期，导致资管业务发展受到影响等。

合并损益表				亿元 RMB	资产负债表				亿元 RMB
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	25.82	38.05	44.79	52.53	货币资金	73.39	83.02	87.12	91.69
手续费净收入	15.78	22.94	28.57	35.17	结算备付与保证金	17.29	30.54	32.04	33.75
代理买卖证券业务净收入	2.87	5.04	5.74	6.07	交易性金融资产	158.41	187.37	196.60	206.97
证券承销业务净收入	4.15	7.18	9.72	13.07	买入返售金融资产	24.98	51.10	53.62	56.45
资产管理业务净收入	7.51	8.88	10.83	13.21	可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
利息净收入	-0.92	2.12	2.55	3.06	其他资产	81.67	124.02	130.47	137.64
投资收益及公允价值变动	6.83	12.37	12.98	13.66	资产总计	355.74	476.04	499.84	526.49
其他业务收入	0.55	0.59	0.64	0.58	短期借款	2.02	1.41	1.44	1.47
营业支出	18.96	23.74	27.55	32.32	交易性金融负债	9.04	5.42	5.70	5.98
营业税金及附加	0.20	0.29	0.37	0.44	衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
业务及管理费	15.51	20.31	24.64	28.89	卖出回购金融资产款	94.59	99.32	104.29	109.50
营业利润	6.86	14.31	17.24	20.21	代理买卖证券款	69.86	85.56	89.84	94.33
营业外收入	0.06	0.06	0.07	0.07	其他负债	85.09	137.37	142.19	147.57
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	260.60	329.09	343.45	358.85
利润总额	6.92	14.37	17.31	20.28	股本	35.02	42.02	42.02	42.02
所得税	1.09	2.41	3.25	3.80	归属母公司所有者权益	90.44	142.75	152.20	163.63
净利润	5.83	11.96	14.06	16.47	少数股东权益	4.71	4.20	4.19	4.01
归属母公司所有者净利润	5.13	11.96	14.06	16.47	所有者权益合计	95.14	146.95	156.39	167.63
少数股东损益	0.70	0.00	0.00	0.00	负债和股东权益合计	355.74	476.04	499.84	526.49
基本 EPS (元, RMB)	0.15	0.28	0.33	0.39					
					<b>经营指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
					总资产收益率(%)	1.64%	2.51%	2.81%	3.13%
					净资产收益率(%)	6.13%	8.14%	8.99%	9.83%
					管理费用率(%)	58%	55%	55%	55%
					营业收入/总资产(%)	7.26%	7.99%	8.96%	9.98%
<b>年成长率(%)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>每股指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>

营业收入	45.88%	47.37%	17.71%	17.27%	基本 EPS (RMB)	0.15	0.28	0.33	0.39
净利润	338.35%	105.22%	17.51%	17.18%	BVPS	6.22	7.46	8.01	8.59
基本 EPS	0.15	0.28	0.33	0.39	估值分析	2,019	2020E	2021E	2022E
盈利能力(%)	2019	2020E	2021E	2022E	市盈率(x)	77.28	39.76	33.83	28.87
营业利润率	26.57%	37.61%	38.49%	38.48%	市净率(x)	4.38	3.33	3.13	2.91
净利润率	19.87%	31.44%	31.39%	31.36%	平均净资产收益率(%)	5.75%	10.26%	9.53%	10.43%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。