

相关研究

公司深度《债券直融未来可期, “中国麦格里”初露峥嵘》

2020.10.10

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

固收+资管特色突出, 盈利能力增强

2021年03月30日

事件: 第一创业公布 2020 年报, 公司 2020 年实现营收 31.20 亿元, 同比+20.79%, 归母净利润 8.13 亿元, 同比+58.48%。基本每股收益 0.21 元, 同比+40%。

点评:

- **定增投向投资与信用业务, 盈利能力增强。**公司于 2020 年 7 月完成定增募资 42 亿元, 截至 2020 年末, 第一创业总资产 406.36 亿元, 同比+22.69%; 净资产 144.35 亿元, 同比+51.72%。公司定增募集资金主要投向扩大投资与交易规模、信用业务规模, 截至报告期末公司融出资金 57.63 亿元, 同比+46.83%, 两融规模 56.65 亿元, 市占率从 2019 年的 0.37% 提升至 2020 年的 0.44%; 利息净收入 1.21 亿元, 同比+231.5%。公司整体年化 ROE 至 7.31%, 同比提升 0.67 个百分点, 优于行业平均 6.89%。
- **固收交易市场认可度高, 利率上行拖累固收投资收益。**报告期内公司积极参与包括现券、回购等固收产品的交易, 履行银行间做市义务, 同时在交易所市场参与企业债、公司债等固收产品交易, 同时 eBond 交易系统不断优化, 业务效率和客户体验提升, 固收交易方面已形成差异化竞争优势和品牌效应, 市场认可度高。报告期内, 债券交易量 35448.90 亿元, 同比增长 14.09%, 固收手续费收入 2.65 亿元, 同比增长 16.23%。固收投资方面, 由于三季度以来流动性收紧、经济复苏, 债市利率上行拖累公司固收投资表现, 债券投资公允价值变动损益录得亏损 2.34 亿元, 固收投资收入 2.78 亿元, 同比-38.6%。
- **券商资管规模压缩导致收入微降, 公募基金增速快、市场份额领先。**受资管新规影响, 公司券商资管业务总规模下降, 导致资管收入微降-8.5%, 2020 资管收入 6.87 亿元。券商资管方面, 公司积极落实资管新规, 通道业务占比较高的定向资管规模同比下降 59.19% 至 614.28 亿元, 费率大幅提升, 从 2019 年的 0.24% 提升至 2020 年的 0.77%, 定向资管收入增长 32% 至 4.71 亿元; 集合资管方面, 积极提升主动管理能力, 加强销售渠道拓展, 完善产品线, 规模增长 57.4% 至 65.54 亿元; 专项资管方面, 公司产品创设能力进一步提升, 作为管理人与销售机构, 发行并销售多款资产支持专项计划产品, 公司资管产品类型更加丰富, 客户提供更加专业化的资管服务能力进一步提升。公募基金领域, 控股子公司创金合信坚持公募基金与专户双核驱动, 不断丰富产品线, 截至 2020 年四季度月均管理规模 5622.11 亿元, 同比+64.10%, 2020Q3-Q4 规模超过建信基金, 位居行业第一。公司在固收投研能力、资管产品创设方面优势明显, 主要服务以银行为代表的高粘性金融机构客户, 2021 年公司资管业务盈利能力有望进一步提升。
- **交投活跃经纪收入+45.64%, 再融资、债承销规模大幅增长。**受益于市场活跃, 公司推动经纪业务转型, 重视团队建设、丰富产品线, 2020 年公司股基成交额+49.7%, 经纪收入 4.18 亿元, 同比+45.64%, 代销金

融产品 1839 万元，同比+137%。报告期内，公司投行业务取得突破，证券承销收入 256.55 亿元，同比+ 72.69%。其中 IPO 承销 3 家，承销规模 23.41 亿元，再融资 6 家，承销规模 84.99 亿元，同比+348%；公司债券承销 139.68 亿元，同比+76.83%。

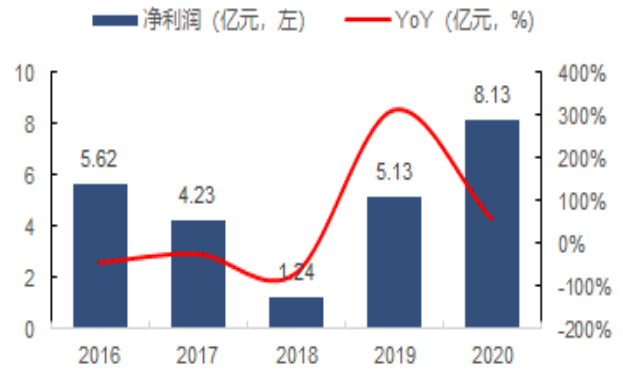
- **盈利预测与投资评级：**公司固收特色明显，长期深度挖掘以银行为主的高粘性金融机构客户需求，以行业领先的固收投研实力驱动固收投资与交易及资管业绩增长，差异化竞争优势将逐渐凸显。我们预计公司 2021E-2023E 总营收 38.77 亿元/46.78 亿元/59.10 亿元，同比 +24.28%/20.64%/25.65%，归母净利润 10.91 亿元/15.69 亿元 / 19.71 亿元，同比+ 24.17%/43.73%/25.65%。公司高 ROA 业务收入占比高，业绩高增应享有估值溢价，我们给予公司 2021 年 2.9~3.2 倍 PB ，对应目标价 9.61~ 10.61 元，较当前股价有 22.29%~34.95% 的上行空间，维持“买入”评级。
- **风险因素：** 货币政策收紧导致股市交易量大幅下滑；资本市场改革不及预期；资本市场大幅波动导致的固收投资业务等受到干扰和冲击；公司资管新规整改进度不及预期等。

财务指标及估值摘要

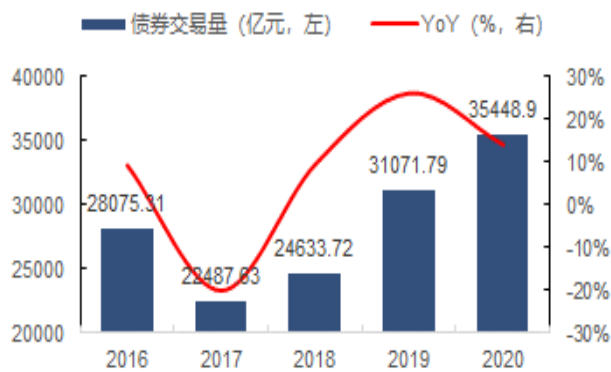
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收 (亿元)	25.82	31.20	38.77	46.78	59.10
YoY(%)	45.88%	20.84%	24.28%	20.64%	26.34%
净利润	5.13	8.13	10.91	15.69	19.71
YoY(%)	313.71%	58.48%	34.25%	43.73%	25.65%
每股收益(元)	0.15	0.19	0.26	0.37	0.47
每股净资产(元)	2.58	3.31	3.50	3.77	4.10
市盈率 (倍)	53.66	40.62	30.26	21.05	16.76
市净率 (倍)	3.04	2.37	2.24	2.09	1.92
净资产收益率(%)	5.75%	7.08%	7.62%	10.27%	11.93%

图 1: 2020 年公司总资产+22.69%

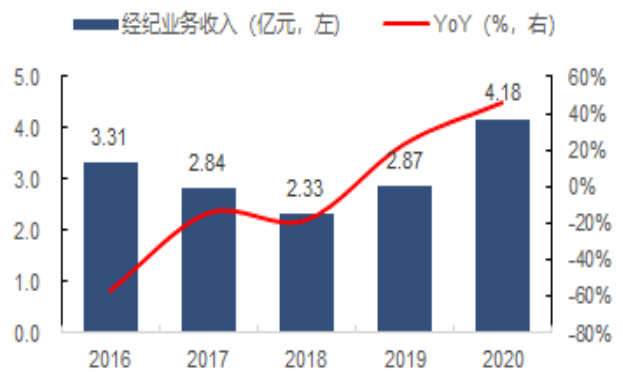

资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 2: 2020 年公司净利润+58.48%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 3: 2020 年公司债券交易量+14.09%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 4: 2020 年公司经纪业务收入+45.64%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 5: 2020 公司融出资金+46.83%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 6: 2020 公司定向资管规模大幅压缩-60%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

合并损益表	亿元 RMB			
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	31.20	38.77	46.78	59.10
手续费净收入	17.69	22.64	29.30	40.10
代理买卖证券业务净收入	4.18	5.89	7.03	8.30
证券承销业务净收入	4.48	8.18	11.36	15.92
资产管理业务净收入	6.87	5.18	6.52	7.86
利息净收入	1.21	3.11	3.73	4.48
投资收益及公允价值变动	11.09	12.48	13.14	13.87
其他业务收入	0.45	0.50	0.55	0.60
营业支出	21.23	26.30	28.65	36.21
营业税金及附加	0.23	0.29	0.34	0.44
业务及管理费	18.67	23.20	25.73	32.50
营业利润	9.97	12.47	18.13	22.89
营业外收入	0.53	0.56	0.58	0.61
营业外支出	0.04	0.04	0.04	0.05
利润总额	10.46	12.99	18.67	23.46
所得税	1.67	2.07	2.98	3.75
净利润	8.79	10.91	15.69	19.71
归属母公司所有者净利润	8.13	10.91	15.69	19.71
少数股东损益	0.66	0.00	0.00	0.00
基本 EPS (元, RMB)	0.19	0.26	0.37	0.47
年成长率(%)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	20.84%	24.28%	20.64%	26.34%
净利润	58.48%	34.25%	43.73%	25.65%
基本 EPS	0.19	0.26	0.37	0.47
盈利能力(%)	2020	2021E	2022E	2023E
营业利润率	31.96%	32.17%	38.76%	38.73%
净利润率	26.06%	28.15%	33.54%	33.35%

资产负债表	亿元 RMB			
	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	78.57	84.96	89.44	97.05
结算备付与保证金	26.99	29.56	31.16	32.95
交易性金融资产	159.78	188.97	198.98	210.11
买入返售金融资产	32.28	51.54	54.27	57.30
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他资产	108.74	126.31	133.28	138.35
资产总计	406.36	481.34	507.12	535.76
短期借款	2.83	2.89	2.94	3.00
交易性金融负债	10.63	11.16	11.72	12.31
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
卖出回购金融资产款	87.05	91.40	95.97	100.77
代理买卖证券款	80.20	100.36	105.37	110.64
其他负债	81.30	124.04	128.61	132.53
负债合计	262.01	329.85	344.63	359.25
股本	42.02	42.02	42.02	42.02
归属母公司所有者权益	139.28	147.13	158.27	172.11
少数股东权益	5.08	4.36	4.22	4.40
所有者权益合计	144.35	151.50	162.49	176.51
负债和股东权益合计	406.36	481.34	507.12	535.76
经营指标	2020	2021E	2022E	2023E
总资产收益率(%)	2.16%	2.27%	3.09%	3.68%
净资产收益率(%)	6.09%	7.20%	9.65%	11.17%
管理费用率(%)	58%	60%	55%	55%
营业收入/总资产(%)	7.68%	8.06%	9.22%	11.03%
每股指标	2020	2021E	2022E	2023E
基本 EPS (RMB)	0.19	0.26	0.37	0.47
BVPS	6.22	7.46	8.01	8.59
估值分析	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(x)	40.62	30.26	21.05	16.76
市净率(x)	2.37	2.24	2.09	1.92
净资产收益率(%)	7.08%	7.62%	10.27%	11.93%

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
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。