

## 第一创业 (002797.SZ) 资管业务轻装上阵，定增助力公司业绩增长

2021年03月31日

——第一创业 2020 年年报点评

投资评级: 买入 (维持)

高超 (分析师)

龚思匀 (联系人)

gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号: S0790520050001

证书编号: S0790120110033

日期	2021/3/30
当前股价(元)	7.82
一年最高最低(元)	12.63/6.68
总市值(亿元)	328.63
流通市值(亿元)	323.15
总股本(亿股)	42.02
流通股本(亿股)	41.32
近3个月换手率(%)	124.99

### ● 经纪业务驱动业绩增长，盈利能力不断提升，维持“买入”评级

2020 年公司营业总收入/归母净利润分别为 31.20/8.13 亿元，同比+20.77%/+58.40%，ROE 为 7.31%，同比增长 1.48 个百分点。2020Q4 净利润 2.53 亿元，环比+84%。业绩不及我们预期，公司资管业务收入有所下滑，同时管理费增长略超预期。2020 年经纪业务净收入同比+46%，为业绩增长主要驱动因素，同时信用减值计提下降，带来净利润大幅增长。我们下调公司资管业务收入，下调公司 2021-2023 年归母净利润 9.52/11.24/13.49 亿元，(调前 2021-2022 净利润 12.25/16.06 亿元)，2021-2023 年 EPS 0.23/0.27/0.32 元，公司资管业务特色明显，定增助力下业绩增长可期，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 34.5/29.2/24.4 倍，维持“买入”评级。

### ● 主动管理规模不断提升，去通道下资管业务轻装上阵

(1) 2020 年公司资管业务净收入为 6.87 亿元，同比-8.5%，资管规模压缩下，收入有所下跌。2020 年末券商资管规模 722 亿元，较年初-54.5%，其中，集合和单一资管规模分别为 66/614 亿元，同比分别+57%/-59%，通道规模持续收缩，主动管理规模不断提升。公司公募基金及专户规模持续扩张，期末创金合信管理规模 5682 亿元，较年初+70%。(2) 2020 年公司固定收益产品销售数量 5179 只，同比+17.78%，固定收益产品销售金额 2871.5 亿元，同比-3.63%；2020 年公司债券交易量 3.5 万亿元，同比+14.09%，2020 年固定收益业务手续费收入同比+17%。

### ● 经纪业务收入快速增长，定增助力公司发展

(1) 2020 年，公司投资业务收入为 11.8 亿元，同比增长 14%。根据公司分部报告数据，2020 年由于股市行情较好，债权类/非债权类金融资产投资收益率分别为+2.17%/+22.14%，同比分别-1.37pct/+5.74pct。(2) 2020 年公司经纪业务收入为 4.18 亿元，同比+46%，与行业增速持平，其中代销金融产品收入同比+137%。公司利息净收入扭亏为盈，实现收入 1.21 亿元，两融余额 57 亿元，同比+48%，市占率同比持平。(3) 2020 年公司定增募资 42 亿元，主要用于扩大投资和交易业务规模以及信用业务规模，定增打破资金瓶颈助力公司进一步发展。

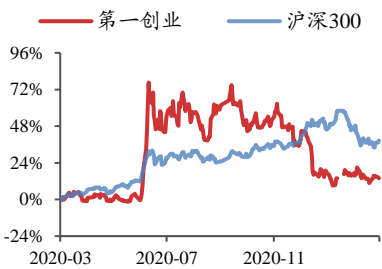
● **风险提示:** 市场波动风险；资管业务增长不达预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,583	3,120	3,443	3,926	4,356
YOY(%)	45.9	20.8	10.4	14.0	10.9
归母净利润(百万元)	513	813	952	1,124	1,349
YOY(%)	313.7	58.4	17.2	18.0	20.1
毛利率(%)	26.6	32.0	34.8	36.0	39.1
净利率(%)	19.9	26.0	27.7	28.6	31.0
ROE(%)	5.7	7.1	6.6	7.3	8.4
EPS(摊薄/元)	0.15	0.19	0.23	0.27	0.32
P/E(倍)	64.1	40.4	34.5	29.2	24.4
P/B(倍)	3.6	2.4	2.2	2.0	2.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《第一创业 2020 年中报点评-主动管理规模持续扩张，投资业务大幅增长》-2020.8.28

《第一创业首次覆盖报告-聚焦大资管业务，差异化竞争突围》-2020.8.27

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	29,250	32,652	40,700	45,994	50,671
现金	7,339	7,857	12,017	14,298	15,714
应收票据及应收账款	330	269	335	354	362
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	21,581	24,526	28,348	31,342	34,595
<b>非流动资产</b>	6,324	7,984	8,324	8,944	9,645
长期投资	1,436	1,545	1,700	1,869	2,056
固定资产	144	165	165	165	165
无形资产	282	299	299	299	299
其他非流动资产	4,462	5,975	6,160	6,610	7,125
<b>资产总计</b>	35,574	40,636	49,024	54,937	60,316
<b>流动负债</b>	18,830	20,289	26,139	30,197	34,857
短期借款	10,216	9,888	14,338	17,205	20,646
应付票据及应付账款	39	266	366	466	566
其他流动负债	8,575	10,135	11,436	12,526	13,645
<b>非流动负债</b>	7,230	5,912	7,433	8,126	8,888
长期借款	6,821	5,332	6,932	7,625	8,387
其他非流动负债	409	580	501	501	501
<b>负债合计</b>	26,060	26,201	33,572	38,323	43,746
少数股东权益	471	508	544	585	584
股本	3,502	4,202	4,202	4,202	4,202
资本公积	2,608	6,067	6,067	6,067	6,067
留存收益	1,911	2,463	3,628	4,761	4,714
<b>归属母公司股东权益</b>	9,044	13,928	14,918	16,051	16,004
负债和股东权益	35,574	40,636	49,034	54,959	60,333

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2310	2806	3156	3543	3986
净利润	583	879	1030	1215	1459
折旧摊销	88	138	188	238	288
财务费用	0	0	0	1	1
投资损失	-560	-610	-660	-710	-760
营运资金变动	1984	2084	2184	2284	2384
其他经营现金流	214	314	414	514	614
<b>投资活动现金流</b>	77	97	117	137	157
资本支出	1	1	1	1	1
长期投资	153	173	193	213	233
其他投资现金流	60	70	80	90	100
<b>筹资活动现金流</b>	-458	-2467	-2856	-2322	-3742
短期借款	523	543	563	583	603
长期借款	500	600	700	800	900
普通股增加	0	0	0	1	1
资本公积增加	130	130	130	130	130
其他筹资现金流	435	0	0	1	1
<b>现金净增加额</b>	1930	436	418	1359	402

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2,583	3,120	3,443	3,926	4,356
营业成本	1,896	2,123	2,245	2,512	2,655
营业税金及附加	20	23	25	29	32
营业费用	-0	-0	-0	-0	-0
管理费用	1,551	1,867	1,963	2,199	2,309
研发费用	-0	-0	-0	-0	-0
财务费用	-0	-0	-0	-0	-0
资产减值损失	314	217	245	270	297
其他收益	55	45	319	383	460
公允价值变动收益	354	72	-0	-0	-0
投资净收益	683	1,109	1,129	1,328	1,461
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	687	997	1,198	1,414	1,701
营业外收入	6	53	28	31	35
营业外支出	-0	4	-0	-0	-0
<b>利润总额</b>	693	1,046	1,225	1,446	1,736
所得税	109	167	196	231	277
<b>净利润</b>	583	879	1,030	1,215	1,459
少数股东损益	70	66	77	91	110
<b>归母净利润</b>	513	813	952	1,124	1,349
EBITDA	781	1184	1414	1684	2024
EPS(元)	0.15	0.19	0.23	0.27	0.32

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	45.9	20.8	10.4	14.0	10.9
营业利润(%)	680.7	45.1	20.1	18.1	20.3
归属于母公司净利润(%)	313.7	58.4	17.2	18.0	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.6	32.0	34.8	36.0	39.1
净利率(%)	19.9	26.0	27.7	28.6	31.0
ROE(%)	5.7	7.1	6.6	7.3	8.4
ROIC(%)	2.2	3.0	2.8	2.9	3.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	73.3	64.5	68.5	69.8	72.5
净负债比率(%)	179.1	105.4	137.6	149.2	175.0
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
速动比率	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	7.5	8.2	7.7	7.6	7.6
应收账款周转率	505	1,042	1,141	1,141	1,217
应付账款周转率	1,780	1,392	711	604	515
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.19	0.23	0.27	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.67	0.75	0.84	0.95
每股净资产(最新摊薄)	2.58	3.31	3.55	3.82	3.81
<b>估值比率</b>					
P/E	64.1	40.4	34.5	29.2	24.4
P/B	3.6	2.4	2.2	2.0	2.1
EV/EBITDA	16.0	8.5	5.4	5.7	5.4

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

### 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