投资评级 优于大市 调高

股票数据

03 月 02 日收盘价（元）	7.93
52 周股价波动（元）	6.68-12.63

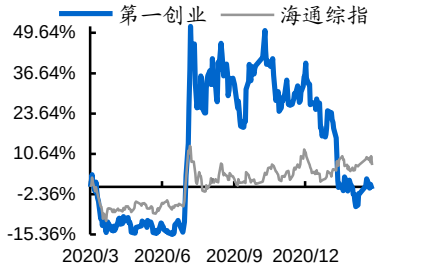
股本结构

总股本（百万股）	4202
流通 A 股（百万股）	4132
B 股/H 股（百万股）	0/0

相关研究

《固收特色明显，投行、自营收入大增》2020.03.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	1.7	-20.3	-26.9
相对涨幅（%）	4.4	-23.0	-32.4

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷
Tel:(010)50949926
Email:st9998@htsec.com
证书:S0850515040002
分析师:何婷
Tel:(021)23219634
Email:ht10515@htsec.com
证书:S0850516060001
联系人:任广博
Tel:(010)56760090
Email:rgb12695@htsec.com

归母净利润同比大增 50%-60%，固收特色明显

投资要点：公司以固收为特色，在现有上市券商中属于稀缺标的。致力于打造有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司。合理价值区间 9.45-10.50 元，“优于大市”评级。

- **【事件】**第一创业发布业绩预告，归母净利润大增。公司预计 2020 年实现归母净利润 7.70-8.21 亿元，同比增长 50%-60%。2020 年，国内资本市场改革持续推进，证券市场行情回暖，交投活跃。公司积极把握市场机遇，预计证券经纪及两融、投资银行、权益类自营投资等业务收入同比实现增长。
- **前三季度业绩稳定增长，固收特色明显。**公司前三季度实现营业收入 20.74 亿元，同比+16.7%，归母净利润 5.6 亿元，同比+61.6%，对应 EPS 0.15 元。第三季度实现营业收入 6.54 亿元，同比+10.2,%，归母净利润 13.8 亿元，同比+0.23%。前三季度经纪/承销/资管/利息/自营分别占营业收入的 16%、12%、24%、5%、26%。预计第四季度净利润同比增长 26%-57%，环比增长 52%-90%。
- **优化服务体系，经纪业务客户小幅增长。**前三季度经纪业务实现收入 3.23 亿元，同比+46%。公司持续推动经纪业务转型发展，依托机制、科技等手段推动组织架构调整，积极开展团队建设，持续丰富业务和产品线，提升客户开发和综合服务能力。
- **向综合投融资服务转型，股权债券承销规模大幅增长。**公司全年股权业务承销规模同比+225%，债券业务承销规模同比+18%。股权主承销规模 116 亿元，排名第 25；其中 IPO 2 家，募资规模 19 亿元，再融资 7 家，募资规模 65 亿元。债券主承销规模 203 亿元，排名第 57；其中，公司债、地方政府债、金融债承销规模分别达 105 亿元、44 亿元、24 亿元。IPO 储备项目 17 家，排名第 42，其中主板 1 家，创业板 6 家。
- **推动资产管理业务转型，公募基金市场份额取得领先地位。**前三季度实现资管收入 5 亿元，同比-5.3%。公司加大落实资管新规的力度，在去通道的同时持续提升主动管理能力。截至 2020H1，公司受托管理规模为 1260.93 亿元，较年初-20.53%，同比-30.8%。控股子公司创金合信的专户管理月均规模在 2020Q2 中行业排名第二，受托管理资金总额 3968.48 亿元，同比+18.53%，其中公募基金 307 亿元，同比+36.49%，平均受托资金收益率 3.01%，较 2019 年全年-3.67pct。
- **投资建议：**我们估算第一创业 2020E/ 2021E/ 2022E 营收分别为 29/ 30/ 32 亿元，同比+14%/ +2%/ +6%；净利润分别为 7.95 /9.01/ 9.88 亿元，同比+55%/+13%/ +10%。根据可比公司估值，我们给予其 2021 年 2.7-3.0x PB（考虑到公司以固收为特色，在现有上市券商中属于稀缺标的，适当给予估值溢价），对应合理价值区间 9.45-10.50 元/股，“优于大市”评级。
- **风险提示：市场持续低迷导致业务规模下滑，市场监管进一步加强。**

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1770	2583	2935	3000	3170
（+/-)YoY(%)	-9%	46%	14%	2%	6%
净利润（百万元）	124.35	513.06	795.24	900.96	987.84
（+/-)YoY(%)	-71%	313%	55%	13%	10%
每股净利润（元）	0.03	0.12	0.19	0.21	0.24
每股净资产（元）	2.51	2.58	3.32	3.50	3.95

资料来源：公司年报（2018-2019），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 中小券商可比公司估值（截至 2021 年 3 月 2 日收盘价）

	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）			PB（倍）		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
财通证券	11.29	405	21.6		18.0	1.94		1.78
方正证券	8.50	700	69.4			1.82		
浙商证券	12.90	466	48.2			3.24		
西部证券	9.40	420	68.9			2.38		
国金证券	12.94	391	30.1	19.0	16.6	1.89	1.74	1.61
兴业证券	8.57	574	32.6	15.6	14.1	1.67	1.52	1.41
长江证券	7.18	397	23.8		15.1	1.47		
西南证券	4.78	318	30.5			1.62		
国元证券	8.04	351	38.4		25.3	1.41		1.30
山西证券	7.41	266	52.1			2.10		
太平洋	3.33	227	49.0			2.19		
东北证券	8.83	207	20.5			1.33		
国海证券	4.67	254	52.1			1.81		
华西证券	10.16	267	18.6			1.36		
国投资本	12.26	518	17.5	11.2	10.2	1.33	1.20	1.10
华创阳安	11.47	200	76.6			1.33		
华安证券	6.77	245	22.1			1.85		
东吴证券	8.54	331	32.0	18.2	19.1	1.58		
中原证券	4.65	216	370.8	254.1	178.2	2.23	2.07	2.07
南京证券	10.53	388	54.7			3.50		
平均			**56.5**	**63.6**	**37.1**	**1.9**	**1.6**	**1.5**

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所

表 2 公司分业务预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1770**	**2583**	**2935**	**3000**	**3170**
同比增速	-9%	46%	14%	2%	6%
手续费	**1149**	**1578**	**1765**	**1835**	**1895**
同比增速	-15%	37%	12%	4%	3%
-经纪净佣金	**233**	**287**	**486**	**522**	**545**
同比增速	-18%	23%	69%	7%	4%
-投行收入	**255**	**415**	**404**	**424**	**445**
同比增速	-34%	62%	-3%	5%	5%
-资管收入	**583**	**751**	**675**	**679**	**685**
同比增速	-6%	29%	-10%	1%	1%
利息净收入	**-44**	**-92**	**44**	**103**	**131**
同比增速	-135%	111%	-148%	132%	27%
投资净收益	**628**	**683**	**1075**	**973**	**1045**
同比增速	7%	9%	57%	-10%	7%

资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

表 3 第一创业资产负债表（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产:					
货币资金	5211	7339	9767	10099	11060
其中：客户资金存款	3389	5744	7644	7904	8656
结算备付金	1740	1587	2112	2184	2392
其中：客户备付金	1494	1404	1869	1933	2116
融出资金	2369	3925	4496	5620	5789
交易性金融资产	12171	15841	18498	20068	21978
其他权益工具	-	86	100	153	167
买入返售金融资产	4740	2498	3212	2763	3480
应收款项	289	330	346	364	382
应收利息	403	-	-	-	-
存出保证金	89	142	189	195	214
可供出售金融资产	2994	-	-	-	-
长期股权投资	1441	1436	1508	1583	1663
投资性房地产	341	331	347	365	383
固定资产	138	144	173	208	249
在建工程	10	14	17	20	24
无形资产	285	282	339	406	488
商誉	15	15	17	21	25
递延所得税资产	301	380	456	547	657
其他资产	1028	1224	1469	1763	2116
资产总计	33564	35574	43048	46360	51067
负债:					
短期借款	243	202	233	268	308
应付短期融资券	-	55	500	700	900
拆入资金	2000	500	576	662	761
交易性金融负债	1019	904	1040	1196	1375
衍生金融负债	3	-	-	-	-
卖出回购金融资产款	8370	9459	10405	11446	11560
代理买卖证券款	4773	6986	7685	8453	9299
应付职工薪酬	478	638	733	843	970
应交税费	43	47	54	62	71
应付款项	8	39	45	51	59
应付利息	166	-	-	-	-
长期借款	315	410	471	542	623
应付债券	6599	6411	6411	6411	6911
递延所得税负债	15	21	25	28	32
递延收益	63	61	70	81	93
其他负债	305	326	375	431	495
负债合计	24400	26060	28621	31173	33458
所有者权益:					
股本	3502	3502	4202	4202	4202
资本公积金	2593	2608	6108	6108	6108
其他综合收益	-225	-	2	2	3
盈余公积金	294	296	375	465	564
一般风险准备	993	1021	1180	1360	1557
未分配利润	1644	1615	2085	2590	4183
归属于母公司所有者权益合计	8802	9044	13952	14728	16618
少数股东权益	362	471	474	458	992
所有者权益合计	9164	9514	14426	15186	17609
负债及股东权益总计	33564	35574	43048	46360	51067

资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

表 4 第一创业盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	1770	2583	2935	3000	3170
手续费	1149	1578	1765	1835	1895
经纪净佣金	233	287	486	522	545
投行收入	255	415	404	424	445
资管收入	583	751	675	679	685
利息净收入	-44	-92	44	103	131
投资净收益	628	683	1075	973	1045
联营合营企业	121	138	202	212	223
公允价值变动净收益	-35	354	-	-	-
汇兑净收益	1	0	-	-	-
资产处置收益	0	0	-	-	-
其他收益	6	4	-	-	-
其他业务收入	65	55	50	90	99
二、营业支出	1682	1896	1846	1853	1916
营业税及附加	18	20	22	23	24
管理费用	1455	1551	1644	1650	1712
资产减值损失	198	-	-	-	-
信用减值损失	-	314	180	180	180
其他业务成本	10	11	-	-	-
三、营业利润	88	687	1089	1148	1254
加：营业外收入	18	6	-	-	-
减：营业外支出	2	0	-	-	-
四、利润总额	104	693	1089	1148	1254
减：所得税	-28	109	185	195	213
五、净利润	132	583	904	952	1041
减：少数股东损益	7	70	50	52	53
归属于母公司所有者的净利润	124	513	795	901	988
六、每股收益（元）	0.03	0.12	0.19	0.21	0.24

资料来源：公司 2018、2019 年年报，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷　　银行行业，非银行金融行业
何婷　　非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：　兴业银行,中信银行,第一创业,江苏银行,中国太保,国金证券,邮储银行,杭州银行,光大证券,东吴证券,宁波银行,东方财富,建设银行,中国人寿,汇丰控股,国泰君安,重庆银行,上海银行,兴业证券,招商证券,常熟银行,中国银河,华安证券,华泰证券,中国平安,工商银行,平安银行,中国财险,中金公司,中原证券

投资评级说明

	类　别	评　级	说　明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; **2. 市场基准指数的比较标准:** A 股市场以海通综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**股票投资评级**	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。