

投资评级 优于大市 维持

股票数据

04月26日收盘价(元) 5.05  
52周股价波动(元) 5.05-8.50

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

《归母净利润同比大增 50%-60%，固收特色明显》2021.03.03

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-14.0	-20.5	-24.7
相对涨幅 (%)	-4.6	-3.2	-5.0

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: 任广博

Tel: (010) 56760090

Email: rgb12695@htsec.com

证书: S0850522030003

## 以固收为特色，投行资管业务快速增长

**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 5.70-6.08 元，维持“优于大市”评级。

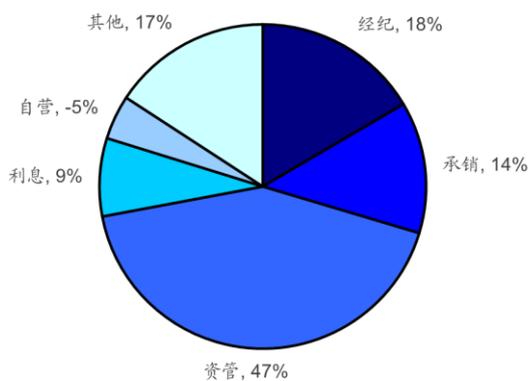
- **【事件】** 第一创业 2022 年一季度实现营业收入 5.3 亿元，同比+46.2%；归母净利润 7189 万元，同比+421.8%；对应 EPS 0.017 元，ROE0.5%。公司业绩大幅增长主要是由于上年同期归母净利润-94%导致基数低。
- **持续推动经纪业务转型发展，积极开展团队建设。** 2022 年一季度经纪业务收入 9630 万元，同比-5.2%。公司持续推动经纪业务向财富管理转型，推进组织架构调整，积极开展团队建设，丰富产品线，提升客户开发和综合服务能力。2022 年一季度全市场交投活跃，全市场日均股基交易额 10760 亿元，同比+7.2%，两融余额 16728 亿元，同比+1.1%，较年初-8.7%。
- **夯实传统投行业务基础，拓展创新业务。** 2022 年一季度投行业务收入 7653 万元，同比+42.3%。股权业务承销规模同比+309.2%，债券业务承销规模同比+24.3%。股权主承销规模 19.4 亿元，排名第 31；其中 IPO 1 家，募资规模 5 亿元；再融资 1 家，承销规模 14 亿元。债券主承销规模 35 亿元，排名第 52，均为公司债。IPO 储备项目 7 家，排名第 37，其中两市主板 1 家，北交所 1 家，科创板 5 家。公司投行继续夯实股权融资、债权融资和并购重组等传统投行业务基础，同时积极拓展绿色债、乡村振兴债等创新业务，为客户提供综合金融服务。
- **固收特色明显，取得市场领先地位。** 在固定收益业务领域，公司已具品牌优势，形成了颇具特色并适合中型券商发展的销售、交易模式。1) **固收销售:** 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，不断开发新的业务品种销售。2) **固收交易:** 2021 年固收产品交易规模 3.93 万亿元，同比+10.97%。
- **加强产品创设、提升主动管理能力，打造 ESG 和 FOF 投资先发优势。** 2022 年一季度资管业务收入 2.5 亿元，同比+21.7%。公司继续大力落实资管新规要求，不断提升主动管理能力和产品创设能力，打造 ESG 和 FOF 投资先发优势，完成大集合产品公募改造工作。2021 年资产管理规模 585 亿元，同比-19.0%。2021 年创金合信管理规模合计 8107 亿元，同比+42.7%。
- **以绝对收益为目标，采用多策略组合发展。** 2022 年一季度自营业务投资净亏损(含公允价值) 2575 万元，亏损同比收窄 81.6%。公司持续加强宏观研判，合理控制仓位，积极筛选有确定性竞争优势和符合长期增长逻辑的细分行业和公司，发掘市场结构性投资机会。
- **【投资建议】** 我们预计公司 2022-2024E 年每股净利润分别为 0.19、0.20、0.22 元，每股净资产分别为 3.80、4.19、4.39 元。我们给予其 2022 年 1.5-1.6x P/B (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，且资管主动管理产品收益率居前，适当给予估值溢价)，对应合理价值区间为 5.70-6.08 元，维持“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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3120	3255	3395	3387	3575
(+/-)YoY(%)	21%	4%	4%	0%	6%
净利润(百万元)	813	745	805	829	912
(+/-)YoY(%)	58%	-8%	8%	3%	10%
每股净利润(元)	0.19	0.18	0.19	0.20	0.22
每股净资产(元)	3.31	3.43	3.80	4.19	4.39

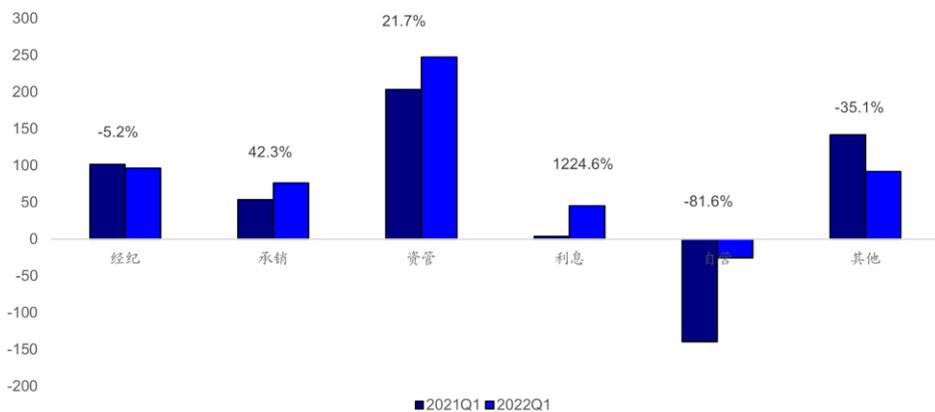
资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所  
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 第一创业 2022 年一季度收入结构



资料来源：公司 2022 年一季报，海通证券研究所

图2 第一创业 2022 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年一季报，海通证券研究所

表 1 第一创业盈利预测 (百万元)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>一、营业收入</b>	<b>3120</b>	<b>3255</b>	<b>3395</b>	<b>3387</b>	<b>3575</b>
手续费	1769	1790	2045	2150	2269
经纪净佣金	418	475	624	640	651
投行收入	447	306	250	262	275
资管收入	687	920	1078	1150	1242
利息净收入	121	199	257	215	224
投资净收益	1109	1340	1041	965	1018
联合合营企业	201	254	207	217	228
公允价值变动净收益	72	-158	-	-	-
汇兑净收益	-2	-1	-	-	-
其他收益	4	38	-	-	-
其他业务收入	45	47	52	57	63
<b>二、营业支出</b>	<b>2123</b>	<b>2277</b>	<b>2349</b>	<b>2310</b>	<b>2397</b>
营业税及附加	23	25	26	26	27
管理费用	1867	2164	2223	2184	2269
资产减值损失	5	-	-	-	-
信用减值损失	217	78	100	100	100
其他业务成本	10	10	-	-	-
<b>三、营业利润</b>	<b>997</b>	<b>978</b>	<b>1046</b>	<b>1077</b>	<b>1178</b>
加: 营业外收入	53	6	-	-	-
减: 营业外支出	4	11	-	-	-
<b>四、利润总额</b>	<b>1046</b>	<b>973</b>	<b>1046</b>	<b>1077</b>	<b>1178</b>
减: 所得税	167	149	160	165	180
<b>五、净利润</b>	<b>879</b>	<b>824</b>	<b>886</b>	<b>912</b>	<b>997</b>
减: 少数股东损益	66	79	81	83	86
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>813</b>	<b>745</b>	<b>805</b>	<b>829</b>	<b>912</b>
<b>六、每股收益 (元):</b>	<b>0.19</b>	<b>0.18</b>	<b>0.19</b>	<b>0.20</b>	<b>0.22</b>

资料来源: 公司 2020、2021 年年报, 海通证券研究所

**表 2 第一创业资产负债表 (百万元)**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产:					
货币资金	7857	8937	9662	10397	10936
其中: 客户资金存款	6088	7086	7661	8243	8671
结算备付金	2539	2155	2330	2507	2637
其中: 客户备付金	2296	2004	2166	2331	2452
融出资金	5763	7482	7508	7733	7965
交易性金融资产	15978	16886	18257	19645	20665
其他权益工具	86	70	76	81	86
买入返售金融资产	3228	1105	1841	2383	2680
应收款项	269	286	301	316	332
存出保证金	160	372	402	432	455
长期股权投资	1545	1773	1862	1955	2053
投资性房地产	306	324	340	357	375
固定资产	165	181	217	260	312
在建工程	15	78	94	113	135
无形资产	299	908	1089	1307	1569
商誉	10	10	12	14	17
递延所得税资产	397	510	611	734	880
其他资产	2019	2072	2486	2983	3580
<b>资产总计</b>	<b>40636</b>	<b>43147</b>	<b>47087</b>	<b>51217</b>	<b>54676</b>
负债:					
短期借款	283	367	422	486	559
应付短期融资券	-	589	900	900	900
拆入资金	900	691	794	913	1050
交易性金融负债	1063	501	577	663	762
卖出回购金融资产款	8705	9897	9996	10096	10197
代理买卖证券款	8020	8743	9618	10580	11638
应付职工薪酬	932	989	1138	1308	1504
应交税费	120	93	108	124	142
应付款项	266	21	24	27	31
长期借款	733	968	1114	1281	1473
应付债券	4599	4189	4689	5189	5689
递延所得税负债	29	45	52	60	69
递延收益	59	57	65	75	87
合同负债	19	22	-	-	-
其他负债	472	787	905	1041	1197
<b>负债合计</b>	<b>26201</b>	<b>28158</b>	<b>30400</b>	<b>32742</b>	<b>35298</b>
所有者权益(或股东权益):					
股本	4202	4202	4202	4202	4202
资本公积金	6067	6066	6066	6066	6066
其他综合收益	1	(84)	(82)	(79)	(77)
盈余公积金	362	427	518	612	725
一般风险准备	1195	1364	1547	1735	1961
未分配利润	2101	2444	3720	5071	5561
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>13928</b>	<b>14419</b>	<b>15972</b>	<b>17608</b>	<b>18440</b>
少数股东权益	508	570	715	867	939
所有者权益合计	14435	14989	16687	18475	19378
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>40636</b>	<b>43147</b>	<b>47087</b>	<b>51217</b>	<b>54676</b>

资料来源: 公司 2020、2021 年年报, 海通证券研究所

表 3 中小券商可比公司估值 (截至 2022 年 4 月 26 日收盘价)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
财通证券	6.93	321.81	14.04	13.08	11.36	1.43	1.28	1.18
方正证券	6.01	494.75	45.12	27.15		1.25	1.20	
浙商证券	8.86	343.61	21.12	15.65	13.39	1.78	1.44	1.29
西部证券	6.06	270.86	24.25			1.04		
国金证券	8.11	245.28	13.17		10.82	1.09		0.93
兴业证券	6.23	417.20	10.42	8.80	7.56	1.11	1.01	0.92
长江证券	5.39	298.06	14.29		10.57	1.06		
西南证券	3.68	244.54	22.40	23.56		0.97	0.96	
国元证券	6.23	271.86	19.84	14.24	13.19	0.88	0.84	0.81
山西证券	4.82	173.03	23.04			1.02		
太平洋	2.49	169.73	-22.32			1.77		
东北证券	6.70	156.81	11.76	9.66	10.16	0.94	0.87	0.82
国海证券	3.21	174.77	24.09	22.86		0.95	0.94	
华西证券	7.10	186.38	9.81	11.42		0.87	0.83	
国投资本	6.19	397.73	9.59	8.30	7.88	0.94	0.86	0.57
华创阳安	7.75	134.82	20.48			0.89		
华安证券	4.97	233.47	18.41	16.39	14.65	1.65	1.22	1.13
东吴证券	6.43	321.98	18.86	13.46	12.69	1.15	0.87	0.87
中原证券	3.89	180.61	173.16	35.19	31.35	1.35	1.32	1.25
南京证券	8.02	295.65	36.52	30.25		1.87	1.80	
平均			<b>25.40</b>	<b>17.86</b>	<b>13.06</b>	<b>1.20</b>	<b>1.10</b>	<b>0.98</b>

资料来源: Wind 一致预期, 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  
任广博 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, 沪农商行, 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, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 大新银行集团, 常熟银行, 浙商证券

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。