

投资评级 中性 维持

固收特色明显，2023年一季度自营环比同比均扭亏为盈

股票数据

04月28日收盘价(元) 5.92
52周股价波动(元) 5.33-7.05

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

《固收特色显著，资管业务收入实现两位数增长》2022.08.29

《固收业务特色明显，自营表现欠佳，4Q21归母净利润同比-52.4%》2022.03.29

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|-------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -14.7 | -9.2 | -16.4 |
| 相对涨幅(%) | -5.5 | -1.6 | -8.2 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

证书:S0850516060001

分析师:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@haitong.com

证书:S0850522030003

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 5.57-5.94 元，维持“优于大市”评级。

- 【事件】**公司发布 2022 年全年及 2023 年一季度业绩：2022 年实现营业收入 26.1 亿元，同比-19.8%；归母净利润 4.0 亿元，同比-46.2%；对应 EPS 0.10 元，ROE 2.8%。2023 年一季度实现营业收入 6.9 亿元，同比+30.2%；归母净利润 1.4 亿元，同比+96.0%；对应 EPS 0.03 元，ROE 1.0%。公司 2022 年业绩明显下滑，主要是由于市场表现不佳导致经纪、自营等多项业务收入下滑，特别是一、四季度自营均亏损。公司 2023 年一季度业绩大幅回升主要是由于权益市场转暖，公司自营收入扭亏为盈。
- 加大协同力度，公司持续推动向财富管理转型。**2022 年公司经纪业务收入 3.8 亿元，同比-19.1%，占营业收入比重 14.7%。公司代销金融产品收入 1854 万元，同比-34.2%，占经纪业务收入 4.82%，代销金融产品规模 101 亿元，同比+12.0%。2023 年一季度经纪业务收入 8877 万元，同比-8.9%，占营业收入比重 12.7%。在证券经纪业务领域，公司持续推动向财富管理转型，完成经纪业务总部组织架构调整，开展对分支机构的高效管理与业务赋能。
- 投行业务继续坚持“聚焦区域、聚焦产业”的发展定位，助力企业通过资本市场做大做强。**2022 年，公司投行业务收入 2.8 亿元，同比-9.1%。股债承销规模分别同比+1.7%、-3.7%。2023 年一季度，投行业务收入 4606 万元，同比-39.8%。股债承销规模同比-89.3%、-25.4%。2023 年一季度股权主承销规模 4.0 亿元，排名第 41；为 1 家再融资。债券主承销规模 25 亿元，排名第 60；其中公司债、ABS 承销规模分别为 13 亿元、12 亿元。IPO 储备项目 3 家，排名第 30，均为创业板。
- 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：**作为老牌固定收益产品销售团队，公司深度覆盖银行、基金、保险、信托、私募、财务公司等投资机构。2022 年，公司客户拓展取得重要进展，各类机构客户总数同比增长 42.37%。2022 年公司固定收益品种销售金额合计 1732.92 亿元，同比-34%。**2) 交易做市：**公司银行间和交易所市场的债券交易量为 6.95 万亿元，同比+77%；银行间市场做市交易量为 2.43 万亿元，同比+95%。
- 致力于成为有固定收益特色的、以资产管理业务为核心的证券公司。**2022 年资管业务收入 10.3 亿元，同比+11.8%。2023 年一季度收入 2.3 亿元，同比-6.9%。2022 年末资产管理规模 550 亿元，同比-5.9%。公司持续提升主动管理能力和产品创设能力，以客户为中心丰富投资品种和产品线，打造 ESG、FOF 投资先发优势和 ABS 业务特色，布局公募 REITs 业务，发行公益资管产品，夯实投研和风控能力。
- 【投资建议】**我们预计公司 2023E-2025E 归母净利润分别为 5.72 亿元、6.32 亿元、6.96 亿元，同比分别+43%/+11%/+10%，每股净利润分别为 0.14/0.15/0.17 元，每股净资产分别为 3.71/3.85/3.98 元。我们给予其 1.5-1.6x 2023E 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，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 5.57-5.94 元，维持“中性”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。**

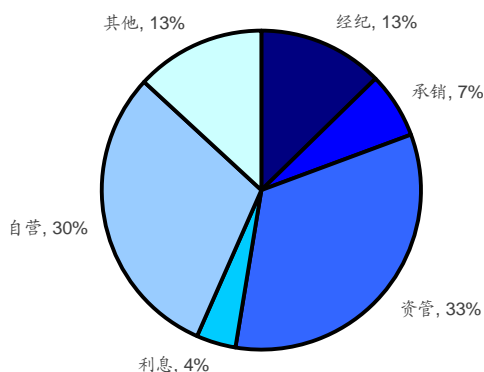
主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3255 | 2611 | 3317 | 3453 | 3592 |
| (+/-)YoY(%) | 4% | -20% | 27% | 4% | 4% |
| 净利润(百万元) | 745 | 401 | 572 | 632 | 696 |
| (+/-)YoY(%) | -8% | -46% | 43% | 11% | 10% |
| 每股净利润(元) | 0.18 | 0.10 | 0.14 | 0.15 | 0.17 |
| 每股净资产(元) | 3.43 | 3.48 | 3.71 | 3.85 | 3.98 |

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

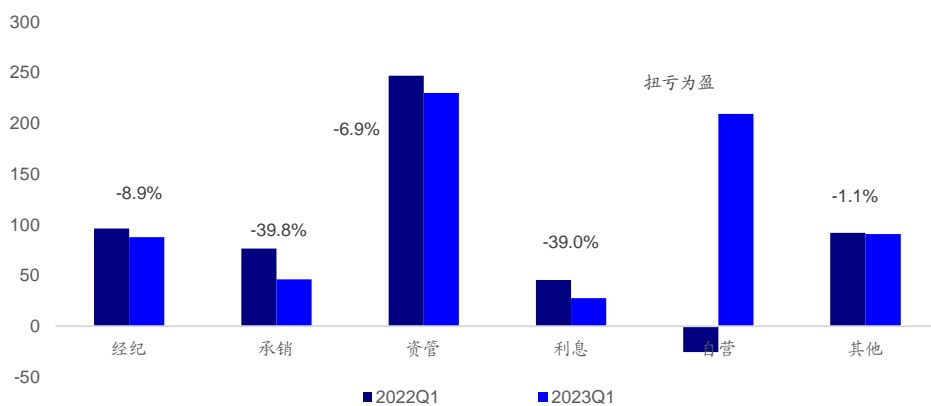
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 第一创业 2023 年一季度收入结构



资料来源：公司 2023 年一季报，海通证券研究所

图2 第一创业 2023 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2023 年一季报，海通证券研究所

表 1 第一创业盈利预测 (百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 一、营业收入 | 3255 | 2611 | 3317 | 3453 | 3592 |
| 手续费 | 1790 | 1775 | 1937 | 2025 | 2115 |
| 经纪净佣金 | 475 | 385 | 496 | 513 | 520 |
| 投行收入 | 306 | 278 | 316 | 333 | 350 |
| 资管收入 | 920 | 1029 | 1037 | 1088 | 1149 |
| 利息净收入 | 199 | 209 | 125 | 121 | 105 |
| 投资净收益 | 1340 | 710 | 1096 | 1133 | 1179 |
| 联营合营企业 | 254 | 231 | 228 | 239 | 251 |
| 公允价值变动净收益 | (158) | (292) | - | - | - |
| 汇兑净收益 | (1) | 2 | - | - | - |
| 其他收益 | 38 | 63 | - | - | - |
| 其他业务收入 | 47 | 145 | 159 | 175 | 193 |
| 二、营业支出 | 2277 | 2141 | 2680 | 2755 | 2827 |
| 营业税及附加 | 25 | 19 | 24 | 25 | 26 |
| 管理费用 | 2164 | 2086 | 2616 | 2690 | 2761 |
| 资产减值损失 | - | 12 | - | - | - |
| 信用减值损失 | 78 | 10 | 40 | 40 | 40 |
| 其他业务成本 | 10 | 14 | - | - | - |
| 三、营业利润 | 978 | 471 | 636 | 699 | 764 |
| 加: 营业外收入 | 6 | 5 | - | - | - |
| 减: 营业外支出 | 11 | 11 | - | - | - |
| 四、利润总额 | 973 | 464 | 636 | 699 | 764 |
| 减: 所得税 | 149 | (1) | (2) | (2) | (2) |
| 五、净利润 | 824 | 465 | 638 | 701 | 766 |
| 减: 少数股东损益 | 79 | 64 | 66 | 68 | 70 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 745 | 401 | 572 | 632 | 696 |
| 六、每股收益 (元): | 0.18 | 0.10 | 0.14 | 0.15 | 0.17 |

资料来源: 公司 2021、2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 第一创业资产负债表(百万元)

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产: | | | | | |
| 货币资金 | 8937 | 8757 | 10236 | 10680 | 11127 |
| 其中: 客户资金存款 | 7086 | 6322 | 7390 | 7711 | 8034 |
| 结算备付金 | 2155 | 2026 | 2369 | 2471 | 2575 |
| 其中: 客户备付金 | 2004 | 1876 | 2193 | 2289 | 2384 |
| 融出资金 | 7482 | 6117 | 6069 | 6251 | 6438 |
| 交易性金融资产 | 16886 | 22127 | 22564 | 23542 | 24527 |
| 其他权益工具 | 70 | 55 | 56 | 59 | 61 |
| 买入返售金融资产 | 1105 | 1790 | 1935 | 2086 | 2228 |
| 应收款项 | 286 | 276 | 290 | 304 | 320 |
| 存出保证金 | 372 | 249 | 292 | 304 | 317 |
| 长期股权投资 | 1773 | 1821 | 1912 | 2007 | 2108 |
| 投资性房地产 | 324 | 297 | 312 | 327 | 344 |
| 固定资产 | 181 | 199 | 239 | 287 | 344 |
| 在建工程 | 78 | 205 | 246 | 295 | 354 |
| 无形资产 | 908 | 924 | 1109 | 1331 | 1597 |
| 商誉 | 10 | 10 | 12 | 14 | 17 |
| 递延所得税资产 | 510 | 631 | 757 | 908 | 1090 |
| 其他资产 | 2072 | 2317 | 2781 | 3337 | 4004 |
| 资产总计 | 43147 | 47807 | 51178 | 54204 | 57451 |
| 负债: | | | | | |
| 短期借款 | 367 | 237 | 273 | 314 | 361 |
| 应付短期融资券 | 589 | 637 | 900 | 900 | 900 |
| 拆入资金 | 691 | - | - | - | - |
| 交易性金融负债 | 501 | 1774 | 2040 | 2346 | 2697 |
| 卖出回购金融资产款 | 9897 | 12369 | 12492 | 12617 | 12743 |
| 代理买卖证券款 | 8743 | 8033 | 8836 | 9720 | 10692 |
| 应付职工薪酬 | 989 | 880 | 1012 | 1163 | 1338 |
| 应交税费 | 93 | 58 | 66 | 76 | 87 |
| 应付款项 | 21 | 22 | 25 | 29 | 33 |
| 长期借款 | 968 | 1343 | 1544 | 1776 | 2042 |
| 应付债券 | 4189 | 6132 | 6632 | 7132 | 7632 |
| 递延所得税负债 | 45 | 41 | 47 | 55 | 63 |
| 递延收益 | 57 | 55 | 63 | 73 | 83 |
| 合同负债 | 22 | 14 | - | - | - |
| 其他负债 | 787 | 767 | 882 | 1015 | 1167 |
| 负债合计 | 28158 | 32546 | 34813 | 37215 | 39840 |
| 所有者权益(或股东权益): | | | | | |
| 股本 | 4202 | 4202 | 4202 | 4202 | 4202 |
| 资本公积金 | 6066 | 6066 | 6066 | 6066 | 6066 |
| 其他综合收益 | (84) | (125) | (123) | (121) | (119) |
| 盈余公积金 | 427 | 474 | 573 | 695 | 816 |
| 一般风险准备 | 1364 | 1503 | 1702 | 1945 | 2187 |
| 未分配利润 | 2444 | 2491 | 3166 | 3375 | 3583 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 14419 | 14611 | 15587 | 16163 | 16735 |
| 少数股东权益 | 570 | 649 | 778 | 826 | 877 |
| 所有者权益合计 | 14989 | 15261 | 16364 | 16989 | 17611 |
| 负债及股东权益总计 | 43147 | 47807 | 51178 | 54204 | 57451 |

资料来源: 公司 2021、2022 年年报, 海通证券研究所

表 3 券商可比公司估值 (2023 年 4 月 28 日)

| | 股价 | 市值 | P/E (倍) | | | | P/B (倍) | | | |
|------|-------|--------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | (元) | (亿元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 财通证券 | 7.75 | 359.89 | 14.02 | 21.26 | 17.33 | 14.80 | 1.46 | | 1.04 | 0.98 |
| 方正证券 | 7.00 | 576.25 | 31.62 | 26.83 | 22.95 | 20.04 | 1.39 | 1.34 | 1.24 | 1.16 |
| 浙商证券 | 10.22 | 396.35 | 18.05 | 23.96 | 17.70 | 15.39 | 1.66 | 1.56 | 1.38 | 1.30 |
| 西部证券 | 6.70 | 299.46 | 21.24 | 36.29 | 20.93 | 18.12 | 1.10 | | 1.05 | 1.01 |
| 国金证券 | 9.39 | 349.72 | 15.09 | 25.73 | 16.64 | 14.40 | 1.43 | | 1.07 | 0.99 |
| 兴业证券 | 6.72 | 580.34 | 12.24 | 19.28 | 13.84 | 11.96 | 1.41 | | 1.03 | 0.97 |
| 长江证券 | 5.67 | 313.55 | 13.01 | 16.05 | 11.70 | 10.82 | 1.05 | 1.05 | | |
| 西南证券 | 3.84 | 255.17 | 24.58 | 45.71 | 26.72 | 23.63 | 1.01 | 1.02 | | |
| 国元证券 | 7.00 | 305.46 | 16.00 | 17.63 | 14.57 | 13.06 | 0.95 | 0.93 | 0.87 | 0.83 |
| 山西证券 | 5.88 | 211.08 | 26.27 | 40.36 | 37.62 | 35.83 | 1.22 | | 1.20 | 1.19 |
| 太平洋 | 2.72 | 185.40 | 152.83 | -412.12 | 362.67 | 247.27 | 1.91 | | 1.92 | 1.89 |
| 国海证券 | 3.49 | 190.01 | 24.85 | 76.24 | | | 1.02 | 1.02 | | |
| 华西证券 | 8.84 | 232.05 | 14.22 | 54.94 | 15.46 | 13.44 | 1.04 | | | |
| 国投资本 | 7.27 | 467.12 | 9.75 | 15.88 | 10.62 | 9.10 | 1.01 | 0.97 | 0.85 | 0.79 |
| 华创阳安 | 6.85 | 154.91 | 16.00 | 40.96 | | | 0.96 | 0.79 | | |
| 华安证券 | 4.99 | 234.41 | 16.46 | 19.84 | 15.94 | 14.99 | 1.23 | 1.19 | 1.11 | 1.05 |
| 东吴证券 | 7.24 | 362.54 | 15.16 | 20.22 | 15.90 | 14.60 | 0.98 | | 0.87 | 0.82 |
| 中原证券 | 3.96 | 183.86 | 35.83 | 172.51 | 37.54 | 34.55 | 1.34 | 1.34 | 1.32 | 1.26 |
| 南京证券 | 8.58 | 316.29 | 32.36 | 43.07 | 34.21 | 31.23 | 1.92 | 1.92 | | |
| 平均 | | | 26.82 | 16.03 | 40.72 | 31.96 | 1.27 | 1.19 | 1.15 | 1.09 |

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 银行业, 非银行金融行业
何婷 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: 第一创业, 国金证券, 中国太保, 华创阳安, 中国人寿, 国泰君安, 东吴证券, 东方财富, 建设银行, 光大证券, 汇丰控股, 兴业证券, 中国银河, 中国银行, 华安证券, 招商证券, 安信信托, 中国平安, 中国财险, 众安在线, 华泰证券, 中信建投, 中金公司, 中原证券, 中国太平, 东方证券, 光大银行, 国元证券, 新华保险, 广发证券

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; | 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。 |
| 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。 | 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。