

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年04月28日

市场数据

目前股价	19.32
总市值（亿元）	1,721.02
流通市值（亿元）	1,452.11
总股本（万股）	890,795
流通股本（万股）	751,612
12个月最高/最低	22.21/13.33

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

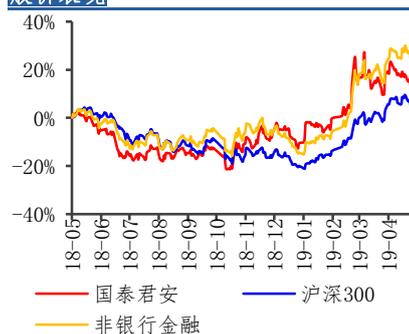
☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<轻资产业务承压下滑，不改卓越龙头本色>> 2019-03-24

<<自营业绩领先行业，后期牌照类业务发力可期>> 2018-11-02

<<扣除出售海际证券股权影响，机构及国际业务引领公司业务增长>> 2017-08-30

经纪业务助力轻资产业务发展，自营业务支撑公司业绩改善

——国泰君安（601211）2019年一季度报点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	26785.10	28382.36	30108.50
(+/-%)	17.90	5.96	6.08
净利润	9688.00	10196.34	10751.98
(+/-%)	37.03	5.25	5.45
摊薄 EPS	1.05	1.11	1.17
PE	18.72	17.79	16.87

资料来源：wind，长城证券研究所

核心观点
■ 事件

国泰君安发布 2019 年一季度报，数据显示公司营收为 66.96 亿元，同比增速为 7.22%，归母净利为 30.06 亿元，同比增速为 33.03%。加权 ROE 为 2.48%，同比上升 0.5PCT；基本 EPS 为 0.33 元，同比增速为 26.92%。公司业绩上升与市场整体行情回暖基本吻合。

■ 投资要点
■ 1.轻资产业务继续承压下滑，以自营为代表的重资产业务支撑业绩增长

轻资产业务代表的手续费及佣金净收入为 22.93 亿元，同比略微下滑 -0.27%，环比增速为 14.21%，其中代理买卖证券业务净收入、证券承销业务净收入、资产管理业务净收入增速分别为 10.17%、-15.00%、-21.18%，环比增速分别 73.60%、-34.15%、-2.57%。利息净收入、自营投资同比增速分别为 -0.73%、13.01%，两者环比增速分别为 -26.45%、85.54%。

结构占比方面，代理买卖证券业务净收入、证券承销业务净收入、资产管理业务净收入、利息净收入、自营占比分别为 22.87%、5.66%、4.98%、21.65%、34.18%。

■ 2.市场回暖下，经纪及自营业务弹性显现

公司经纪业务净收入为 15.32 亿元，同比增速为 10.17%；2019Q1 实现自营收入 22.88 亿元，同比增速为 13.01%。2019Q1 上证综指等实现了大幅上涨提升了市场交投情绪，截止到 2019Q1 股基交易量 360561.5 亿元，2018 年底股基成交额为 1005663.39 亿元，日均累计日均股基交易额的同比、环比增速分别为 21.08%、50.21%。

2018 年公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）市场份额 6.14%，较上年末增长 0.57%，排名行业第 1 位。公司代销金融产品月均保有规模 1422 亿元，较上年增长 51.4%。数据显示，2019Q1 公司交易性投资资产

规模为 1544.90 亿元，同比增速为 52.02%。2018 年自营权益类证券及证券衍生品规模为 237.66 亿元，占净资本比重为 27.45%；自营固定收益类证券规模为 1154.93 亿元，占净资本比重为 133.40%。

■ 3.净利息收入收入总体稳健，信用减值损失回转

公司净利息收入为 14.50 亿元，同比增速为-0.73%。其中公司的利息收入为 29.83 亿元，同比增速为-9.20%，利息支出为 15.34 亿元，同比增速为-15.98%。利息收入下滑有系股票质押规模主动收缩因素，2018Q1、2019Q1 公司股票质押规模分别为 91.98 亿元、36.83 亿元，同比下滑为 59.95%，其中未质押规模下滑 17.76%。

2019Q1 公司融资金规模 697.30 亿元，同比增速为 0.02%，2018Q1 同比增速为 3.16%，2019Q1 环比增速为 29.96%。信用减值损失有所回转，环比看不断改善，2019Q1 为-3.75 亿元，2018Q1 为 1.79 亿元，2018Q4 为 4.32 亿元，2018 年为 9.77 亿元。

■ 4.IPO、增发和可交债业绩分化，科创板受理情况显示投行竞争力依旧强劲

如前文数据显示 2019Q1 公司主承销业务承压下滑。公司首发承销暂时颗粒无收，增发仍具备一定优势，市场份额为 11.48%，在可交债方面公司优势显著。

我们认为在金融供给侧改革新形势下公司将受益。公司积极储备科创板项目，拟承销规模市占率为 7.00%，居于市场前列，目前已有晶晨半导体首问询。在未来科创板 IPO、跟投业务中有望为集团带来潜在的业绩增长。

■ 5.受行业资管下滑影响，资管收入承压下滑

2018 年券商资产管理业务规模合计 12.91 万亿元，较上年末降低 21.95%。2018 年公司资管聚焦主动管理，推动业务转型升级，优化产品体系，行业地位稳步提升。国泰君安资产管理规模为 7507 亿元，月均资产管理规模排名行业第 2 位。其中，主动管理资产规模 3106 亿元，主动管理规模占比提升到 41%；月均主动资产管理规模继续排名行业第 2 位。资管业务净收入为 15.00 亿元，同比增速-15.86%（2017 年为-24.79%），Q4 的环比增速为-2.16%，Q3 环比增速为-8.95%。资产管理公司主要是以固定收益为主的，75%的产品是固定收益产品，去年开始加大权益类的投资，2019 年会加大主动管理，加大产品的运作能力。

■ 6.国际业务继续表现强劲，保持领先低位

2018 年，国泰君安国际积极推进财富管理、固定收益及结构化产品的发展，优化资产结构和客户结构，继续保持在港中资券商的领先地位。公司实现收益为 30.13 亿港元，同比增速为-3.84%。其中高占比的贷款及融资收入和金融产品、做市及投资收益分别高达 43.40%、21.19%，同比增速为 1.44%、4.09%，大幅对冲了包括经纪、企业融资及资产管理业务大幅的影响。

■ 7.费用有所下滑，专注财富管理转型

2019Q1 营业支出为 25.17 亿元,同比增速为-18.53%,环比增速为-37.12%,主要系信用资产减值损失回转影响。

管理费方面,2019Q1 同比为涨 0.28%。2018 年公司进行人员架构的调整,新招的员工主要分布在在 IT、信息部、数字化建设、衍生交易、机构交易、机构销售等部门,带来了薪酬的费用增加(YOY+12.21%)。重视金融科技创新、人才培养、吸引高端人才等方面,加速向金融科技、财富管理转型。

■ 估值与投资建议

公司着力两大体系的打造—零售和机构,打造的目的就是不管是零售客户还是机构客户,均可在一个公共客户的共享,为客户提供综合服务。第二层目的就是打破内部的牌照风格,以综合服务的方式为客户做服务,目前这两个体系的打造差不多已经完成。公司“以金融服务创造价值”的使命,我们看好公司成为“根植本土、覆盖全球、有重要影响力的综合金融服务商”作为发展愿景,预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.05/1.11/1.17 元,对应的 PE 分别为 18.72/17.79/16.87 倍,维持“推荐”评级。

- 风险提示:中美贸易摩擦波动风险;市场大幅下跌;业绩不及预期风险;利率波动风险;宏观经济下行风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入合计	22718.82	26785.10	28382.36	30108.50	收入贡献				
手续费及佣金净收入	7889.09	10289.76	11110.69	11575.32	经纪业务收入贡献	19.28%	22.52%	23.33%	22.40%
其中：代理买卖证券业务净收入	4380.00	6031.32	6249.21	5999.85	投行业务收入贡献	8.84%	9.49%	11.15%	13.11%
证券承销业务净收入	2008.92	2542.52	2986.28	3512.32	资管业务收入贡献	6.60%	6.41%	7.00%	7.70%
受托客户资产管理业务净收入	1500.17	1715.92	1875.20	2063.15	自营业务收入贡献	25.86%	24.47%	25.32%	25.46%
利息净收入	5832.10	6664.64	6983.74	7927.24	利息净收入贡献	22.64%	25.87%	27.11%	30.77%
投资净收益 (损失以“-”号填列)	7078.96	7559.79	7803.43	7846.66	其他业务收入贡献	13.74%	12.24%	13.09%	14.14%
公允价值变动净收益	-1202.82	-1006.66	-1022.51	-1028.29	成长性				
营业支出合计	13430.58	14071.97	15001.56	15997.99	营业收入增长率	-4.56%	17.90%	5.96%	6.08%
业务及管理费	10240.11	10698.10	11309.78	11956.71	营业支出增长率	29.83%	4.78%	6.61%	6.64%
净利润	7070.04	9688.00	10196.34	10751.98	代理买卖证券净收入增长率	-21.87%	37.70%	3.61%	-3.99%
归属于母公司股东的净利润	6708.12	9192.06	9674.38	10201.58	证券承销净收入增长率	-25.81%	26.56%	17.45%	17.62%
少数股东损益	361.92	495.94	521.96	550.40	受托客户资管净收入增长率	-15.86%	14.38%	9.28%	10.02%
其它综合收益	-2165.63	-1508.76	-1543.21	-1574.98	投资净收益增长率	2.19%	14.28%	4.79%	13.51%
综合收益总额	4904.41	5002.50	5102.55	5204.60	净利息收入增长率	2.49%	6.79%	3.22%	0.55%
归属母公司股东的综合收益总额	4372.50	7191.92	7664.31	7803.66	净利润增长率	-32.56%	37.03%	5.25%	5.45%
归属少数股东的综合收益总额	531.91	495.80	587.68	598.36	综合收益总额增长率	-54.09%	2.00%	2.00%	2.00%
资产负债表	(百万)				总资产增长率	1.18%	-2.23%	8.95%	9.70%
货币资金和结算备付金	100848.22	97776.11	97812.42	97945.85	净资产增长率	-0.02%	0.66%	0.27%	0.62%
其他资产	1531.26	8815.42	19905.55	26934.58	经营能力				
资产总计	436729.08	426979.27	465190.41	510311.65	业务及管理费/营业收入	45.07%	39.94%	39.85%	39.71%
代理买卖证券款	66021.57	66021.57	66021.57	66021.57	净利润/营业收入	31.12%	36.17%	35.92%	35.71%
其他负债	3076.95	3230.79	3714.07	3076.95	ROE	5.43%	7.20%	7.56%	7.92%
负债合计	303055.69	292418.12	330264.59	374550.38	ROA	1.63%	2.24%	2.29%	2.20%
股本	8713.94	8908.00	8908.00	8908.00	风险指标				
归属母公司所有者权益	123450.06	124269.92	124606.71	125378.26	总资产/净资产	3.27	3.17	3.45	3.76
少数股东权益	10223.33	10291.22	10319.12	10383.01	净资本/净资产	—	—	—	—
所有者权益合计	133673.39	134561.15	134925.83	135761.27	每股指标 (元)				
现金流量表	(百万)				摊薄 EPS	0.77	1.05	1.11	1.17
经营活动现金流	—	—	—	—	每股净资产	14.17	14.26	14.30	14.39
投资活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金流	—	—	—	—
融资活动现金流	—	—	—	—	每股经营现金/EPS	—	—	—	—
汇率变动对现金的影响	—	—	—	—	估值	2018A	2019E	2020E	2021E
净现金总变化	—	—	—	—	PE	25.66	18.72	17.79	16.87
—	—	—	—	—	PB	1.39	1.38	1.38	1.37

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>