

零售优势继续巩固，债强股弱稳健增长

——国泰君安 (601211.SH) 2019 三季度报点评

公司简报

◆ **事件：** 国泰君安发布三季度业绩公告，前三季度营业收入 205.93 亿元，同比增长 22.67%；净利润 65.46 亿元，同比增长 18.76%；基本每股收益 0.69 元，同比增长 18.97%。前三季度加权平均 ROE 5.19%，较去年年末上涨 0.72 ppts。

◆ **零售优势继续巩固。** 3Q2019 公司经纪业务收入大涨 40% 至 13.41 亿，领先其他头部券商（中信+9.7%/海通+7.9%/华泰+25%）。前三季度公司经纪业务累计增速达 44.92 亿，YoY + 28.4%。经纪业务活跃推动两融业务增长，公司融出资金比去年年末增加 26.42% 至 678 亿。公司第三季度信用业务收入达 14.83 亿，同比增加 35.2%。全年信用业务收入达 40.27 亿，同比增加 4.3%（中信-1%/海通-13.4%/华泰-17%）。下半年股市表现相对平稳，预计零售优势带来的客户数及资产双增将继续推动经纪及两融业务活跃。

◆ **自营股票收益低于同业。** 前三季度公司自营业务收入同比增加 21% 至 54.64 亿，落后于其他大型券商（华泰+104%/中信+95.3%/海通+307%），预计是公司未及时调整持仓情况。公司自营金融投资规模自 2018 年年末提升 30% 至 2523 亿，主要原因是公司积极把握债券市场机遇，加强债券配置。

◆ **投行业务债强股弱。** 3Q2019 公司投行业务收入大幅提升 63% 至 6.26 亿元，前三季度投行业务收入同比提升 18% 至 16.9 亿（1H2019 YoY+1%），但仍落后于其他头部券商（中信+22.7%/海通+35.2%）。公司再融资承销为主，上半年再融资市场承销较弱，致使公司股权融资规模同比收缩 42% 至 738 亿，降幅大于行业（-3%），公司债权承销优势维持，债权承销金额同比大增 53% 至 3239 亿。预计科创板推行，公司科创板项目储备优势将得以释放，增厚投行业绩。再融资业务优势明年受益于低基数效应，有望缓解。

◆ **信用风险可控。** 公司股权质押风险得到进一步控制，三季度减值计提准备达 2.89 亿，同比增加 261%，在头部券商中处于较低水平（中信 2.02 亿/华泰 4.47 亿/海通 6.65 亿），买入返售金融资产规模较年初大幅下降 28% 至 594.84 亿。

◆ **其他业务稳健增长。** 3Q2019 公司资产管理业务收入同比微增 0.2% 至 3.51 亿元，前三季度公司资管业务收入逆市增长 5.5% 达 12.21 亿元。预计公司资管业务具有传统优势，FICC 业务及国际业务特色突出，综合优势继续推动公司投资管理类业务发展。

◆ **维持“增持”评级，维持目标价 22.15 元。** 公司作为龙头券商，业绩基本符合此前预期。我们维持净利预测，19~21 年分别为 88/108/119 亿，维持目标价格 22.15 元，维持“增持”评级。

◆ **风险提示：** 宏观经济风险；股票市场下行；

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	23,804	22,719	26,413	31,493	34,603
营业收入增长率%	-8%	-5%	16%	19%	10%
净利润 (百万元)	9,882	6,708	8,829	10,798	11,934
净利润增长率%	0%	-32%	32%	22%	11%
EPS	1.11	0.70	1.01	1.24	1.37
ROAE (加权)	9.05%	5.42%	7.10%	7.92%	7.98%
P/E	16	25	17	14	13
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 31 日

增持 (维持)

当前价/目标价：17.06/22.15 元

分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)
021-22169718
zhaoxh@ebsec.com

市场数据

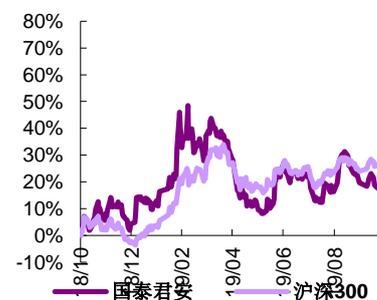
总股本(亿股)：89.08

总市值(亿元)：1,591.73

一年最低/最高(元)：14.89-22.21

近 3 月换手率 (%)：38.5

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.2	0.3	7.5
绝对	-2.9	0.3	13.3

资料来源：Wind

相关研报

等待资本市场的春天——非银行业
2019 年投资策略 20190116

2019-01-16

自营拖累投行业绩，财富管理稳中有升
——国泰君安 (601211.SH) 2018 年报
点评

2019-03-10

损益表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	23,804	22,719	26,413	31,493	34,603
手续费及佣金净收入	10,450	8,219	9,740	10,896	11,579
利息净收入	5,707	5,832	7,362	8,043	8,852
投资净收益	6,907	7,079	6,124	8,745	10,002
其他业务收入	941	2,785	3,238	3,861	4,243
营业支出	10,345	13,431	14,264	16,808	18,230
营业税金及附加	153	152	177	211	231
管理费用	9,264	10,240	11,310	13,485	14,817
资产减值损失	738	-	698	662	525
其他业务成本	190	2,061	2,079	2,450	2,658
营业利润	13,459	9,288	12,149	14,685	16,373
加: 营业外收入	324	54	84	308	192
减: 营业外支出	122	73	34	73	76
利润总额	13,661	9,268	12,199	14,919	16,489
减: 所得税费用	3,178	2,198	2,893	3,539	3,911
净利润	10,483	7,070	9,306	11,381	12,578
减: 少数股东损益	601	362	476	583	644
归母公司所有者的净利润	9,882	6,708	8,829	10,798	11,934

资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总资产	431,648	436,729	446,086	520,093	572,091
客户资金存款	70,246	67,797	77,270	88,861	102,190
自有货币资金	15,986	20,349	23,979	33,570	36,928
客户备付金	9,230	9,696	10,153	11,676	13,428
自有结算备付金	2,158	3,007	3,237	4,531	4,984
融出资金	73,984	53,655	60,231	66,255	72,880
交易性金融资产	98,502	137,682	148,697	178,436	196,280
衍生金融资产	315	648	875	1,138	1,365
买入返售金融资产	92,599	61,118	92,599	101,859	106,952
其他资产合计	28,656	82,777	29,044	33,766	37,084
总负债	297,953	303,056	304,180	364,402	401,378
应付短期融资款	36,455	7,045	25,518	28,070	30,877
交易性金融负债	24,467	33,277	25,681	30,765	33,887
衍生金融负债	403	256	268	321	354
卖出回购金融资产款	46,850	70,559	51,535	56,688	62,357
代理买卖证券款	69,231	66,022	72,624	83,517	96,045
应付职工薪酬	5,006	4,985	5,175	6,200	6,829
应付债券	68,312	68,257	61,481	67,629	74,392
其他负债合计	47,230	52,655	61,899	91,211	96,637
所有者权益	133,695	133,673	141,906	155,691	170,713
股本	8,714	8,714	8,714	8,714	8,714
少数股东权益	10,567	10,223	10,853	11,907	13,056
归母公司所有者权益合计	123,128	123,450	131,053	143,783	157,657

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼