

公司评级：推荐（维持）

报告日期：2019年11月01日

市场数据

目前股价	17.26
总市值（亿元）	1,537.51
流通市值（亿元）	1,297.28
总股本（万股）	890,795
流通股本（万股）	751,612
12个月最高/最低	21.84/14.64

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

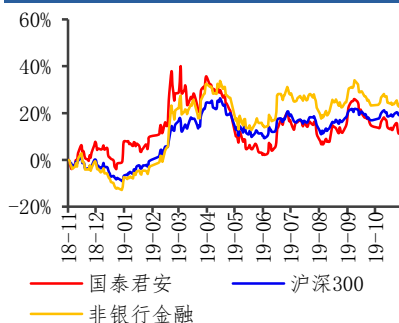
✉ liuwq@cgws.com

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

<<经纪业务引领行业发展，综合金融优势逐渐显现>> 2019-08-23

<<经纪业务助力轻资业务发展，自营业务支撑公司业绩改善>> 2019-04-28

<<轻资业务承压下滑，不改卓越龙头本色>> 2019-03-24

投资收益有待改善，综合金融优势逐渐显现

——国泰君安（601211）2019年三季度业绩点评

盈利预测

	2019E	2020E	2021E
营业收入	26692.10	31311.11	34417.50
(+/-%)	17.49	17.30	9.92
净利润	8478.04	10533.96	11355.07
(+/-%)	19.92	24.25	7.79
EPS	0.90	1.12	1.21
PE	19.11	15.38	14.27

资料来源：长城证券研究所

核心观点

■ 事件

2019年10月30日，公司发布2019年第三季度报告，数据显示公司前三季度实现营业收入205.93亿元，较去年同期增长22.67%；实现归母净利润65.46亿元，同比增长18.76%；扣非归母净利润为61.33亿元，同比增长32.88%。其中，Q3单季度实现营业收入64.98亿元，同比增长21.98%，环比下降12.19%；实现归母净利润15.26亿元，同比增长1.53%，环比下降24.23%。前三季度，基本每股收益为0.69元/股，同比增长18.97%；加权平均ROE为5.19%，较去年同期上升0.72PCT。

公司前三季度营收变动主要源于：经纪业务净收入同比增加9.94亿元，增幅28.42%；公允价值变动损益同比增加15.92亿元；其他业务收入同比增加13.7亿元，增幅101.33%。

■ 投资要点

■ 1.轻资产业务稳健发展，业绩环比下滑主要源于Q3自营业务回落

2019年前三季度，作为轻资产业务代表的手续费及佣金净收入为75.90亿元，较去年同期增长22.18%；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28.42%、17.93%、5.44%。利息净收入、自营业务同比增速分别为4.30%、21.04%。从Q3单季度来看，手续费及佣金收入为23.65亿元，同比增长38.63%，环比下降19.34%；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同比增速分别为39.50%、63.02%及0.29%，环比增速分别为-17.11%、-8.61%及-34.31%。利息净收入、自营业务同比增速分别为35.19%、-35.18%，环比增速为35.31%、-54.53%。

结构占比方面，2019年前三季度，代理买卖证券业务净收入、承销业务

净收入、资产管理业务净收入、利息净收入、自营业务收入占比分别为 21.81%、8.21%、5.93%、19.56%与 26.54%；Q3 单季度相应数据分别为 20.65%、9.63%、5.40%、22.82%及 15.28%。

■ 2.经纪业务同市场交易表现方向一致，自营 Q3 同比环比均下滑

经纪机构客户端，公司利用 Matrix 系统和道合平台积极推进企业机构客户集群机制建设；而在零售客户端，完善客户全覆盖响应机制，推进高净值客户开发，期末君弘 APP 月活跃度排名行业第 2 位。

2019 年前三季度，公司经纪业务净收入为 44.92 亿元，同比增长 28.42%；其中 Q3 单季度实现该项净收入为 13.42 亿元，同比增长 39.50%，环比下降 17.11%。截至 2019 年第三季度末，股基交易额为 1065040.80 亿元，同比增长 34.19%，前三季度日均股基成交额为 5819.90 亿元，同比增长 34.19%；从 Q3 单季度来看，股基交易额同比上升 49.68%，环比下降 13.45%。日均股基交易额同比增长 47.37%，环比下降 20.11%。公司经纪业务与市场交易表现变动方向保持一致。

2019 年前三季度，公司实现自营业务收入 54.65 亿元，同比增长 21.04%；从 Q3 单季度来看，公司实现自营收入 9.93 亿元，同比、环比增速分别为 -35.18%、-54.53%。主要系投资收益同比下降 28.24%、环比下降 48.98%。截至 2019 年三季度末，公司交易性金融资产规模为 1759.78 亿元，较去年年末增长 27.81%，与中报数据基本持平。

■ 3.Q3 利息净收入同比、环比增速均达 35%以上，信用减值损失计提充分

2019 年前三季度，公司实现利息净收入 40.28 亿元，同比增长 4.30%；其中，利息收入为 94.18 亿元，同比增长 2.5%，利息支出为 53.90 亿元，同比增长 1.18%。Q3 单季度实现利息净收入 14.83 亿元，同比增长 35.19%、环比增长 35.31%。Q3 利息净收入的大幅增长，使得前三季度利息净收入同比增速由中报的负值转为正值。截至 2019 年 9 月 30 日，市场融资融券余额为 9489.14 亿元，占 A 股流通市值 2.14%，较去年同期增长 15.34%。公司融出资金余额为 678.29 亿元，较上年期末增长 26.42%，主要系融资融券业务规模增长。公司三季度末买入返售金融资产余额为 490.80 亿元，较去年末下降 19.70%。公司管理层表示，股票质押业务的开展模式是满足现有机构客户的流动性需求，是机构业务很重要的组成部分，也是资产负债表重要的资产配置，看好股票质押规模未来的增长。另外，公司在信用减值损失上的计提较为充分，前三季度信用减值损失为 7.84 亿元，同比增长 44.12%，Q3 单季度计提 2.90 亿元，同比增长 262.50%。

■ 4.投行竞争力逐渐显现，表现稳健

2019 年前三季度，公司实现投行业务收入 16.90 亿元，同比增长 17.93%；Q3 单季度实现 6.26 亿元，同比增长 63.02%，环比下降 8.61%。公司年初对投行业务体系架构进行改革，根据区域和行业对投行团队进行优化，对发达地区及五大产业进行资源倾斜，同时加大相关产业的投研能力。预计未来在投行业务上的竞争力将进一步加强。

Wind 数据显示，公司 2019 年以来总承销规模为 3976.71 亿元，市场份额

为 6.16%；其中股权承销规模为 738.01 亿元，市占率为 6.83%。我们认为在金融供给侧改革新形势下公司将持续受益。另外，公司具有充足的跟投资金与科创板项目储备，预计科创板审核提速将对公司投行业务有所增益。截至 2019 年 10 月 24 日，公司科创板拟承销规模为 81.98 亿元，市占率约为 5.79%。安恒信息、海尔生物、晶晨股份及心脉医疗均已注册生效。在未来科创板 IPO、跟投业务中有望进一步为集团带来潜在的业绩增长，截至 2019 年 10 月 24 日，科创板的潜在浮盈约为 1.23 亿元。

■ 5.资管收入环比回落

公司是第一批公募化产品改造的四家券商之一，主动管理能力居于行业领先。2019 年前三季度资管收入为 12.21 亿元，同比增长 5.44%；其中 Q3 单季度为 3.51 亿元，同比增长 0.29%，环比下降 34.64%。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司新成立集合资管产品 107 只，其中 Q3 新成立 43 只。公司 2019 年二季度私募资产管理月均规模为 7500.73 亿元，较第一季度上升 2.39%，排名第三；其中主动管理为 3608.33 亿元，较第一季度上升 16.92%，排名第二。监管趋严的情况下，较强的主动管理能力有助于其业务开展。

■ 6.金融衍生品、大宗商品等业务影响增大

公司报告显示其他业务收入为 27.22 亿元，同比增长 101.39%，相应的其他业务成本增长 94.47% 至 26.01 亿元，主要系大宗商品交易量增长。另外衍生金融资产较上年度末也有 77.24% 的增长，本报告期末余额为 11.49 亿元，公司回应主要变动原因为衍生金融工具公允价值变动。公司表示目前场外期权方面仍以指数期权为主，结合客户需求扩展到境外的指数和个股。该项业务发展潜力较大，潜力在于场内外、境内外市场的对冲套利需求。公司在这方面也将根据客户风险管理需求积极开展相应的衍生品业务。

■ 7.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。目前公司的杠杆率为 3.02 倍，较 2018 年底提升约 0.3 倍，我们预计杠杆率会进一步提升，作为行业龙头将受益于资本市场政策利好，低估值+业绩增长+经营稳健，业绩增速可期。

预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 0.90/1.12/1.21 元，对应的 PE 分别为 19.11/15.38/14.27 倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；宏观经济下行风险；公司业绩不达预期风险；监管风险

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	26692.10	31311.11	34417.50	收入贡献				
手续费及佣金净收入	7889.09	10289.76	11707.28	12307.30	经纪业务收入贡献	19.28%	22.60%	25.65%	25.22%
其中：代理买卖证券业务净收入	4380.00	6031.32	6845.80	6731.83	投行业务收入贡献	8.84%	9.53%	11.19%	13.16%
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%	6.43%	7.03%	7.73%
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%	24.46%	25.48%	25.72%
利息净收入	5832.10	6595.25	9295.45	11458.23	利息净收入贡献	22.64%	25.60%	36.08%	44.47%
投资净收益 (损失以“-”号填列)	7078.96	7536.17	7823.88	7892.69	其他业务收入贡献	13.74%	12.28%	13.14%	14.19%
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	15556.85	17481.20	19507.55	营业收入增长率	-4.56%	17.49%	17.30%	9.92%
业务及管理费	10240.11	11758.45	13301.22	14921.64	营业支出增长率	29.83%	15.83%	12.37%	11.59%
净利润	7070.04	8478.04	10533.96	11355.07	代理买卖证券净收入增长率	-21.87%	37.70%	13.50%	-1.66%
归属于母公司股东的净利润	6708.12	8044.04	9994.72	10773.80	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	434.00	539.24	581.28	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%	13.09%	40.94%	23.27%
综合收益总额	4904.41	5002.50	5102.55	5204.60	净利息收入增长率	2.49%	6.46%	3.82%	0.88%
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%	19.92%	24.25%	7.79%
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	2018A	2019E	2020E	2021E	总资产增长率	1.18%	-3.48%	9.08%	10.09%
货币资金和结算备付金	100848.22	97702.93	102557.63	102769.29	净资产增长率	-0.02%	-0.39%	1.82%	0.88%
其他资产	1531.26	4262.82	8606.00	15970.10	经营能力				
资产总计	436729.08	421521.03	459794.82	506204.83	业务及管理费/营业收入	45.07%	44.05%	42.48%	43.35%
代理买卖证券款	66021.57	66021.57	70035.68	70035.68	净利润/营业收入	31.12%	31.76%	33.64%	32.99%
其他负债	3076.95	3230.79	3714.07	3076.95	ROE	5.43%	6.37%	7.77%	8.30%
负债合计	303055.69	288365.77	324218.35	369440.33	ROA	1.63%	1.98%	2.39%	2.35%
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	122971.56	125207.59	126304.76	总资产/净资产	3.27	3.17	3.39	3.70
少数股东权益	10223.33	10183.70	10368.88	10459.74	净资本/净资产	—	—	—	—
所有者权益合计	133673.39	133155.26	135576.47	136764.50	每股指标 (元)				
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	摊薄 EPS	0.77	0.90	1.12	1.21
经营活动现金流	—	—	—	—	每股净资产	14.17	13.80	14.06	14.18
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	22.92	19.11	15.38	14.27
—	—	—	—	—	PB	1.25	1.25	1.23	1.22

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>