

## 国泰君安年报点评：投行收入逆势增长，公募基金补齐短板

### 国泰君安(601211)

评级：	买入	股票代码：	601211
上次评级：	买入	52周最高价/最低价：	16.17/13.15
目标价格：		总市值(亿)	1,279.00
最新收盘价：	14.36	自由流通市值(亿)	1,279.00
		自由流通股数(百万)	8,906.67

#### 事件概述

公司发布 2022 年年报，报告期内公司实现营收 354.7 亿元、同比-17%；归母净利润 115.1 亿元、同比-23%；加权平均 ROE 为 7.88%，同比-3.17pct。

#### 分析判断：

##### ► 股权投资与投行收入逆势增长，减值转回部分对冲业绩下滑

从收入增速来看，股权投资业务收入逆势增长 40%，投行业务收入同比增 6%，经纪、资管、利息与证券投资业务净收入同比均下降，降幅分别为 20%、8%、15%、39%。从增量收入贡献来看，资金类业务贡献收入降幅的 81%，经纪业务贡献 29%，投行、股权投资业务增长部分对冲业绩下降。

从收入结构来看，经纪、证券投资业务收入占比最高，分别为 28%、25%，利息、投行业务净收入分别占比 17%、16%，资管、其他业务、股权投资业务净收入分别占比 6%、6%、3%。

管理费用相对刚性，同比下降 5%，小于收入降幅；资产减值损失转回，部分对冲业绩下滑。

##### ► 经纪业务净收入保持行业第一，金融产品销售及保有额同比提升

报告期公司经纪业务净收入 76.4 亿元，同比-20%。其中公司股基交易市场份额 4.20%，同比-0.03pct；母公司代理买卖证券业务净收入市场份额 5.48%，继续保持行业第 1。金融产品销售额 7357 亿元、同比+8%，月均保有额 2138 亿元、同比增长+16%。公司着力打造零售客户科技平台，向以“投顾驱动、科技赋能”为标志的财富管理 2.0 模式转型。

##### ► 投行业务收入逆势增长，IPO 与核心债券份额提升

报告期投行业务收入 43.2 亿元，同比+6%。据 Wind 数据，IPO 融资规模 353.5 亿元，市场份额 6.02%，同比+1.18pct；再融资规模 257.5 亿元，市场份额 4.19%，同比-0.23pct；核心债券融资规模 3824.9 亿元，市场份额 6.67%，同比+0.33pct。投行业务持续聚焦重点产业、重点区域和重点产品，着力打造“产业投行、综合投行、数字投行”，在新一代信息技术、新材料、新能源等重点产业和长三角、珠三角等重点区域均保持较强竞争力，“投行+”生态建设取得积极进展。

##### ► 券商资管规模触底回升，22 年 11 月 4 日起并表华安基金

2022 年公司资管业务收入 16.5 亿元，同比-8%。报告期内资管规模 4334 亿元、同比+13%，但收入有所下滑主要由于业绩报酬下滑。其中，集合资管规模 1546 亿元、同比+45%；专项资产管理规模 1099 亿元、同比基本持平；公募基金管理规模 444 亿元、同比+84%。

2022 年 11 月 4 日，公司持有华安基金的股权比例变更为 51%，华安基金自 2022 年 11 月 4 日起纳入公司合并范围。

##### ► 交易业务向低风险、非方向转型，权益类场外衍生品大幅增长

报告期公司证券自营业务收入 70.3 亿元，同比-39%。金融资产投资规模 3981 亿元，同比+13%；年化投资收益率 2.41%，同比-1.61%。

交易投资业务积极发展客需业务，坚定向低风险、非方向性转型。权益类场外衍生品累计新增名义本金 4,679.8 亿元、同比增长 20%；期末存续名义本金余额 1,569.5 亿元、较上年末增长 3%。其中，跨境业务累计新增名义本金 2,436.4 亿元、同比增长 64%；报告期末名义本金余额 595.3 亿元、较上年末增长 8%。FICC 业务丰富客需产品种类，挂钩标的和结构持续创新，跨境业务规模快速增长。

利息净收入 47.6 亿元，同比-15%，主要由于融出资金利息收入下降，应付债券利息支出提升。

### 投资建议

公司行业头部地位稳固，公募基金补齐短板，各项业务稳居行业前列。基于市场环境弱于预期，我们下调公司 23-24 年营收 644.1/814.8 亿元的预测至 436.49/ 503.91 亿元，并增加 25 年预测为 564.02 亿元，下调 23-24 年 EPS 2.04/2.19 元的预测至 1.64 / 1.90 元，并增加 25 年预测值 2.13 元，对应 2023 年 3 月 31 日 14.36 元/股收盘价，PB 分别为 0.74 / 0.68 /0.61 倍，维持公司“买入”评级。

### 风险提示

股债市场大幅波动自营投资收益下滑；市场交易萎缩；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	428.17	354.71	436.49	503.91	564.02
YoY (%)	21.64	(17.16)	23.05	15.45	11.93
归母净利润(亿元)	150.13	115.07	145.91	169.63	189.95
YoY (%)	34.99	(23.35)	26.80	16.26	11.98
毛利率 (%)	35.06	32.44	33.43	33.66	33.68
每股收益 (元)	1.69	1.29	1.64	1.90	2.13
ROE	10.56	7.55	8.84	9.38	9.56
市盈率	8.52	11.11	8.77	7.54	6.73

资料来源：Wind，华西证券研究所

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

联系电话：

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,701.79	1,790.65	2,047.58	2,316.32	2,604.46	营业收入	428.17	354.71	436.49	503.91	564.02
其中:客户资金存款	1,385.23	1,483.17	1,675.78	1,884.59	2,109.52	代理买卖证券业务净收入	95.05	76.43	77.06	77.98	78.07
结算备付金	193.82	179.65	208.87	238.17	269.42	证券承销业务净收入	40.62	43.11	48.40	52.93	58.00
其中:客户备付金	126.56	105.50	119.21	134.06	150.06	受托客户资产管理业务净收入	17.92	16.48	18.29	21.71	25.64
融出资金	1,092.87	871.16	979.63	1,096.50	1,221.58	利息净收入	55.91	47.65	57.17	68.61	53.51
金融投资	3,537.04	3,980.78	4,813.50	5,589.41	6,407.77	投资净收益	116.19	72.66	134.27	171.28	226.26
交易性金融资产	2,843.85	3,314.01	4,007.25	4,653.21	5,334.49	公允价值变动净收益	3.59	5.13	-	-	-
债权投资	-	31.56	38.16	44.32	50.80	汇兑净收益	-0.72	1.18	-	-	-
其他债权投资	668.38	611.89	739.89	859.16	984.95	其他业务收入	87.47	78.66	86.53	95.18	104.70
其他权益工具投资	24.80	23.31	28.19	32.73	37.53	营业支出	235.37	211.88	255.48	293.50	328.40
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	1.91	2.15	2.72	3.18	3.57
买入返售金融资产	595.83	711.36	711.36	711.36	711.36	管理费用	143.40	136.40	172.91	201.95	226.95
长期股权投资	129.28	114.44	138.38	160.69	184.22	信用减值损失	3.41	-4.65	-5.89	-6.88	-7.73
固定资产	25.25	28.32	34.24	39.76	45.58	其他业务成本	86.65	77.74	85.49	94.00	103.37
无形资产	13.91	14.43	17.45	20.26	23.22	营业利润	192.80	142.83	181.01	210.41	235.62
递延所得税资产	18.45	24.38	29.48	34.23	39.24	利润总额	191.12	141.40	179.29	208.44	233.41
投资性房地产	9.73	10.94	13.23	15.36	17.61	所得税	38.10	25.19	31.94	37.13	41.58
其他资产	594.75	880.77	1,013.39	1,148.62	23.36	归属母公司净利润	150.13	115.07	145.91	169.63	189.95
资产总计	7,912.73	8,606.89	10,007.11	11,370.69	12,817.56	主要财务比率					
短期借款	43.41	98.48	117.66	136.72	153.03	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
应付短期融资款	460.21	136.49	163.08	189.50	212.12	成长能力					
拆入资金	121.09	129.67	154.93	180.03	201.51	营业收入(%)	21.64	-17.16	23.05	15.45	11.93
交易性金融负债	474.90	750.49	871.95	1,013.07	1,177.03	归母净利润(%)	34.99	-23.35	26.80	16.26	11.98
衍生金融负债	97.53	97.91	113.75	132.16	153.55	收入结构					
卖出回购金融资产款	1,648.84	1,732.37	2,012.74	2,338.49	2,716.96	手续费净收入(%)	22.20	21.55	17.66	15.47	13.84
代理买卖证券款	1,010.26	1,002.75	1,132.97	1,274.14	1,426.21	承销收入(%)	9.49	12.15	11.09	10.50	10.28
其他负债	16.67	16.87	19.06	21.43	23.99	资产管理收入(%)	4.18	4.65	4.19	4.31	4.55
负债合计	6,406.36	6,968.62	8,060.74	9,248.11	10,497.65	利息净收入(%)	13.06	13.43	13.10	13.62	9.49
股本	89.08	89.07	89.07	89.07	89.07	投资收益(%)	26.72	19.81	28.61	31.66	37.51
资本公积金	458.03	460.69	460.69	460.69	460.69	其他业务收入(%)	24.36	28.41	25.36	24.44	24.33
盈余公积金	71.73	71.73	86.32	103.28	122.27	获利能力					
未分配利润	541.32	566.68	683.40	819.10	971.06	自营投资收益率(%)	3.40	1.87	2.84	3.07	3.53
一般风险准备	215.35	235.94	250.53	267.49	286.49	杠杆率	4.69	4.82	5.15	5.33	5.47
归属于母公司所有者权益	1,471.24	1,576.99	1,722.90	1,892.52	2,082.47	ROE(%)	10.56	7.55	8.84	9.38	9.56
负债及股东权益	7,912.73	8,606.89	10,007.11	11,370.69	12,817.56	ROA(%)	2.01	1.39	1.57	1.59	1.57
每股指标(单位:元)						估值					
每股净利润	1.69	1.29	1.64	1.90	2.13	PE	8.52	11.11	8.77	7.54	6.73
每股净资产	16.52	17.71	19.34	21.25	23.38	PB	0.87	0.81	0.74	0.68	0.61

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。