



2016-08-25

公司点评报告

增持/调低

国泰君安(601211)

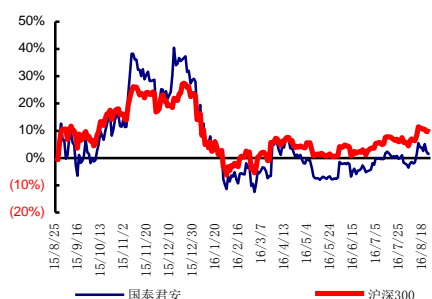
目标价: 22.36

昨收盘: 18.41

非银金融 证券 II

## 国泰君安(601211): 综合券商稳中求进, 业绩好于行业平均水平

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	7,625/4,774
总市值/流通(百万元)	140,376/87,890
12个月最高/最低(元)	26.23/16.34

### 相关研究报告:

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码:

### 事件:

近日, 国泰君安发布 2016 年半年报, 公司实现营业收入 137.07 亿元、实现归属母公司股东净利润 50.20 亿元, 分别比上年同期下降 38.54% 和 47.91%。

### 投资要点:

**稳中求进, 业绩好于行业平均水平。**上半年证券行业实现营业收入 1,570.79 亿元、净利润 624.72 亿元, 同比分别下降 52.47% 和 59.22%。国泰君安营收及规模净利润增速均小于行业整体水平, 在已公布半年的上市券商中, 这个业绩增速也在同行中位于第一阵营。集团秉承稳健的经营风格, 综合服务能力强。自 2008 年证券公司分类评价以来, 公司连续 9 年获评 A 类 AA 级。报告期内, 代理买卖业务净收入排名行业第一位, 投资银行业务净收入排名行业第三位, 利息净收入排名行业第一位。融资融券余额排名行业第二位, 股票质押待购回余额排名行业第三位, 主动资产管理规模排名行业第三位, 期货客户权益规模排名行业第三位。“国泰君安 FICC 业务链金融创新”荣获上海市金融创新成果一等奖, 资产托管业务于内地首家通过 2015 年度 ISAE3402 国际鉴证。

**股票交易市场份额略有下降, 但零售业务盈利能力依然是行业翘楚。**面对市场交易量萎缩和行业佣金率继续下滑的双重挑战, 国泰君安采取提升综合金融服务能力、实施分类佣金策略、搭建矩阵式管理架构、推进实施互联网金融 O2O 业务模式、加快新设轻型网点布局、拟定客户服务体系方案、加强专业队伍建设等措施巩固市场地位。上半年股票交易额约 6 万亿, 市场份额为 4.69%, 行业第四, 较去年底 5.02% 的市场份额略有下滑。实现代理买卖证券业务净收入(含交易席位租赁)30.58 亿元, 行业排名第一。一方面来自于定价优势, 另一方面, 来自于债券交易市场份额大幅提升(从 8.96% 到 11.09%)。

**投行业务营业收入同比增 45%，主要原因在公司债承销量剧增。** 国泰君安上半年投行业务营业收入 17.66 亿，同比增 45%，对应的营业成本 4.57 亿，同比降 5.37%。公司投资银行业务累计完成证券承销总金额 2,242.05 亿元，较去年同期增长 134.25%，市场占有率 7.95%，排名第三。权益类承销、企业债承销金额同比均有回落，但公司债承销高达 909 亿，是去年同期的近 30 倍。

**资管业务收入大增 36%，毛利率提升了 31 个百分点。** 上半年资管业务收入 14.60 亿元，增长率为 36.40%；对应营业成本为 4.28 亿元，同比下降 34%，毛利率从 39.34% 提升至 70.65%。资管继续向主动管理转型，进一步提升产品设计能力、投资组合管理能力、投资工具整合能力，形成固定收益、权益投资和量化投资齐头并进的发展态势，积极布局专项计划、跨境业务等创新业务，资产证券化产品发行数量及规模居行业前列。截至报告期末，国泰君安资管客户资产管理规模 6,492.95 亿元，较 2015 年末增长 7%。其中，主动管理资产规模 2,286.62 亿元，较 2015 年末增长 120%，规模占比 35.22%，行业排名第三位。

**证券交易投资业务营业收入 11.81 亿元，同比减少 72.57%。** 上半年，投资业务秉持稳健审慎的投资思路，坚定不移向非方向性投资转型。投资净收益达 52 亿，与去年同期持平；公允价值变动净收益 -5 亿元，远低于去年同期的 15 亿。自营权益类证券及证券衍生品/净资本为 60.61%，比例较去年底增加了近 6 个百分点；营固定收益类证券/净资本为 83.45%，比例较去年底微降 2.5 个百分点。直投业务方面，2016 年上半年，公司直接投资业务主动契合“一带一路”等国家战略设立地方产业引导基金，截至 6 月底，公司直接投资业务共投资项目 19 个，管理资产规模 161 亿元。

**投资建议：** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.32、1.62、1.52 元/股。基于公司的综合金融服务能力以及稳健的经营，看好公司未来发展，给予“增持”评级，六个月目标价：22.36 元/股。

**风险提示：** 股市异常波动风险，业绩不确定性风险，政策性风险。

#### ■ 主要财务指标

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	37,597	25,540	30,078	28,206
净利润(百万元)	15,700	10,031	12,325	11,620
摊薄每股收益(元)	2.06	1.32	1.62	1.52

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

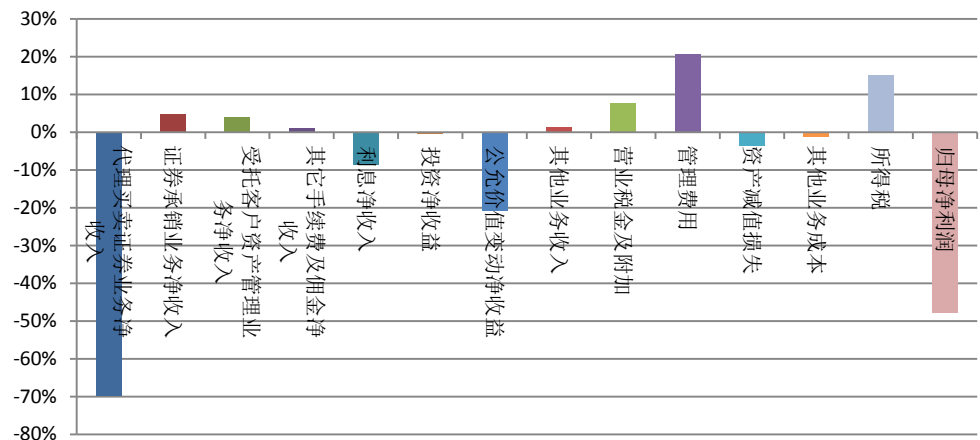
## 一、 归母净利润降幅分析

上半年归母净利润 50 亿, 较去年同期 96 亿下降 47.91%, 减少的金额为 46 亿。其中经纪业务 (代理买卖证券业务净收入) 同比减少 67 亿元, 投资净收益同比减少 0.47 亿, 公允价值变动净收益为-5 亿, 同比减少了 20 亿元, 利息净收入同比减少了 8 亿元。

图表 1: 国泰君安归母净利润降幅分析

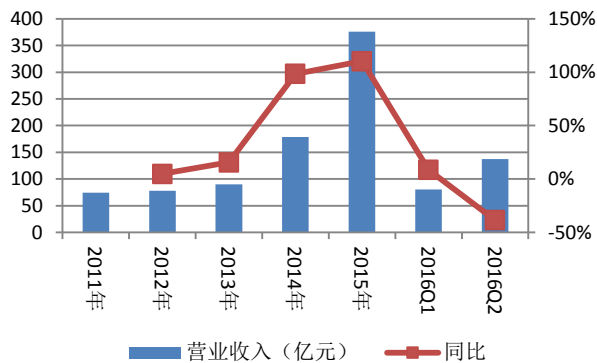
单位: 亿元	2015/6/30	2016/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
<b>归母净利润</b>	<b>96.38</b>	<b>50.20</b>	<b>-47.91%</b>	<b>-46.17</b>	
代理买卖证券业务净收入	104.60	37.34	-64.31%	-67.26	-69.79%
证券承销业务净收入	11.02	15.66	42.06%	4.64	4.81%
受托客户资产管理业务净收入	9.94	13.65	37.33%	3.71	3.85%
利息净收入	30.22	21.77	-27.97%	-8.45	-8.77%
投资净收益	52.20	51.73	-0.90%	-0.47	-0.49%
公允价值变动净收益	15.07	-5.06	-133.57%	-20.13	-20.89%
其他业务收入	0.14	1.29	849.53%	1.16	1.20%
营业支出	85.83	63.07	-26.51%	-22.75	23.61%
营业税金及附加	12.31	4.82	-60.81%	-7.49	7.77%
管理费用	71.08	51.27	-27.87%	-19.81	20.56%
资产减值损失	2.42	5.88	142.98%	3.46	-3.59%
其他业务成本	0.01	1.10	7319.46%	1.08	-1.12%
营业利润	137.19	74.00	-46.06%	-63.19	-65.56%
利润总额	137.31	80.77	-41.18%	-56.54	-58.67%
所得税	33.27	18.86	-43.31%	-14.41	14.95%
净利润	104.03	61.91	-40.50%	-42.13	-43.71%
归属于母公司所有者的净利润	96.38	50.20	-47.91%	-46.17	-47.91%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院



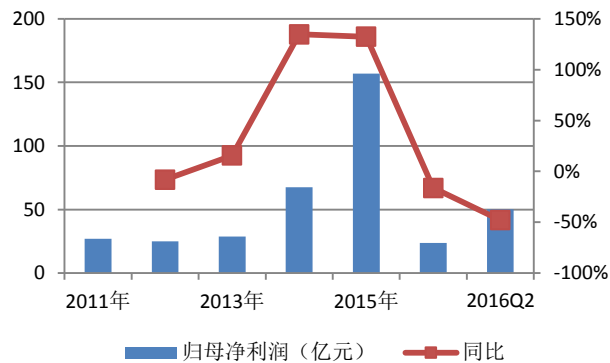
## 二、重要业务数据跟踪

图表 2: 国泰君安营业收入及同比增长率



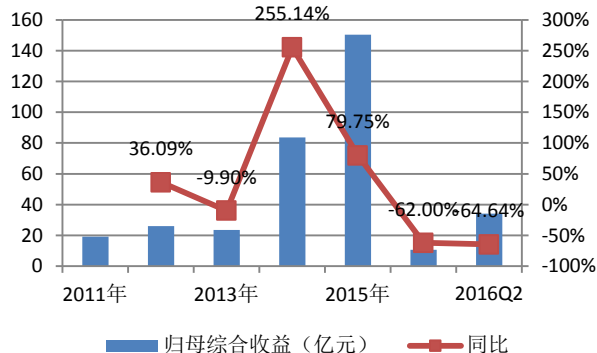
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 3: 国泰君安归母净利润及同比增长率



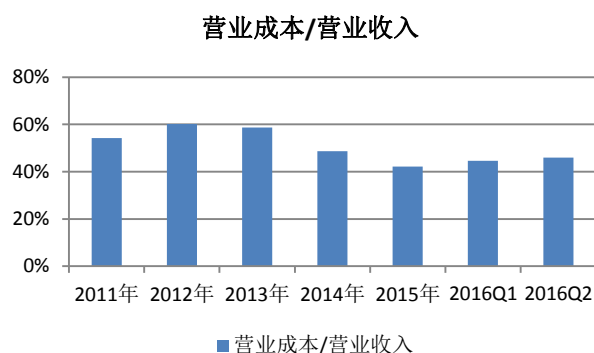
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 国泰君安归母综合收益及同比增长率



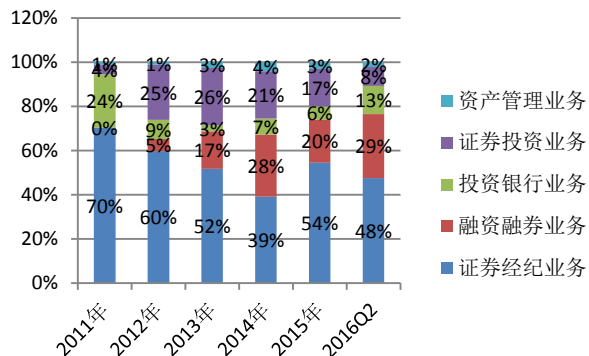
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 5: 国泰君安成本收入比



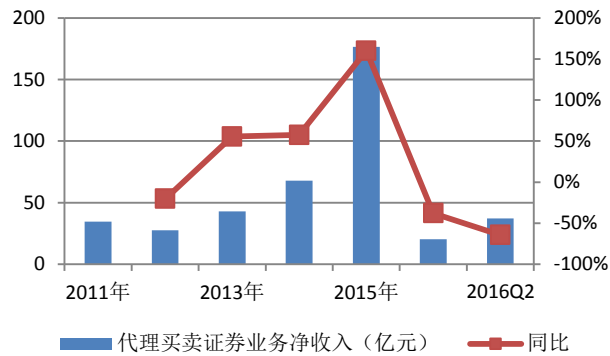
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 6: 国泰君安营业收入结构 (按产品)



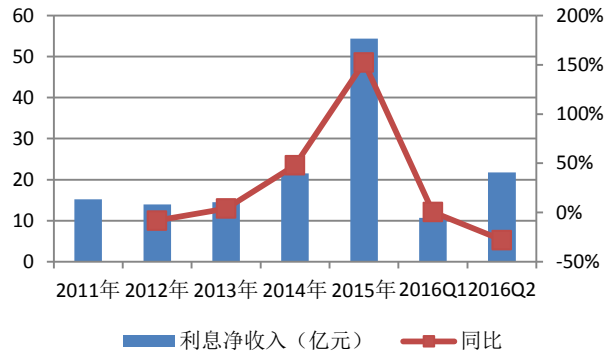
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 国泰君安经纪业务



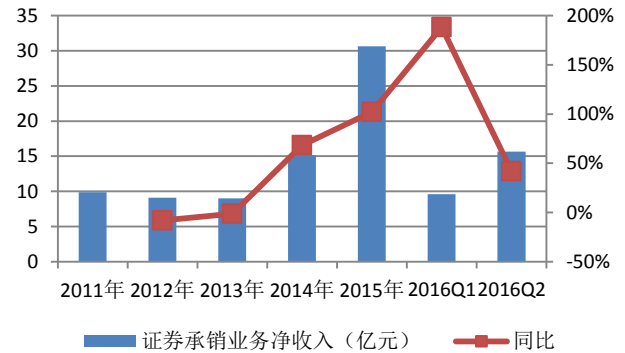
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 国泰君安信用业务



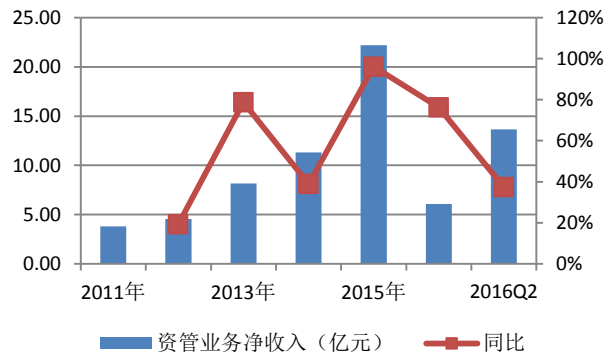
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 9: 国泰君安投行业务



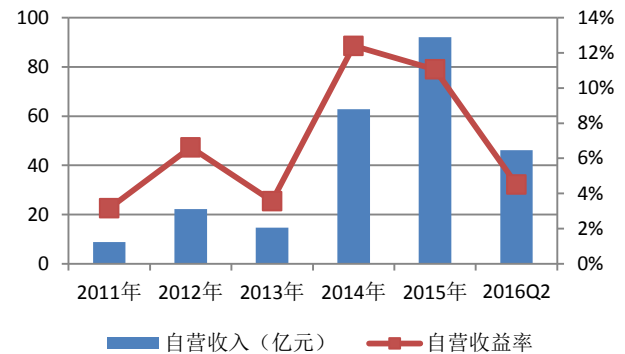
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 10: 国泰君安资管业务



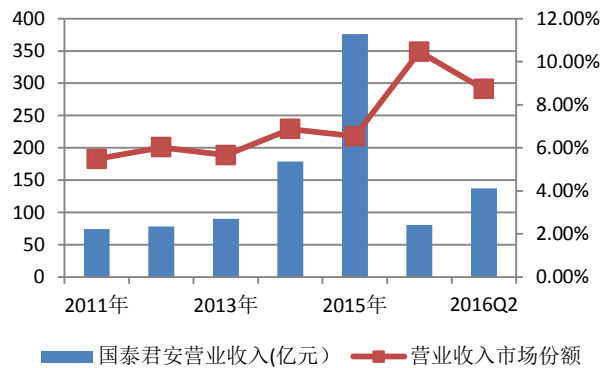
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 11: 国泰君安自营业务



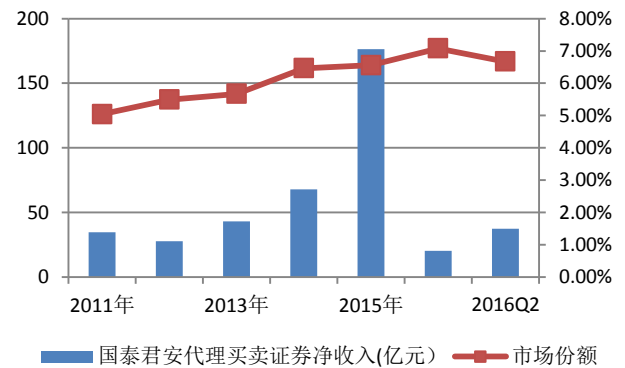
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 国泰君安市场份额-营业收入



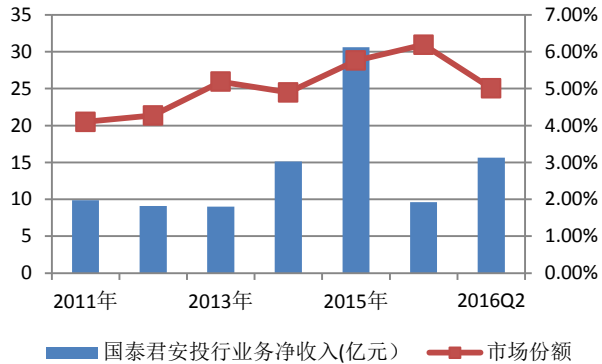
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 国泰君安市场份额-代理买卖证券净收入



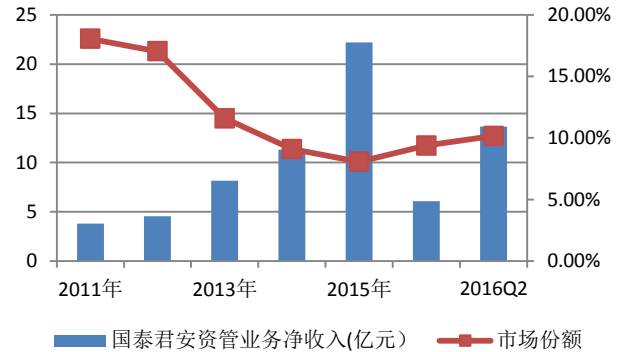
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 14: 国泰君安市场份额-投行业务净收入



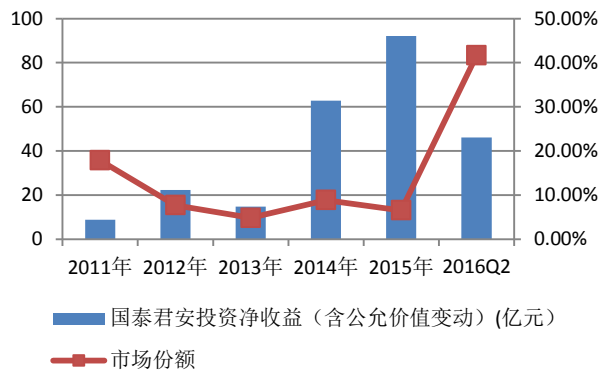
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 15: 国泰君安市场份额-资管业务净收入



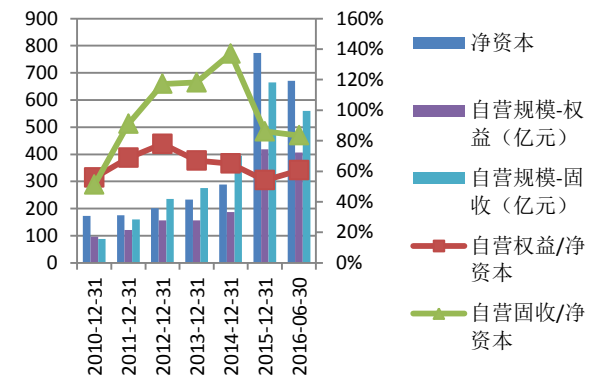
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 16: 国泰君安市场份额-投资净收益



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 17: 国泰君安自营规模



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 附表: 国泰君安盈利预测表 20160824

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	105,127	162,473	122,864	178,637	153,752	营业收入	17,882	37,597	25,540	30,078	28,206
结算备付金	11,285	16,657	4,345	7,349	7,794	手续费及佣金净收入	9,445	22,968	14,198	17,970	16,829
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	6,782	17,641	7,601	10,135	8,235
融出资金	76,031	82,271	53,337	71,116	47,410	承销业务净收入	1,515	3,062	3,992	3,866	3,484
交易性金融资产	56,710	91,012	116,339	188,457	201,135	资管业务净收入	1,132	2,219	2,585	3,943	5,089
衍生金融资产	1	182	198	321	342	利息净收入	2,153	5,434	4,102	4,361	4,018
买入返售金融资产	32,250	39,532	52,031	46,250	34,687	投资净收益	6,280	9,226	7,215	7,742	7,355
应收款项	1,694	1,978	2,957	4,791	5,113	公允价值变动净收益	3,014	105	423	570	666
应收利息	1,571	2,117	2,313	3,747	3,999	其它	16	18	38	20	21
存出保证金	6,567	6,470	-89	77	49	营业支出	8,702	15,867	11,885	13,155	12,310
可供出售金融资产	16,755	39,921	51,258	83,033	88,619	营业税金及附加	865	2,272	899	1,354	1,131
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	7,428	12,822	10,471	11,129	10,718
长期股权投资	366	929	440	440	440	资产减值损失	409	770	510	670	458
固定资产	3,061	3,285	3,310	3,364	3,444	其他业务成本	0	2	5	3	3
无形资产	2,166	2,194	2,478	2,826	3,246	营业利润	9,180	21,730	13,655	16,923	15,896
商誉	581	581	581	581	581	其他非经营损益	297	321	321	318	326
递延所得税资产	127	218	1,338	2,168	2,313	利润总额	9,477	22,051	13,976	17,241	16,223
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	2,305	5,356	3,320	4,142	3,876
其他资产	5,007	4,521	4,926	7,980	8,516	净利润	7,172	16,695	10,655	13,099	12,347
资产总计	319,302	454,342	408,627	591,135	551,442	少数股东损益	-414	-995	-625	-774	-727
短期借款	4,104	5,387	8,316	13,948	12,922	归母股东净利润	6,758	15,700	10,031	12,325	11,620
应付短期融资款	17,168	2,319	7,900	13,250	12,275	<b>主要财务比率</b>					
拆入资金	10,993	8,412	4,540	7,614	7,054		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
交易性金融负债	5,235	6,414	15,408	25,843	23,941	<b>成长能力</b>					
衍生金融负债	196	133	241	404	375	营业收入增长率	98.49%	110.25%	-32.07%	17.77%	-6.22%
卖出回购金融资产款	74,808	82,119	80,265	134,626	124,719	净利润增长率	134.73%	132.32%	-36.11%	22.87%	-5.72%
代理买卖证券款	86,648	132,770	89,387	130,917	103,445	<b>盈利能力</b>					
应付职工薪酬	3,468	6,780	5,213	5,712	5,419	营业利润率	51.34%	57.80%	53.46%	56.26%	56.36%
应交税费	2,128	5,022	3,339	3,967	3,689	净利率	37.79%	41.76%	39.28%	40.97%	41.20%
应付款项	17,134	20,534	19,211	19,526	19,763	<b>回报率分析</b>					
应付利息	1,437	2,330	2,249	2,130	2,083	总资产收益率	2.85%	4.06%	2.32%	2.47%	2.03%
长期借款	781	4,683	2,150	3,606	3,341	净资产收益率	17.76%	22.86%	10.59%	12.35%	10.48%
递延所得税负债	1,344	250	253	425	393	<b>每股指标</b>					
其他负债	15,025	16,314	11,977	20,089	18,610	EPS-摊薄(元)	0.89	2.06	1.32	1.62	1.52
<b>负债合计</b>	<b>272,004</b>	<b>352,706</b>	<b>307,582</b>	<b>477,888</b>	<b>426,808</b>	每股净资产(元)	6.89	12.50	12.34	13.84	15.24
股本	6,100	7,625	7,625	7,625	7,625	每股股利(元)	0.00	0.52	0.11	0.14	0.13
资本公积金	1,220	29,293	29,293	29,293	29,293	<b>估值分析</b>					
<b>归母权益合计</b>	<b>42,040</b>	<b>95,324</b>	<b>94,108</b>	<b>105,537</b>	<b>116,196</b>	市盈率	20.77	8.94	13.99	11.39	12.08
<b>所有者权益合计</b>	<b>47,299</b>	<b>101,637</b>	<b>101,045</b>	<b>113,248</b>	<b>124,634</b>	市净率	2.67	1.47	1.49	1.33	1.21
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>319,302</b>	<b>454,342</b>	<b>408,627</b>	<b>591,135</b>	<b>551,442</b>	股息收益率	0.00%	2.82%	0.62%	0.76%	0.71%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15% 以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于 -15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761/88321717

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。