

投行资管表现不佳，创新业务谋求突破

——国泰君安（601211）点评报告

增持（首次）

日期：2018年08月27日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	257.65	238.04	224.23	236.34
增长比率(%)	-31.47	-7.61	-5.80	5.40
归母净利润(亿元)	98.41	98.82	89.73	95.60
增长比率(%)	-37.32	0.41	-9.19	6.54
每股净资产(元)	11.47	14.13	14.72	15.44
市净率(倍)	1.30	1.05	1.01	0.96

事件：

8月24日，国泰君安发布中期业绩报告。2018年上半年公司实现营业收入114.61亿元，同比增加3.21%；归母净利润40.09亿元，同比大幅下滑15.71%；基本每股收益为0.43元，较去年同期下降23.21%。

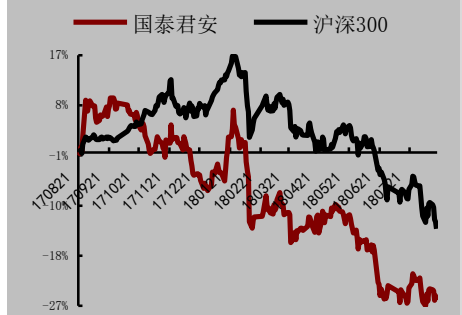
投资要点：

- **净利大幅下滑，表现优于行业。**2018年上半年券商共实现营业收入1,265.72亿元、净利润328.61亿元，同比分别下降11.92%和40.53%，行业的周期性特征有所显现。在此环境中，公司的业绩虽然优于行业但仍然下滑明显，营收和归母净利润分别变化+3.32%和-15.7%。公司业绩的下滑的主因是投行和资管业务表现不及预期。受资本市场整体环境影响，公司IPO承销规模和资产管理规模均受到一定冲击。此外，经纪及两融业务的低迷和市场波动导致的金融资产公允价值下降也在一定程度上影响了公司的利润表。
- **投行收入下降两成，IPO发行放缓是主因。**公司投行业务收入为13.13亿元，同比下滑20.07%，主要原因是IPO项目发行不及预期。去年同期，公司主承销IPO项目9单，主承销金额达到65.68亿，而今年公司主承销4单IPO项目，合计金额仅28.69亿元，大幅下滑56.32%。公司在再融资方面则表现较好，主承销金额为274.9亿元，同比增长12.10%，而债券主承销金额为836.83亿元，同比下滑2.94%。整体来看，去年上半年IPO业务基数较高，但下半年新任发审委上任后，IPO审核趋严，过会率显著下滑，股权融资业务节奏整体放缓，导致公司投行业绩环比降幅较大。
- **资管收入、规模双降，但整体优势仍在。**上半年来看，公司资管业务收入8.08亿元，同比下滑8.86%，主要是由于行业收缩导致的增量业务减少所致。此外，公司持续推进主动管理转型也在一定程度上放缓的业务扩张。整体来看，公司在上半年末的资产管理规模为8383.98亿元，较2017年末减少5.46%，目前排在行业第三。主动管理资产规模3264.80亿元，较上年末减少4.53%，主动管理占比为39%。根据证券业协会的统计，公司上半年月均主动管理规模目前排名行

基础数据

收盘价(元)	14.24
市净率(倍)	0.91
流通市值(亿元)	1,070.29
每股净资产(元)	13.10
每股经营现金流(元)	3.79
营业利润率(%)	50.54
净资产收益率(%)	1.98
资产负债率(%)	69.89
总股本(万股)	871,394
流通股(万股)	751,611

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2018年08月24日

相关研究

分析师： 缴文超
执业证书编号： S0270518030001
电话： 010-66060126
邮箱： jiaowc@wlzq.com.cn

研究助理： 喻刚
电话： 010-66060126
邮箱： yugang@wlzq.com.cn

研究助理： 张译从
电话： 010-66060126
邮箱： zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理： 孔文彬
电话： 021-60883489
邮箱： kongwb@wlzq.com.cn

业第二。尽管公司的资管业务在上半年随行业明显下滑，但业内排名位居前列，仍维持较强竞争优势。

- **经纪、两融小幅下滑，计提减值损失。**上半年来看，经纪业务收入为25.36亿元，同比下滑4.81%，股基交易市占率为5.14%，较年初下滑0.67个百分点；两融带来的利息收入26.52亿元，同比上升3.84%，截至上半年末两融余额为548.51亿元，较年初减少14.48%，市占率维持在5.97%。考虑到今年以来二级市场的整体环境，两项业务的降幅相对有限。此外，公司在报告期内开始执行新会计准则，由于预期信用损失模型的运用，计提的信用减值损失有所增加。2018年上半年信用减值损失为4.64亿元，其中4.08亿元来自买入返售金融资产减值损失，主要是受到市场持续震荡下行影响。
- **创新业务资格获得突破。**2018年上半年，公司先后获得跨境业务、人民币利率互换清算代理业务和信用违约互换集中清算业务的试点资格，并顺利获评场外期权一级交易商和公募基金结算参与者。整体来看，作为AA类券商，公司在创新业务的推进上领先行业，未来有望凭借先发优势率先形成完整的FICC业务体系。
- **盈利预测与投资建议：**公司在2018年上半年受行业整体环境影响业绩大幅下滑，但其各项业务排名仍处于行业前列，竞争优势并未受到削弱。下半年的CDR增量业务和债券发行市场的回暖或将成为公司业绩反弹的催化剂。此外，公司作为创新业务的开拓者，利润增厚空间较大。当前来看，我们预计公司2018/2019/2020年归母净利润分别为89.73/95.60/99.48亿元，对应EPS为1.03/1.10/1.14元，对应BVPS14.72/15.44/16.21元。首次覆盖，予以“增持”评级。
- **风险因素：**市场持续低迷，政策监管不确定性

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484