

2019年02月11日

国泰君安 (601211.SH)

公司快报

稳健经营的大型综合证券公司

投资要点

- ◆ **首次覆盖，给予“买入-A”评级：**相对中信、华泰等，国泰君安特色并不明显，但公司也是居于行业前列的头部券商之一，资本实力、销售能力、定价能力、风控能力等均表现优异，稳健经营、均衡发展、业绩良好，估值显著低于主要可比公司。目前股价对应 2019-20E P/B 1.14x 和 1.08x。首次覆盖给予买入-A 评级。
- ◆ **稳中求进，均衡发展：**公司综合实力较强，H118 营业收入、净利润、总资产及净资产均排名行业第 2 位，净资产位居行业首位，连续 11 年获得 AA 类评级。各业务方面：公司机构、个人客户基础坚实，经纪、投行业务居行业前列；信用业务已主动降低规模且风险计提充分；投资资产占比不高且投资风格稳健，坚持低风险、非方向；月均主动管理规模居行业第 2 位。我们认为公司业务布局全面，收入结构均衡，市场低迷环境下业绩下滑压力低于中小上市券商。
- ◆ **FICC 和权益衍生品业务或成未来亮点：**固定收益类、衍生品业务是证券行业未来方向之一，也是公司着力发展的重要业务。2018 年先后获得跨境业务、人民币利率互换清算代理业务、信用违约互换集中清算业务及场外期权一级交易商资格，并首批担任公募基金结算参与者。截止 H118，公司权益及股指期货场内期权做市规模排名行业第 1 位，贵金属期权占全市场业务规模的 30% 以上，利率互换累计交易量在证券公司中排名第 1 位。
- ◆ **投资建议：**基于 2019-20 年 A 股市场股票日均成交额分别 4000 和 4400 亿元的假设，我们预测公司 2018-20 年 EPS 分别为 0.77、0.98 和 1.14 元，同比-32%、+27% 和 +17%。ROE 分别为 5.42%、5.19% 和 6.29%。基于 PB/ROE 估值法，给予目标价 21.27 元，对应 2019E 目标 PB 1.40x（最近三年平均 PB，低于中信、华泰）。
- ◆ **风险提示：**股市回暖低于预期；行业竞争加剧致佣金率下滑、信用业务利率下滑超预期；监管加强致业务受限、监管处罚；信用业务坏账率超预期等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	25,765	23,804	22,711	25,435	28,889
同比增长(%)	-31%	-8%	-5%	12%	14%
营业利润(百万元)	14,069	13,459	8,986	11,732	13,712
同比增长(%)	-35%	-4%	-33%	31%	17%
净利润(百万元)	9,841	9,882	6,709	8,542	9,952
同比增长(%)	-37%	0%	-32%	27%	17%
每股收益(元)	1.21	1.11	0.77	0.98	1.14
PE	14.3	15.5	22.4	17.6	15.1
PB	1.32	1.22	1.19	1.14	1.08

数据来源：贝格数据华金证券研究所

投资评级

买入-A(首次)

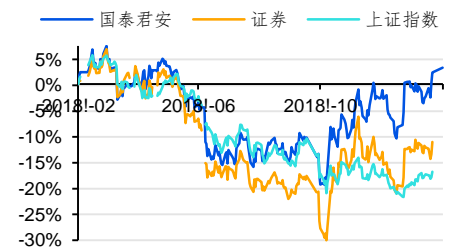
股价(2019-02-11)

17.25 元

交易数据

总市值(百万元)	150,315.48
流通市值(百万元)	129,652.96
总股本(百万股)	8,713.94
流通股本(百万股)	7,516.11
12个月价格区间	13.33/18.54 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.76	11.02	3.91
绝对收益	11.04	11.76	-12.44

分析师

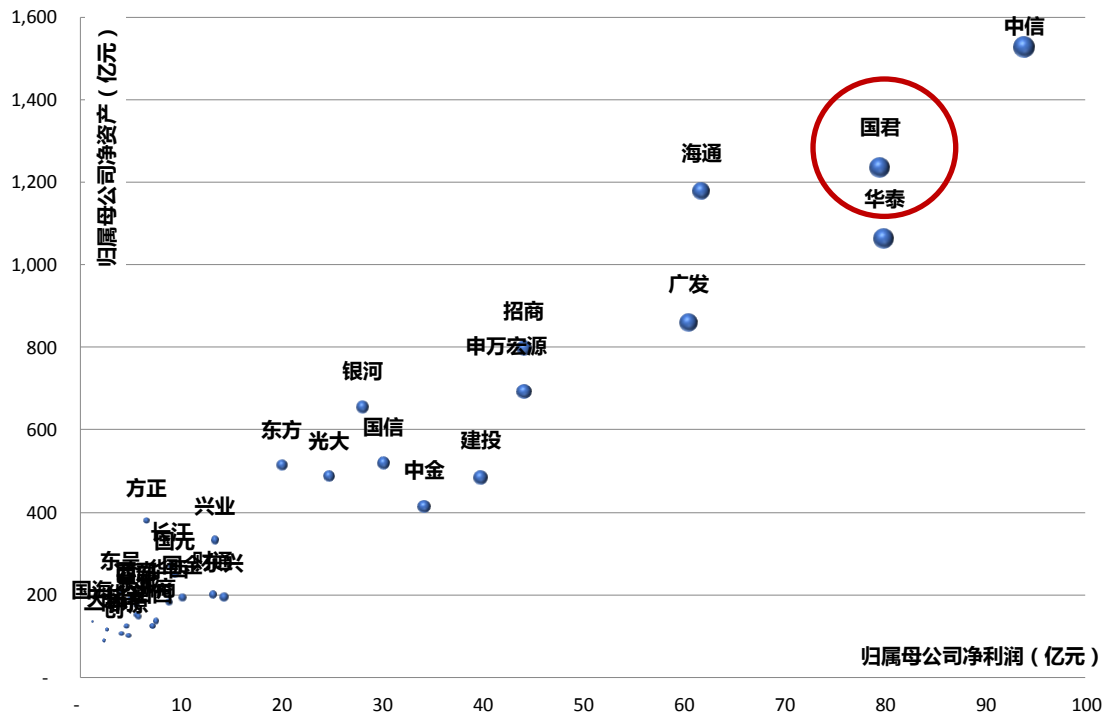
崔晓雁

SAC 执业证书编号：S0910519020001

18616850201

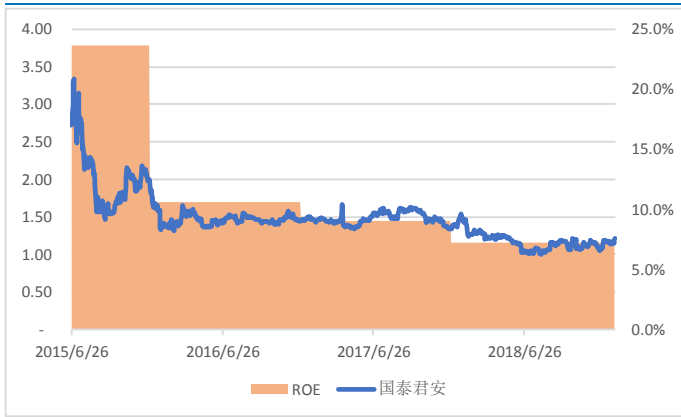
相关报告

图 1：证券行业竞争格局（2018E）



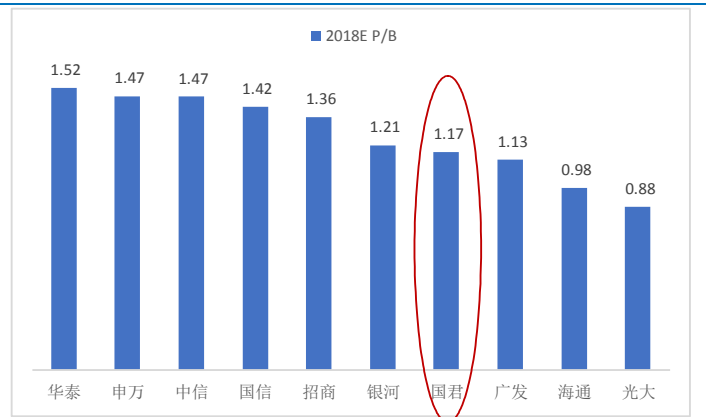
资料来源：上市公司公告，华金证券研究所估算

图 2：国泰君安证券历史 PB 与 ROE



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 3：国泰君安证券目前 PB、ROE 与可比公司比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

表 1: 国泰君安证券利润表 (单位: 百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	25,765	23,804	22,711	25,435	28,889
手续费及佣金净收入	13,260	10,450	7,885	8,401	9,457
代理买卖证券业务净收入	7,059	5,606	4,485	4,261	4,687
证券承销业务净收入	3,498	2,708	1,600	2,160	2,592
受托客户资产管理业务净收入	2,370	1,783	1,500	1,650	1,815
利息净收入	4,555	5,707	4,841	4,434	4,843
投资净收益	8,202	6,907	7,351	9,882	11,783
其中: 联营和合营企业投资收益	43	15			
公允价值变动净收益	-469	-7			
汇兑净收益	31	-193	150	150	150
其他收益		728	800	800	800
其他业务收入	187	213	1,684	1,768	1,856
营业支出	11,696	10,345	13,725	13,703	15,177
税金及附加	566	153	140	140	140
管理费用	9,748	9,264	10,106	11,319	12,711
资产减值损失	1,211	738			
信用减值损失			1,913	600	600
其他业务成本	171	190	1,566	1,644	1,726
营业利润	14,069	13,459	8,986	11,732	13,712
加: 营业外收入	769	324			
减: 营业外支出	64	122			
利润总额	14,774	13,661	8,986	11,732	13,712
减: 所得税	3,421	3,178	1,977	2,816	3,291
加: 未确认的投资损失					
净利润	11,353	10,483	7,009	8,917	10,421
减: 少数股东损益	1,512	601	300	375	469
归属于母公司所有者的净利润	9,841	9,882	6,709	8,542	9,952

资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

表 2: 国泰君安证券资产负债表 (单位: 百万元)

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产:					
货币资金	120,829	86,232	95,000	104,500	114,950
其中: 客户资金存款	92,886	70,246	77,389	85,127	93,640
结算备付金	15,272	11,388	12,000	12,600	13,230
其中: 客户备付金	13,493	9,230	9,726	10,213	10,723
拆出资金					
融出资金	68,893	73,984	62,000	68,200	75,020
公允价值计量且变动计当期损益	76,723	98,502	133,000	146,300	160,930
公允价值且变动计其他综合收益			47,000	49,350	51,818
衍生金融资产	175	315	400	440	484
买入返售金融资产	63,211	92,599	60,000	63,000	66,150
应收款项	3,506	7,185	8,500	8,925	9,371
应收利息	1,658	1,907	2,200	2,200	2,310
存出保证金	9,743	6,915	8,600	8,600	9,030
可供出售金融资产	40,481	39,972			
长期股权投资	1,261	3,613	3,000	3,300	3,630
固定资产	3,370	3,519	3,700	4,070	4,477
无形资产	2,208	2,247	2,300	2,530	2,783
商誉	581	581	581	581	581
递延所得税资产	762	334	760	800	800
其他资产	3,073	2,356	10,437	8,930	6,168
资产总计	411,749	431,648	449,478	484,326	521,732
负债:					
短期借款	6,163	11,520	8,000	8,800	9,680
应付短期融资款	14,848	36,455	15,000	16,500	18,150
拆入资金	4,700	7,600	3,500	3,500	3,500
公允价值计量且其变动计当期损益	16,515	24,467	32,000	35,200	38,720
衍生金融负债	291	403	500	550	605
卖出回购金融资产款	39,718	46,850	55,000	60,500	63,525
代理买卖证券款	93,257	69,231	73,000	76,650	93,169
代理承销证券款	9,922	60	60	66	73
应付职工薪酬	6,269	5,006	5,000	5,000	5,000
长期应付职工薪酬	632	622	-	-	-
应交税费	3,821	2,607	1,800	1,800	1,800
应付款项	21,491	19,785	32,000	35,200	38,720
应付利息	1,814	1,493	2,000	2,000	2,000
长期借款	1,978		-	-	-
应付债券	72,739	68,312	78,000	85,800	90,090
递延所得税负债	104	182	50	55	61
预计负债	32	82	100	110	121
其他负债	6,703	3,279	6,724	9,658	6,620
负债合计	300,997	297,953	312,734	341,389	371,833
所有者权益(或股东权益):					
股本	7,625	8,714	8,714	8,714	8,714

项目	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
其它权益工具	10,000	11,130	11,130	11,130	11,130
资本公积金	29,374	43,448	43,672	43,672	43,672
其它综合收益	484	1,038	621	621	621
盈余公积金	5,729	6,497	6,698	6,954	7,253
未分配利润	34,557	38,347	41,369	47,307	53,970
一般风险准备	12,194	13,955	126,176	132,370	139,332
归属于母公司所有者权益合计	99,964	123,128	10,567	10,567	10,567
少数股东权益	10,787	10,567	136,743	142,937	149,899
所有者权益合计	110,752	133,695	126,176	132,370	139,332
负债及股东权益总计	411,749	431,648	449,478	484,326	521,732

资料来源：上市公告，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com