

业绩随市下滑，个人、机构双线布局

——国泰君安（601211）点评报告

增持（维持）

日期：2019年03月22日

事件：

2019年3月20日晚间，国泰君安发布2018年年报，公司在报告期内的营收为227.19亿元，同比减少4.56%；归母净利润为67.08亿，同比减少32.11%，业绩基本符合预期。

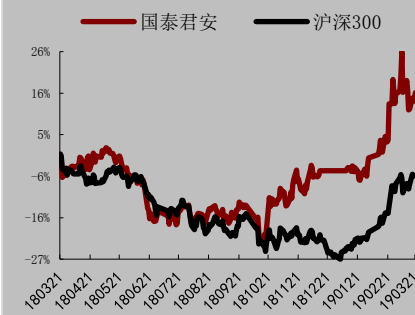
投资要点：

- **表现优于行业，排名依旧领先：**2018年受市场持续低迷和股权质押问题的双重影响，公司业绩随市大幅下滑，但营收-4.56%和归母净利润-32.11%的表现依旧优于行业整体（-14.47%/-41.04%），显示经营韧性。横向比较来看，公司仍处领先地位，1）总量方面，营收、净利润、净资产、净资本四项指标上均排在行业第二，总资产规模也位居行业第四，体量优势明显；2）业务方面，经纪业务净收入排名行业第一，托管结算资金规模和两融余额排在行业第二，股权融资和公司债承销规模均在行业第三，个人和机构业务两方面均有扎实基础。
- **经纪、两融随市收缩，财富管理持续推进：**个人金融方面，1）公司经纪业务净收入为43.80亿元，尽管较2017年大幅下滑20.58%，但其市占率反而提升0.57个pct至6.14%，排名行业首位。预计收入市占率逆市提升的原因在于公司积极开拓机构及高净值客户，全年交易席位租赁收入也增长11.80%，达到4.35亿元；2）两融业务表现稳健，客户融资意愿下降导致公司两融余额降至455.26亿元，两融利息收入也下滑7.56%至49.10亿元，但公司依旧保持6.02%的两融余额市占率，目前仅次于中信证券；3）代销金融产品净收入同比增长23.25%，代销产品月均保有规模达到1422亿元，同比大增51.4%，产品销售和配置能力持续提升，财富管理转型稳步推进。此外，2018年公司旗下手机终端君弘app月活数保持行业前三，用户超过3,000万户，同比增加36.40%，并且君弘财富俱乐部会员达到79.9万人，同比增加8.1%，预计科技赋能将继续提升公司引流、获客的能力，形成交易、理财联动的财富管理业务模式。
- **投行业务低迷，布局细分机构业务：**机构金融方面，受发审节奏放缓影响，公司2018年投行股权融资业务受到较大冲击。wind数据显示，

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	上海国有资产经营有限公司/25.57%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	8,713.94
流通A股(百万股)	7,516.11
收盘价(元)	19.99
总市值(亿元)	1,741.92
流通A股市值(亿元)	1,502.47

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：2019年03月21日

相关研究

万联证券研究所 20181031_公司点评报告
_AAA_投行/资管拖累业绩，FICC助力自营改善

万联证券研究所 20180827_公司点评报告
_AAA_国泰君安(601211)中报点评_投行
资管表现不佳，创新业务谋求突破

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

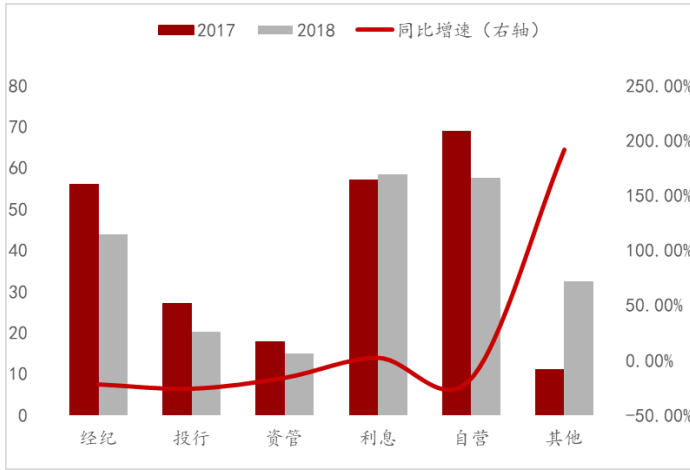
邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	238.04	227.19	291.45	308.13
增长比率(%)	-7.61	-4.56	28.29	5.72
净利润(亿元)	98.82	67.08	90.53	96.86
增长比率(%)	0.41	-32.11	34.96	6.99
每股收益(元)	1.10	0.70	1.04	1.11
市净率(倍)	1.41	1.41	1.31	1.26

公司全年IPO和定增募资规模为28.69和416.16亿元，分别同比下降67.45%和30.80%。债券融资相对持稳，募资规模同比增长18.64%至3081.70亿元。此外，公司在其他细分机构业务方面的布局颇有亮点，1) 加码主经纪商业务，企业客户数量已经超过800家户，资产托管及外包业务规模达到9,341亿元，同比增长23.72%，目前处于行业第二。并且其中托管公募基金规模为567亿元，领跑行业，在公募基金试点券商结算模式的背景下，业务发展空间较大；2) 拓展低风险的非方向性交易投资业务，2018年公司场内期权日均做市成交11.6万张，同比增长70%；利率互换做市累计交易量2.8万亿元，标准券远期累计交易量263亿元，均处于行业前三；银行间外汇市场、人民币外汇市场ESP和大宗商品交易（收入+881.79%）同样增长显著，FICC投资交易体系日益完善。

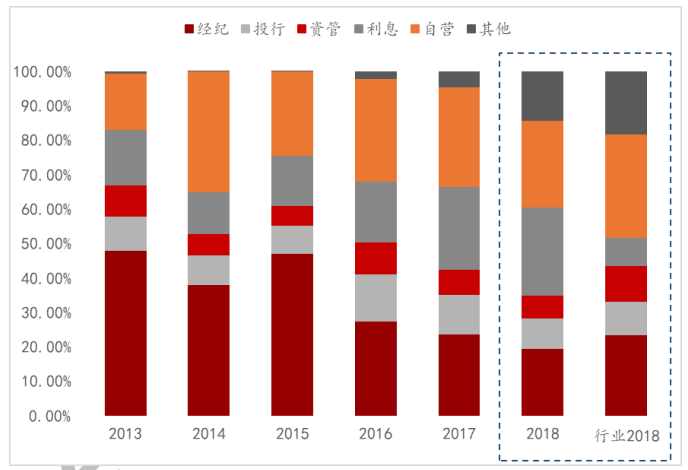
- **主动压缩质押规模，大额计提信用减值：**2018年公司利息净收入为58.32亿元，同比小幅增长2.19%，主要系新金融工具准则下，利息收入统计口径变更，纳入“其他债权投资利息收入”所致。截至年末，股票质押回购融出资金398.36亿元，同比下降48.71%，平均履约保障比例206%，考虑到下半年股权质押风险的集中爆发，公司主动压缩业务规模以强化风控。此外，累计信用减值损失为9.76亿元，其中四季度单季计提4.32亿元，计提规模较同业更为充分。
- **投资建议与盈利预测：**公司整体实力强劲，财富管理转型和综合机构业务发展领先，且风险控制到位，在“扶优限劣”的监管思路下发展可期。综合考虑2018年低基数和2019年市场改善预期（市场快速回暖+资本市场加速改革），预计公司2019/2020/2021年归母净利润为90.53/96.89/101.09亿元，分别同比增长28.29%/5.72%/3.82%，BVPS分别为15.24/15.91/16.70元，当前股价对应PB为1.31/1.26/1.20倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济持续下行；政策监管超预期；资金面流动性紧缩；交投情绪回落

图表1: 国泰君安业务收入变化 (亿元, %)



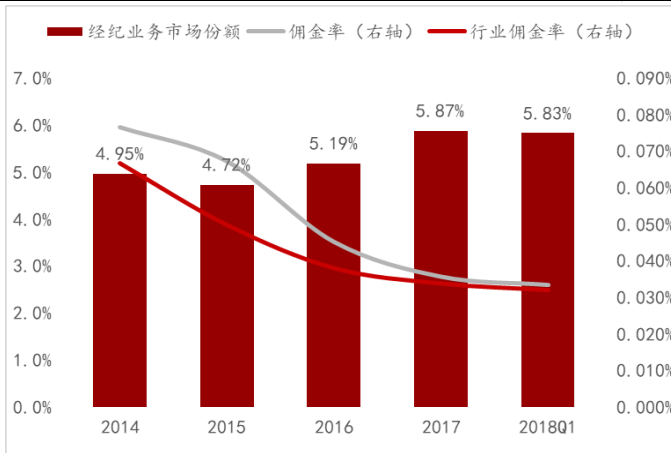
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表2: 国泰君安收入结构 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

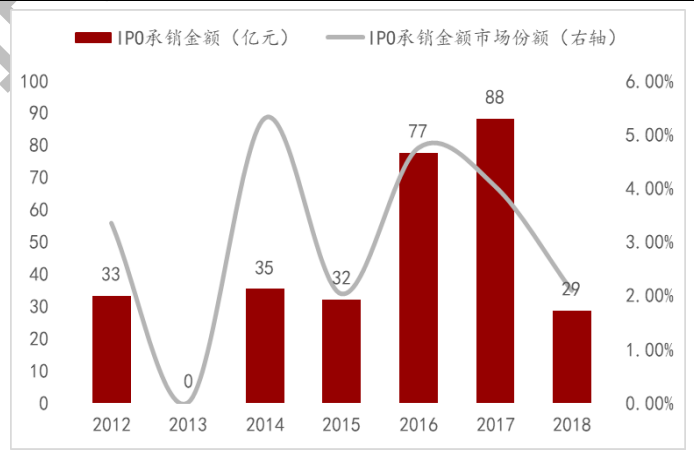
图表3: 国泰君安股基交易情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

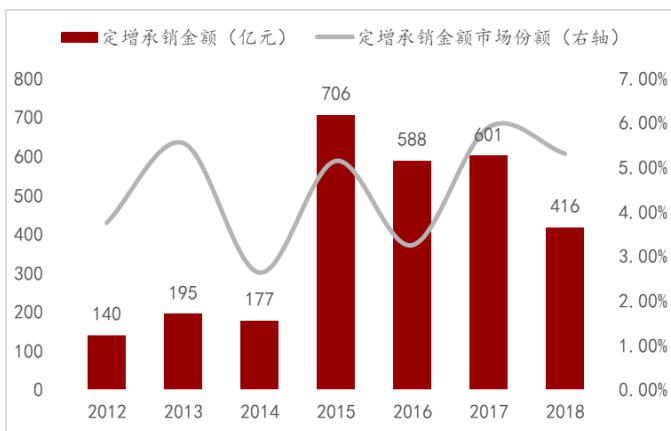
备注: 2018Q1后交易所不再公布券商交易数据明细

图表4: 国泰君安IPO业务 (亿元, %)



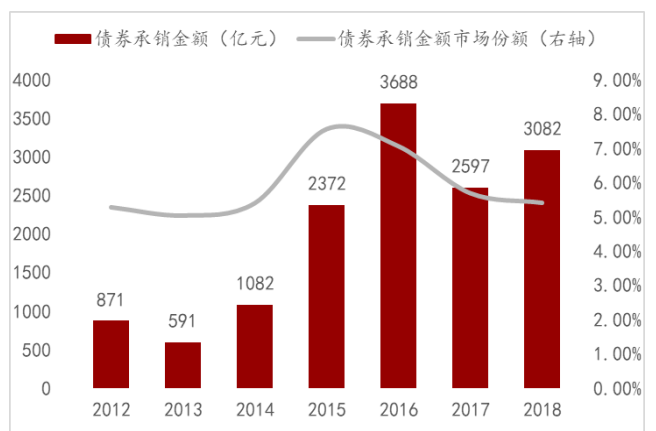
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 国泰君安再融资业务 (亿元, %)



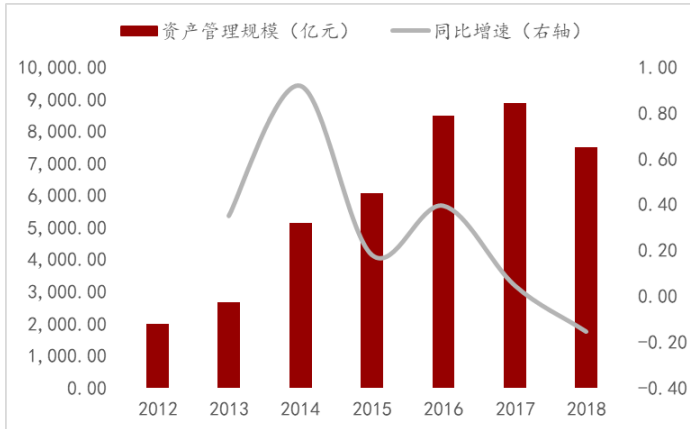
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表6: 国泰君安债券承销业务 (亿元, %)



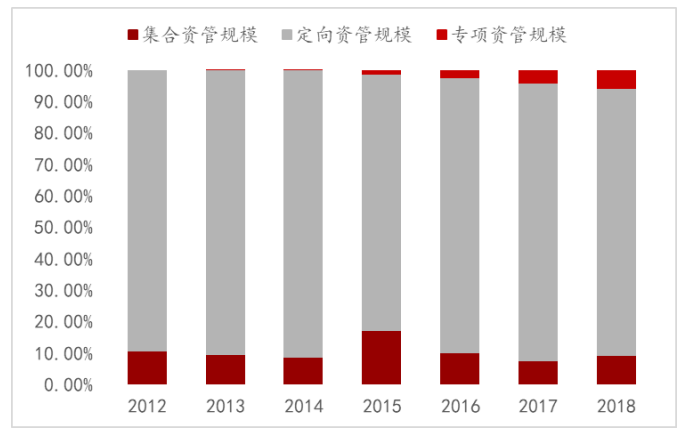
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表7: 国泰君安资管规模变化 (亿元, %)



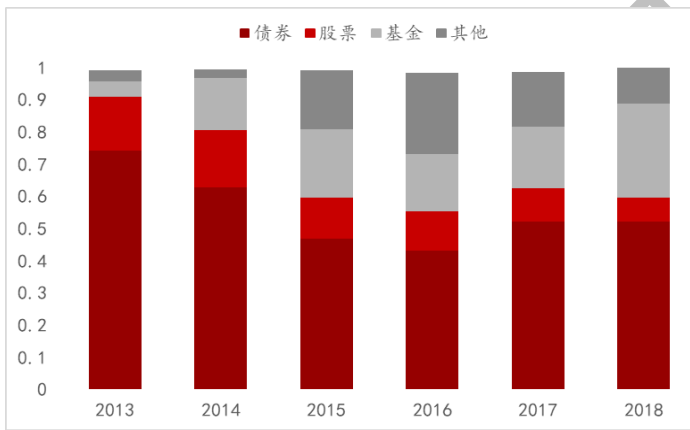
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 国泰君安资管业务结构 (%)



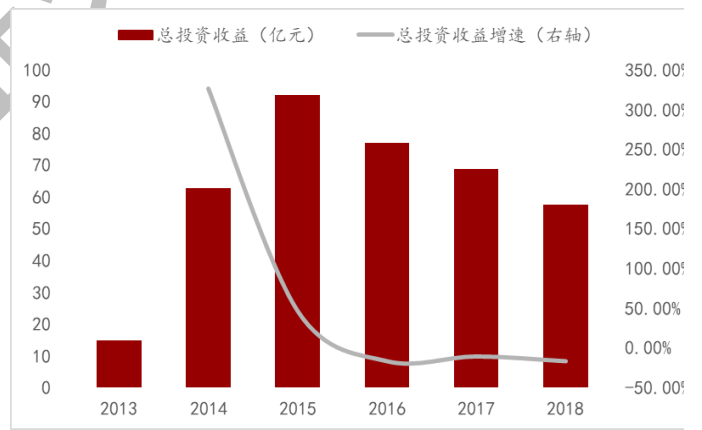
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表9: 国泰君安自营盘结构 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 国泰君安投资收益情况 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金及结算备付金	88,146	126,959	130,336	134,502
其中：客户资金存款	67,797	104,575	105,714	107,418
客户保证金及备付金	12,703	18,994	19,330	19,759
其中：客户备付金	9,696	15,686	15,857	16,113
融出资金	53,655	63,944	64,584	65,229
交易性金融资产	137,682	145,215	151,854	158,788
衍生金融资产	648	746	857	986
买入返售金融资产	61,118	76,397	84,037	92,440
应收款项	7,154	7,737	8,353	8,993
长期股权投资	2,628	2,628	2,628	2,628
固定资产	3,560	3,916	4,307	4,738
无形资产	2,258	2,258	2,258	2,258
递延所得税资产	1,289	1,289	1,289	1,289
其他资产	65,890	66,374	66,958	67,551
资产总计	436,729	516,455	536,791	559,161
短期借款	8,279	9,801	10,237	10,697
拆入资金	10,163	12,031	12,567	13,131
交易性金融负债	33,277	39,391	41,146	42,994
衍生金融负债	256	282	310	341
卖出回购金融资产款	70,559	83,523	87,244	91,162
代理买卖证券款	66,022	104,575	105,714	107,418
其他负债	114,500	132,074	138,815	145,735
负债合计	303,056	381,677	396,033	411,478
少数股东权益	10,223	1,992	2,080	2,183
股本	8,714	8,714	8,714	8,714
资本公积	43,716	43,716	43,716	43,716
留存收益及其他	71,020	80,357	86,248	93,071
归属母公司股东权益	123,450	132,787	138,678	145,501
负债和股东权益	436,729	516,455	536,791	559,161

每股指标

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
每股净利润	0.77	1.04	1.11	1.16
每股净资产	14.17	15.24	15.91	16.70
每股股利	0.28	0.28	0.28	0.28
股息派发率(%)	36%	36%	36%	36%

资料来源：wind, 万联证券研究所

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,719	29,145	30,813	31,991
经纪业务收入	4,380	5,983	6,449	6,395
投行业务收入	2,009	2,805	3,114	3,495
资产管理业务收入	1,500	1,564	1,615	1,748
利息收入	5,832	6,490	6,880	7,186
投资收益	7,079	8,734	9,061	9,319
其他业务收入	1,919	3,570	3,694	3,847
营业支出	13,431	16,918	17,573	18,152
营业税金及附加	152	195	206	214
管理费用	10,240	13,202	14,028	14,710
信用减值损失	976	863	516	268
其他业务成本	2,062	2,657	2,823	2,961
营业利润	9,288	12,228	13,240	13,839
营业外净收入	-20	296	159	145
利润总额	9,268	12,523	13,399	13,984
所得税	2,198	2,943	3,149	3,286
归属母公司净利润	6,708	9,053	9,686	10,109

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	-4.56%	28.29%	5.72%	3.82%
归母净利润(%)	-32.11%	34.96%	6.99%	4.36%
收入结构				
手续费净收入(%)	-21.87%	36.59%	7.80%	-0.84%
利息净收入(%)	2.19%	11.28%	6.00%	4.46%
承销收入(%)	-25.81%	39.62%	11.03%	12.25%
投资收益(%)	2.49%	23.38%	3.74%	2.84%
资产管理收入(%)	-15.86%	4.23%	3.27%	8.27%
其他业务收入(%)	881.77%	0.52%	1.20%	1.30%
获利能力				
代理买卖手续费率(%)	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
自营投资收益率(%)	5.02%	6.25%	6.15%	6.05%
杠杆率	3.00	3.10	3.11	3.10
ROE(%)	5.44%	7.07%	7.14%	7.11%
ROA(%)	1.63%	2.01%	1.95%	1.95%

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

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。

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场