

业绩反弹符合预期，率先布局科创板

——国泰君安（601211）点评报告

增持（维持）

日期：2019年04月29日

事件：

2019年4月26日晚间，国泰君安发布2019年一季度报，公司在报告期内的营收为66.95亿元，同比增长7.22%；归母净利润为30.06亿，同比增长33.03%；ROE较上年末提升0.5个百分点至2.48%。

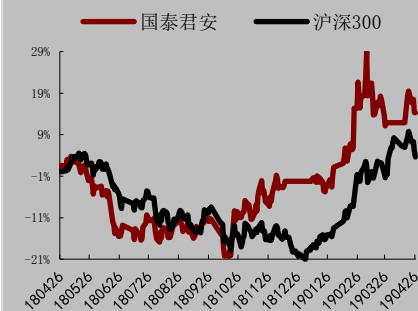
投资要点：

- **业绩反弹，表现符合预期：**2019年一季度市场快速回暖，公司业绩随之反弹，归母净利润增长33.03%，符合市场预期。但从已经公布一季报的可比大型券商来看，改业绩较海通证券（+117.66%）、招商证券（+94.82%）有所落后，主要系去年同期高基数及股权承销低迷所致。
- **经纪业务随市向好，君弘app持续赋能：**1) 公司在一季度实现经纪业务净收入15.31亿元，同比增长10.17%，主要是由于市场回暖叠加高净值客户开拓。2018年公司的交易收入市占率已经提升至6.14%，排名行业首位，预计在2019年市场持续回暖的情况下，公司经纪业务有望延续强势；2) 利息净收入同比小幅下滑0.73%，表现基本持稳，但考虑到公司质押业务目前仍处收缩状态（买入返售金融资产同比-52.54%），判断两融业务稳中向好；3) 财富管理转型稳步推进，截至2019年3月末公司旗下手机终端君弘app月活数（422.07万）保持行业前三，且用户已经突破3,000万户，科技赋能有望继续提升公司引流、获客的能力，形成交易、理财联动的财富管理业务模式。
- **投行股债业务分化，率先布局科创板：**根据wind数据，公司股权承销业务在一季度表现欠佳，IPO方面并无项目落地，再融资业务也仅完成老白干酒一单项目，募资金额为2.83亿元，较中金、中信等龙头券商差距较大。但同时最新公告显示公司率先拿下科创板001号受理批文，将参与晶晨半导体的科创板上市辅导工作，反映投行业务资源正在向科创板项目倾斜，二季度IPO业务或呈反转表现。另一方面，债承业务相对稳健，876.06亿元的募资金额位列行业第四，5.53%的市占率也优于2018年。

基础数据

行业	非银金融
公司地址	
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)	8,713.95
流通A股(百万股)	7,516.12
收盘价(元)	19.32
总市值(亿元)	1,683.53
流通A股市值(亿元)	1,452.11

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04月26日

相关研究

万联证券研究所 20190423_国泰君安调研简报_AAA
万联证券研究所 20190322_国泰君安年报点评_AAA_业绩随市下滑，个人、机构双线布局

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

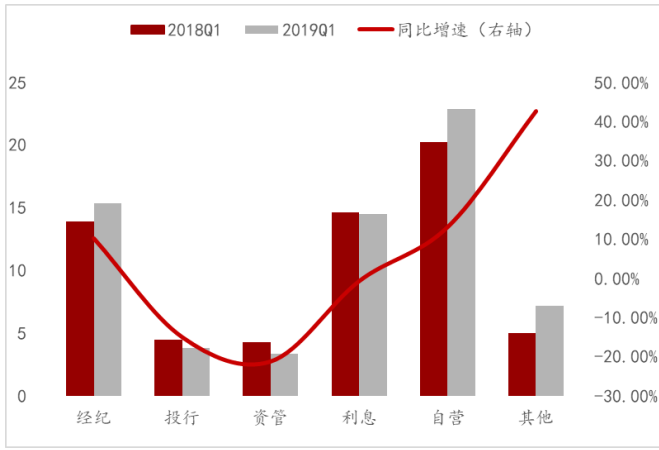
电话 010-66060126/021-60883489

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)	1.11	0.75	1.02	1.09
市净率(倍)	1.40	1.39	1.30	1.24

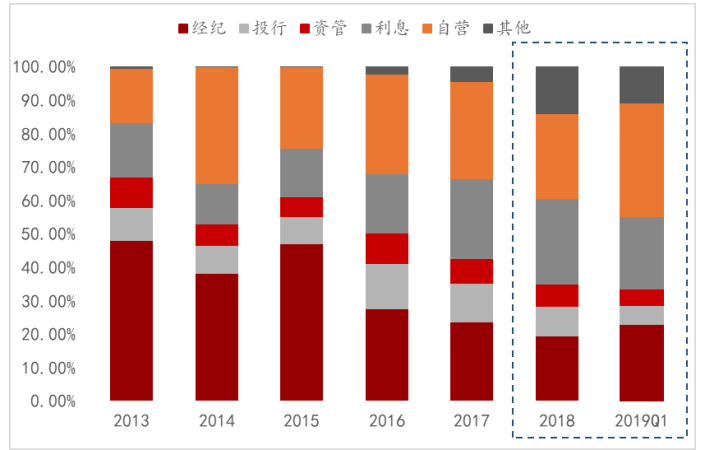
- **市场回暖化解质押风险，减值准备大幅转回：**2018年股权质押风险不断升级的背景下，公司出于审慎原则大幅计提信用减值损失9.76亿元，其中第四季度单季计提4.32亿元。而2019年一季度市场快速反弹导致质押风险极大缓和，公司也转回质押减值准备（及部分两融减值准备）3.75亿元。如果市场在二季度继续回暖，公司资产质量有望进一步改善，减值转回或将延续。
- **高基数导致投资收益有同比下滑：**公司在一季度的投资收益为15.65亿元，属于同类大型券商合理水平，但同比降幅达到36.4%，主要是由于去年同期公司处置子公司国联安基金管理有限公司51%的股权，从而取得高达24.62亿元的投资收益，高基数效应导致自营投资下滑。
- **完成港股配售，进一步补强资本实力：**2019年4月17日公司完成配售新H股1.94亿股，配售价16.34港元/股，占配售后H股及股本总额13.94%及2.18%，总股数增至8,907,945,470股，配售所得款项总额约31.70亿港元。公司的资本实力稳居行业前二，本次募资将进一步强化资本金优势，有助于借行情向上机遇做大两融等重资产业务。
- **投资建议与盈利预测：**公司综合实力强劲，经纪及大财富管理业务处业内优势地位，IPO短期低迷不改整体承销实力，预计在一二级市场同步回暖、科创板呼之欲出的背景下，公司业绩有望进一步受到提振。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34.96%/6.99%/4.36%，BVPS分别为14.91/15.57/16.33元，当前股价对应PB为1.30/1.24/1.18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, %)



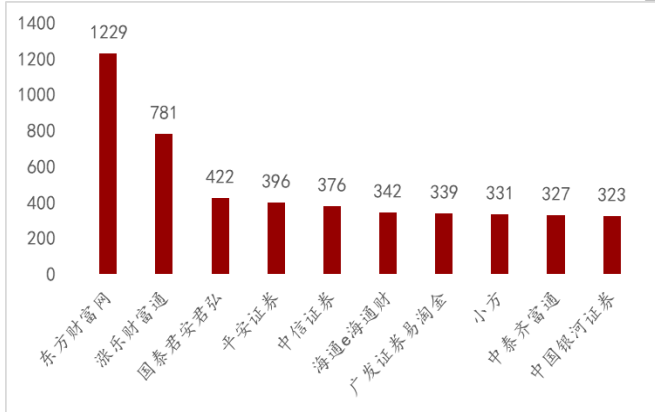
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表2: 国泰君安收入结构 (%)



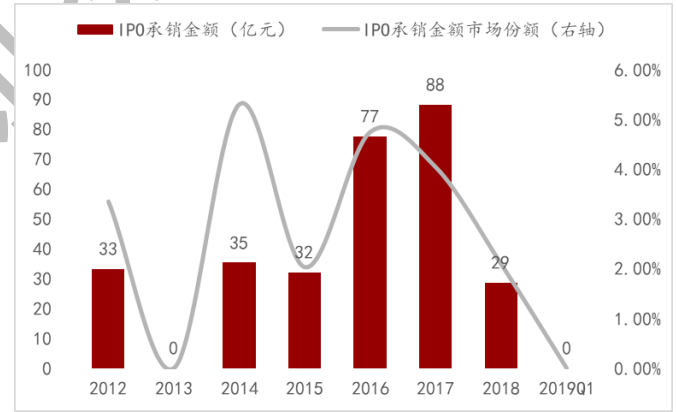
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表3: 3月券商app月活数排名 (万, %)



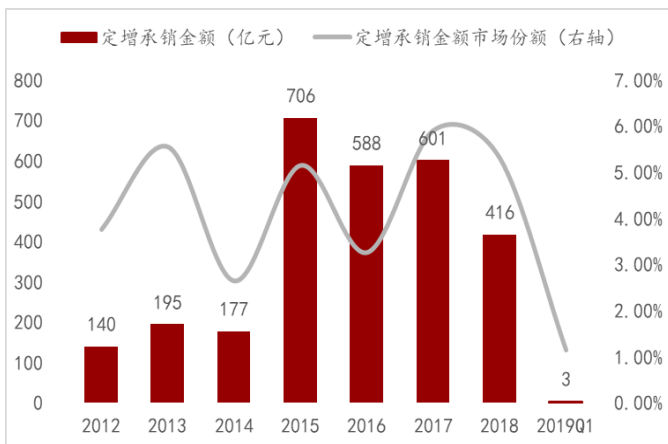
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4: 国泰君安IPO业务 (亿元, %)



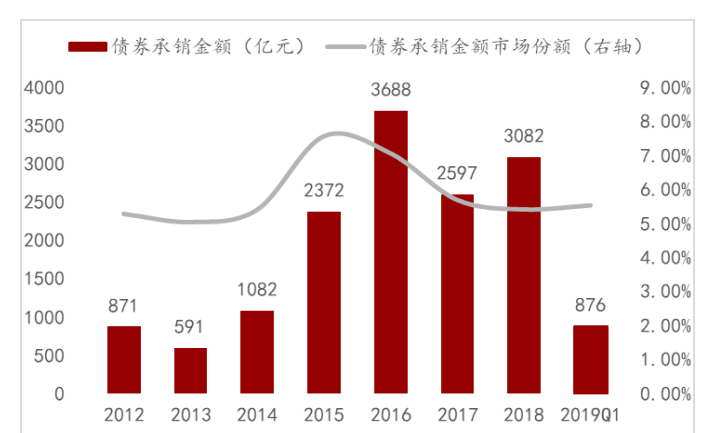
资料来源: wind, 万联证券研究所

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

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	0.75	1.02	1.09	1.13
每股净资产	13.86	14.91	15.57	16.33
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