

谨慎推荐（维持）

## 自营、经纪业务推动业绩修复

风险评级：中风险

国泰君安（601211）深度报告

2019年5月13日

### 投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

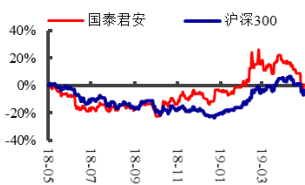
xujianfeng@dgzq.com.cn

### 主要数据

2019年5月10日

收盘价(元)	17.47
总市值(亿元)	1,556.22
总股本(百万股)	8,907.95
流通股本(百万股)	7,516.12
ROE (TTM)	5.85%
12月最高价(元)	22.21
12月最低价(元)	13.33

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **公司扣非净利润呈下降趋势，2019年迎来拐点。**2018年，公司营业收入为227.19亿元，同比下降4.56%；同期，公司扣非归母净利润为58.07亿元，同比下降36.82%。伴随纾困基金逐步入市，资本市场改革提速和长期增量资金逐步流入A股，政策红利将持续释放及A股市场回暖，2019年第一季度，公司营业收入同比增长7.22%，扣非归母净利润同比增长76.17%。
- **公司2018年ROE降幅明显，2019年有较大提升空间。**2016年至2018年，公司ROE（加权）分比为10.64、9.05和5.42，分别较去年同期减少13.01个百分点、减少1.59个百分点和减少3.63个百分点。与其他大型券商相比，公司2018年ROE（加权）降幅居中。ROE值与营业收入增速及权益乘数相关度较高，随着证券市场回暖，营业收入的增加，及信用风险释放后杠杆水平推升，公司ROE有望迎来上升。公司2019年第一季度ROE（加权）为2.48，同比增长25.25%，显示ROE正在修复。
- **经纪、自营业务呈改善势头。**经纪业务：公司经纪业务净收入向上增长势头显现。2018年，公司经纪业务净收入为43.80亿元，同比下降21.87%；虽然公司近3年经纪业务净收入连续下降，但下降幅度有收窄趋势，2019年第一季度，公司经纪业务净收入为15.31亿元，同比增长10.17%。PB业务：公司长期有望受益于券商结算模式红利，长期带来产品代销、托管、结算、研究分仓和FICC等收入。投行业务：公司投行净收入呈下降趋势。2016年至2018年同比增速分别为14.25%、-22.58%和-25.81%，2019年将迎来科创板增量，并且证券市场成交量维持高位，有利于股权融资规模扩大，增厚券商投行业务收入，公司投行实力靠前，受益更显著，预期2019年投行业务净收入有望获得同比正增长，但2019年第一季度公司投行业务净收入同比下降15%，投行盈利能力尚未修复。资管业务：受被动管理资管计划规模下降影响，公司资管业务净收入下降明显，但主动管理规模占比呈上升趋势，但上升幅度较小。海外业务：海外业务对营收贡献显著，公司海外收入同比略降。自营业务：自营业务收入迎来拐点。2016年至2018年年，公司自营业务净收入同比增速分别为-16.49%、-10.47%和-16.50%，2019年第一季度，公司自用业务净收入同比增长12.99%，若剔除2018年卖出国联的投资收益，则同比增长约为67.00%。信用业务：公司净收入增速放缓，收入规模保持行业首位。2016年至2018年，公司信用业务净收入同比增速分别为-16.18%、25.30%和2.19%，2016年至2018年该项业务净收入规模行业排名均为第1位。受买入返售金融资产规模同比下降影响，2019年第一季度公司信用业务净收入14.49亿元，同比下降0.73%。
- **投资建议。**公司是大型综合券商，长期将受益于行业集中度提高。近期利好政策频出，科创板开板临近，证券市场回暖，券商板块受益确定性

较大。从估值来看，截止2019年5月10日，公司的PB为1.31倍，估值处于近5年的历史较低位置。随着证券市场回暖及资本市场改革加速，公司2019年第一季度扣非归母净利润大幅增长。2019年至2020年预计公司EPS分别为1.01元和1.12元，对应2019年5月10日收盘价，2019年至2020年PE分别为17.30倍和15.60倍。我们给予公司谨慎推荐的投资评级。

- 风险提示：政策效果不及预期，宏观经济超预期下滑，股市成交量萎缩。

## 目 录

1. 公司概况	5
1.1 历史沿革	5
1.2 营业部、主要控股、参股公司	5
1.3 经营范围	5
1.4 股本结构	5
2. 公司收入结构：投行、资管业务营收占比偏小	6
3. 公司 2019 年盈利将迎来拐点	7
3.1 公司 2018 年净资本规模下降，但规模仍具优势	7
3.2 2019 年第一季度公司盈利迎来拐点	8
3.3 2019 年公司 ROE 有较大提升空间	8
4. 主营业务	9
4.1 经纪业务：向上增长势头显现，未来有望受益于券商结算模式	9
4.2 投行业务：投行净收入呈下降趋势	11
4.3 资管业务：资管业务净收入下降，主动管理规模占比上升	13
4.4 海外业务：海外收入同比下降，对营收贡献显著	14
4.5 自营业务：自营业务收入迎来拐点	15
4.6 信用业务：净收入增速放缓，收入规模保持行业首位	15
5. 投资策略：	17
5.1 公司投资建议	17
5.2 公司盈利预测	18
6 风险提示	19

## 插图目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系	5
图 2：国泰君安营收结构（%）	7
图 3：国泰君安与中信证券营收结构比较	7
图 4：国泰君安净资本及同比增长率（亿元，%）	7
图 5：国泰君安净资产及同比增长率（亿元，%）	7
图 6：国泰君安营收及同比增长率（亿元，%）	8
图 7：国泰君安扣非归母净利润及同比增长率（亿元，%）	8
图 8：2018 年大型券商 ROE（加权）、较去年同期增减（百分点）	9
图 9：2018 年大型券商权益乘数（剔除客户保证金）	9
图 10：国泰君安历年 ROE（加权）及较去年同期增减（百分点）	9
图 11：国泰君安经纪业务净收入（亿元，%）	9
图 12：国泰君安代理买卖证券款中机构客户占比（%）	10
图 13：2018 年大型券商代理买卖证券款中机构客户占比（%）	10
图 14：大型券商经纪业务净收入同比增速（%）	11
图 15：国泰君安投行业务净收入（亿元，%）	12
图 16：大型券商投行业务净收入同比增速（%）	12
图 17：国泰君安股权承销规模（亿元，%）	12
图 18：国泰君安股权融资规模市占率及其变动（%，pct）	12

图 19: 国泰君安债券承销额 (亿元, %)	13
图 20: 国泰君安债券承销额市占率及其变动 (% , pct)	13
图 21: 国泰君安受托资产管理规模 (亿元, %)	14
图 22: 国泰君安资产管理业务净收入 (亿元, %)	14
图 23: 国泰君安主动管理资产规模 (亿元, %)	14
图 24: 国泰君安主动管理资产规模占比 (%)	14
图 25: 国泰君安自营业务净收入 (亿元, %)	15
图 26: 大型券商自营业务净收入同比增长率 (%)	15
图 27: 国泰君安信用业务净收入 (亿元, %)	15
图 28: 国泰君安 PB-Band	17
图 29: 国泰君安 PE-Band	17

## 表格目录

表 1: 国泰君安国际主要收入构成 (亿元, %)	14
表 2: 国泰君安信用损失计提金额 (亿元, %)	16
表 3: 国泰君安细分业务收入预测 (百万元)	18
表 4: 国泰君安利润表预测 (百万元)	18

## 1. 公司概况

### 1.1 历史沿革

国泰君安是在国泰证券有限公司和君安证券有限责任公司合并的基础上发起设立的股份有限公司。2015年6月,经中国证监会核准,公司首次公开发行15.25亿股A股股票,并于2015年6月26日在上交所上市,注册资本变更为76.25亿元。2017年4月,经中国证监会核准及香港联交所批准,公司发行10.4亿股H股并于5月在超额配售权获行使后发行0.49亿股H股,注册资本变更为87.14亿元。

### 1.2 营业部、主要控股、参股公司

截止2018年年末,公司在境内共设有420家证券营业部、26家期货营业部。其中,国泰君安证券设有346家证券营业部,上海证券设有74家证券营业部,国泰君安期货设有18家期货营业部,海证期货设有8家期货营业部。公司主要控股参股公司有:国泰君安金融控股(持股比例100%,2018年度实现营业收入16.42亿元,净利润4.86亿元)、国泰君安资管(持股比例100%,2018年实现营业收入18.38亿元,净利润6.00亿元)、国泰君安期货(持股比例100%,2018年实现营业收入31.04亿元,净利润3.33亿元)、国泰君安创投(持股比例100%,2018年实现营业收入3.24亿元,净利润0.88亿元)、国泰君安证裕(持股比例100%,2018年实现营业收入0.30亿元,净利润0.24亿元)、上海证券(持股比例51%,2018年实现营业收入9.06亿元,净利润0.70亿元)、华安基金(持股比例20%,2018年实现营业收入16.76亿元,净利润4.21亿元)。

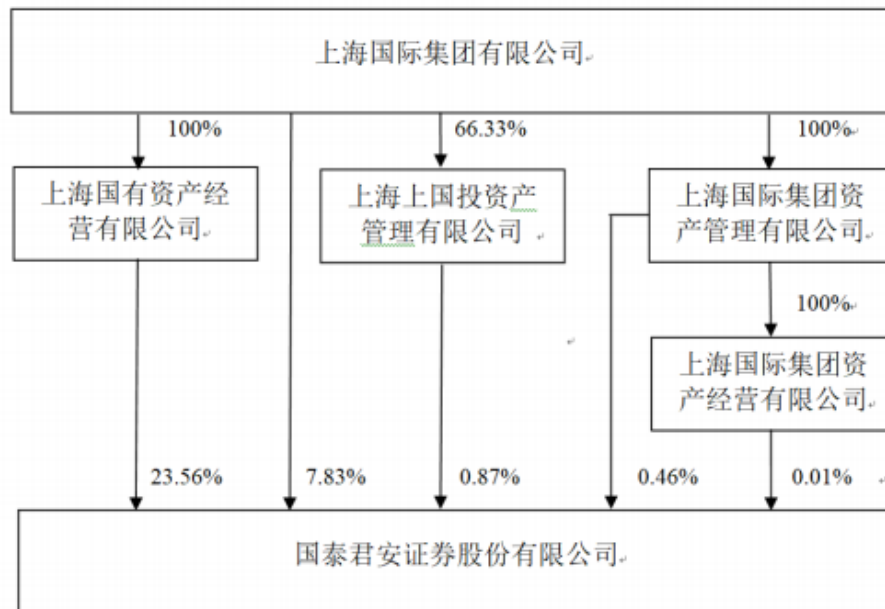
### 1.3 经营范围

截止2018年年末,公司主要经营活动为证券经纪;证券自营;证券承销与保荐;证券投资咨询;与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问;融资融券业务;证券投资基金代销;代销金融产品业务;为期货公司提供中间介绍业务;资产管理业务;大宗商品期货经纪业务;金融期货经纪业务;期货投资咨询;股权投资;创业投资;投资管理;投资咨询及中国证监会批准的其他业务。

### 1.4 股本结构

截止2019年4月15日,公司总股本89.08亿股,其中A股75.16亿股,H股13.92亿股;无限售流通股,无优先股、无非流通股;流通A股75.16亿股,流通H股13.92亿股。公司前5大股东分别为:上海国有资产经营有限公司(持股比例21.82%)、香港中央结算(代理人)有限公司(持股比例13.74%)、上海国际集团有限公司(持股比例7.83%)、深圳市投资控股有限公司(持股比例6.99%)、中国证券金融股份有限公司(持股比例2.99%)。截止2018年年末,公司实际控制人为上海国际集团有限公司,合计控制公司股份比例为32.73%。

图1: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告、东莞证券研究所

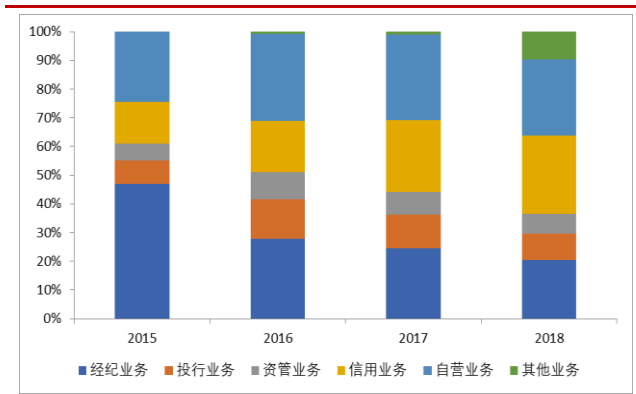
## 2. 公司收入结构：投行、资管业务营收占比偏小

**投行和资管业务营收占比偏小。**2018年，公司各项主营业务经纪业务、投行业务、资管业务、信用业务和自营业务净收入占营业收入比例分别为19.28%、8.84%、6.60%、25.67%和25.30%，投行业务和资管业务净收入营收占比偏小。从纵向看，与公司自身2016年-2017年各项主营业务净收入营收占比的平均值比较，经纪业务和自营业务净收入营收占比下降明显，分别下降了6.20个百分点和4.08个百分点，而信用业务净收入营收占比则上升明显，增加了4.84个百分点。

**受困于股市大幅下跌，公司经纪业务和自营业务净收入营收占比较2017年下降明显。**2018年股市行情低迷，沪深300指数下跌了24.85%，受市场下行的不利影响，公司2018年自营业务净收入同比下降了16.51%，导致自营业务营收占比下降明显。同样，受2018年股市大幅下跌影响，2018年A股成交额为896,501.12亿元，较去年下降了19.78%，成交量萎缩使公司2018年经纪业务净收入同比下降21.87%，使经纪业务营收占比下滑较大。

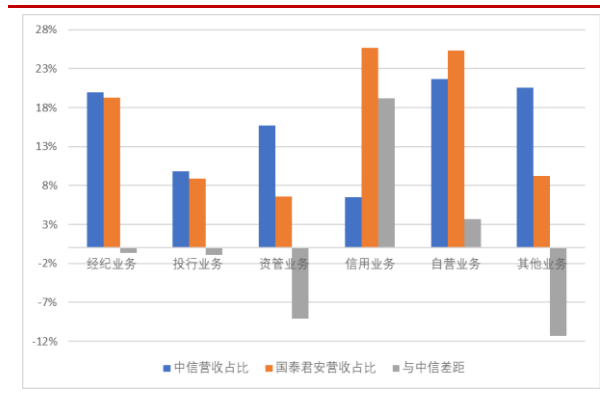
**公司营收结构仍有改善空间。**2018年全市场股权融资规模为10822.92亿元，同比下降32.76%，股权融资市场收缩明显，受市场影响，公司2018年投行业务净收入营收占比较2016年-2017年该项占比的平均值降低了3.63个百分点。随着证券市场日均成交量上升，为股权融资规模提升带来支撑，并且科创板创造股权融资增量，公司受益于此，有望提高投行业务净收入的营收占比。公司2018年资管业务净收入营收占比较参照公司中信证券低9.07个百分点。受资管新规及证券市场下跌影响，2018年公司被动管理资管规模同比下降18.84%，整体资管规模下降15.35%，导致公司资管业务净收入同比下降15.86%，随着公司向主动管理转型，主动管理规模上升带来管理费收入提高，有望增加资管业务净收入，从而提升其营收占比。2019年第一季度，公司投行业务及资管业务净收入营收比仍然偏低，而自营业务净收入营收占比增加显著，较2018年增加了8.87个百分点；经纪业务净收入营收占比较2018年亦略有增加，增加了3.59个百分点。

图2: 国泰君安营收结构 (%)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图3: 国泰君安与中信证券营收结构比较



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

### 3. 公司 2019 年盈利将迎来拐点

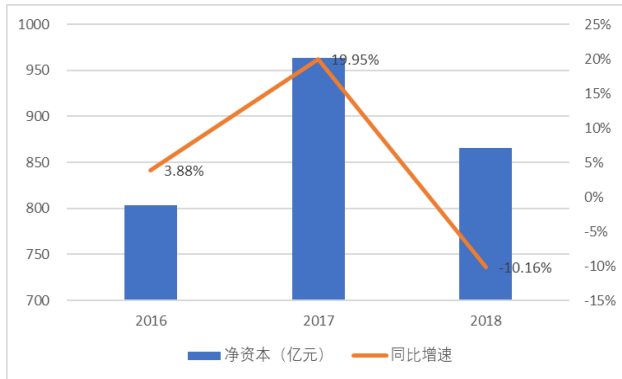
#### 3.1 公司 2018 年净资本规模下降, 但规模仍具优势

公司 2018 年净资本规模下降。2016 年至 2018 年, 公司净资本分别为 803.38 亿元、963.65 亿元和 865.76 亿元, 分别同比增长 3.88%、19.95%和-10.16%, 2018 年净资本规模出现较大幅度下滑。2016 年至 2018 年, 公司净资本复合年增长率为 3.81%, 增速较低。2016 年至 2018 年, 公司净资产分别为 1107.52 亿元、1336.95 亿元和 1336.73 亿元, 分别同比增长 8.97%、20.72%和-0.02%, 公司 2018 年净资产几乎没增加, 低于行业整体 2.16%的增幅。2018 年净资产 2016 年至 2018 年期间, 公司净资产复合增长率为 9.86%。

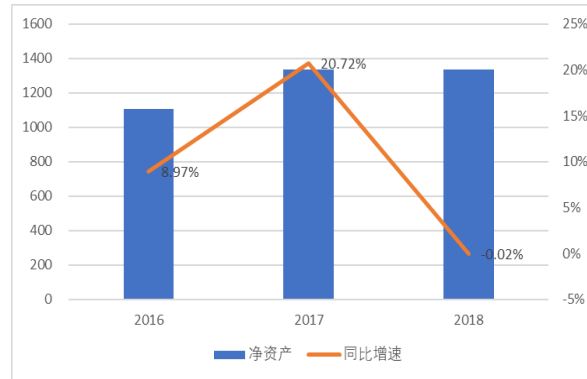
强大资本实力是券商在行业变革中获胜的基础, 公司净资本及净资产规模均位于行业第 2 位。目前行业的发展宏观背景是: 以服务实体经济为根本出发点, 特别是战略新兴企业, 建设多层次资本市场增加直接融资比例成为迫切需求; 资本市场双向开放, 通过引入外部竞争者, 快速迭代国内券商商业模式和丰富金融产品; 政府监管模式是以净资本为核心的风险监管体系, 行业发展思路是“扶优限劣”, 重点培育国内龙头券商的国际竞争力; 券商商业模式会从依靠牌照收取通道费用, 向通过扩张资产负债表提供服务 and 产品来收赚取服务费及赚取差价, 机构客户占比会逐渐上升, 做市商服务需求增加, 衍生品种类及数量需求将大幅提升; 资产定价能力、金融产品创设能力、风险管理能力、主动管理能力、资产获取能力、资产资金对接效率、服务客户及后台运营能力等核心竞争力的提升需要增加金融科技投入。从目前券商行业监管模式, 到丰富提供的服务及产品种类, 再到提升核心竞争力, 都需要强大的资本支撑, 2018 年公司净资本及净资产规模均位于行业第 2 位, 在未来转型过程中具有先发优势。

图4: 国泰君安净资本及同比增长率 (亿元, %)

图5: 国泰君安净资产及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

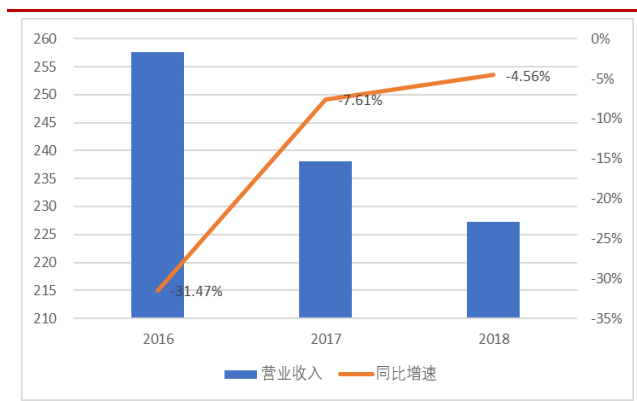


资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

### 3.2 2019 年第一季度公司盈利迎来拐点

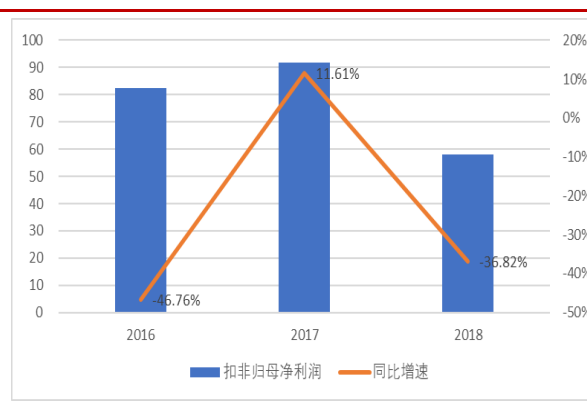
近3年公司扣非归母净利润呈下降趋势,2019年第一季度迎来拐点。2016年至2018年,公司营业收入分别为257.65亿元、238.04亿元和227.19亿元,同比增速分别为-31.47%、-7.61%和-4.56%;同期,公司扣非归母净利润分别为82.35亿元、91.91亿元和58.07亿元,同比增速分别为-46.76%、11.61%和-36.82%。2018年宏观经济有下行压力,贸易摩擦不确定性增加,经济去杠杆及行业严监管等宏观因素影响,市场信心不足,股市成交量大幅下跌,股票质押信用风险增加,信用债违约上升等不利因素累积,公司2018年盈利能力同比下降。伴随纾困基金逐步入市,资本市场改革提速和长期增量资金逐步流入A股,政策红利将持续释放及A股市场回暖,2019年第一季度,公司营业收入及扣非归母净利润分别为66.95亿元和26.06亿元,分别同比增长7.22%和76.17%。

图6: 国泰君安营收及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

图7: 国泰君安扣非归母净利润及同比增长率 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

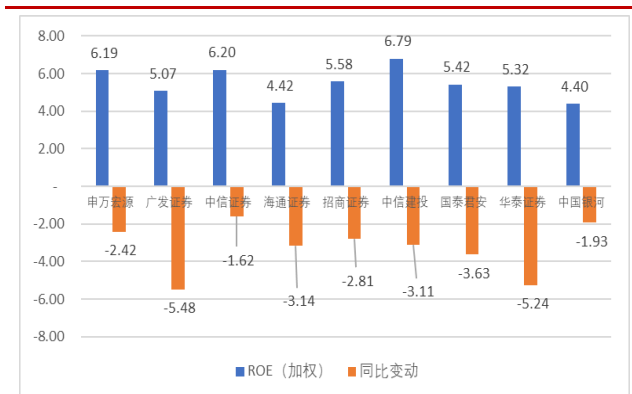
### 3.3 2019 年公司 ROE 有较大提升空间

公司2018年ROE降幅明显,2019年有较大提升空间。2016年至2018年,公司ROE(加权)分别为10.64、9.05和5.42,分别较去年同期减少13.01个百分点、减少1.59个百分点和减少3.63个百分点。与其他大型券商相比,公司2018年ROE(加权)降幅居中。ROE值与营业收入增速及权益乘数相关度较高,随着证券市场回暖,营业收入的增加,及信用风险释放后杠杆水平推升,公司ROE有望迎来上升。参照近2年券商权益乘数(剔除客户保证金)最高值为4.83,公司2018年权益乘数(剔除客户保证金)为3.00,在其他条件不变情况下(例如营业收入不增长),若提升权益乘数,预测公司ROE(加权)约有60%的增幅。公司2019年第一季度ROE(加权)为2.48,同比增长25.25%。



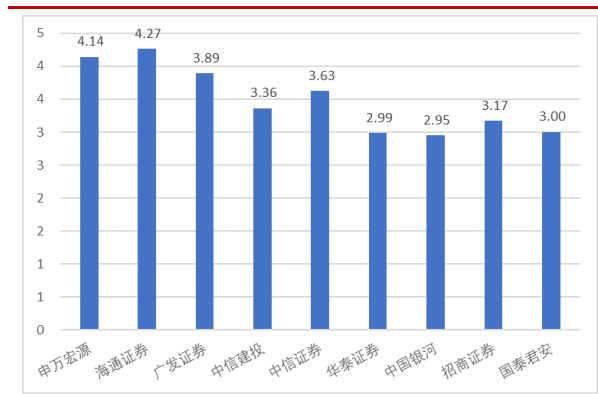
显示 ROE 正在修复。

图8：2018年大型券商ROE（加权）、较去年同期增减（百分点）



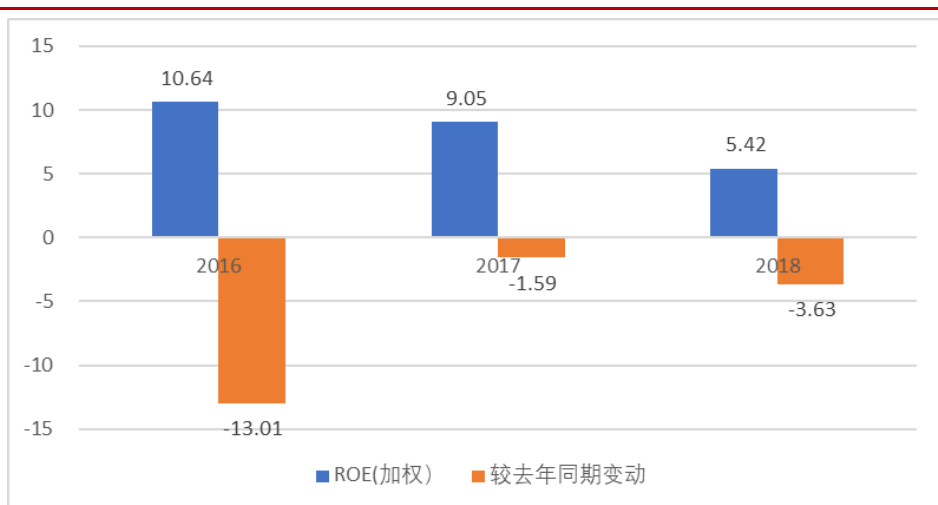
资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图9：2018年大型券商权益乘数（剔除客户保证金）



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图10：国泰君安历年ROE（加权）及较去年同期增减（百分点）



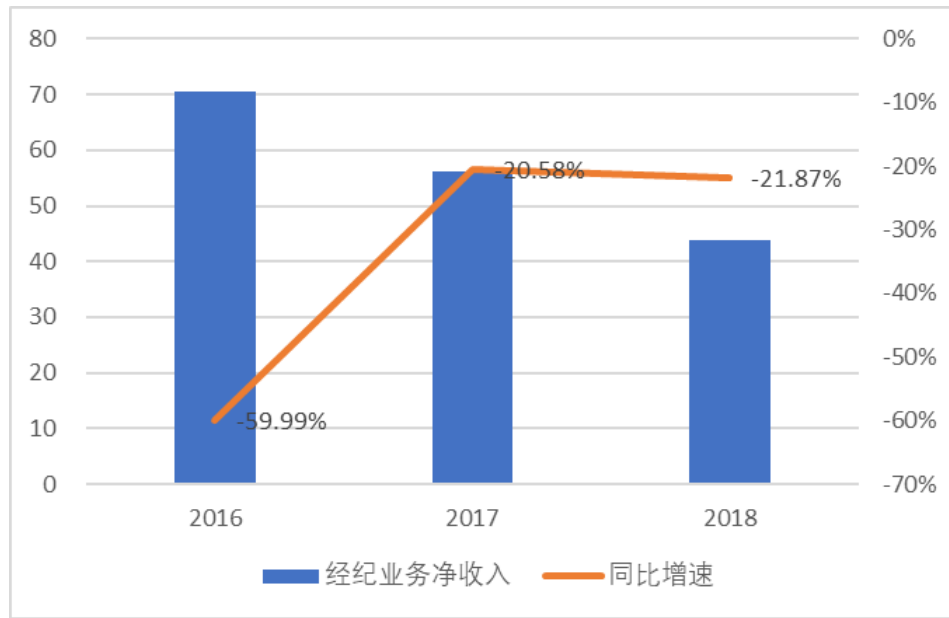
资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

## 4. 主营业务

### 4.1 经纪业务：向上增长势头显现，未来有望受益于券商结算模式

公司经纪业务净收入向上增长势头显现。2016年至2018年，公司经纪业务净收入分别为70.59亿元、56.06亿元和43.80亿元，同比增速分别为-59.99%、-20.58%和-21.87%；虽然公司近3年经纪业务净收入连续下降，但下降幅度有收窄趋势，2019年第一季度，公司经纪业务净收入为15.31亿元，同比增长10.17%，向上增长势头显现。从横向看，2015年至2018年期间，公司经纪业务净收入规模均居行业第2位。

图11：国泰君安经纪业务净收入（亿元，%）



资料来源: Wind资讯、东莞证券研究所

**公司 2018 年经纪业务市场份额排行行业前列。**由于交易所停止公布 2018 年 3 月后各券商的股基交易额数据,我们只能从公司的经纪业务净收入占该项业务行业整体净收入的比例测量公司经纪业务的市场份额。2016 年至 2018 年,公司经纪业务净收入行业占比分别为 6.70%、6.83%和 7.03%,呈逐年上升趋势,2016 年至 2018 年上述占比对应的行业排名均为第 2 位;从横向比较看,公司 2018 年上述占比在大型券商中仅低于中信证券(中信证券经纪业务净收入行业占比为 11.92%)。

**经纪业务客户结构中机构客户占比偏低,经纪业务业绩任性一般。**2015 年至 2018 年期间,公司代理买卖证券款中机构客户金额占比分别为 20.10%、21.26%、21.38%和 21.92%,虽然该项占比逐年提升,但提升幅度微小,2016 年至 2018 年期间在 21%的水平上停滞不前,若经纪业务客户结构中机构客户占比较低,在证券市场低迷时,经纪业务收入容易出现较大幅度的向下波动,导致经纪业务业绩任性差。从横向比较,2018 年公司代理买卖证券款中机构客户金额占比仅为 21.92%,在大型券商中偏低,仅高于广发证券,并远低于中信证券 45.87%的占比。通过对比 2015 年至 2018 年期间大型券商经纪业务净收入同比增速,发现在经纪业务净收入同比正增长的年份,公司增速居中;在经纪业务净收入同比下跌的年份,公司降幅略居前,预示公司的经纪业务业绩韧性一般。

图12: 国泰君安代理买卖证券款中机构客户占比 (%)

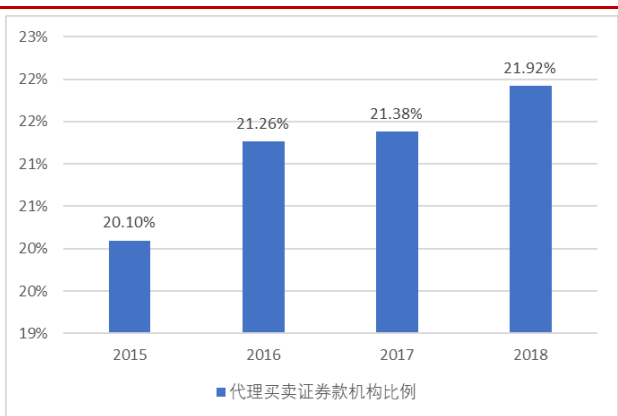


图13: 2018年大型券商代理买卖证券款中机构客户占比 (%)

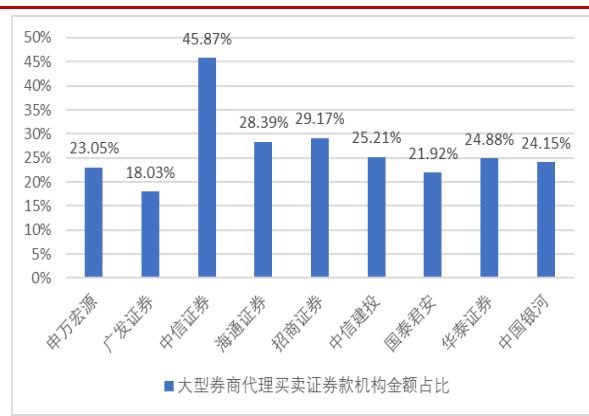
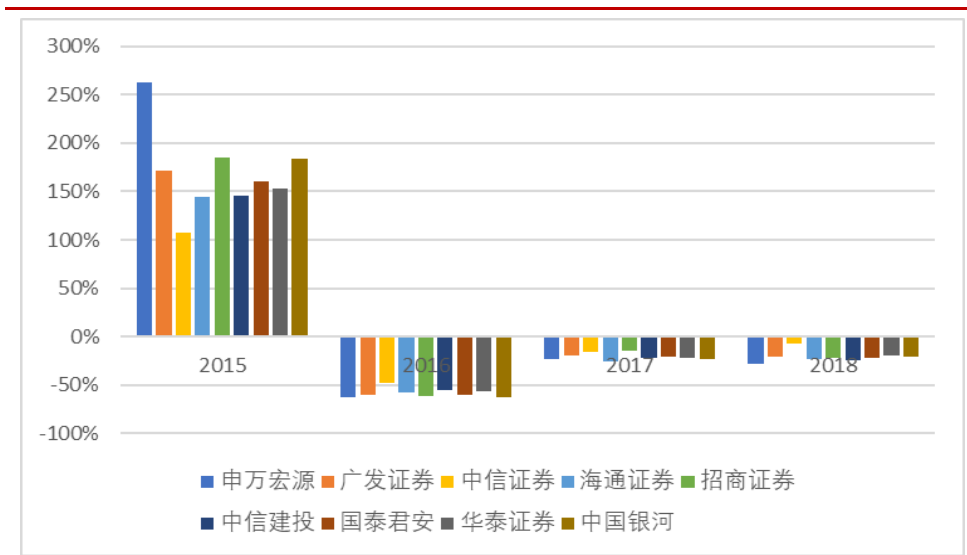


图14：大型券商经纪业务净收入同比增速（%）



资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

**机构综合服务能力显著提升，资管产品托管规模行业第2位。**公司各类企业客户服务模式初步建立，Matrix系统及道合APP上线试运行，一体化综合服务能力显著提升。2018年末，公司资产为6875只各类资管产品提供托管及外包服务，较上年末增长15.99%；业务规模9341亿元，较上年末增长23.72%，行业排名第2位（公司公告给出数据），其中托管公募基金规模567亿元，在证券公司中继续排名第1位（公司公告给出数据）。

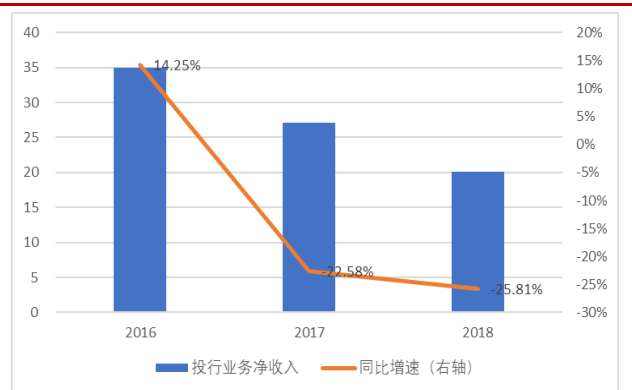
**公司有望受益于券商结算模式红利。**2019年2月监管层明确新公募基金新产品采用券商结算模式的规定从试点转为常规，同时鼓励老基金新产品采用该模式，保险公司及保险资产管理公司、商业银行及商业银行理财机构、期货公司资产管理子公司等金融机构及其管理的各类产品都适用上述要求。券商结算模式指公募基金等管理的各类产品参与证券交易所交易的，应当委托证券公司办理结算。券商结算模式带来2点好处，一是券商处理结算更专业、二是该模式下券商能对产品的交易进行实时验资验券，并能对异常交易行为进行实时监控，符合监管层穿透式监管的要求。对于券商自身的好处是公募基金管理的的产品相关的托管、代售、研究服务等业务未来有望逐渐从银行转移到券商，增厚券商产品代销、托管、结算、研究分仓、FICC等收入。此外，监管层同时规定，基金产品管理人可选择一家或多家证券公司开展证券交易，可免于执行“一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金，不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的30%。”，该规定可能导致公募基金的研究分仓走向集中。短期看，销售渠道广，销售能力强的券商最为受益；长期则交易结算系统、交收、代销、研究、托管等综合金融服务能力强的券商更为受益。2018年末，公司在国内拥有420家营业部，营业部数量及经纪业务市场份额排在行业前列，代销能力强，并且随着Matrix系统及道合APP等系统完善，机构综合服务能力不断提升，有望受益于券商结算模式带来的业绩增厚。

#### 4.2 投行业务：投行净收入呈下降趋势

**公司投行净收入呈下降趋势。**2016年至2018年，公司投行业务净收入分别为34.98亿元、27.08亿元和20.09亿元，同比增速分别为14.25%、-22.58%和-25.81%，净收入

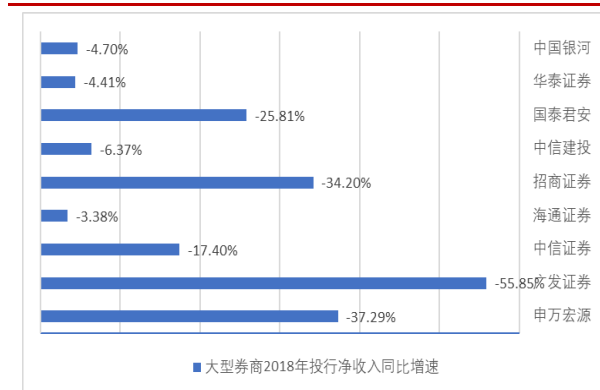
规模 2016 年至 2018 年的行业排名分别为第 3 位、第 5 位和第 4 位。受 2018 年 IPO 审核趋严通过率降低，发行节奏放缓等不利因素影响，公司投行业务净收入在 2017 年出现向下拐点，2018 年降幅延续。2019 年将迎来科创板增量，并且证券市场成交量维持高位，有利于股权融资规模扩大，增厚券商投行业务收入，公司投行实力靠前，受益更显著。但 2019 年第一季度公司投行业务净收入同比下降 15%，投行盈利能力尚未修复，主要是 2019 年第一季度 IPO 融资规模仍低于去年同期。

图15: 国泰君安投行业务净收入 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

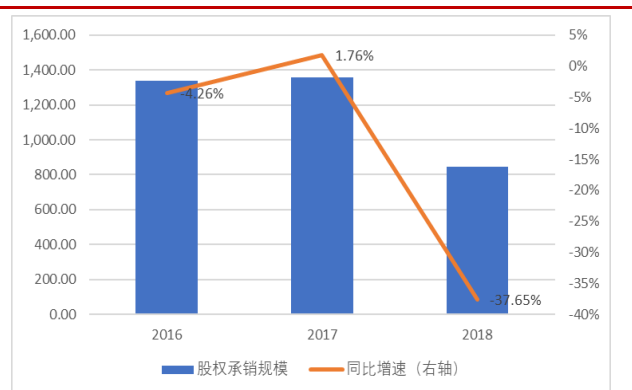
图16: 大型券商投行业务净收入同比增速 (%)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

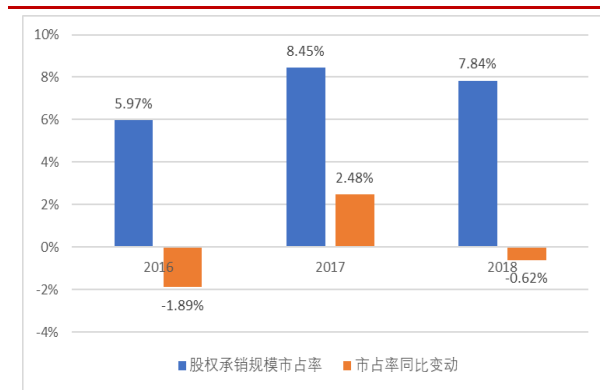
**公司股权承销规模大幅下降, 市占率下滑。**2016 年至 2018 年公司股权承销规模 (含可转债、可交换债, 按发行日统计) 分别为 1336.69 亿元、1360.17 亿元和 848.04 亿元, 同比增速分别为-4.26%、1.76%和-37.65%, 承销家数分别为 67 家、61 家和 30 家, 承销金额行业排名第 4 位、第 3 位和第 5 位。受股权融资审核收紧影响, 公司股权承销规模 2018 年大幅下滑, 但股权承销规模行业排名近 3 年均在前 5 位。2016 年至 2018 年公司股权融资规模市占率分别为 5.97%、8.45%和 7.84%, 2017 年市占大幅向上, 但 2018 年有所下滑。

图17: 国泰君安股权承销规模 (亿元, %)



资料来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

图18: 国泰君安股权融资规模市占率及其变动 (% , pct)



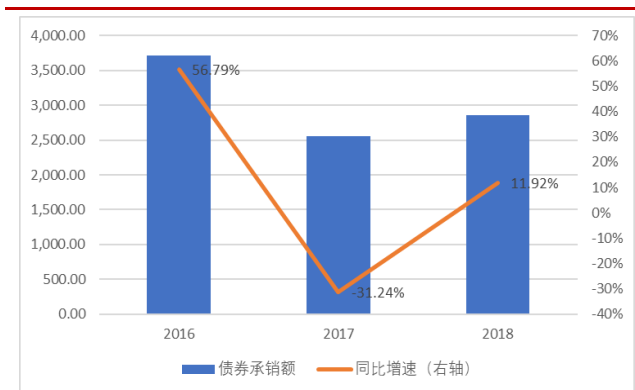
资料来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

**公司 IPO 项目储备数量行业第 11 位。**公司投资银行业务深化产业能力建设, 加大对重点产业龙头企业的覆盖, 加强对新经济企业和传统优质企业的开发力度, 积极储备符合科创板要求的科技创新型企业, 竞争力继续保持行业前列。截止 2019 年 4 月 17 日, 公司 IPO 排队家数 56 家 (不含终止审核项目, 含科创板项目), 排队家数在行业第 11 位, 充足的 IPO 储备项目为公司未来投行业务业绩提供有力支撑; 同时把握科创板机遇,

有望扭转股权承销规模及投行净收入下滑的势头。截止 2019 年 4 月 30 日，科创板已申报企业共 98 家，其中公司保荐的企业有 7 家。

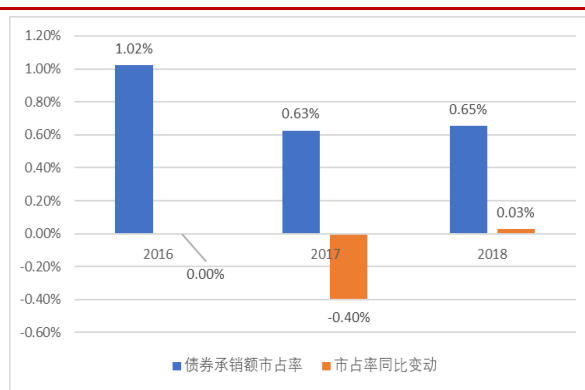
**公司债券承销规模修复，市占率保持平稳。**2016 年至 2018 年公司债券承销规模（含可转债、可交换债）分别为 3719.79 亿元、2557.88 亿元和 2862.81 亿元，同比增速分别为 56.79%、-31.24%和 11.92%，承销规模行业排名分别为第 3 位、第 5 位和第 6 位，承销家数分别为 395 家、318 家和 354 家，市占率分别为 1.02%、0.63%和 0.65%，市占率在 2017 年出现明显下降，2018 年保持平稳。

图19：国泰君安债券承销额（亿元，%）



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图20：国泰君安债券承销额市占率及其变动(%, pct)



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

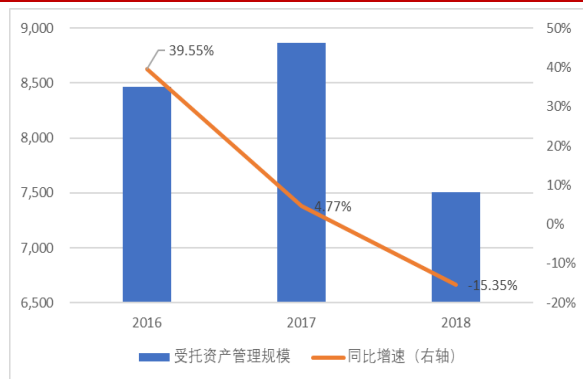
**重组市场规模萎缩，公司并购重组项目数下降。**2018 年证券市场完成并购涉及交易金额 1.25 万亿元，同比下降 14.97%。公司 2017 年并购重组业务通过证监会审核的并购重组项目 12 家，涉及交易金额 478.56 亿元，排名行业第 4 位；公司 2018 年过会的并购重组项目数 7 家，排名行业第 5 位，重组项目家数下降明显。

**加速推进多层次资本市场建设，打开投行业务收入空间。**随着人口红利消失，国际贸易环境复杂化，供给侧改革往纵深推进，产业结构转型升级进入关键期，建设多层次资本市场，增加直接融资比例在宏观经济管理中被放在更重要位置，投资银行业务打开了市场空间：IPO 审核的常态化、独角兽回归 A 股、沪伦通开展、科创板加快推出等制度安排提升了企业对 IPO（含科创板挂牌）、CDR（中国存托凭证）、GDR 发行、并购重组等投资银行业务需求。

#### 4.3 资管业务：资管业务净收入下降，主动管理规模占比上升

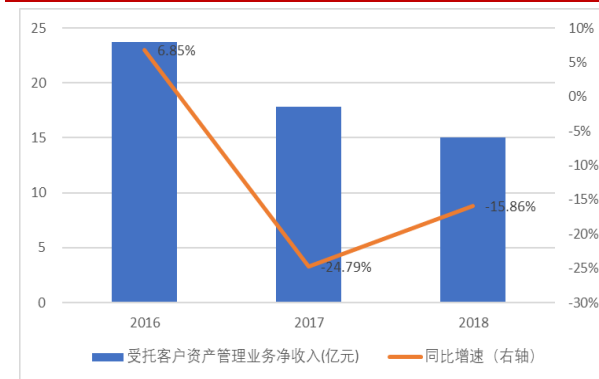
**受被动管理资管计划规模下降影响，公司资管业务净收入下降明显。**2016 年至 2018 年，公司资管业务净收入分别为 23.70 亿元、17.83 亿元和 15.00 亿元，增速分别为 6.85%、-24.79%和-15.86%，收入规模 2016 年至 2018 年行业排名分别为第 3 位、第 6 位及第 6 位。受资管新规影响，公司被动管理资管计划规模下滑明显，下降了 18.84%，降幅与资管业务收入基本一致。2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。资管新规明确指出资产管理行业应当坚持服务实体经济的根本目标、切实服务实体经济的投融资需求，积极引导资产管理业务去杠杆、消除嵌套、打破刚兑、规范资金池等。未来资产管理行业核心商业模式将从监管套利、利差套利迅速转向资产管理、风险定价。2019 年公司资管业务净收入继续下滑，同比下降 21.18%，估计是受资管规模继续萎缩影响。

图21: 国泰君安受托资产管理规模 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

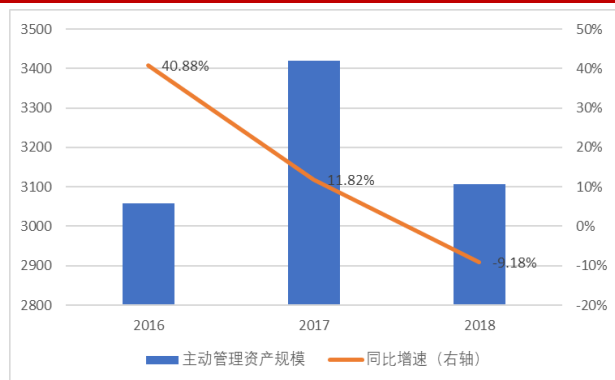
图22: 国泰君安资产管理业务净收入 (亿元, %)



资料来源: Wind资讯, 东莞证券研究所

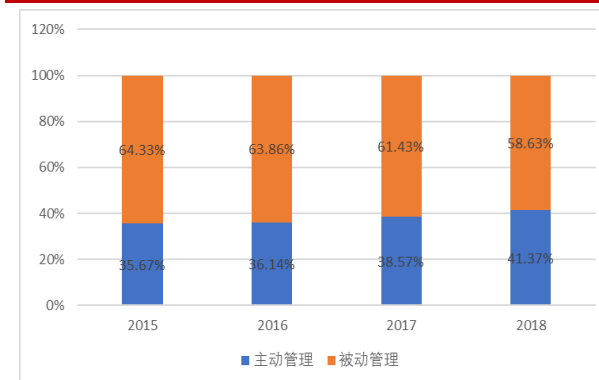
公司稳步转型, 主动管理规模占比呈上升趋势。2016年至2018年, 公司受托管理资产规模分别为8464.26亿元、8868.36亿元和7507.00亿元, 分别同比增长39.55%、4.77%和-15.35%, 2016年至2017年期间资管规模行业排名分别为第3位、第4位和第3位, 受被动管理资管计划规模收缩影响, 受托资产规模出现下降。2016年至2018年, 公司主动管理规模分别为3058.61亿元、3420.00亿元和3106.00亿元, 分别同比增长40.88%、11.82%和-9.18%, 但主动管理规模占总资管规模比例分别是36.14%、38.57%和41.37%, 主动管理占比呈上升趋势, 显示公司正稳步转型。

图23: 国泰君安主动管理资产规模 (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

图24: 国泰君安主动管理资产规模占比 (%)



资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

#### 4.4 海外业务: 海外收入同比下降, 对营收贡献显著

海外收入同比下降, 对营收贡献显著。公司在香港主要通过国泰君安国际开展经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资和金融产品、做市及投资业务, 并已在美国和新加坡等地进行业务布局。2018年, 国泰君安国际积极推进财富管理、固定收益及结构化产品的发展, 优化资产结构和客户结构, 继续保持其在港中资券商的领先地位。2018年, 国泰君安国际总收益26.40亿元 (按2018年12月28日即期汇率换算), 同比下降3.84%, 主要受经纪业务、企业融资和资产管理业务下降影响, 上述三项业务分别同比下降12.02%、同比下降12.96%和同比下降43.89%。2017年至2018年, 国泰君安国际总收益占公司营收比例分别为11.62%和11.53%, 海外收入对公司营收贡献显著。

表 1: 国泰君安国际主要收入构成 (亿元, %)

	2018	2017	增速

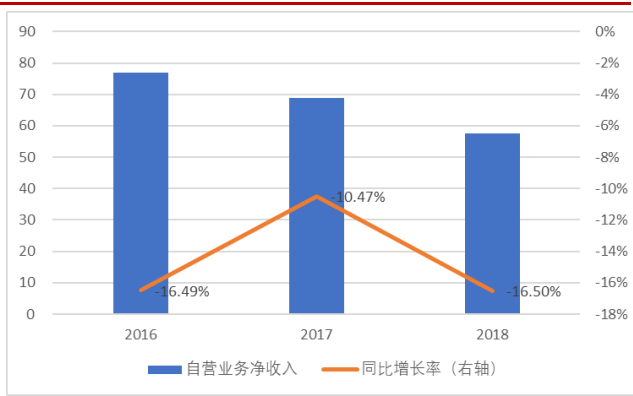
费用及佣金收入			
- 经纪	3.99	4.53	-12.02%
- 企业融资	5.21	5.99	-12.96%
- 资产管理	0.15	0.26	-43.89%
贷款及融资收入	11.46	11.29	1.44%
金融产品、做市及投资收益	5.59	5.37	4.09%
总收益	26.40	27.45	-3.84%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

#### 4.5 自营业务：自营业务收入迎来拐点

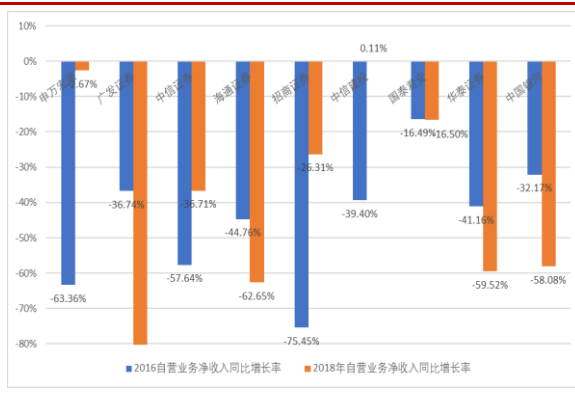
**自营业务收入迎来拐点。**2016年至2018年年，公司自营业务净收入（投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益）分别为76.90亿元、68.85亿元和57.49亿元，同比增速分别为-16.49%、-10.47%和-16.50%。自营业务净收入受证券市场行情影响较大，公司自营净收入近3年呈下降趋势。2019年第一季度，公司自用业务净收入57.49亿元，同比增长12.99%，若剔除2018年卖出国联的投资收益，则同比增长约为67.00%。从横向看，在2016年和2018年证券市场较去年均下跌的情况下，公司自营业务净收入的同比降幅基本一致，而申万宏源、中信证券及招商证券2018年自营净收入同比降幅低于2016年，预示该部分券商在经历2015年的市场大幅下跌后，对自营投资的风控水平有所提升。

图25：国泰君安自营业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

图26：大型券商自营业务净收入同比增长率 (%)

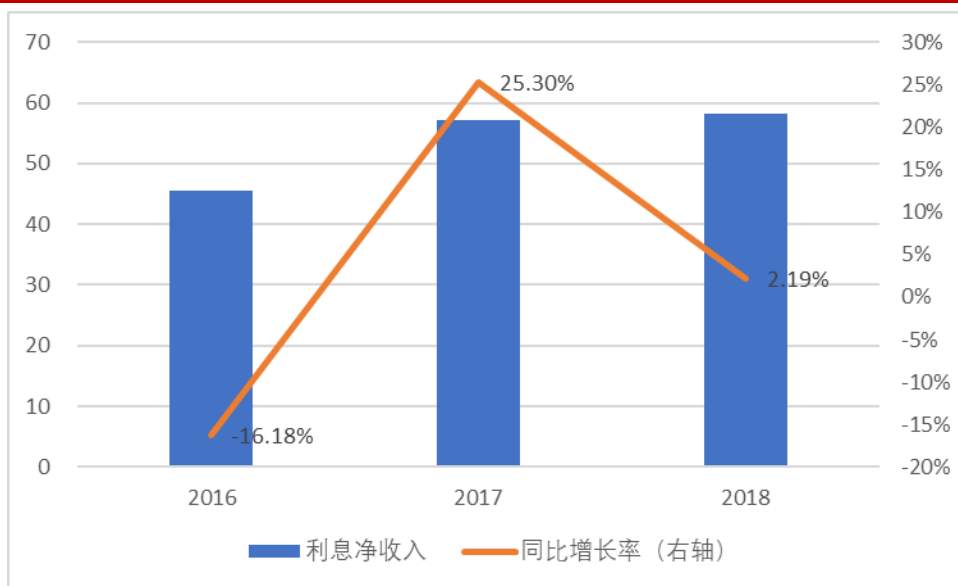


资料来源：Wind资讯，东莞证券研究所

#### 4.6 信用业务：净收入增速放缓，收入规模保持行业首位

**公司净收入增速放缓，收入规模保持行业首位。**2016年至2018年，公司信用业务净收入分别为45.55亿元、57.07亿元和58.32亿元，同比增速分别为-16.18%、25.30%和2.19%，2016年至2018年该项业务净收入规模行业排名均为第1位。2019年第一季度，公司信用业务净收入14.49亿元，同比下降0.73%，主要受买入返售金融资产规模同比下降影响。

图27：国泰君安信用业务净收入（亿元，%）



资料来源: Wind资讯、东莞证券研究所

**信用风险减值风险下降。**2016年至2018年,公司融出资金余额(平均)分别为755.82亿元、714.38亿元和638.20亿元,同比增速分别为-4.51%、-5.48%和-10.66%;同期,公司买入返售金融资产余额(平均)分别为513.72亿元、779.05亿元和768.58亿元,分别同比增长43.13%、51.65%和-1.34%。可见,公司两融余额近3年呈下降趋势,质押融资余额则整体上升。股票质押爆仓成为券商2018年的主要信用风险,对当年净利润侵蚀较大。2018年,公司分别计提融出资金减值损失2.35亿元和买入返售金融资产减值损失6.69,计提金额分别同比增加100.81%和330.29%。2019年第一季度,由于证券市场回暖,信用减值损失转回3.75亿元,信用减值风险下降。

表 2: 国泰君安信用损失计提金额 (亿元, %)

	2015	2016	2017	2018
融出资金减值损失	0.07	0.17	1.17	2.35
yoy	-97.33%	164.70%	568.13%	100.81%
买入返售金融资产减值损失	1.13	2.57	1.56	6.69
yoy	7.82%	126.76%	-39.35%	330.29%
合计	1.20	2.74	2.72	9.04
yoy	-66.05%	128.86%	-0.58%	231.87%

资料来源: 公司公告、东莞证券研究所

**公司两融业务及股票质押业务整体信用风险较低。**融资融券、约定购回式证券交易、股票质押式回购等证券融资类业务的信用风险,指由于客户未能履行合同约定而带来损失的风险。公司主要通过对客户风险教育、逐日盯市、客户风险提示、强制平仓、司法追索等方式,控制此类业务的信用风险。2016年至2018年,公司买入返售金融资产减值损失占归母净资产比例分别为0.26%、0.13%和0.54%,股票质押业务风险同样较低。截至2018年年末,公司融资融券客户的平均维持担保比例为226.62%,股票质押式回购业务客户的平均履约保障比例为206%。



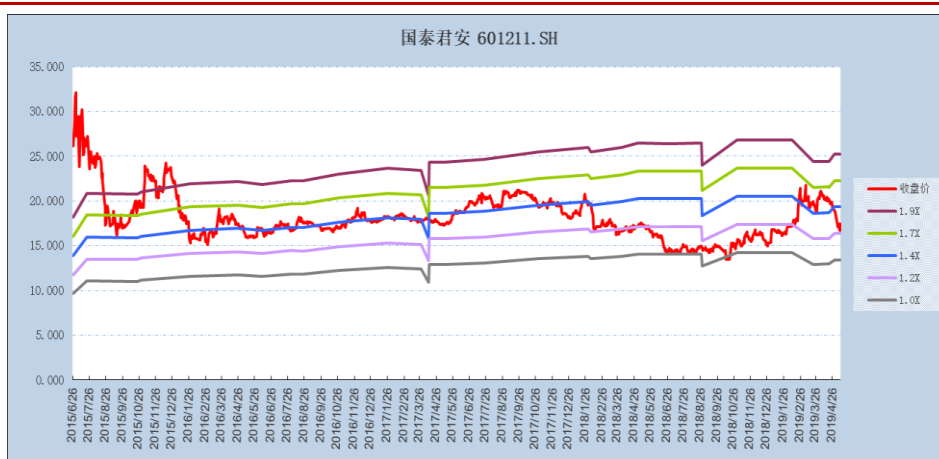
## 5. 投资策略：

### 5.1 公司投资建议

2019 年随着利好政策不断出台，社保、银行资管、保险、外资等资金流入，股市流动性边际改善，信用风险逐步释放，证券市场呈现慢牛态势，券商行业业绩增速有望超市场预期。公司作为大型综合类券商，各项主营业务收入规模居行业前列，更为受益于市场回暖。具体来看，公司未来还有如下几个重要的增长点值得关注：第一，随着证券市场回暖，公司经纪业务及自营业务净收入在 2019 年增速有望大幅提升，而两项业务营收占比分别为 19.28%和 25.30%，对净利润有较大提升作用。第二，在行业转型分化的背景下，行业的集中度有望提高，公司作为头部券商有望在此过程中进一步扩大市场份额。第三，公司保荐的申报科创板企业 5 家，申报企业数与国信证券并列第 5 位，排在行业前列，科创板红利受益显著。第四，随着证券市场稳步上扬，预期公司 2019 年计提的信用风险减值损失将下降，并且 2018 年产生的信用风险减值准备有望转回，增厚信用业务净收入。

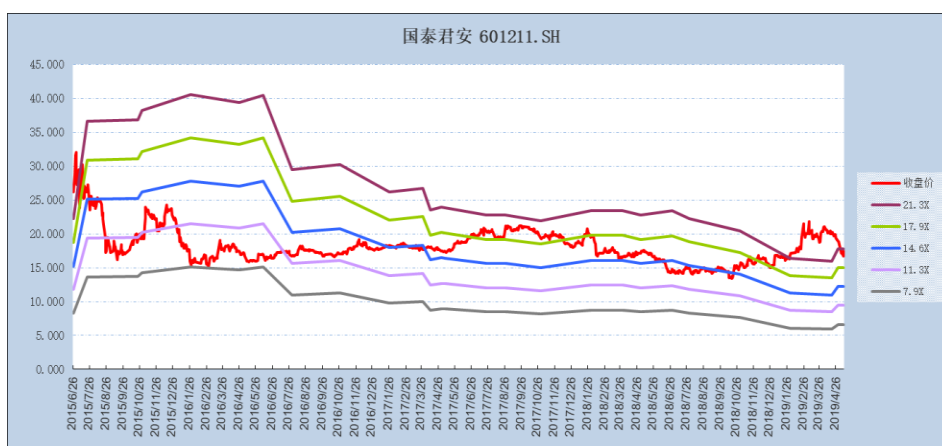
从估值来看，截止 2019 年 5 月 10 日，公司的 PB 为 1.31 倍，估值处于近 5 年的历史较低位置。随着证券市场回暖及资本市场改革加速，公司 2019 年第一季度扣非归母净利润大幅增长。2019 年至 2020 年预计公司 EPS 分别为 1.01 元和 1.12 元，对应 2019 年 5 月 10 日收盘价，2019 年至 2020 年 PE 分别为 17.30 倍和 15.60 倍。我们给予公司谨慎推荐的投资评级。

图28：国泰君安PB-Band



资料来源：Wind资讯、公司公告、东莞证券研究所

图29：国泰君安PE-Band



资料来源: Wind资讯、公司公告、东莞证券研究所

## 5.2 公司盈利预测

表 3: 国泰君安细分业务收入预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	25,765	23,804	22,719	28,037	30,664
手续费及佣金净收入	13,260	10,450	8,219	9,498	10,448
代理买卖证券业务净收入	7,059	5,606	4,380	5,256	5,782
证券承销业务净收入	3,498	2,708	2,009	2,210	2,431
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	5,832	6,999	7,698
投资净收益	8,202	6,907	7,079	8,495	9,344
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	43	15	128	140	154
净敞口套期收益				-	-
公允价值变动净收益	-469	-7	-1,203	105	31
汇兑净收益	30.79	-193.19	5.61	-52	-80
其他收益		727.65	698.26	698	698
其他业务收入	186.59	212.52	2086.46	2,295	2,525
资产处置收益		0.5	0.77	-	-

资料来源: Wind资讯、东莞证券研究所

表 4: 国泰君安利润表预测 (百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	25,765	23,804	22,719	28,037	30,664
营业支出	11,696	10,345	13,431	15,580	16,813
营业利润	14,069	13,459	9,288	12,457	13,851
利润总额	14,774	13,661	9,268	12,428	13,822
净利润	11,353	10,483	7,070	9,480	10,544
减: 少数股东损益	1,512	601	362	485	540
归属于母公司所有者的净利润	9,841	9,882	6,708	8,995	10,004
加: 其他综合收益	-521.31	199.15	-2165.63	-829	-932

综合收益总额	10,831.65	10,682.06	4,904.41	8,651	9,612
减：归属于少数股东的综合收益总额	1,717.52	247.13	531.91	938	1,042
归属于母公司普通股股东综合收益总额	9114.13	10434.92	4372.5	7,713	8,569
每股收益：					
基本每股收益	1.21	1.11	0.7	1.01	1.12
稀释每股收益	1.21	1.1	0.7	1.01	1.12

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

## 6 风险提示

政策效果不及预期，宏观经济超预期下滑，股市成交量大幅萎缩。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)