

稳居行业第一梯队，资管业务逆势增长

——国泰君安（601211）2019年中报点评

增持（维持）

日期：2019年08月22日

事件：2019年8月22日晚间，国泰君安发布2019年中报，公司2019年实现营业收入140.95亿元，同比增长22.99%；归母净利润为50.20亿元，同比增长25.22%；扣非净利润46.31亿，同比增长47.17%。截至2019年上半年，公司总资产为5403.70亿元，较上年末增长23.73%；归母净资产1288.14亿元，较上年末增长4.35%。2019年上半年公司稀释EPS为0.54元/股，同比增长26.19%；加权平均ROE为4.03%，较上年同期上升0.76pct。

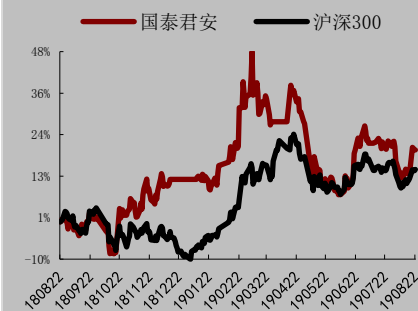
投资要点：

- **上半年营收增幅扩大净利润增幅收窄，扣非净利润大幅增长：**2019年上半年，公司实现营业收入140.95亿元，同比增长22.99%，较一季度增幅（7.22%）有所扩大，但仍低于行业平均水平（102.86%），主要是由于自营和融资业务增速落后于行业。由于公司各项营业支出环比增长较多，导致公司上半年净利润率较一季度下降9.28pct至35.62%，因此上半年归母净利润增幅较一季度（54.47%）有所收窄至25.22%。此外，公司剔除2018年一季度处置国联安的收益后，扣非净利润同比增长47.17%，经营情况良好。
- **上半年自营收入维持稳定，规模提升增幅扩大：**上半年公司自营收入占比较一季度下滑0.28pct至35.40%，仍是公司最主要的收入来源。公司上半年自营规模较一季度增长13.30%，同时由于市场行情弱于一季度，公司自营投资收益率较一季度减少0.78pct，仍高于行业整体水平，叠加低基数的影响，2019年上半年公司实现自营收入46.15亿元，同比增长49.98%，较一季度增幅15.32%大幅提升。
- **财富管理转型升级，经纪收入规模靠前：**公司上半年财富管理转型持续推进，君弘APP和君弘百事通平台进一步优化，VTM的推出进一步巩固公司市场业务地位，投资顾问签约客户18.1万户，较上年末增长20.67%。财富转型升级助力公司经纪收入提升，2019年上半年公司实现经纪净收入31.50亿元，同比增长24.21%，根据年报披露，2019年上半年公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）市场份额5.75%，排名行业第1位，在第一梯队券商中表现较优。

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)	8,907.95
流通A股(百万股)	7,516.12
收盘价(元)	17.46
总市值(亿元)	1,555.33
流通A股市值(亿元)	1,312.31

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08月22日

相关研究

万联证券研究所 20190428_国泰君安一季报点评_AAA_业绩反弹符合预期，率先布局科创板
万联证券研究所 20190423_国泰君安调研报_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：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

研究助理：孔文彬

电话：021-60883489

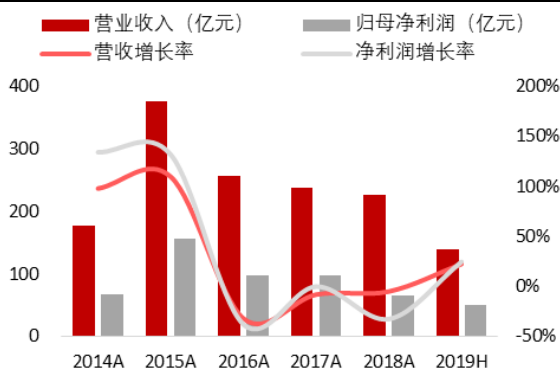
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	227.19	283.83	329.07	361.11
增长比率(%)	-4.56	24.93	15.94	9.74
净利润(亿元)	67.08	83.97	98.46	108.68
增长比率(%)	-32.11	25.17	17.26	10.38
每股收益(元)	0.70	1.02	1.19	1.31
每股净资产(元)	15.34	15.71	15.93	16.28
市盈率(倍)	21.89	17.16	14.64	13.26
市净率(倍)	1.00	1.11	1.09	1.07

数据来源：WIND，万联证券研究所

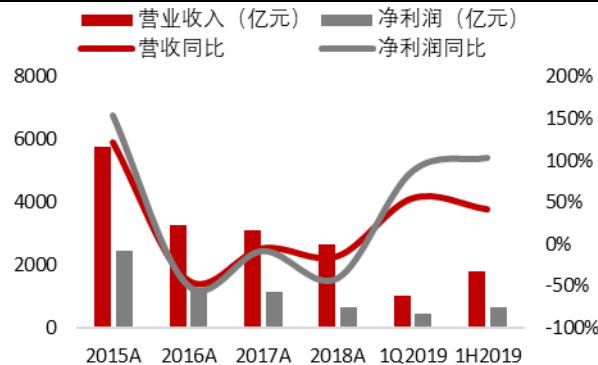
- **资管收入逆势增长，总规模和集合占比均有提升：**公司上半年实现资管业务净收入8.70亿元，同比增长7.76%。资产管理规模为7,637亿元，排名行业第3位，较上年末增加1.73%，实现逆势增长。从资管规模的结构看，集合资管规模占比较年初提升1.96pct至11.16%，专项资管规模较年初提升0.09pct至6.08%，资管转型主动管理成效初显。
- **投行业务平稳增长，项目储备有提升空间：**公司2019上半年实现投行业务收入10.64亿元，同比增长1.38%。报告期内，公司实现证券主承销家数628家、金额1,929.30亿元，同比分别增加174.24%和31.96%，均排名行业第4。据wind统计，公司在主板储备项目73家，排名行业第11，科创板服务家数9家，排名第6，后续有提升空间。
- **利息净收入降幅有所扩大，融资规模和利率下行：**公司上半年净利息收入为25.45亿元，同比下滑7.94%，较一季度降幅扩大，预计主要是由于融资业务规模和利率下滑。2019上半年融出资金529.92亿元，较一季度下滑8.96%，利率较年初下降1.61pct，卖出回购金融资产529.92亿元，较一季度增长9.71%，利率较年初下降0.94pct。
- **盈利预测与投资建议：**公司综合实力雄厚，经营十分稳健，稳居行业第一梯队，有望享受行业集中度提升和资本市场改革红利。虽然公司2019年上半年业绩表现不及行业平均水平，但经纪收入行业居前，资管收入逆势增长，且扣非净利润增幅在龙头券商中较优，我们看好公司未来的发展，预测公司2019、2020年的EPS为1.02元/股、1.19元/股，对应PE为17.16X、14.64X；BVPS为15.71元/股、15.93元/股，对应PB为1.11X、1.09X。目前公司PB估值为1.34X，在头部券商中具备一定性价比，我们维持国泰君安“增持”投资评级。
- **风险因素：**市场波动超预期、经营情况不及预期、宏观经济持续下行、政策监管超预期。

图表1：国泰君安营业收入和归母净利润同比变化



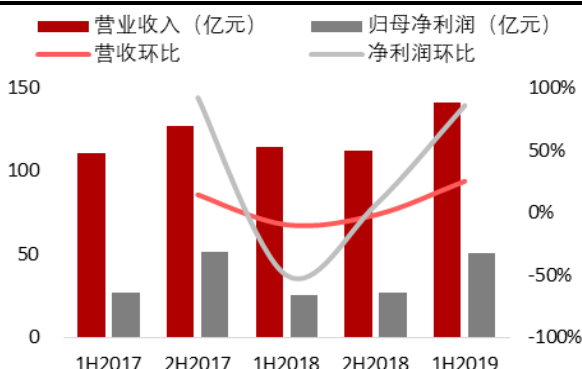
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表2：证券行业营业收入和净利润同比变化



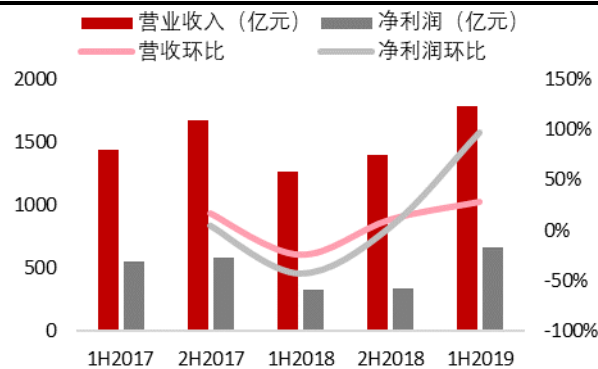
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表3：国泰君安营业收入和归母净利润环比变化



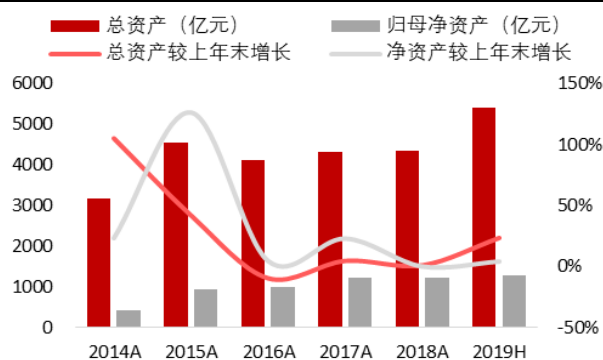
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表4：证券行业营业收入和净利润环比变化



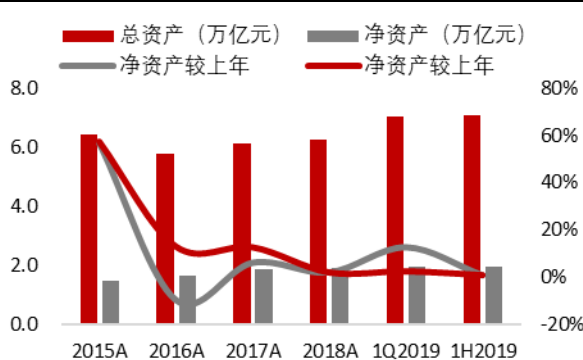
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表5：国泰君安总资产和净资产较上年变化



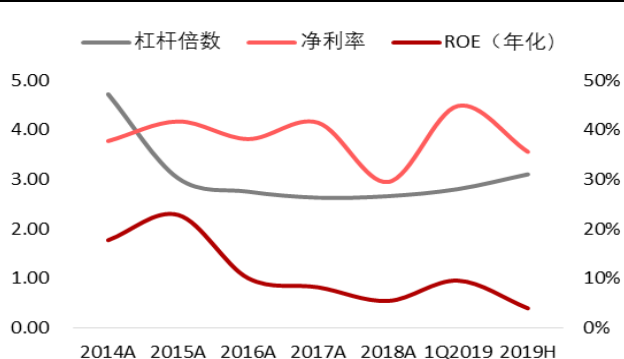
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表6：证券行业总资产和净资产较上年变化



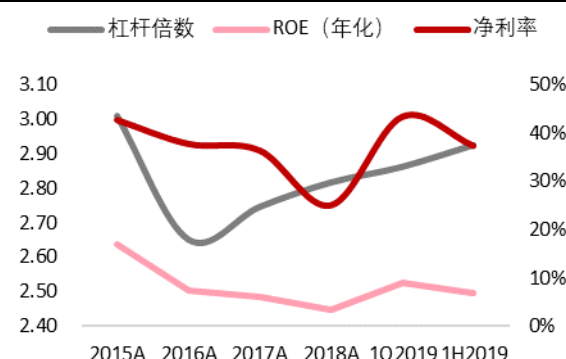
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表7：国泰君安净利润率、ROE和杠杆倍数



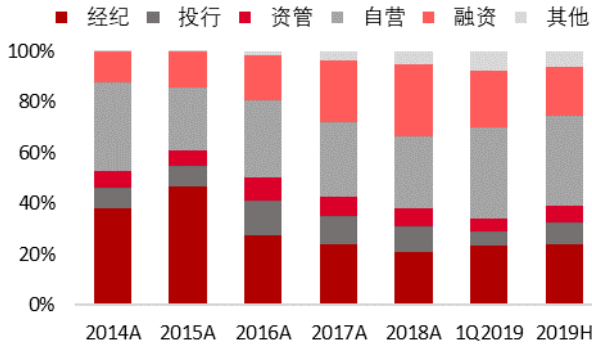
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表8：证券行业净利润率、ROE和杠杆倍数



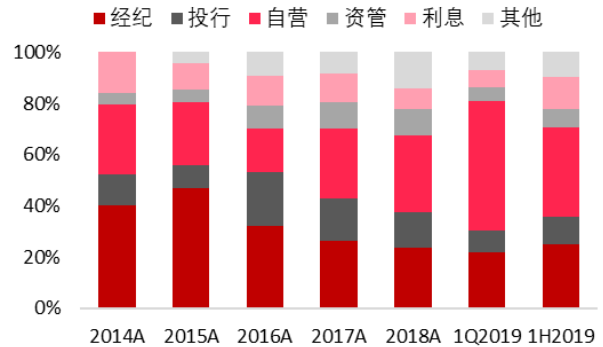
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表9：国泰君安收入结构



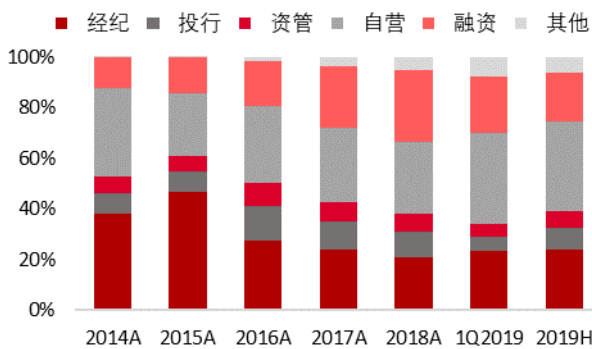
资料来源：公司公告、万联证券研究所
注：其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本

图表10：证券行业收入结构



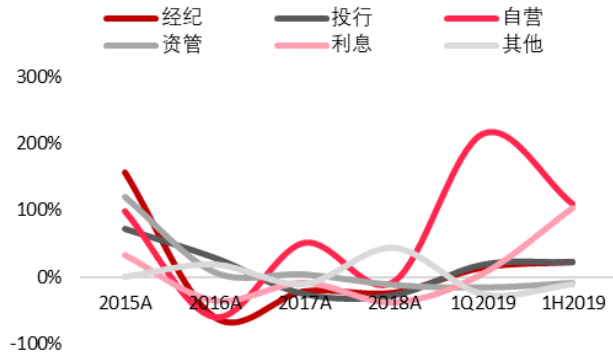
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表11：国泰君安各业务同比增速



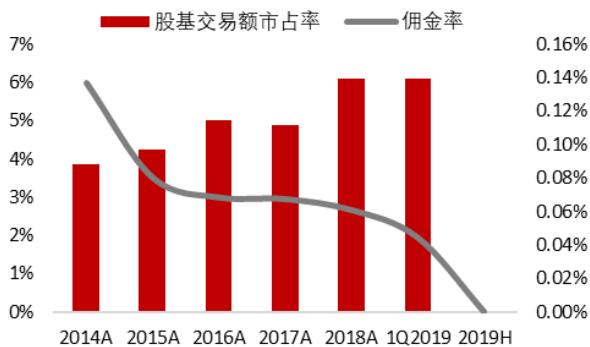
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表12：证券行业各业务同比增速



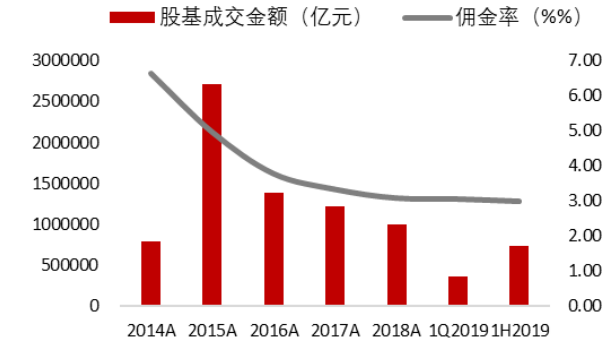
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表13：国泰君安股基交易市占率和佣金率



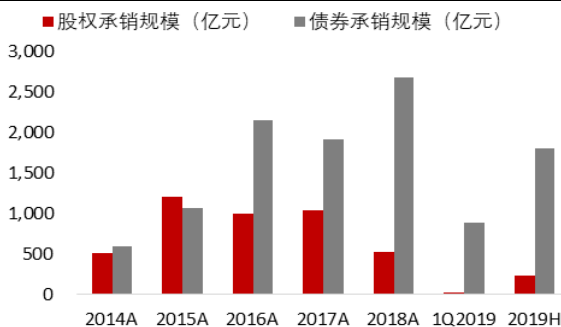
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表14：证券行业股基交易金额和佣金率



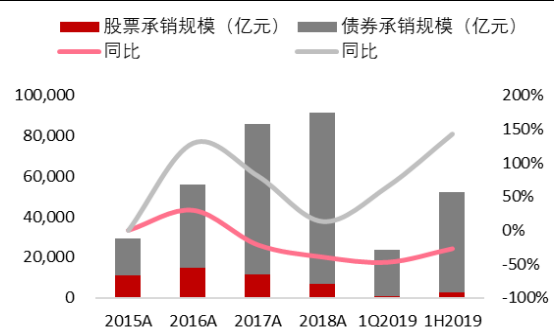
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表15：国泰君安投行承销规模



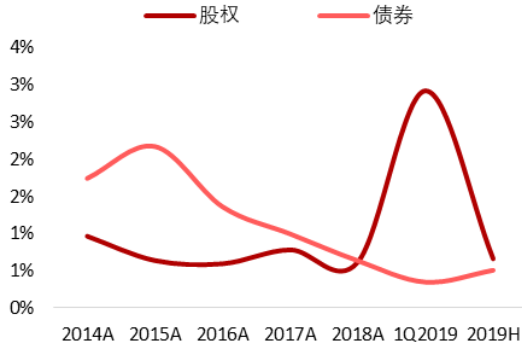
资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表16：证券行业投行承销规模



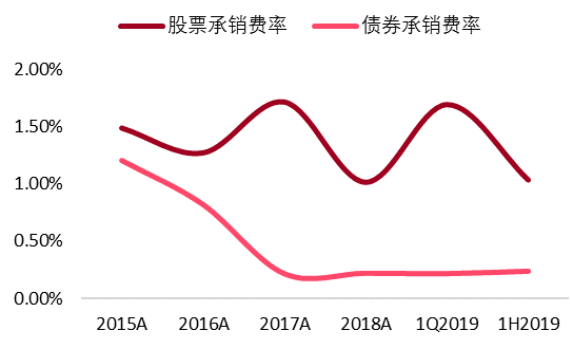
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表17: 国泰君安投行承销费率



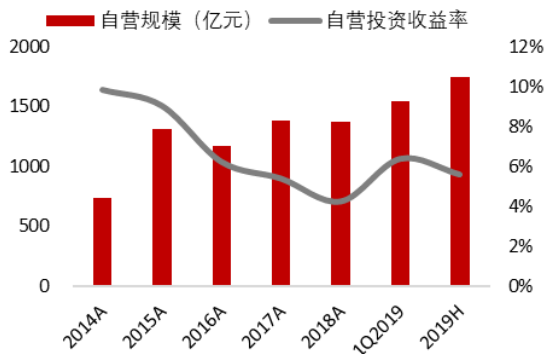
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表18: 证券行业投行承销费率



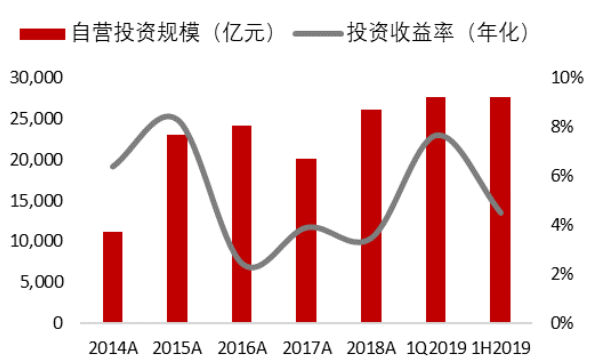
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表19: 国泰君安自营规模和投资收益率



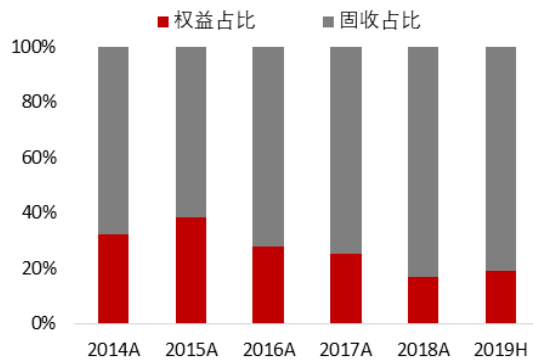
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表20: 证券行业自营规模和投资收益率



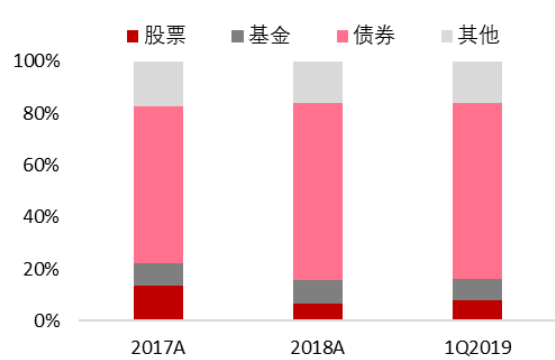
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表21: 国泰君安自营盘结构



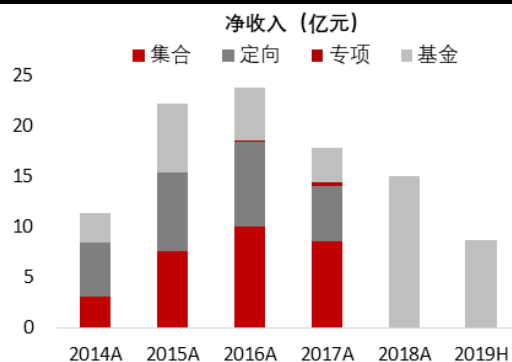
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表22: 证券行业自营盘结构



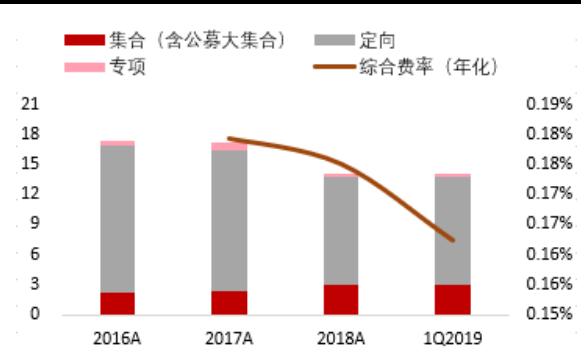
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表23: 国泰君安资管规模 (亿元)



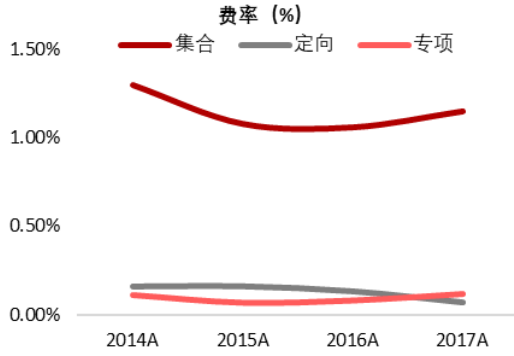
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表24: 证券行业资管规模 (万亿元)



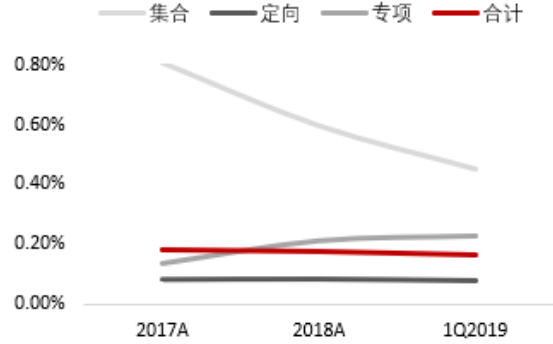
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表25: 国泰君安资管费率



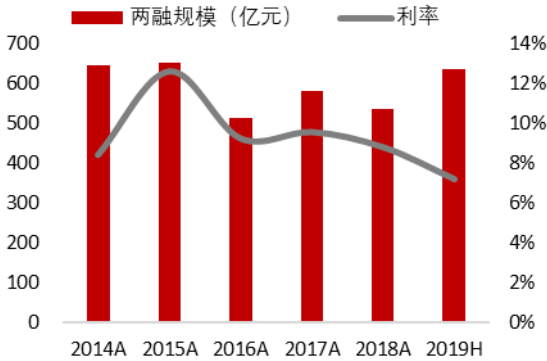
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表26: 证券行业投行承销费率



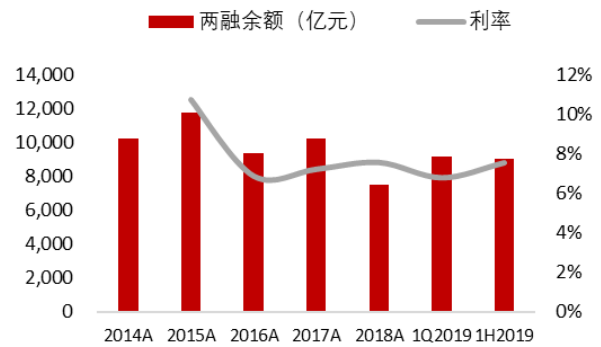
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表27: 国泰君安两融规模和利率



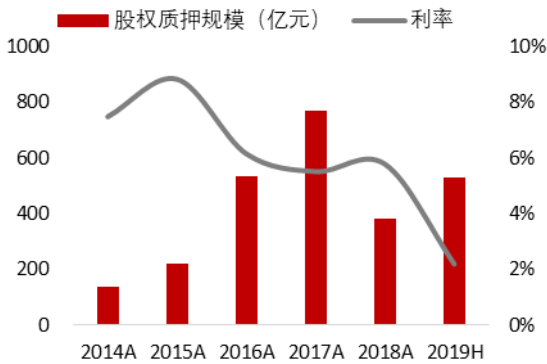
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表28: 证券行业两融规模和利率



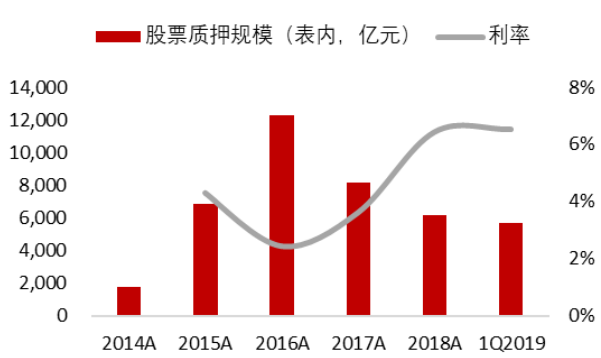
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表29: 国泰君安股票质押规模和利率



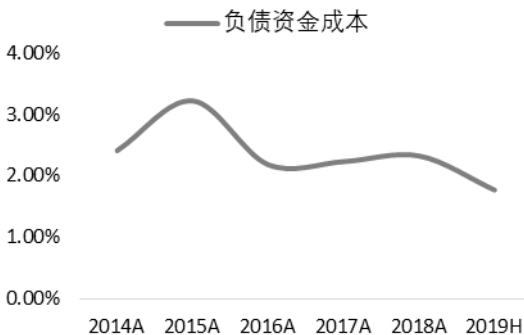
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表30: 证券行业股票质押规模和利率



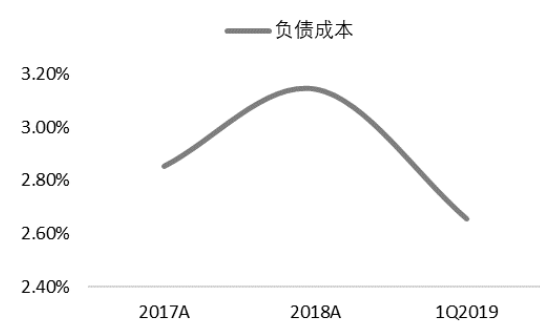
资料来源: 中证协、万联证券研究所

图表31: 国泰君安负债资金成本



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表32: 证券行业负债资金成本



资料来源: 中证协、万联证券研究所

资产负债表

单位:亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	4367.2	4626.3	4678.7	4742.
货币资金	881.46	890.27	908.08	926.2
结算备付金	127.03	128.30	129.58	130.8
融出资金	536.55	541.92	547.34	552.8
变动计入当期损益金融资产	1376.82	1390.59	1404.49	1418.
变动计入其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00
以摊余成本计量金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
衍生金融资产	6.48	6.52	6.58	6.65
买入返售金融资产	611.18	614.23	620.37	626.5
应收款项	71.54	71.90	72.62	73.34
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00
存出保证金	75.53	75.90	76.66	77.43
长期股权投资	26.28	26.41	26.67	26.94
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	35.60	35.78	36.13	36.50
在建工程	2.71	2.72	2.75	2.78
无形资产	22.58	22.69	22.92	23.15
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	12.89	12.95	13.08	13.22
其他资产	15.31	23.52	20.96	28.86
负债	3030.5	3257.8	3290.4	3323.
短期借款	82.79	90.25	91.15	92.06
质押借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付短期融资款	70.45	76.80	77.56	78.34
拆入资金	101.63	110.78	111.89	113.0
变动计入当期损益金融负债	332.77	362.72	366.34	370.0
衍生金融负债	2.56	2.79	2.82	2.85
代理买卖证券款	660.22	719.64	726.83	734.1
代理承销证券款	8.13	8.86	8.95	9.04
应付职工薪酬	8.13	8.86	8.95	9.04
长期应付职工薪酬	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	19.19	20.92	21.13	21.34
应付款项	282.75	308.19	311.28	314.3
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.86	0.93	0.94	0.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	682.57	744.00	751.44	758.9
递延所得税负债	0.43	0.47	0.47	0.48
其他负债	30.77	33.54	33.87	34.21
所有者权益	1336.7	1368.5	1388.3	1418.
股本	87.14	87.14	87.14	87.14
其他权益工具	111.30	121.32	123.74	127.4
资本公积	437.16	476.50	486.03	500.6
其他综合收益	-8.38	-9.13	-9.31	-9.59
盈余公积	0.00	0.00	0.00	0.00
一般风险准备	154.81	168.75	170.43	175.5
未分配利润	380.70	414.97	419.12	423.3
归母所有者权益	1234.50	1333.26	1346.59	1360.
少数股东权益	102.23	110.41	111.52	112.6
负债和所有者权益合计	4367.2	4626.3	4678.7	4742.

资料来源:公司公告、万联证券研究所

利润表

单位:亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	227.19	283.83	329.07	361.11
手续费及佣金净收入	82.19	123.03	136.90	146.50
经纪业务净收入	43.80	63.49	69.74	70.44
投行业务净收入	20.09	26.47	29.12	32.03
资管业务净收入	15.00	33.07	38.04	44.03
利息净收入	58.32	54.04	72.88	88.46
投资收益	70.79	93.35	101.02	102.03
公允价值变动收益	-12.03	-15.86	-17.16	-17.34
汇兑收益	0.06	-0.52	-0.57	-0.30
其他收益	6.98	4.75	5.97	5.71
其他业务收入	20.86	25.04	30.05	36.05
营业支出	134.31	165.92	190.84	208.54
营业税金及附加	1.52	1.90	2.20	2.41
业务及管理费	102.40	127.93	148.32	162.77
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	9.76	10.34	10.46	10.60
其他业务成本	20.61	25.75	29.85	32.76
营业利润	92.88	117.91	138.24	152.57
营业外收入	0.54	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.73	1.90	2.20	2.41
利润总额	92.68	116.01	136.04	150.16
所得税费用	21.98	27.52	32.27	35.62
净利润	70.70	88.50	103.77	114.54
少数股东损益	3.62	4.53	5.31	5.86
归母股东净利润	67.08	83.97	98.46	108.68
其他综合收益	-21.66	-2.66	-1.63	-1.03
综合收益总额	49.04	81.30	96.83	107.65

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	-4.56	24.93	15.94	9.74
归母净利润增速(%)	-32.11	25.17	17.26	10.38
收入结构				
经纪业务(%)	19.28	22.37	21.19	19.51
投行业务(%)	8.84	9.33	8.85	8.87
资管业务(%)	6.60	11.65	11.56	12.19
自营业务(%)	25.86	27.30	25.48	23.45
融资业务(%)	25.67	19.04	22.15	24.50
其他业务(%)	13.74	10.31	10.77	11.48
获利能力				
代理买卖手续费率	0.05	0.04	0.04	0.04
自营投资收益率(%)	4.26	5.60	6.00	6.00
杠杆倍数	3.19	3.31	3.30	3.27
ROE(%)	5.29	6.47	7.47	8.07
每股指标				
EPS(元)	0.70	1.02	1.19	1.31
BPS(元)	15.34	15.71	15.93	16.28
PE	21.89	17.16	14.64	13.26
PB	1.00	1.11	1.09	1.07

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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。研究员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