

相关研究

2020H1 点评《上半年业绩增长稳健，期待改革带来效能提升》
2020.08.14

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

机构与个人业务并进，综合实力再上台阶

2021 年 03 月 26 日

事件：国泰君安公布 2020 年年报，2020 年实现营收 352 亿元，同比+17.53%，归母净利润 111.22 亿元，同比+28.77%。基本每股收益 1.20 元，同比+33.33%。

点评：

- **杠杆驱动盈利能力提升，独特业务架构效率高。**年初公司获得并表监管试点资管，风险资本准备计算系数从 0.7 降至 0.5，为公司杠杆提升创造充足空间，年内公司剔除客户保证金的杠杆倍数从 2019 年的 3.32 倍提升至 4.10 倍，扣非加权平均 ROE 提升 1.87 个百分点至 8.22%。公司的业务架构与其他券商有所不同，将机构设置为客户驱动，构建机构金融、个人金融、投资管理和国际业务四大主业务条线，其中机构金融板块涵盖投行、机构经纪、投资交易、股票质押和研究业务覆盖机构客户全生命周期全方位综合服务，各业务条线核心功能凸显。年内机构金融、个人金融板块业务市占率均大幅提升，独特的业务架构协同效应显著、效率更高。
- **投行厚积薄发，股债承销市占率大幅提升。**年内公司推进投行事业部改革，优化运营机制，加强协同，项目储备充足，承销规模大幅提升，股债主承销市场份额从 2019 年的 6.84% 提升至 7.35%。2020 年公司实现投行业务手续费净收入 37.35 亿元，同比+44%，高于行业平均增速 39%。股权融资方面，主承销规模 1024.2 亿元，同比+35.2%，行业排名从 2019 年的第六升至第四位，其中 IPO 项目 22 单，主承销金额 216.90 亿元，同比+211.6%，市场份额从 2.75% 提升至 4.59%；再融资项目 41 个，承销金额 807.40 亿元，同比+131.7%。公司债券承销金额 7128.30 亿元，同比增长 45.80%，市场份额从 6.6% 提升至 7.5%，行业排名从第四升至第三位。
- **主经纪商业务能力突出，PB 业务增长显著。**机构经纪业务以打造全业务链主经纪商服务平台为主，PB 业务和资产托管及外包服务规模大幅增长，PB 交易系统交易量 2.5 万亿元，同比+105%，公司金融科技、专业运营服务能力和合规风控能力获得公私募、银行理财和海外机构的认可。截至 2020 年末，托管外包各类产品 11908 只，同比+41.5%，规模 18649 亿元，较上年末+65.7%，托管公募基金规模 1086 亿元，始终保持证券行业第一。
- **场外衍生品业务发展迅速，权益类高增、跨境衍生品取得突破。**国君坚持打造“卓越的金融资产交易商”，最早提出并坚持发展低风险、非方向性投资，公司在 2018 年拿到场外期权一级交易商资质后发展迅速，产品品种日益丰富，以客需为主的风险管理业务行业领先。2020 年公司场外衍生品业务新增规模 4258 亿元，同比增长+125.9%。有效平滑市场波动对自营投资业务的影响。其中，权益类场外衍生品名义本金余额 772.8 亿元，同比+202.8%，跨境衍生品取得突破，全年累计新增名

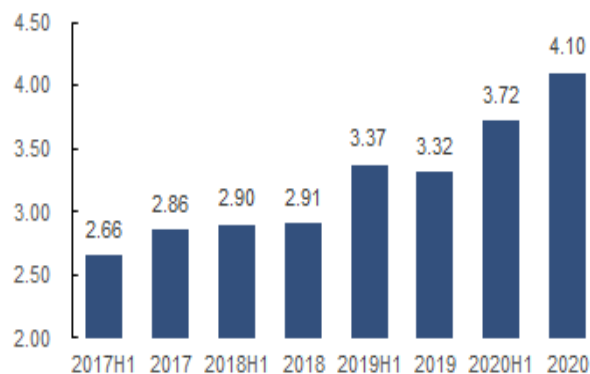


义本金规模 339.1 亿元，同比增长 45.5%。公司场外衍生品的快速发展，有利于公司优化产品结构、加强境内外联动，进一步提高盈利水平。

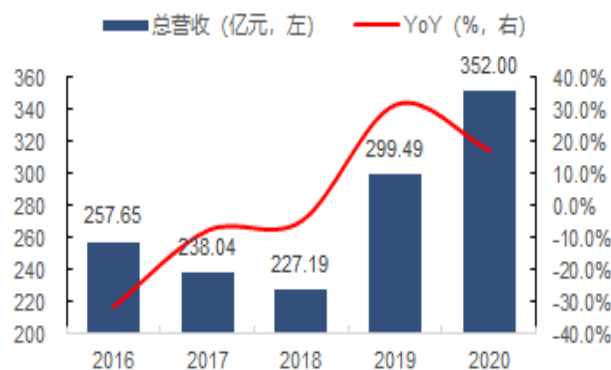
- **科技助力财富管理转型，线上线下实力领跑行业。**公司经纪业务具备领先优势，代理买卖证券业务收入市场份额 5.77%，继续保持排名行业第一，公司平均净佣金率近万分之 4.11，较行业平均享有溢价。截至报告期末，公司在境内有 418 家营业部，渠道网点集中在江浙沪与广东交易活跃的地区，优质客户储备优于同业，另外线下营业部是服务财富管理高净值客户的重要渠道，线下渠道优势为公司未来提升客均资产规模奠定良好基础。公司高度重视金融科技投入，持续优化“五端一微”数字化财富管理平台服务零售客户，2020 年末君弘 APP 手机客户端 3656 万户，同比增长 10%，平均月活用户数 506 万户，位列行业第二。2020 年 3 月公司获得首批券商基金投顾牌照，7 月分基金投顾产品“君享投”正式上线，代销金融产品月均保有量提升至 1975 亿元，同比 +22.06%，代销金融产品收入 4.39 亿元，同比 +232%。**信用业务方面**，截至 2020 年末融资融券余额 957.5 亿元，同比 +51.4%，市场份额小幅提升 29bp 至 6.49%。作为服务机构客户的抓手，公司严格控制股票质押规模与质量，连续三年主动压缩股票质押规模，报告期末股权质押业务待购回余额 360.80 亿元，同比 -12.2%，目前平均履约保障比例 248%，较 2018 年末的 206% 有大幅提升。年内公司计提 14.34 亿元资产减值准备，占净利润比例 12.9%，资产质量进一步提升。公司客户准入与风险控制较为严格，资产质量得到保障，未来风险可控。
- **公司券商资管主动管理能力提升快，规模及收入尚有提升空间。**资管新规后，公司聚焦主动管理，优化产品结构，继 2019 年完成 2 只大集合产品参公改造之后，2020 年再完成了 3 只，在集合参公产品方面占据领先竞争地位。截至 2020 年末，国君资管资产管理规模 5258 亿元，去通道影响下定向资管再降近 2000 亿，在总体资管规模压降的情况下，月均主动管理规模小幅降 13.8% 至 3619 亿元，保持行业第二，但主动管理占比从 2019 年末的 60.2% 提升至 68.8%。
- **股权激励强化公司长期核心竞争力。**2020 年 9 月 17 日完成 A 股限制性股票首次授予，共授予 440 名激励对象 7930 万股，占总股本的 0.89%。考核指标兼顾规模与效率，归母净利润、ROE、金融科技投入和风控是考核要点。建立长效激励机制，对人才留存和吸引外部人才加入将有明显的正面效应，将核心员工利益与公司长期发展前景深度绑定，有利于公司高效落实发展战略、长期稳定发展。
- **投资建议：**公司客户基础庞大，线上线下渠道优于同业，投研实力、风险管理及定价能力等领先行业，作为头部券商，综合实力强劲，将成为资本市场深化改革的充分受益者，当前公司估值 PB 1.17 倍，处于历史 1/4 分位以下，是低估值稳健之选，建议关注。
- **风险因素：**货币政策收紧导致股市交易量大幅下滑；资本市场改革不及预期；资本市场大幅波动导致的自营业绩不及预期等

图 1：2020 年公司总资产+25.67%


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 2：2020 年公司杠杆倍数提升至 4.10


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：2020 年公司总营收增长 17.53%


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 4：2020 年公司净利润增长 28.77%

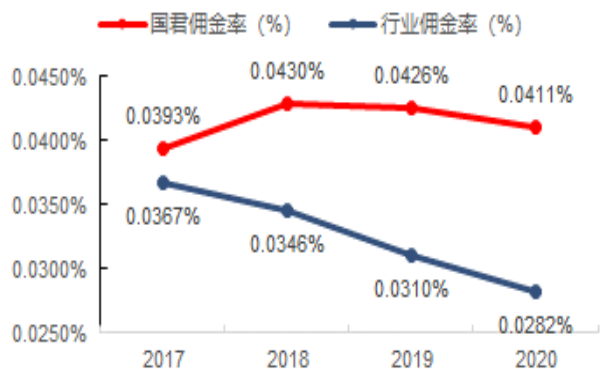

资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2020 年公司金融产品代销收入+233%

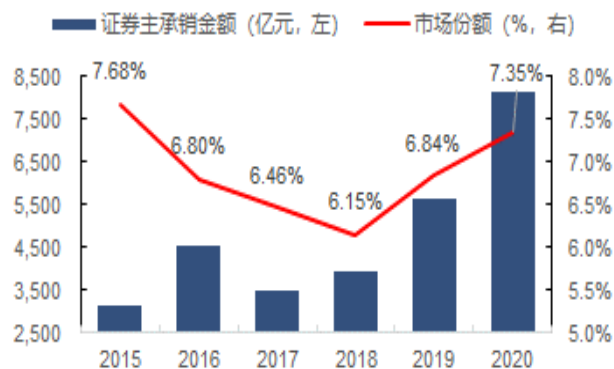

资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 6：2020 年经纪业务收入+49%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：公司代理买卖证券佣金率较行业有溢价


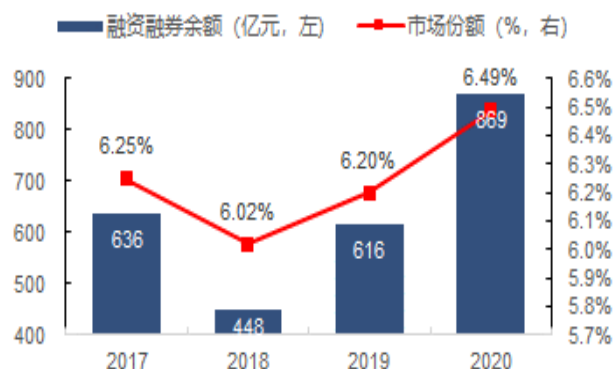
资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 8：2020 年公司证券承销市场份额回升至 7.35%


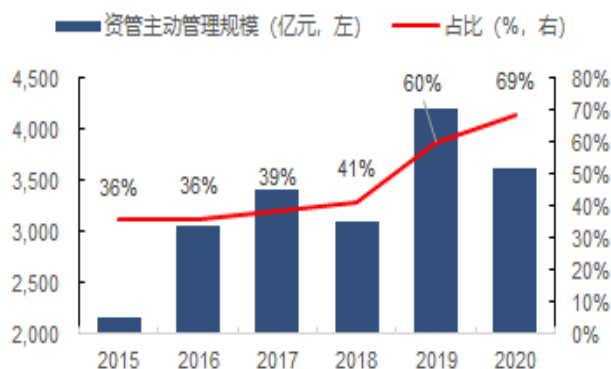
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：2020 年公司 PB 客户资产规模+146.53%

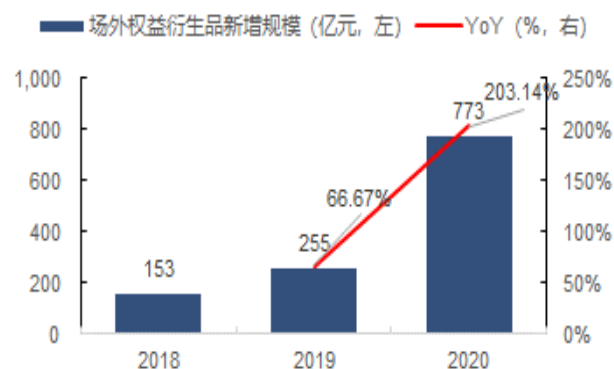

资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 10：2020 年公司融资融券市场份额提升至 6.49%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：2020 年主动能力提升至 69%


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 12：2020 年场外权益衍生品+203%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。