

2021年03月29日

经纪、投行业绩大增，分红率提升

国泰君安(601211)

事件概述

公司发布2020年年报，营业收入352.0亿元，同比+17.5%，归母净利润111.2亿元，同比+28.8%；ROE为8.16%，同比+1.54pct。

分析判断：

► 经纪、投行同比增幅较大，贡献最大业绩增量

分项业务增速来看，经纪业务增速最高，实现营收84.3亿元，同比+49.8%；投行收入次之，营收37.3亿元，同比+44.1%；其他业务收入65.6亿元，同比+12.7%；利息业务收入56.9亿元，同比+8.9%；自营业务收入90.8亿元，同比+2.7%；资管业务收入15.5亿元，同比-7.2%。股权投资收益1.6亿元，同比-10.6%。

业绩贡献来看，经纪业务手续费对于业绩增量贡献最大，为53%；其次为投行业务，贡献22%；其他业务收入贡献14%；利息净收入与自营收入分别贡献9%和5%；股权投资与资管业务收入分别贡献0%和-2%。

► 代理买卖证券业务净收入行业排名稳居首位；两融升股降，利息净收入同比+8.9%

公司股基交易额市场份额减0.18pct至4.65%，但母公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）市场份额5.77%，增0.02pct，继续排名行业第1。报告期末，富裕客户及高净值客户数较上年末分别增长25%和28%。手机终端君弘APP用户3,656万户，较上年末+9.9%；年度平均月活506万户、较上年末+22.8%。金融产品销售额2,664亿元，同比+6.7%。报告期末，公司融资融券余额957.5亿元，同比+51.4%，市场份额5.9%，同比降0.3pct；其中，融券余额88.9亿元，市场份额6.49%。股票质押业务待购回余额360.8亿元，较上年末下降12.2%。

► 投行业务IPO、核心债业务市占率提升，收入同比+44.1%

报告期投资银行业务推行事业部制改革、优化运营机制，深耕重点客户、重点产业和重点区域，业务大幅增长。据Wind统计，公司IPO承销金额216.9亿元，同比+190.7%，市占率提升1.72pct至4.69%，并保荐承销了A股市场首家CDR项目；再融资（投行为主承销商）金额285.9亿元，同比+188.3%，市占率4.66%，同比降2.25pct；核心债承销金额4043.6亿元，同比+197.1%，市占率8.59%，同比升3.68pct。

评级及分析师信息

评级：买入
上次评级：买入
目标价格：
最新收盘价：16.46

股票代码：601211
52周最高价/最低价：22.2/15.65
总市值(亿)：1,460.99
自由流通市值(亿)：1,460.99
自由流通股数(百万)：8,908.45



分析师：吕秀华
邮箱：lvxh@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040001

分析师：魏涛
邮箱：weitao@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519070003

分析师：罗惠洲
邮箱：luohz@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520070004

*实习生林婕、高思瑞是本文重大贡献者

1. 【华西非银】国泰君安(601211)季报点评：IPO份额大增，股权激励计划激发活力
2020.10.30
2. 【华西非银】国泰君安(601211)中报点评：受益注册制改革及交投活跃，全年业绩高增可期
2020.08.13
3. 发布限制性股票激励计划，弥补激励不足
2020.06.08

► **资管业务净收入同比-7.2%；自营业务规模提升驱动收入提升**

报告期内，国泰君安资管加快建设高质量的投研框架体系，ABS、量化、FOF 等创新业务取得突破。累计完成 5 只大集合公募改造，并取得中国证监会公募基金业务资格核准。期末公司资产管理规模 5258 亿元，同比-24.6%。资管业务净收入 15.5 亿元，同比-7.2%。

自营业务收入 90.8 亿元，同比+2.7%。其中期末投资资产达 3211 亿元，同比+20%，全口径投资收益率（含债权类投资利息）3.82%，与上期基本持平。

► **注重股东回报，分红率提升至 44.8%**

公司注重股东回报，每 10 股派息 5.6 元，分红率 44.8%，同比+5.0pct，将有利于后续 ROE 表现。

投资建议

我们将 2021-2022 年预测归母净利润分别由 136.37 亿元/154.21 亿元调整至 125.48 亿元/135.93 亿元，新增 2023 年预测归母净利润 148.05 亿元；目前股价对应 2021PB 为 1.05 倍，PE 为 11.64 倍。基于公司目前估值接近历史最低水平，维持此前“买入”评级。

风险提示

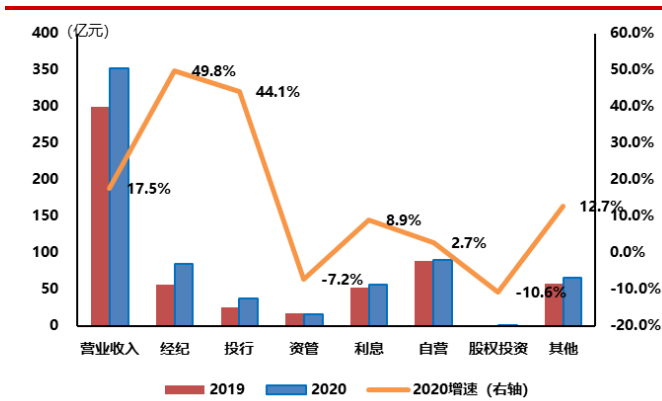
股债市场大幅波动自营投资收益下滑；股票市场波动股票质押业务风险；市场交易萎缩；资本市场改革进展不及预期；证券行业对内对外开放可能对业务带来冲击。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	352.00	391.93	424.43	461.57
YoY (%)	17.53	11.34	8.29	8.75
归母净利润(亿元)	111.22	125.48	135.93	148.05
YoY (%)	28.77	12.82	8.32	8.92
毛利率 (%)	31.60	32.02	32.03	32.08
每股收益(元)	1.25	1.41	1.53	1.66
ROE	8.16	9.09	9.76	10.52
市盈率	13.14	11.64	10.75	9.87

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 2020 年公司各项业务收入及增速



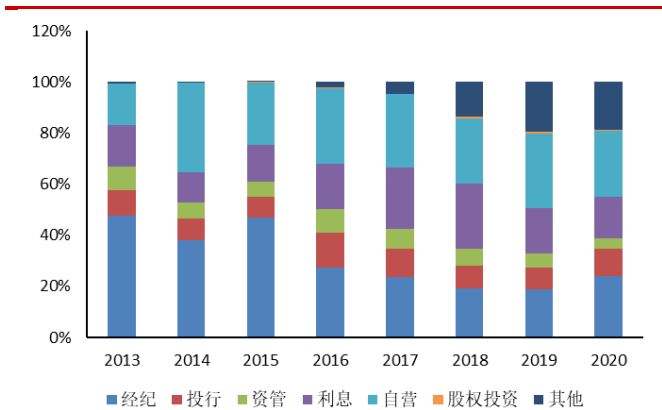
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2020 年公司各项业务收入贡献度

单位：亿元	2019	2020	增量	增速	贡献度
经纪	56.3	84.3	28.0	50%	53%
投行	25.9	37.3	11.4	44%	22%
资管	16.7	15.5	(1.2)	-7%	-2%
利息	52.3	56.9	4.6	9%	9%
自营	88.4	90.8	2.4	3%	5%
股权投资	1.7	1.6	(0.2)	-11%	0%
其他	58.2	65.6	7.4	13%	14%
营业收入	299.5	352.0	52.5	18%	
营业税金及附加	1.4	1.7	0.3	23%	
管理费用	115.9	133.8	17.8	15%	
信用减值损失	20.5	13.1	(7.4)	-36%	
其他业务成本	46.9	53.9	7.0	15%	
营业利润	114.6	149.5	34.9	30%	
归母净利润	86.4	111.2	24.9	29%	

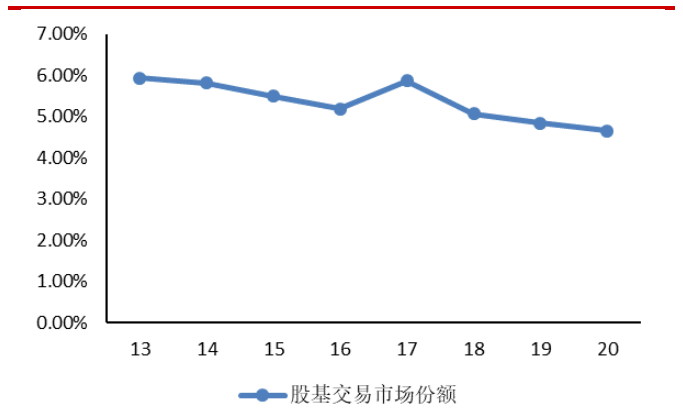
资料来源：Wind，华西证券研究所 注：自营收入算法为投资收益+公允价值变动-对联营与合营企业投资收益

图 3 13 年至今公司收入结构



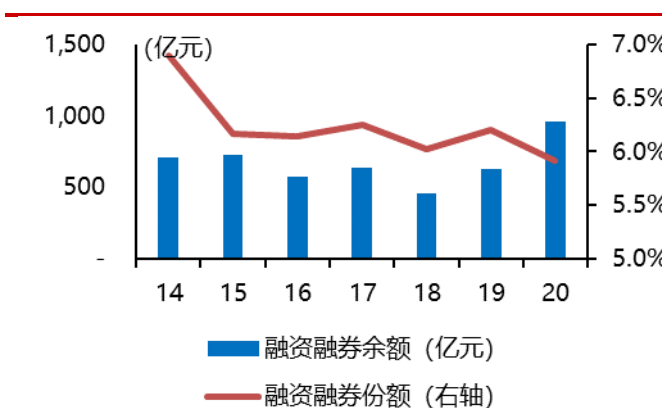
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 4 公司股基交易市场份额有所下降



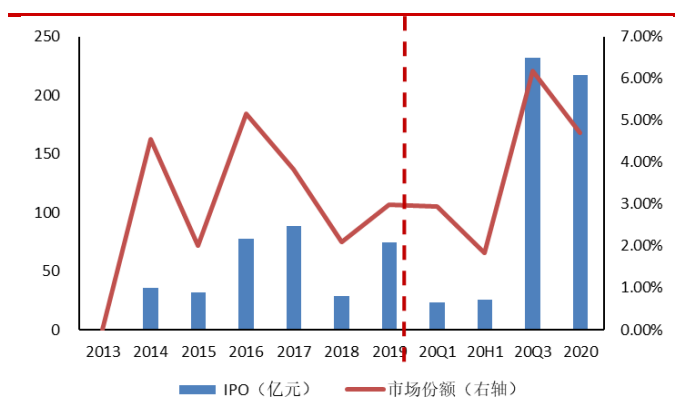
资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 5 公司融资融券市场份额有所下降



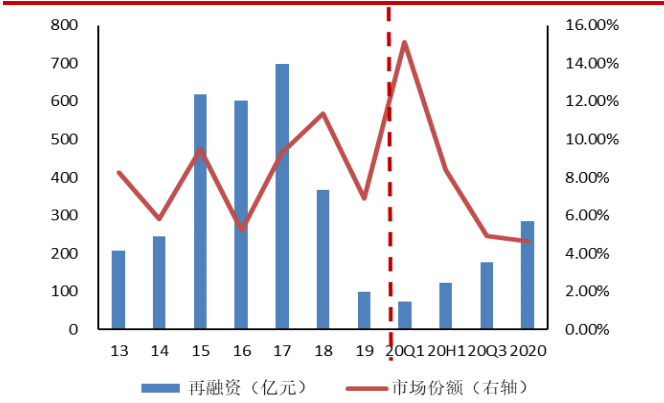
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 6 公司 IPO 业务规模及市场份额提升



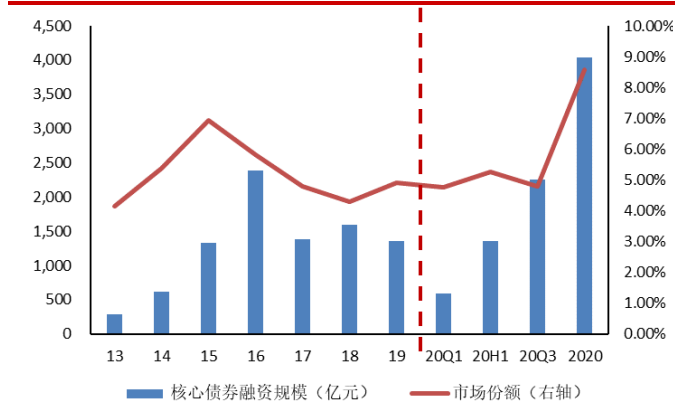
资料来源：Wind，华西证券研究所注：数据为 wind 发行日口径

图 7 公司再融资业务规模及市场份额有所下滑



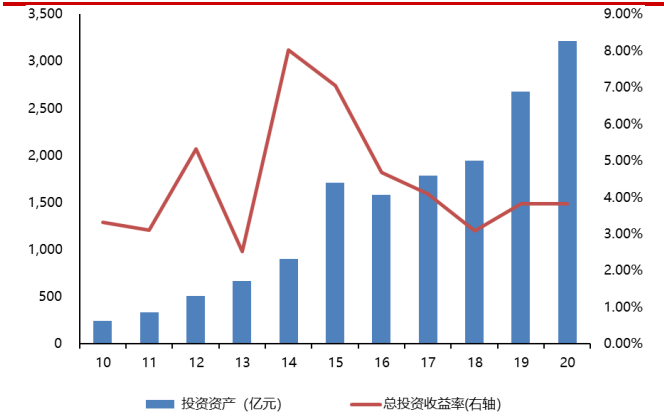
资料来源: Wind, 华西证券研究所注: 数据为 wind 发行日口径, 不含投行为财务顾问

图 8 公司核心债业务规模及市场份额提升



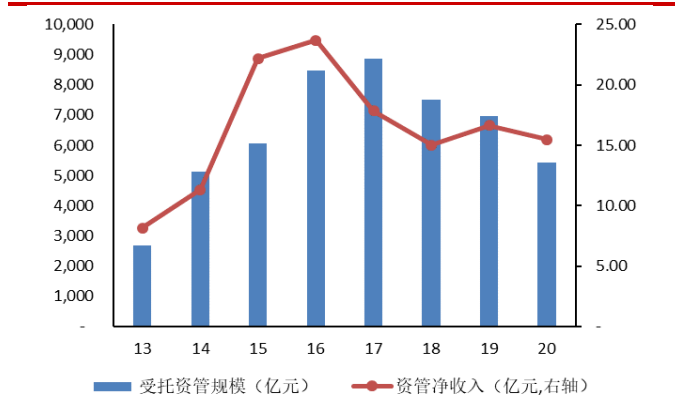
资料来源: Wind, 华西证券研究所注: 核心债包括公司债、企业债、ABS、可转债和可交换债

图 9 公司投资资产规模提升收益率与上期持平



资料来源: 公司年报, 华西证券研究所注: 总投资收益率已加回投资资产的利息收入

图 10 公司资管规模及收入均下降



资料来源: 公司年报, Wind, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

资产负债表					利润表				
单位:亿元					单位:亿元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,527.7	1,760.9	2,007.3	2,290.1	营业收入	352.0	391.9	424.4	461.6
其中: 客户资金	1,274.9	1,466.2	1,686.1	1,939.0	代理买卖证券业务净收入	84.3	84.2	83.3	83.2
存款					证券承销业务净收入	37.3	45.2	54.5	66.4
结算备付金	178.8	206.6	233.3	264.0	受托客户资产管理业务净收入	15.5	16.5	18.4	20.9
其中: 客户备付金	118.3	136.0	156.4	179.9	利息净收入	56.9	66.6	69.3	74.2
融出资金	994.3	1,093.7	1,203.1	1,323.4	投资净收益	88.0	109.0	122.6	133.8
金融投资	3,188.6	3,718.6	4,052.1	4,429.4	公允价值变动净收益	4.3	0.0	0.0	0.0
交易性金融资产	2,287.3	2,667.5	2,906.7	3,177.3	汇兑净收益	0.6	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	-	-	其他业务收入	54.5	59.9	65.9	72.5
其他债权投资	724.9	845.4	921.3	1,007.0	营业支出	202.5	223.3	241.7	262.6
其他权益工具投资	176.4	205.7	224.1	245.0	营业税金及附加	1.7	1.9	2.0	2.2
持有至到期投资	-	-	-	-	管理费用	133.8	148.9	161.3	175.4
买入返售金融资产	558.6	558.6	558.6	558.6	信用减值损失	13.1	13.1	13.1	13.1
长期股权投资	40.1	46.8	51.0	55.8	其他业务成本	53.9	59.3	65.3	71.8
固定资产	44.1	51.5	56.1	61.3	营业利润	149.5	168.7	182.7	199.0
无形资产	24.2	28.3	30.8	33.7	利润总额	148.7	167.8	181.8	198.0
递延所得税资产	17.6	20.5	22.4	24.5	所得税	31.3	35.4	38.3	41.7
投资性房地产	-	-	-	-	归属母公司净利润	111.2	125.5	135.9	148.1
其他资产	454.9	522.5	588.0	663.0	主要财务比率				
资产总计	7,029.0	8,008.1	8,802.8	9,703.7	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
短期借款	82.8	96.7	112.9	131.9	成长能力				
应付短期融资款	487.2	569.1	664.8	776.6	营业收入 (%)	17.5	11.3	8.3	8.8
拆入资金	138.1	161.3	188.4	220.1	归母净利润 (%)	28.8	12.8	8.3	8.9
交易性金融负债	480.9	555.7	598.9	645.4	收入结构				
衍生金融负债	55.3	63.9	68.8	74.2	手续费净收入 (%)	24.0	21.5	19.6	18.0
卖出回购金融资产款	1,447.2	1,672.1	1,802.1	1,942.1	承销收入 (%)	10.6	11.5	12.8	14.4
代理买卖证券款	1,035.8	1,191.2	1,369.9	1,575.3	资产管理收入 (%)	4.4	4.2	4.3	4.5
其他负债	20.1	22.9	25.2	27.8	利息净收入 (%)	16.2	17.0	16.3	16.1
负债合计	5,566.6	6,429.2	7,209.3	8,094.3	投资收益 (%)	25.8	27.4	28.4	28.5
股本	89.1	89.1	89.1	89.1	其他业务收入 (%)	19.1	18.4	18.5	18.4
资本公积金	455.7	455.7	455.7	455.7	获利能力				
盈余公积金	71.7	84.3	97.9	112.7	自营投资收益 (%)	3.1	3.1	3.1	3.1
未分配利润	465.0	465.0	465.0	465.0	杠杆率	4.4	4.9	5.3	5.7
一般风险准备	194.5	194.6	194.8	195.0	ROE (%)	8.2	9.1	9.8	10.5
归属于母公司所有者权益	1,373.5	1,386.2	1,400.0	1,414.9	ROA (%)	1.8	1.7	1.6	1.6
负债及股东权益	7,029.0	8,008.1	8,802.8	9,703.7	估值				
每股指标 (单位: 元)					PE	13.14	11.64	10.75	9.87
每股净利润	1.25	1.41	1.53	1.66	PB	1.06	1.05	1.04	1.03
每股净资产	15.42	15.56	15.72	15.88					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。