

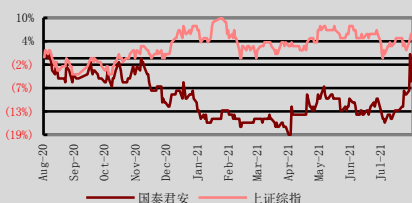
**601211.SH**

# 增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 17.52

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	2.8	7.5	4.0	(6.4)
相对上证指数	2.8	6.5	6.6	(11.6)

发行股数(百万)	8,908
流通股(%)	83
总市值(人民币 百万)	156,076
3个月日均交易额(人民币 百万)	766
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	21
上海国有资产经营有限公司	

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 8 月 26 日收市价为标准

**相关研究报告**

《国泰君安: 投行与经纪业务收入大增, 股权激励促长期发展》20201101

《国泰君安: 投行承销规模快速增长, 财富管理转型不断推进》20200817

《国泰君安: 轻资产业务收入增加, 架构调整推进发展战略实施》20200430

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**非银金融: 证券**
**证券分析师: 林媛媛**

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

**联系人: 张天愉**

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300119080020

## 国泰君安

### 自营与大宗商品驱动高增, 财富管理转型进展加速

公司发布 2021 年中报, 上半年实现营业总收入 219 亿元, 同比增长 39%, 归母净利润 80 亿元, 同比大增 47%。公司积极推进转型下, 客需交易有望助力低风险扩表, 财管资管的增长也将带动业绩进一步提升, 维持增持评级。

- **归母净利润增长近一半, ROE 上升提速。** 1) 2021H1 公司实现营业总收入 219 亿元, 归母净利润 80 亿元, 同比各增长 39% 和 47%。经纪、投行、资管、信用、自营、其他收入占比分别为 19%、8%、5%、14%、31%、23%, 同比分别增长 16%、44%、42%、11%、65%、33%。2) 公司总资产达到 7338 亿元, 较年初增加 31%, 归母净资产 1399 亿元, 较年初增加 2%。3) 公司资本运用水平加速提高, 年化 ROE 进一步提升 3.5 个百分点到 11.6%, 为 2016 年以来最高水平, 超过行业平均值近四个百分点。
- **客需交易转型下, 自营与大宗商品销售业务驱动高增长。** 占比最高的自营业务和其他业务 (主要是大宗商品销售) 同时也增幅最大, 拉动公司业绩大幅提升。公司自营业务积极向客需业务转型, 场内期权做市业务保持行业领先, 场外权益类衍生品规模显著提升, 累计新增名义本金同比增长 89%; 固收业务中债券通业务综合排名券商第 2, 获评债券通优秀做市商, 固收类衍生品交易量排名也位居行业前列。大宗商品业务方面, 场外衍生品业务快速发展, 累计新增名义本金同比增长 54%。
- **财管资管转型进展加速, 投行业务地位稳固。** 1) 经纪业务净收入增长 16%, 传统经纪业务市占率与佣金率趋于稳定, 财富管理转型进展加速, 投顾业务服务客户人数超 11 万人, 客户资产规模超 46 亿元, 金融产品销售收入同比增长近五倍, 占经纪业务收入比例迅速提升至 12%。2) 资管主动管理占比提升到 76%, 公募业务完成首批产品创设和申报, 驱动大资管业务持续成长。3) 公司顺应资本市场改革趋势承销规模和项目储备显著增加, 各类品种承销排名行业前列, 完成首批公募 REITs 项目发行上市, 核心服务均由集团各业务条线担任, 凸显综合金融服务能力。

**估值**

- 公司有积极推进业务转型, 客需交易、财管有望进一步提升业绩。将 21/22/23 年的归母净利润预测值上调至 139/156/166 亿元, 维持增持评级。

**风险提示**

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币, 百万)	29,949	35,200	40,229	44,958	49,132
变动(%)	31.83	17.53	14.28	11.76	9.28
归母净利润(人民币, 百万)	8,637	11,122	13,934	15,559	16,635
变动(%)	28.76	28.77	25.28	11.66	6.91
每股收益(元/股)	0.97	1.25	1.56	1.75	1.87
每股收益(原先预测)			1.41	1.61	
变动(%)			10.96	8.52	
每股净资产(元/股)	15.44	15.42	15.89	16.41	16.97
市净率(倍)	1.14	1.14	1.10	1.07	1.03

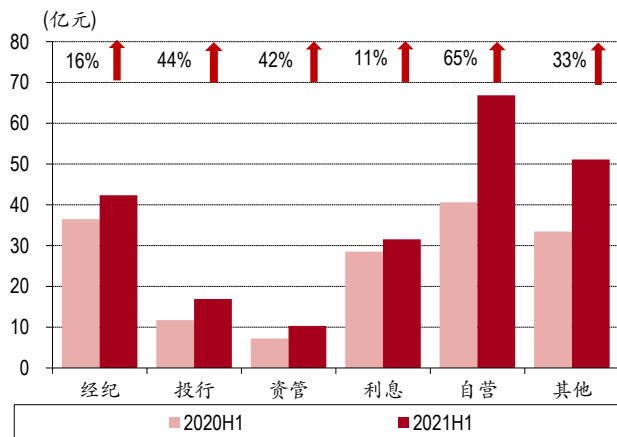
资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2021H1 业绩摘要

(百万元)	2020H1	2021H1	同比 (%)
一、营业收入	15,812	21,918	38.62
手续费及佣金净收入	5,686	7,195	26.54
经纪业务手续费净收入	3,651	4,238	16.06
投资银行业务手续费净收入	1,171	1,693	44.48
资产管理业务手续费净收入	724	1,030	42.37
利息净收入	2,854	3,157	10.63
投资净收益	3,323	6,268	88.65
对联营企业和合营企业的投资收益	29	237	718.91
公允价值变动净收益	772	658	(14.70)
其他业务收入	2,598	4,120	58.60
二、营业支出	8,400	11,671	38.94
业务及管理费	5,580	7,145	28.03
信用减值损失	118	430	265.31
其他业务成本	2,623	4,008	52.81
三、营业利润	7,412	10,247	38.25
四、利润总额	7,355	10,207	38.79
减：所得税	1,622	1,961	20.89
五、净利润	5,732	8,246	43.86
归属于母公司所有者的净利润	5,454	8,013	46.93

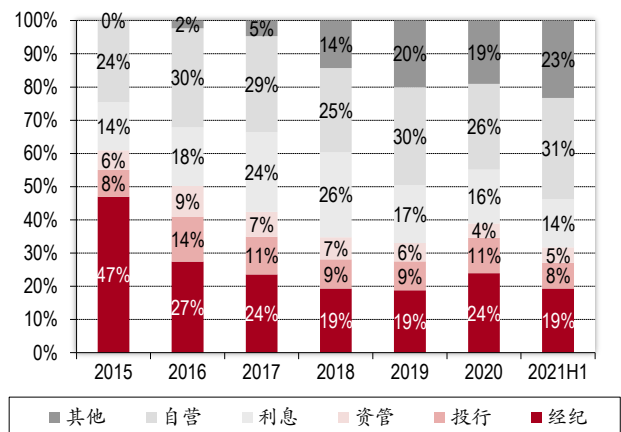
资料来源：公司公告，中银证券

图表 2. 2021H1 主营业务收入



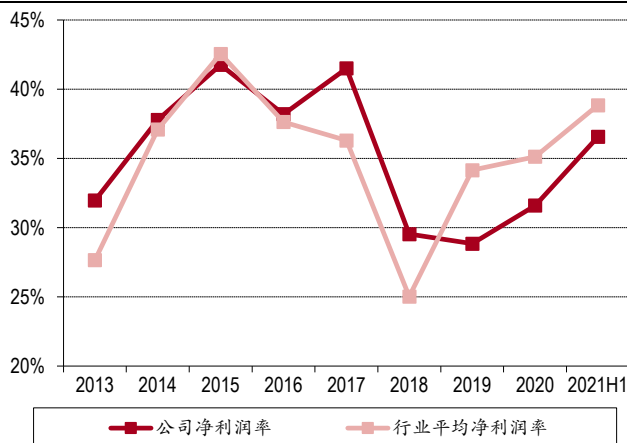
资料来源：公司公告，中银证券

图表 3. 2015-2021H1 公司收入构成



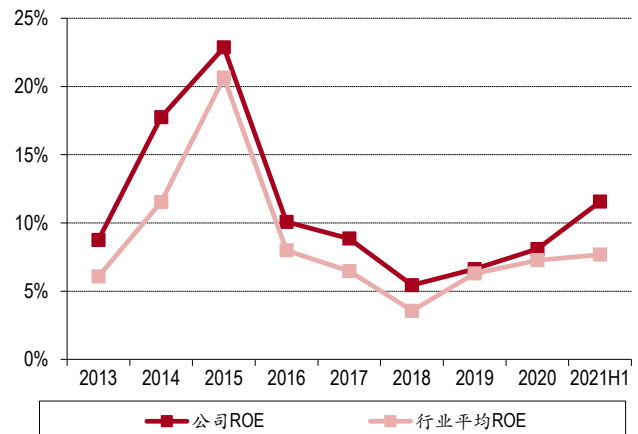
资料来源：万得，中银证券

图表 4. 2013-2021H1 公司净利润率



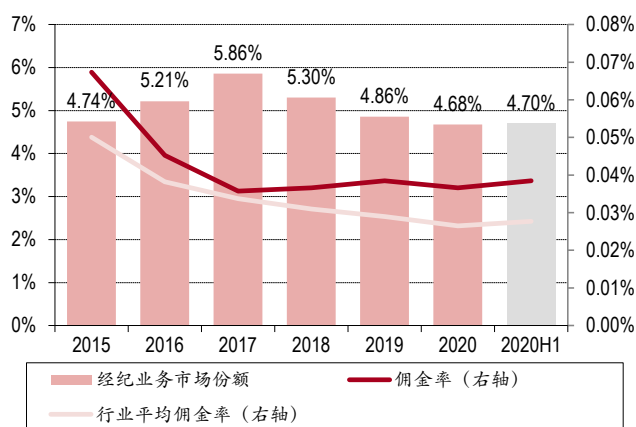
资料来源：公司公告，中银证券

图表 5. 2013-2021H1 公司 ROE



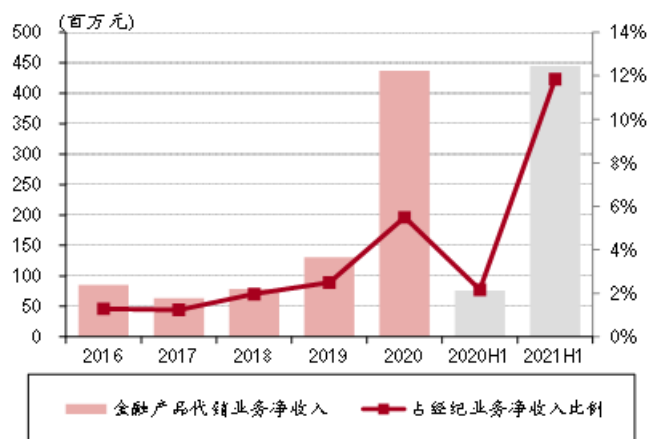
资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2015-2021H1 经纪业务市场份额及佣金率



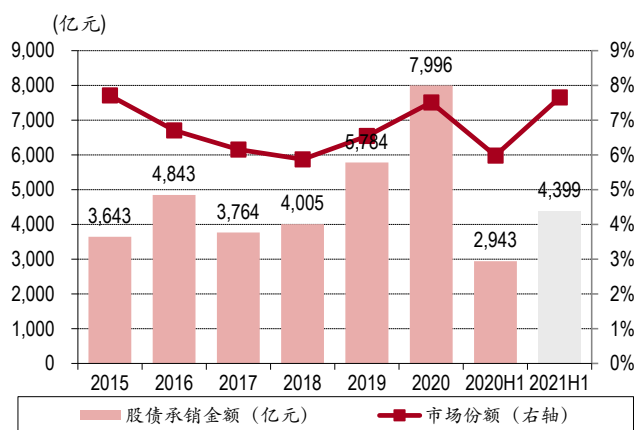
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 7. 2016-2021H1 金融产品代销收入及占比



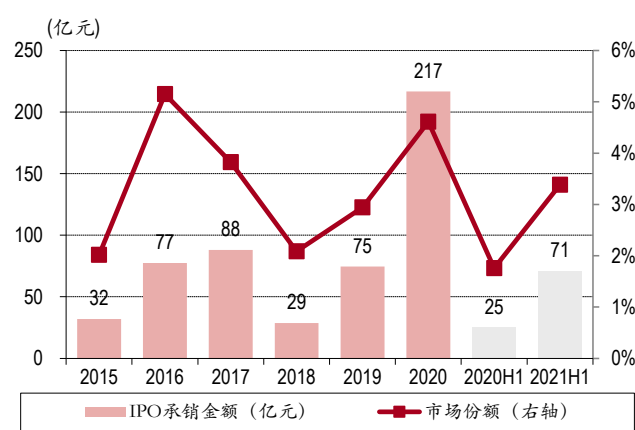
资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 2015-2021H1 公司股债承销金额及份额



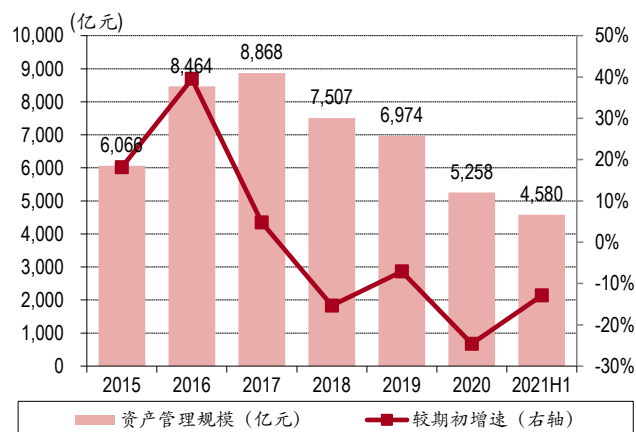
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 9. 2016-2021H1 公司 IPO 承销金额及份额



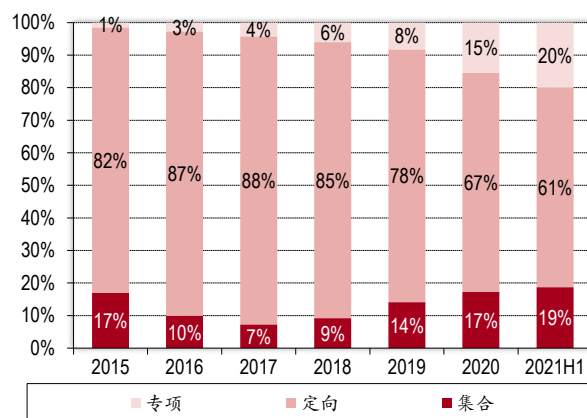
资料来源: 万得, 中银证券

图表 10. 2015-2021H1 资管规模及增速



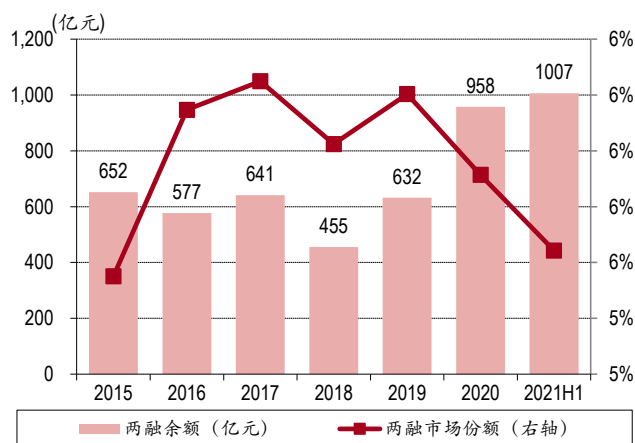
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 11. 2015-2021H1 资管业务结构



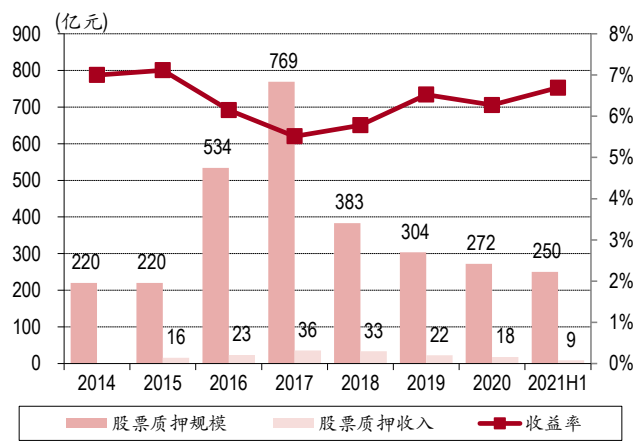
资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 2015-2021H1 融资融券余额及市场份额



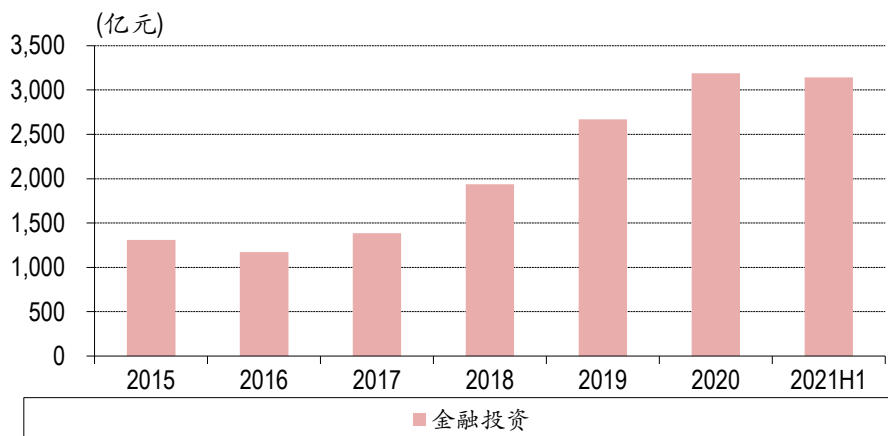
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 13. 2014-2021H1 股票质押规模及收入



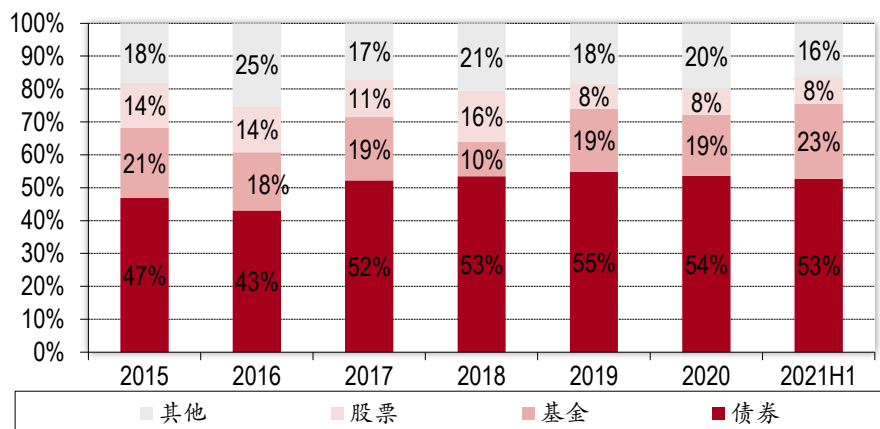
资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2015-2021H1 自营投资规模



资料来源: 万得, 中银证券

图表 15. 2015-2021H1 自营投资结构



资料来源: 万得, 中银证券

## 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>一、营业收入</b>	29,949	35,200	40,229	44,958	49,132
手续费净收入	10,286	14,139	15,295	17,224	18,957
其中:经纪业务收入	5,630	8,433	9,100	10,199	11,416
投行业务收入	2,593	3,735	3,767	4,409	4,671
资管业务收入	1,665	1,545	1,959	2,123	2,352
利息净收入	5,227	5,691	6,301	6,845	7,400
投资净收益	7,311	8,799	11,053	12,527	13,547
其中:对联营企业和合营企业的投资收益	174	156	163	171	180
公允价值变动净收益	1,700	433	498	573	659
汇兑净收益	-65	62	-	-	-
其他业务收入	4,827	5,447	7,081	7,789	8,568
<b>二、营业支出</b>	18,490	20,249	21,685	24,561	27,387
营业税金及附加	137	169	193	216	236
业务及管理费	11,594	13,376	13,678	15,735	17,688
信用减值损失	2,050	1,312	805	899	983
其他业务成本	4,689	5,392	7,010	7,711	8,482
<b>三、营业利润</b>	11,459	14,951	18,544	20,397	21,745
<b>四、利润总额</b>	11,445	14,872	18,544	20,397	21,745
减:所得税费用	2,393	3,135	3,909	4,300	4,584
<b>五、净利润</b>	9,051	11,737	14,635	16,098	17,161
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	8,637	11,122	13,934	15,559	16,635

## 主要比率 (%)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入构成</b>					
经纪净收入 (%)	19	24	23	23	23
投行净收入 (%)	9	11	9	10	10
资管净收入 (%)	6	4	5	5	5
自营净收入 (%)	24	25	27	27	27
利息净收入 (%)	17	16	16	15	15
其它 (%)	24	19	19	19	19
<b>成长性</b>					
营业收入增长率 (%)	32	18	14	12	9
营业利润增长率 (%)	23	30	24	10	7
归母净利润增长率 (%)	29	29	25	12	7
<b>每股指标</b>					
EPS (元)	0.97	1.25	1.56	1.75	1.87
BVPS (元)	15.44	15.42	15.89	16.41	16.97
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	38	42	46	45	44
净资产收益率(ROE) (%)	6	8	10	11	11
总资产收益率(ROA) (%)	2	2	2	2	2
<b>估值比率</b>					
PB	1.14	1.14	1.10	1.07	1.03
PE	18.07	14.03	11.20	10.03	9.38

资料来源:公司公告, 中银证券预测

资料来源:公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371