

2021Q3 点评：投资大增、管理费用率下降贡献业绩，公募基金补齐短板

国泰君安(601211)

事件概述

公司发布 2021 年三季报，前三季度营业收入 319.1 亿元、同比+24%，归母净利润 116.4 亿元、同比+30%；加权平均 ROE 为 8.6%，同比增 1.7pct。单三季度营业收入 99.9 亿元，同比+0.6%，归母净利润 36.2 亿元，同比 3.5%。

分析判断：

► **证券自营贡献收入增量的 46%，管理费用率大幅下降**
收入结构来看，证券自营业务收入占比最高，为 29%，经纪业务、其他业务均占比 22%，利息净收入占比 14%，投行、资管、股权投资占比分别为 7%、4%、1%。

从增量收入贡献度来看，证券自营业务收入贡献收入增量的 46%；大宗商品业务收入贡献 39%；经纪、股权投资与资管业务分别贡献 10%、5%和 4%；投行业务与利息净收入贡献为负。管理费用率大幅下降，以管理费用/（营业收入-其他业务支出）来看，前三季度该比例为 40.5%，同比降 2.1pct。

► **证券自营收益大增 45%，扣非后仍增 26%**

前三季度证券自营业务收入 92.7 亿元，同比+45%，扣除上海证券价值重估的 11.7 亿元非经常性损益后收入 81.0 亿元，同比+26%。公司适度增加杠杆，投资资产达到 3355 亿元，同比+14%；年化投资收益率 3.93%，同比+0.89%；扣非年化收益率 3.43%，同比+0.40%。公司交易投资坚持低风险、非方向性发展，客需交易转型下，场外权益衍生品业务优势凸显，规模和盈利水平大幅提升。

► **资管收入同比+21%，继续补齐公募基金短板**

大资管时代来临，公司积极转型主动管理，前三季度公司资管业务收入 14.3 亿元，同比+21%。公募基金补短板成效显著，上半年获批公募基金业务资格，增持华安基金并成为第一大控股股东，完成首批产品创设和申报，同时落地全国首批 REITS 业务，持续推动资管业务发展。

► **经纪业务持续增长，投行业务收入略降**

2021 年前三季度，经纪业务收入 71 亿元，同比+9%。公司着力打造零售客户服务体系，推进数字化管理中心试点，投顾队伍建设强化，财富管理业务转型加快。

前三季度投行业务收入 23.9 亿元，同比-6%，其中 IPO 融资规模 188.8 亿元，市场份额 5.0%，同比持平；再融资、核心债券融资金额分别为 124 亿元、3094 亿元，市场份额分别为 2.8%、5.8%。公司持续深化投行事业部制度改革，聚焦核心产业和区域，项目储备较为丰富。

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：	17.52
股票代码：	601211
52 周最高价/最低价：	19.54/15.53
总市值(亿)	1,561
自由流通市值(亿)	1,301
自由流通股数(百万)	7,427.62



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

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

相关研究

1. 【华西非银】国泰君安（601211）2020 年报点评：经纪、投行业绩大增，分红率提升

2021.03.30

2. 【华西非银】国泰君安（601211）三季报点评：IPO 份额大增，股权激励计划激发活力

2020.10.30

3. 【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

投资建议

公司坚持“稳中求进、强基固本”的总基调，行业头部地位稳固，连续 14 年 AA 监管评级，综合金融服务能力凸显；公司深化经营机制改革，在股权激励计划下，经营活力持续强劲，经纪业务稳健增长，资管业绩增速明显，持续主动管理业务转型，发力衍生品等创新业务，增持华安基金补齐公募短板。

考虑市场环境好于预期原因，我们上调公司 21-23 年营收 391.93/424.43/461.57 亿元的预测至 430.25/460.02/482.79 亿元，上调 21-23 年 EPS1.41/1.53/1.66 元的预测至 1.59/1.74/1.80 元，对应 2021 年 10 月 29 日 17.52 元/股收盘价，PE 分别为 11.03 /10.07/ 9.71 倍，维持公司“买入”评级。

风险提示

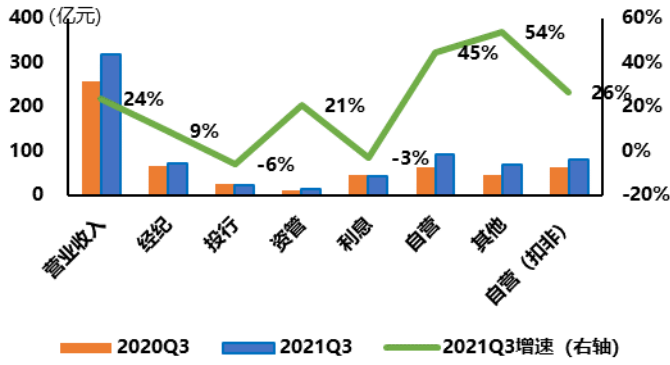
股债市场大幅波动自营投资收益下滑；股票市场波动股票质押业务风险；行业人才竞争致管理费率大幅提升。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿元)	299.49	352.00	430.25	460.02	482.79
YoY (%)	31.83	17.53	22.23	6.92	4.95
归母净利润(亿元)	86.37	111.22	141.54	155.02	160.80
YoY (%)	28.76	28.77	27.26	9.52	3.73
毛利率 (%)	28.84	31.60	32.90	33.70	33.31
每股收益 (元)	0.97	1.25	1.59	1.74	1.80
ROE (%)	6.62	8.16	10.25	11.11	11.39
市盈率	18.07	14.03	11.03	10.07	9.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 各项业务收入及增速



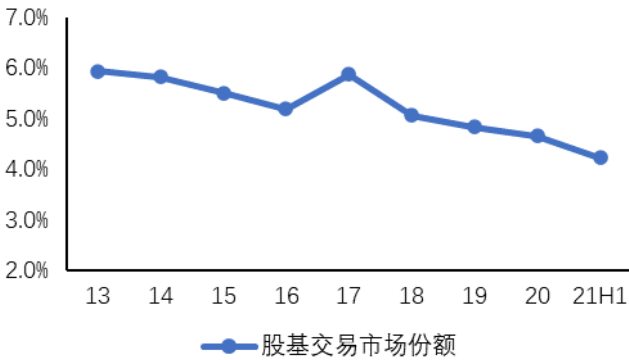
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 2 收入支出增速及贡献度

单位: 亿元	2020Q3	2021Q3	增量	增速	贡献度
经纪	65.0	71.0	6.0	9%	10%
投行	25.4	23.9	(1.5)	-6%	-2%
资管	11.8	14.3	2.5	21%	4%
利息	45.2	43.8	(1.4)	-3%	-2%
自营	64.1	92.7	28.6	45%	46%
股权投资	0.7	3.9	3.2	447%	5%
其他	45.2	69.6	24.3	54%	39%
营业收入	257.4	319.1	61.7	24%	
营业税金及附加	1.2	1.4	0.2	13%	
管理费用	93.9	105.1	11.1	12%	
信用减值损失	3.3	3.3	(0.1)	-2%	
其他业务成本	36.9	59.8	22.8	62%	
营业利润	121.9	149.3	27.4	22%	
归母净利润	89.5	116.4	26.8	30%	

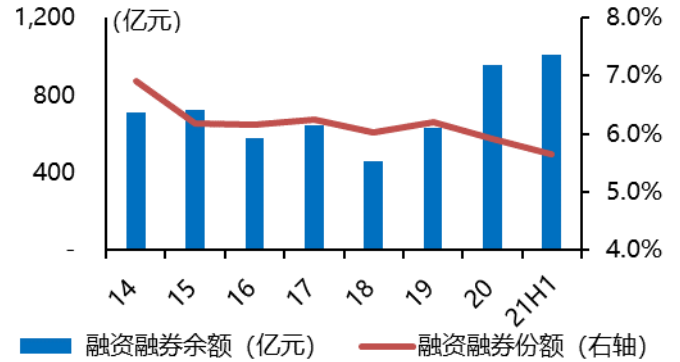
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 3 股基交易市场份额



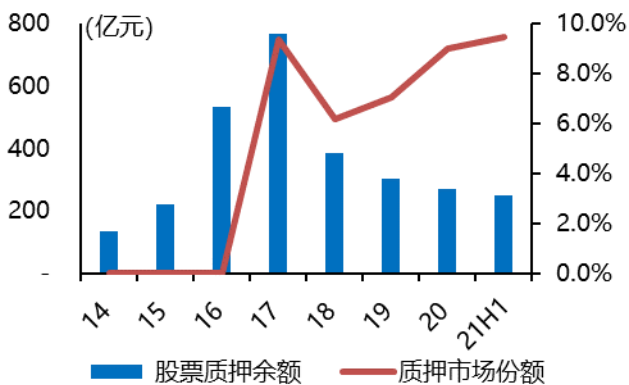
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 融资融券余额及市场份额



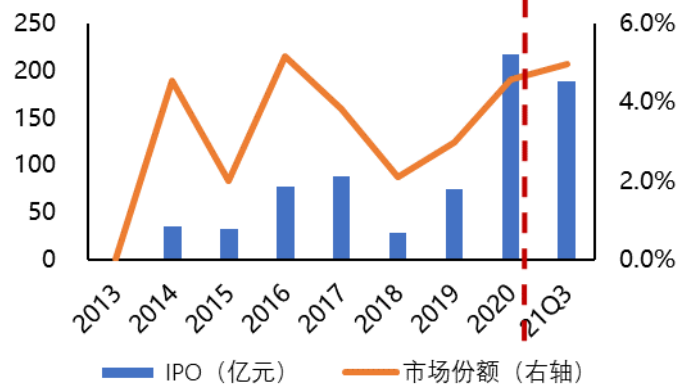
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 股票质押及市场份额



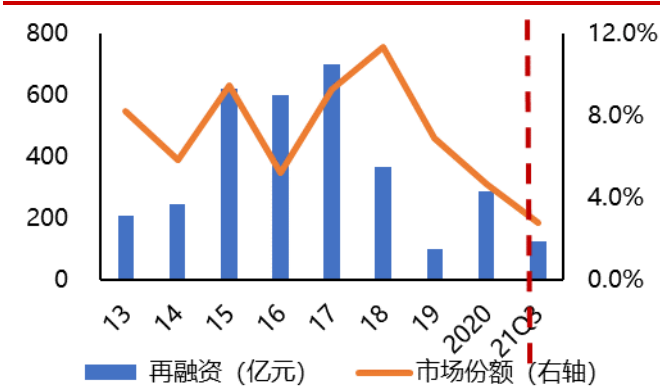
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 IPO 规模及市场份额



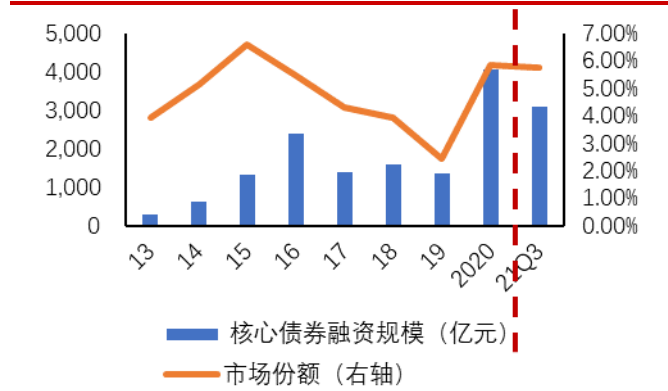
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图7 再融资及市场份额



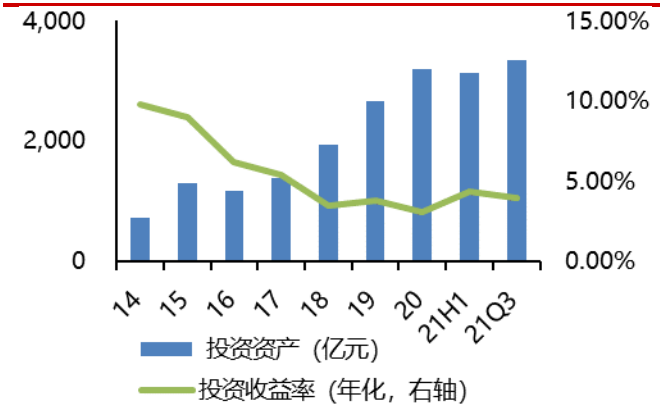
资料来源：Wind，华西证券研究所

图8 核心债及市场份额



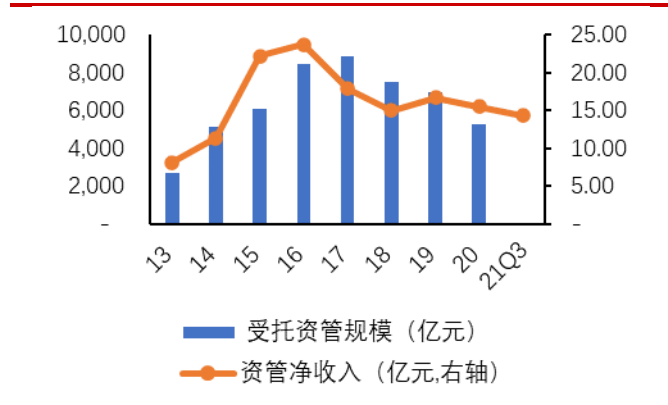
资料来源：Wind，华西证券研究所

图9 投资资产规模及收益率均提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 资管业务规模及收入



资料来源：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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,206.5	1,527.7	1,908.7	2,081.2	2,260.6	营业收入	299.49	352.0	430.2	460.0	482.8
其中:客户资	954.0	1,274.9	1,637.9	1,810.4	1,989.8	代理买卖证券业	56.30	84.3	88.4	88.9	88.9
结算备付金	116.0	178.8	216.8	232.8	249.4	证券承销业务净	25.93	37.3	38.4	44.7	52.5
其中:客户备	71.4	118.3	152.0	168.0	184.6	受托客户资产管	16.65	15.5	18.2	21.8	25.6
融出资金	720.9	994.3	1,154.3	1,200.3	1,320.5	利息净收入	52.27	56.9	59.7	62.9	60.8
金融投资	2,668.4	3,188.6	3,416.2	3,416.2	3,416.2	投资净收益	73.11	88.0	128.5	135.0	137.7
交易性金融资	1,890.2	2,287.3	2,450.6	2,450.6	2,450.6	公允价值变动净	17.00	4.3	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	-	-	-	汇兑净收益	-0.65	0.6	0.0	0.0	0.0
其他债权投资	602.7	724.9	776.7	776.7	776.7	其他业务收入	48.27	54.5	80.6	88.7	97.6
其他权益工具	175.5	176.4	189.0	189.0	189.0	营业支出	184.90	202.5	240.1	251.8	266.7
持有至到期投	-	-	-	-	-	营业税金及附加	1.37	1.7	2.1	2.2	2.3
买入返售金融	539.4	558.6	556.7	556.7	556.7	管理费用	115.94	133.8	145.7	154.7	160.5
长期股权投资	24.6	40.1	43.0	43.0	43.0	信用减值损失	20.50	13.1	12.9	7.4	7.7
固定资产	35.0	44.1	47.3	47.3	47.3	其他业务成本	46.89	53.9	79.4	87.4	96.2
无形资产	23.4	24.2	26.0	26.0	26.0	营业利润	114.59	149.5	190.2	208.3	216.0
递延所得税资	12.5	17.6	18.9	18.9	18.9	利润总额	114.45	148.7	189.3	207.3	215.0
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	23.93	31.3	39.9	43.7	45.3
其他资产	246.5	454.9	861.2	1,280.5	1,650.7	归属母公司净利	86.37	111.2	141.5	155.0	160.8
资产总计	5,593.1	7,029.0	8,249.0	8,902.9	9,589.3	主要财务比率					
短期借款	103.1	82.8	95.2	105.2	115.6	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
应付短期融资	174.2	487.2	560.3	619.4	680.7	成长能力					
拆入资金	94.9	138.1	158.8	175.6	192.9	营业收入(%)	31.8	17.5	22.2	6.9	4.9
交易性金融负	442.9	480.9	555.7	598.9	645.4	归母净利润	28.8	28.8	27.3	9.5	3.7
衍生金融负债	13.6	55.3	63.9	68.8	74.2	收入结构					
卖出回购金融	1,260.2	1,447.2	1,672.1	1,802.1	1,942.1	手续费净收入(%)	18.8	24.0	20.6	19.3	18.4
代理买卖证券	828.9	1,035.8	1,330.7	1,470.9	1,616.6	承销收入(%)	8.7	10.6	8.9	9.7	10.9
其他负债	24.3	20.1	25.9	28.6	31.4	资产管理收入(%)	5.6	4.4	4.2	4.7	5.3
负债合计	4,132.2	5,566.6	6,668.5	7,305.6	7,974.8	利息净收入(%)	17.5	16.2	13.9	13.7	12.6
股本	89.1	89.1	89.1	89.1	89.1	投资收益(%)	29.5	25.8	28.5	27.6	26.3
资本公积金	462.1	455.7	455.7	455.7	455.7	其他业务收入(%)	20.0	19.1	23.9	24.9	26.5
盈余公积金	71.7	71.7	85.9	101.4	117.5	获利能力					
未分配利润	413.4	465.0	465.0	465.0	465.0	自营投资收益率	3.8	3.1	3.7	3.7	3.7
一般风险准备	175.0	194.5	194.7	194.8	195.0	杠杆率	3.5	4.4	5.0	5.3	5.6
归属于母公司	1,375.0	1,373.5	1,387.8	1,403.5	1,419.8	ROE(%)	6.6	8.2	10.3	11.1	11.4
负债及股东权	5,593.1	7,029.0	8,249.0	8,902.9	9,589.3	ROA(%)	1.7	1.8	1.9	1.8	1.7
每股指标 (单位:元)						估值					
每股净利润	0.97	1.25	1.59	1.74	1.80	PE	18.07	14.03	11.03	10.07	9.71
每股净资产	15.44	15.42	15.58	15.75	15.94	PB	1.14	1.14	1.12	1.11	1.10

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

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。