

国泰君安（601211）：投资回暖，业绩边际改善

——国泰君安 2022 中报业绩点评

2022 年 9 月 21 日

推荐/维持

国泰君安

公司报告

国泰君安披露 2022 年中期报告，报告期内实现营业收入 195.54 亿元，同比减少 10.79%；归母净利润 63.73 亿元，同比减少 20.47%。EPS 0.69 元/股，同比减少 22.47%；ROE 4.39%，同比下降 1.56pct。报告期末财务杠杆率 4.19 倍，略高于上年末的 4.10 倍。

点评：

报告期内，投行业务中 IPO 承销收入快速增长&自营投资二季度回暖带动业绩降幅收窄。上半年资本市场表现整体不及 2021 年同期，除投行业务外的各业务条线收入增长均不同程度放缓，投行业务净收入同比增长 22.50%、经纪、资管、利息、自营净收入分别同比下降 7.86%、43.01%、20.08%、42.71%。特别是 2021 年一季度上海证券股权重估产生的高基数令报告期内投资收益同比显著下滑，但从季度数据看，二季度投资表现已呈现边际改善（一季度投资收益同比降幅 93.41%，中期降幅已明显收窄）。此外，投行 IPO 主承销规模的快速增长（111.6%）亦有效推升业绩。两者的共同作用令公司中期业绩降幅较一季度显著收窄。

从公司各项业务情况看，经纪业务方面，市场成交额上升推升公司代理买卖证券业务规模，但受交易佣金率进一步下降的影响，经纪业务手续费及佣金收入小幅下降 7.86%；在权益市场波动及市场风险偏好下降的影响下，市场两融规模有所收缩、股质业务持续压降，公司两融业务规模降幅（10.4%）低于行业（12.5%），市场占有率提升 0.14 个百分点；公司资管业务转型压力仍存，报告期内公司积极推进公募产品发行，国泰君安资管管理资产规模 4,050.40 亿元、较上年末增加 5.4%，规模由降转升、但收入降幅较大，主要受短期内业绩报酬减少的影响。但**伴随着财富管理与机构业务双发力，相关业务指标平稳向好。**财富管理业务方面，上半年在市场新发基金规模同比下降的情况下，实现金融产品销售额 3552 亿元，同比增长 11.4%；金融产品月均保有量 2002 亿元，同比增长 11.8%，产品供给不断丰富。机构业务方面，公司继续发挥业务资源优势，从供给需求两端高效对接客户资源，为机构客户提供优质综合金融服务。

报告期内公司资本运作继续，华安基金持股比例超 40%，未来亦有望增至 51%。2021 年 10 月 8 日，公司董事会审议通过华安基金 15% 股权的受让方案，交易价格达 18.12 亿元。此项交易于 6 月初完成工商变更登记，藉此公司已持有华安基金 43% 的股权。2022 年 5 月 24 日，公司董事会审议批准以不超过 10.12 亿元再受让华安基金 8% 股权，交易完成后持股比例将增至 51%，进而实现控股。在当前行业积极推进财富管理转型、拥抱基金发展大时代的背景下，公司再度增持华安基金股权，有望与华安基金实现强强联合，加快发展财富管理业务，同时亦可获得更为可观的股权投资回报。华安基金作为公募基金老十家之一，有着丰富的基金管理经验和规模庞大的基金投资者队伍，有望为公司提供有益的基金管理经验和优质的可平移客群，是公司全业务链低成本引流的有效途径，助力公司在代销金融产品、基金投顾、券商资管等领域取得突破，真正实现“从赚规模的钱到赚管理的钱”，“从交易

公司简介：

公司是中国证券行业长期、持续、全面领先的综合金融服务商。国泰君安跨越了中国资本市场发展的全部历程和多个周期，始终以客户为中心，深耕中国市场，为个人和机构客户提供各类金融服务，确立了全方位的行业领先地位。在多年创新发展过程中，国泰君安逐渐形成了风控为本、追求卓越的企业文化，成为中国资本市场全方位的领导者以及中国证券行业科技和创新的引领者。

资料来源：公司公告、WIND

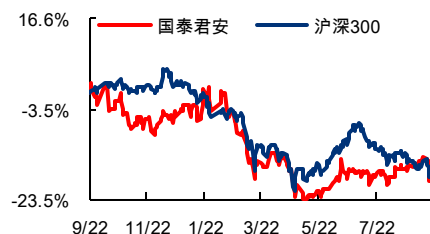
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	18.8-14.04
总市值（亿元）	1,262.97
流通市值（亿元）	1,053.24
总股本/流通 A 股（万股）	890,667/751,484
流通 B 股/H 股（万股）	-/139,183
52 周日均换手率	0.81

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘嘉玮

010-66554043

liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050001

分析师：高鑫

010-66554130

gaoxin@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521070005

佣金到投顾收入”的财富管理业务升级。

此外，公司继续加快国际化布局，澳门孙公司即将落地。公司作为最早“出海”的国内券商之一，近 30 年的海外业务发展成绩斐然，但和中信、中金海外业务龙头相比仍有一定差距，海外布局有限成为掣肘。此次子公司国泰君安国际设立澳门子公司，将有效拓展海外业务版图，成为公司业务海外布局的重要补充，有望依托粤港澳大湾区和一带一路、东南亚经济带的发展，实现国际业务的突破。

投资建议：公司作为行业头部券商，长期以来给人的印象是“稳健有余，锋芒不足”。公司已连续 15 年评级达 AA 级，行业无出其右；但经营缺乏闪光点也使公司更像一面防御性的“盾”，和证券行业在市场中的“矛”认知存在差异，致使估值长期承压。自 2020 年起，公司大刀阔斧从经营机制层面力推改革，市场化程度显著提升，薪酬调整和股权激励激发员工热情。在财富管理、资产管理“双拳出击”的同时，衍生品等创新业务也得到公司资源倾斜，国际业务发展亦如火如荼，业务结构持续优化。故我们坚定看好公司持续改革创新的前景。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别 114.32 亿元、143.73 亿元、166.79 亿元，维持“推荐”评级。**当前公司 PB 仅 0.93x，位于低估区间，建议重点关注。**给予 6 个月目标价 16.77 元，对应 1.1xPB。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	352.00	428.17	407.00	462.37	497.51
增长率(%)	17.53%	21.64%	-4.94%	13.60%	7.60%
归母净利润(亿元)	111.22	150.13	114.32	143.73	166.79
增长率(%)	28.77%	34.98%	-23.85%	25.72%	16.05%
净资产收益率(%)	8.54%	11.05%	7.67%	9.28%	10.23%
每股收益(元)	1.25	1.69	1.28	1.61	1.87
PE	10.56	7.82	10.27	8.17	7.04
PB	0.86	0.80	0.78	0.74	0.70

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

资产负债表					资产负债表						
单位: 亿元					单位: 亿元						
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产:						资本公积金	455.7	458.0	459.0	460.0	460.0
货币资金	1527.69	1701.79	1923.02	2211.48	2432.62	减: 库存股	7.8	6.4			
其中: 客户资金存款	1274.94	1385.23	1576.88	1813.41	1994.75	其它综合收益	-5.5	-8.6	-8.0	-4.0	1.0
结算备付金	178.80	193.82	209.33	234.44	257.89	盈余公积金	71.7	71.7	71.7	71.7	71.7
其中: 客户备付金	118.30	126.56	136.06	152.39	167.63	未分配利润	465.0	541.3	583.1	641.2	703.9
融出资金	994.29	1092.87	950.80	1026.86	1067.94	一般风险准备	194.5	215.4	234.0	258.4	286.2
金融投资	3188.56	3537.04	4024.23	4740.61	5514.52	归属于母公司所有者权益合计	1373.5	1471.2	1509.2	1587.8	1671.9
其中: 交易性金融资产	2287.26	2843.85	3298.87	3958.64	4671.19	少数股东权益	88.9	35.1	38.5	43.4	49.8
其他债权投资	724.93	668.38	701.80	757.94	818.58	所有者权益合计	1462.4	1506.4	1547.7	1631.1	1721.6
其他权益工具投资	176.37	24.80	23.56	24.03	24.75						
衍生金融资产	22.14	41.57	39.49	41.47	42.71						
买入返售金融资产	558.62	595.83	709.04	744.49	766.82	利润表					
应收款项	92.90	109.75	137.19	164.63	177.80		2020	2021	2022E	2023E	2024E
存出保证金	294.15	407.96	536.14	580.29	598.43	营业收入	352.00	428.17	407.00	462.37	497.51
长期股权投资	40.15	129.28	155.14	167.55	175.92	手续费及佣金净收入	141.39	159.50	139.18	157.12	168.37
固定资产	44.13	25.25	25.00	27.00	29.00	经纪业务手续费净收入	84.33	95.05	77.98	88.16	90.76
在建工程	2.65	2.20	2.20	2.50	3.00	投资银行业务手续费净收入	37.35	40.62	43.08	49.37	56.07
使用权资产	17.44	17.59	16.80	17.00	17.50	资产管理业务手续费净收入	15.45	17.92	12.12	13.19	14.94
无形资产	24.25	13.91	14.00	14.50	15.00	利息净收入	56.91	55.91	47.98	53.37	56.86
商誉	6.00	0.21	0.21	0.21	0.21	利息收入	144.96	157.53	151.31	162.44	177.41
递延所得税资产	17.62	18.45	15.37	15.99	16.86	减: 利息支出	88.05	101.62	103.33	109.07	120.55
投资性房地产		9.73	9.62	9.62	9.62	投资净收益	87.99	116.19	68.64	95.35	115.24
其他资产	19.60	15.48	15.50	15.70	16.00	其中: 对联营企业和合营企业	1.56	5.39	7.20	8.06	8.87
资产总计	7028.99	7912.73	8767.69	9998.34	11124.98	公允价值变动净收益	4.33	3.59	15.00	10.00	5.00
						汇兑净收益	0.62	-0.72	1.20	-0.63	-0.20
负债:						其他收益	6.07	5.95	7.57	6.62	6.55
短期借款	82.78	43.41	59.71	79.14	83.34	其他业务收入	54.47	87.47	127.44	140.53	145.68
应付短期融资款	487.24	460.21	368.17	460.21	552.25	资产处置收益	0.22	0.29	0.00	0.00	0.00
拆入资金	138.11	121.09	78.71	98.39	118.06	营业支出	202.49	235.37	258.17	281.13	292.51
交易性金融负债	480.94	474.90	702.85	716.91	774.26	营业税金及附加	1.69	1.91	1.85	1.96	2.04
衍生金融负债	55.26	97.53	99.48	107.44	116.03	管理费用	133.76	143.40	134.31	143.33	149.25
卖出回购金融资产款	1447.21	1648.84	1731.28	1869.78	1981.97	其他资产减值损失	0.00	0.01	0.25		
代理买卖证券款	1035.82	1010.26	1119.58	1305.66	1436.22	信用减值损失	13.12	3.41	-4.00	-2.00	-0.75
代理承销证券款	3.48	4.71	5.33	5.33	5.33	其他业务成本	53.92	86.65	125.76	137.84	141.97
应付职工薪酬	75.69	84.24	83.95	95.00	104.48	营业利润	149.51	192.80	148.83	181.24	205.00
应交税费	24.50	25.62	19.13	21.73	23.38	加: 营业外收入	0.15	0.39	0.35	0.37	0.38
应付款项	761.77	1128.44	1466.97	1759.99	1997.25	减: 营业外支出	0.95	2.07	1.12	0.52	0.52
长期借款	14.92					利润总额	148.72	191.12	148.06	181.09	204.86
应付债券	916.92	1267.67	1457.82	1822.28	2186.73	减: 所得税	31.35	38.10	32.00	35.90	36.71
递延所得税负债	1.39	1.11	0.98	0.81	0.89	净利润	117.37	153.03	116.06	145.19	168.15
预计负债	0.89	2.26	1.13	1.19	1.26	减: 少数股东损益	6.15	2.89	1.74	1.47	1.36
其他负债	20.15	16.67	24.94	23.37	21.88	归属于母公司所有者的净利润	111.22	150.13	114.32	143.73	166.79
负债合计	5566.61	6406.36	7220.03	8367.21	9403.35	加: 其他综合收益	-12.62	-3.16	-5.24	-6.69	-3.70
所有者权益:						综合收益总额	104.75	149.86	110.82	138.50	164.45
股本	89.08	89.08	89.07	89.07	89.07	减: 归属于少数股东的综合收益	3.09	1.99	1.55	1.94	2.30
其它权益工具	110.72	110.72	110.72	110.72	110.72	归属于母公司普通股股东综合收益	101.66	147.87	109.27	136.56	162.15
其中: 优先股											
永续债	99.43	99.43	99.43	99.43	99.43						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	国泰君安（601211）：顺势而为，力求突破——国泰君安 2022 中报业绩快报点评	2022-07-25
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：产险增长韧性十足，保险板块估值修复有望延续	2022-09-19
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：负债端改革成效显现&利率趋势变化望助力保险板块估值修复	2022-09-12
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：权益投资重要性凸显，行业中期业绩分化	2022-09-05
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：自有资金投资类业务表现再度成为证券板块中期业绩胜负手	2022-08-29
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：证券板块持续调整后估值已在低位，建议重点关注	2022-08-21
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：流动性仍存改善空间，关注资本市场核心指标变化	2022-08-15
行业普通报告	非银行金融行业跟踪：保险资管新规落地，行业马太效应有望持续增强	2022-08-08
行业普通报告	证券行业：券商公募基金销售保有规模持续增长——2022Q2 基金保有量数据点评	2022-08-01

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘嘉玮

武汉大学学士, 南开大学硕士, “数学+金融”复合背景。四年银行工作经验, 七年非银金融研究经验, 两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员; 2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

高鑫

经济学硕士, 2019年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526