

方正证券研究所证券研究报告

国泰君安(601211)

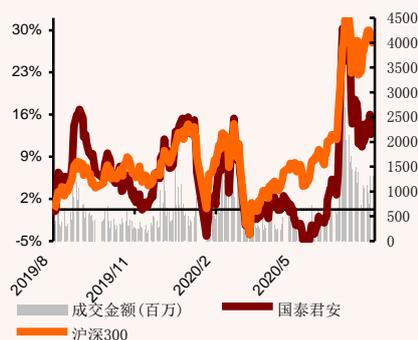
公司研究

非银金融行业

公司财报点评

2020.08.12/推荐(维持)

高级分析师：左欣然
执业证书编号：S1220517110001
E-mail zuoxinran@foundersec.com

历史表现：


数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

- 《投资拖累，数字化重构助推财富管理转型》
2020.04.30
- 《业务均衡发展，龙头地位继续稳固》
2020.03.25
- 《个人转型机构突破，业务全面增长》
2019.08.23

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：

公司 2020 年 8 月 12 日发布中报，2020H1 实现归母净利润 55 亿元 (YoY+9%)，营业收入 158 亿元 (YoY+12%)，EPS 0.58 元/股，ROE 4.16%，经调整杠杆率 2.67 倍。分业务来看，2020H1 公司经纪业务、投行业务、资管业务、投资业务、信用业务分别实现营业收入 37 亿元 (YoY+16%)、12 亿元 (YoY+10%)、7 亿元 (YoY-17%)、41 亿元 (YoY-11%)、29 亿元 (YoY+12%)，其中 2 季度疫情缓和后市场风险偏好的提升以及流动性改善带来的市场交易量、两融的扩容是公司上半年盈利提升的主要原因。

点评：

经纪业务受益市场交投情绪改善，加大金融科技投入助力财富管理转型。上半年两市股票交易额 89 万亿元 (YoY+28%)，受益于市场交投情绪活跃度提升，公司上半年累计实现代理买卖证券业务净收入 37 亿元 (YoY+16%)，其中代销金融产品收入实现高增长，20H1 实现代销金融产品净收入 7600 万元 (YoY+11%)；公司坚定从传统交易中介向财富管理转型，专门设立财富管理委员会，同时持续优化以君弘 APP 为核心的数字化财富管理平台，加大科技投入优化客户体验提升财富管理客户粘性，截至 6 月末该 APP 月活 478 万户、较去年末提升 16%，未来将突出线上线下一体化的财富管理服务平台，有望充分受益于国内财富管理理念升级带来的客户可投资资产扩容。

市场回暖驱动投资收益降幅较 Q1 收窄，机构客户交易是未来发展重点。公司投资业务上半年负增长主要受 Q1 市场大幅波动影响，Q1 投资业务收入 (含公允价值变动) 0.83 亿元 (YoY-96%)，Q2 在疫情缓和后市场风险偏好回暖的背景下投资业务收益显著改善，Q2 单季实现投资收益 40 亿元，较 Q1 环比提升 4864%，上半年累计实现投资业务收入 41 亿元 (YoY-11%)，降幅较 Q1 显著收窄；公司在投资业务上注重发展衍生品等机构客户交易非方向性业务，客需业务加速发展，截至 6 月末，衍生品累计新增名义本金 2308 亿元，YoY+133%，未来有望随投资资产规模提升而稳步贡献收益。

投行业务积极补股权短板，股、债承销规模双增。公司积极在投行业务尤其是股权承销上布局补强短板，着力推进 IPO 业务，承销业务规模高增长，20H1 公司实现 IPO 承销 25 亿元 (YoY+48%)，再融资承销 280 亿元 (YoY+32%)，债券承销规模 2666 亿元 (YoY+57%)；8 月首批创业板注册制项目将完成发行，预计将进一步推动下半年公司投行业务收入增成。

两融稳定扩容，利息收入高增长。公司两融业务积极培育机构客户及高净值客户的多空交易、杠杆交易需求，已形成“平台、策略、券源、系统”四位一体的融券业务模式，实现两融余额持续扩容带动两融利息收入高增长，截至6月末公司两融余额693亿元，较上年末增加10%，市场份额6%，其中融券受益于公司打造的一体化融券撮合平台，增长更为显著，报告期末融券余额30亿元，较年初增加88%，下半年市场风险偏好提升，叠加前期流动性宽裕，创业板注册制在券源出借以及券商转融券业务上的政策支持，以及今年以来券商积极扩来自持资本中介业务发展，预计两融余额下半年维持1.3万亿以上高水平，公司利息收入有望大幅增厚。

限制性股票激励计划出台，市场化机制打开公司未来发展空间。公司6月7日推出限制性股票激励计划，拟以自有资金回购4450万股-8900万股用于激励包括公司执行董事、高级管理人员和其他核心业务骨干在内的446名员工，占公司当前总股本的0.5%-1%，逆回购金额不超过21.7亿元，解除限售的条件侧重盈利能力、金融科技投入、以及合规风控能力的考核，7月17日公司按照此前股票激励计划上限完成整个回购；此次限制性股票激励计划有助于实现对核心团队的长期激励与约束，绑定员工与公司利益，将进一步打开公司未来的发展空间。

资本市场改革深化，龙头券商更受益。公司上半年业绩增长更多归因于市场交投情绪回暖以及风险偏好提升带来的市场交易量、两融余额的扩容，中长期来看，公司作为传统龙头券商，业务体系全面均衡，资本金规模、风险控制、综合金融服务能力显著，在监管层支持资本市场改革、提高直接融资占比的时代大背景下，有望充分享受政策红利，同时公司更换管理层后注重补足再股权融资上的短板，预计投行业务2020年下半年将享受创业板注册制等带来的投行业务收入增成，进一步提升公司整体竞争力与市场份额；预测公司2020年PB估值为1.13倍，维持“推荐”评级。

风险提示：

资本市场改革力度不及预期、疫情情况反复、市场大幅波动交投情绪反复

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	29949	35123	42158	51649
(+/-) (%)	32%	17%	20%	23%
净利润	9051	10602	12964	16284
(+/-) (%)	28%	17%	22%	26%
EPS(元)	0.90	1.14	1.39	1.74
P/B	1.18	1.13	1.08	1.02

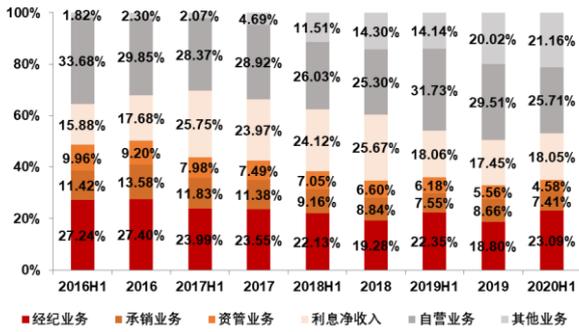
数据来源：wind 方正证券研究所

图表1: 公司 2020H1 经营情况

公司业务详情 (百万元)	2018H1	2019H1	2020H1
公司业务总览			
归母净利润	4009.0	5020.1	5453.7
YoY	-15.71%	25.22%	8.64%
净利润市占率	12.83%	8.01%	6.89%
营业收入	11460.5	14095.0	15811.9
YoY	3.21%	22.99%	12.18%
EPS	0.43	0.54	0.58
ROE (%)	3.27%	4.03%	4.16%
经调整杠杆率	1.75	2.24	2.67
经纪业务			
经纪业务净收入	2536.2	3150.3	3651.3
YoY	-4.81%	24.21%	15.90%
营收行业占比	6.97%	7.10%	6.98%
投行业务			
投行业务净收入	1049.7	1064.3	1171.5
YoY	-20.07%	1.38%	10.07%
营收行业占比	6.48%	5.38%	5.27%
IPO	2869	1710	2526
再融资	68194	30076	40774
债券承销	91163	172177	266570
资管业务			
资管业务净收入	807.7	870.4	723.8
YoY	-8.86%	7.76%	-16.85%
营收行业占比	5.82%	6.84%	5.06%
投资业务			
投资收益	3897.9	3775.9	3322.6
公允价值变动	-820.9	838.9	771.6
总投资收益	3076.9	4614.8	4094.2
YoY	-2.80%	49.98%	-11.28%
营收行业占比	10.41%	7.44%	5.83%
信用业务			
利息净收入	2764.5	2544.9	2853.9
YoY	-3.31%	-7.94%	12.14%
营收行业占比	24.48%	11.10%	10.35%

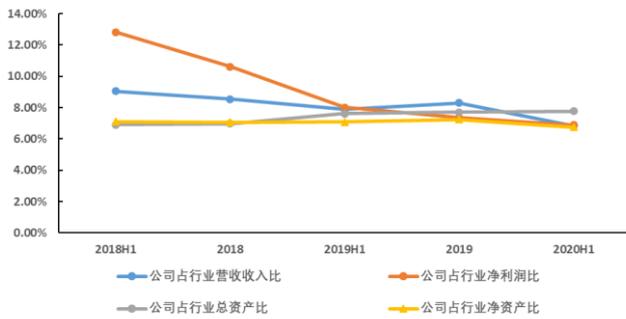
资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表2: 公司业务结构情况



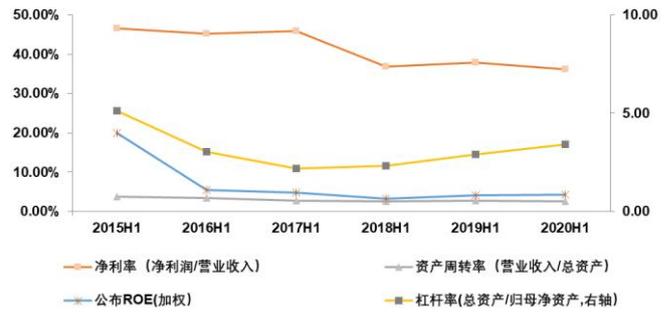
资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表4: 公司行业地位情况



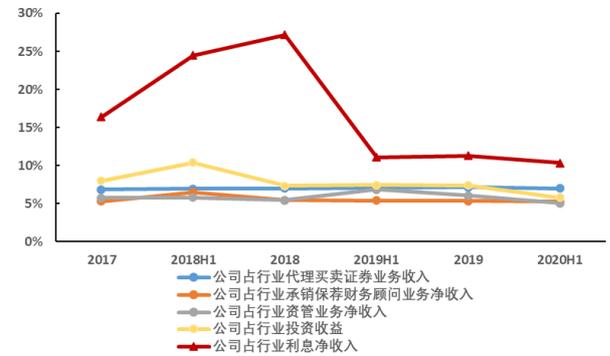
资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表3: 公司盈利能力分析



资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

图表5: 公司主营业务行业占比



资料来源: Wind, 公司公告, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	29949	35123	42158	51649
手续费及佣金净收入	10286	13685	16509	20816
其中：证券经纪业务净收入	5630	8421	10404	13525
投资银行业务净收入	2593	3164	4007	5103
受托客户资产管理业务净收入	1665	1521	1404	1318
利息净收入	5227	5967	7083	8555
投资收益	7311	9678	11614	13937
公允价值变动	1700	0	0	0
其他业务收入	4827	5792	6951	8341
二、营业支出	18490	21703	25747	31037
营业税金及附加	137	176	211	258
业务及管理费	11594	14400	17285	21176
信用减值损失	2050	1500	1500	1500
其他业务成本	4689	5627	6752	8103
三、营业利润	11459	13420	16410	20612
减：所得税费用	2393	2818	3446	4329
五、净利润	9051	10602	12964	16284
归属于母公司股东的净利润	8637	10117	12370	15538
归属母公司所有者权益	137501	143218	150286	159255
每股收益（摊薄）	0.90	1.14	1.39	1.74
每股净资产（摊薄）	15.44	16.08	16.87	17.88
P/E	20.17	15.98	13.07	10.41
P/B	1.18	1.13	1.08	1.02

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com