

强烈推荐-A (维持)

国泰君安 601211.SH

目标估值: 22.93-22.93 元

当前股价: 16.32 元

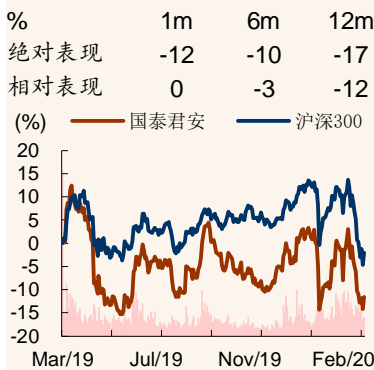
2020年03月24日

资产经营积极有为, 客户经营成效显著

基础数据

上证综指	2722
总股本(万股)	890795
已上市流通股(万股)	751612
总市值(亿元)	1454
流通市值(亿元)	1227
每股净资产(MRQ)	15.4
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	73.9%
主要股东	上海国有资产经营有
主要股东持股比例	21.34%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国泰君安(601211)——综合实力保持领先, 自营成绩亮眼》2019-09-02
- 2、《国泰君安(601211)——低估值、一利润超预期, 享受行业景气度大幅提升》2019-04-28
- 3、《国泰君安(601211)——经营稳健, 实力全面, 未来价值持续增长》2018-08-26

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

刘淇

liuqi9@cmschina.com.cn
S1090519080005

研究助理

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

2019年, 国泰君安实现营业收入299亿, 同比+32%; 归母净利润86亿, 同比+29%; 扣非后归母净利润82亿, 同比+41%; 归母净资产1375亿元, 较上年末+11%。公司全年ROE 6.75%, 同比提升1.33PCT。每10股分配现金红利3.9元(含税)。

□ **总体概览: 2019年公司经营业绩实现稳健增长, 我们认为主要有三方面因素: 1、主动把握市场机遇, 优化年度风险偏好政策。总体杠杆倍数由2.69倍提升至3.13倍, 交易性金融资产占比由38%提升至41%。2、加快推进企业机构客户和零售客户服务体系建设。公司多项核心业务市占率出现上升。3、公司年度平均负债成本由3.95%下降至3.51%, 进一步改善了盈利状况。此外, 由于去年确认了国联安基金51%股权的处置收益基数相对较高, 净利润同比增速弱于行业, 这也是归母净利润与扣非后归母净利润增速差异较大的原因。**

□ **收费类业务: 净佣金率处于相对高位, 投行业务总体市占率提升**

1、**经纪业务收入56亿, 同比+29%**。股基交易量市占率4.8%, 较2018年降23BP; 净佣金率为3.5%, 同比增0.1BP。得益于优质客户基础, 公司净佣金率水平显著高于行业平均。

2、**投行业务收入26亿, 同比+29%**。IPO规模75亿, 同比+160%, 市占率2.9%, 较2018年增86BP; 再融资规模1051亿, 同比+11%, 市占率8.2%, 较2018年降63BP; 债承规模5088亿, 同比+65%, 市占率7.1%, 较2018年增131BP。

3、**资管业务17亿, 同比+11%**。资管新规下公司主动调整结构, 总体规模6974亿, 同比-7%。由于主动管理占比提升, 费率有所增长。

□ **资金类业务: 积极稳健把握市场机遇, 主动扩张规模, 收益率有所上行**

1、**投资业务收益88亿, 同比+54%**。总投资资产收益率(扣利息成本)5.4%, 较2018年上升54BP。在良好的市场状况下, 公司交易性金融资产规模同比+39%。从类别上看固收类增加41%, 权益类增加33%。此外, 据我们测算, 截至去年底公司科创板跟投净盈利约2.3亿元, 最新净盈利约3.5亿元。

2、**利息净收入52亿, 同比-10%**。其中, 两融余额632亿, 同比+39%, 市占率6.2%, 较2018年增18BP; 两融利差较2018年减少12BP至4.9%。股票质押规模304亿, 同比-21%亿, 市占率7.0%, 较2018年增84BP; 股票质押业务利差较2018年增118BP至3.0%。履约保障比例维持在260%, 风险可控。

□ **投资建议: 维持强烈推荐-A评级。在目前资本市场深化改革和上海金融发展改革的双重政策红利背景下, 看好公司依托优质的客户经营能力和积极有为的资产经营能力, 实现跑赢大市、优于同业的业绩表现, 盈利能力和行业地位不断增强。预计公司20/21/22年净利润分别为104亿/124亿/147亿, 同比+21%/+19%/+18%。我们给予公司1.5倍2020年PB估值, 目标价22.93元, 空间+40%。**

□ **风险提示: 权益市场大幅波动、创新政策低于预期、监管政策明显趋严、同业竞争加剧。**

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	22719	29949	34973	40431	46418
同比增长	-5%	32%	17%	16%	15%
营业利润(百万元)	9288	11459	13903	16566	19531
同比增长	-31%	23%	21%	19%	18%
净利润(百万元)	6708	8637	10417	12439	14674
同比增长	-32%	29%	21%	19%	18%
每股收益(元)	0.77	0.97	1.17	1.40	1.65
PE	21.2	16.8	14.0	11.7	9.9
PB	1.27	1.20	1.07	0.94	0.83

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 损益表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22,719	29,949	34,973	40,431	46,418
手续费及佣金净收入	8,219	10,286	11,764	12,597	15,441
其中: 经纪收入	4,380	5,630	7,049	7,733	8,581
证券承销收入	2,009	2,593	2,546	2,400	2,838
资产管理收入	1,500	1,665	1,634	1,928	3,484
利息净收入	5,832	5,227	7,640	10,601	13,166
投资收益	7,079	7,311	8,703	11,283	11,168
对联营合营企业投资收益	128	174	196	147	243
公允价值变动	(1,203)	1,700	928	(527)	(477)
营业支出	13,431	18,490	21,070	23,865	26,887
营业税金及附加	152	137	160	185	212
信用减值损失	976	2,050	1,399	809	928
业务及管理费用	10,240	11,594	14,301	17,161	19,459
营业利润	9,288	11,459	13,903	16,566	19,531
利润总额	9,268	11,445	13,886	16,546	19,508
所得税	2,198	2,393	2,904	3,460	4,079
净利润	7,070	9,051	10,982	13,086	15,429
少数股东损益	362	414	565	647	754
归属于母公司股东的净利润	6,708	8,637	10,417	12,439	14,674

资料来源: wind、招商证券

表 2: 资产负债表

单位:百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
银行存款	88,146	120,651	143,238	167,347	188,316
其中: 客户存款	67,797	95,398	119,365	139,456	156,930
公司存款	20,349	25,253	23,873	27,891	31,386
结算备付金	12,703	11,596	18,575	21,418	22,449
其中: 客户备付金	9,696	7,136	15,789	18,205	19,082
公司备付金	3,007	4,460	2,786	3,213	3,367
投资资产	193,635	266,836	285,679	295,570	306,238
其中: 交易性金融资产	137,682	189,022	204,852	211,579	218,925
其它债权投资	39,167	60,267	63,280	66,444	69,766
其他权益工具投资	16,786	17,547	17,547	17,547	17,547
存出保证金	7,553	12,975	15,274	18,917	21,956
融出资金	53,655	72,088	88,357	97,525	117,090
买入返售资产	61,118	53,940	67,322	78,653	88,508
长期股权投资	2,628	2,459	2,581	2,711	2,846
固定资产(含在建工程)	3,560	3,499	3,490	3,455	3,434
资产总计	436,729	559,314	625,189	680,027	780,370
交易性金融负债	33,277	44,287	58,940	78,441	104,394
代理买卖证券款	66,022	82,886	112,168	129,046	142,846
应付职工薪酬	4,985	5,685	7,013	8,415	9,542
负债总计	303,056	413,220	462,012	498,338	576,862
股本	8,714	8,908	8,908	8,908	8,908
资本公积	43,716	46,209	46,209	46,209	46,209
一般风险准备	15,481	17,497	18,595	19,904	21,447
盈余公积	7,176	7,173	7,173	7,173	7,173
未分配利润	38,070	41,336	44,615	48,547	53,193
归属于母公司所有者权益合计	123,450	137,501	152,296	169,976	190,838
少数股东权益	10,223	8,592	10,881	11,713	12,670
股东权益合计	133,673	146,094	163,176	181,689	203,508
负债和股东权益总计	436,729	559,314	625,189	680,027	780,370

资料来源: wind、招商证券

图 29 国泰君安历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 30 国泰君安历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。