

投资评级 优于大市 维持

归母净利润同比+9%，自营投资收益小幅下滑

股票数据

08月12日收盘价(元) 18.15
 52周股价波动(元) 15.65-22.20

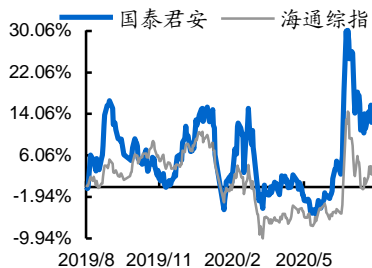
股本结构

总股本(百万股) 8908
 流通A股(百万股) 7516
 B股/H股(百万股) 0/1392

相关研究

《扣非净利润增41%，各项业务稳步增长》2020.03.25

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.1	14.1	13.9
相对涨幅(%)	-7.9	-2.0	-3.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

证书:S0850516060001

联系人:任广博

Tel:(010)56760090

Email:rgb12695@htsec.com

投资要点: 公司经纪业务收入市占继续保持行业前列; 着力推进 IPO 业务, 整体竞争力稳中有升; 主动管理占比显著提升。合理价值区间为 22.11-25.26 元, 维持“优于大市”评级。

- 【事件】国泰君安 2020 年上半年实现营收 158 亿元, 同比+12%; 归母净利润 54.5 亿元, 同比+8.6%; 对应 EPS 0.58 元, ROE 4.2%; 经纪/承销/资管/利息/投资收益分别占营业收入 23%、7%、5%、18%、26%。净利润同比小幅上升主要是由于受市场回暖影响各项业务稳步增长; 但公司业绩增幅小于同业, 我们认为主要是由于公司一季度投资净收益(含公允价值)同比下滑 96%, 拖累上半年整体经营情况。

- 【财富管理业务优化组织架构、加快转型升级, 客户结构持续优化。】2020 年上半年经纪业务实现收入 37 亿元, 同比+16%。股基交易额 8.9 万亿元, 市场份额 4.69%。代理买卖证券收入保持行业第一。代销金融产品净收入同比+11%。两融余额 693 亿元, 较上年末+10%。2020 年上半年末, 公司手机终端君弘 APP 用户 3,518 万户、较上年末增长 5.8%, 月活 478 万户、较上年末增长 16%。个人金融账户数 1,432 万户, 较上年末增长 5.8%。富裕客户及高净值客户较上年末分别增长 10.8%和 12.8%。

- 【着力推进 IPO 业务, 承销规模快速增长, 项目储备显著增加。】2020 年上半年投行业务收入 12 亿元, 同比+10%。股权业务承销规模同比+33%, 债券业务承销规模同比+57%。股权主承销规模 305 亿元, 排名第 5; 其中 IPO 3 家, 募资金额 25 亿元; 再融资 17 家, 承销规模 280 亿元。债券主承销规模 2666 亿元, 排名第 3; 企业债、公司债承销规模达 87、807 亿元。IPO 储备项目 113 家, 排名第 10, 其中主板 18 家, 中小板 5 家, 科创板 25 家, 创业板 13 家, 精选层 5 家。

- 【主动管理占比提升, 月均主动管理规模行业第二。】2020 年上半年资管业务实现收入 7.2 亿元, 同比-17%。公司聚焦主动管理, 持续推进业务模式转型升级, 主动管理能力稳步提升。2020 年上半年, 公司完成 2 只大集合改造, 并启动了公募资格申报工作。截至 20 年 6 月末受托资管规模 6432 亿元, 较年初-8%, 其中主动管理规模约 4036 亿元, 较上年末-4%, 占比 63%, 同比增加 10 个百分点。国泰君安资管主动管理资产月均规模排名行业第 2 位。

- 【受一季度自营投资同比大幅下滑影响, 上半年自营投资收入小幅下滑。】2020 年上半年公司投资净收益(含公允价值)41 亿元, 同比-9%; 二季度投资净收益(含公允价值)39.85 亿元, 同比+82%。2020 年上半年, 公司自营投资准确把握大类资产配置机遇, 坚持发展低风险、非方向性业务。

- 【投资建议】我们预计公司 2020-2022E 年每股净利润分别为 1.16、1.30、1.43 元, 每股净资产分别为 15.79、16.78、17.91 元。参考可比公司估值水平, 以及考虑到公司债券承销优势明显, 经纪收入市场份额居前, 我们给予其 2020 年 1.4-1.6x P/B, 对应合理价值区间为 22.11-25.26 元, 维持“优于大市”评级。

- 【风险提示: 市场持续低迷导致公司业务规模下滑, 市场监管进一步加强。】

主要财务数据及预测

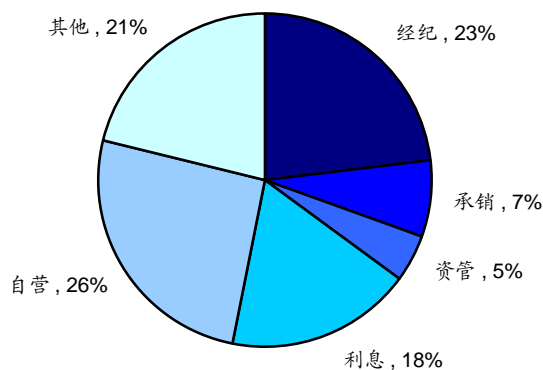
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22718	29941	32200	34328	36101
(+/-)YoY(%)	-5%	32%	8%	7%	5%
净利润(百万元)	6707	8629	10370	11545	12697
(+/-)YoY(%)	-32%	29%	20%	11%	10%
每股净利润(元)	0.75	0.97	1.16	1.30	1.43
每股净资产(元)	14.17	15.78	15.79	16.78	17.91

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

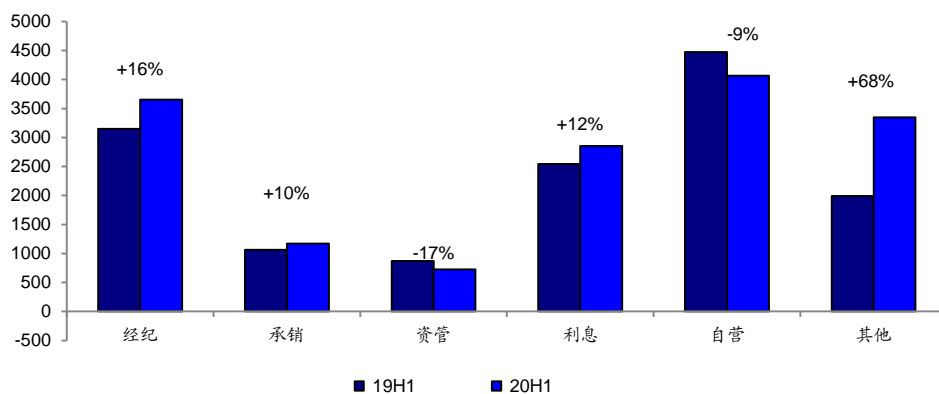
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 国泰君安 2020 年上半年收入结构



资料来源：公司 2020 年半年报，海通证券研究所

图2 国泰君安 2020 年上半年各业务收入同比变化情况（百万元）



资料来源：公司 2019、2020 年半年报，海通证券研究所

表 1 国泰君安盈利预测 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一、营业收入	22718	29941	32200	34328	36101
手续费	8219	10286	12799	13489	14531
经纪收入	4380	5630	8225	8252	8292
投行收入	2009	2593	2786	3405	4276
资管收入	1500	1665	1488	1517	1632
利息净收入	5832	5227	5787	6600	6941
投资净收益	7079	7311	8014	8390	8673
联营合营企业	128	174	10	9	8
资产处置收益	1	8			
公允价值变动净收益	-1203	1700			
汇兑净收益	6	-65			
其他收益	698	655	600	600	600
其他业务收入	2086	4827	5000	5250	5355
资产处置收益			20	1	1
二、营业支出	13431	18490	18254	19002	19426
营业税及附加	152	137	154	164	173
管理费用	10240	11594	12880	13388	13718
资产减值损失	1	2050			
信用减值损失	976	21	220	200	180
其他业务成本	2061	4689	5000	5250	5355
三、营业利润	9287	11451	13946	15326	16675
加: 营业外收入	54	32			
减: 营业外支出	73	47			
四、利润总额	9268	11436	13946	15326	16675
减: 所得税	2198	2393	3076	3381	3678
五、净利润	7069	9043	10870	11945	12997
减: 少数股东损益	362	414	500	400	300
归属于母公司所有者的净利润	6707	8629	10370	11545	12697
六、每股收益 (元)	0.75	0.97	1.16	1.30	1.43

资料来源: 公司历年财报, 海通证券研究所

表 2 国泰君安资产负债表 (百万元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	88146	120651	153652	160139	165173
其中: 客户资金存款	67797	95398	123705	126179	128703
结算备付金	12703	11596	14543	13212	13680
其中: 客户备付金	9696	7136	9254	9439	9627
融出资金	53655	72088	72600	74778	77021
交易性金融资产	137682	189022	227235	234648	242539
衍生金融资产	648	550	550	550	550
买入返售金融资产	61118	53940	49676	51646	53819
应收款项	7154	5689	5689	5689	5689
存出保证金	7553	12975	19086	20040	21042
其他债权投资	39167	60267	60921	62908	65024
其他权益工具投资	16786	17547	17737	18316	18932
长期股权投资	2628	2459	2581	2711	2846
固定资产	3560	3499	4945	5440	5984
在建工程	271	1255	263	289	318
使用权资产		2160	2201	2422	2664
无形资产	2258	2340	2621	2883	3172
商誉	581	600	660	726	798
递延所得税资产	1289	1251	1677	1845	2030
其他资产	1531	1424	1805	1986	2184
资产总计	436729	559314	638444	660227	683464
短期借款	8279	10311	12000	12360	12731
应付短期融资款	7045	17424	23224	23920	24638
拆入资金	10163	9489	7644	7873	8109
交易性金融负债	33277	44287	53610	55218	56874
衍生金融负债	256	1359	3614	3722	3834
卖出回购金融资产款	70559	126017	134436	138469	142623
代理买卖证券款	66022	82886	107804	111038	114369
代理承销证券款	813	500	139	143	147
应付职工薪酬	4985	5685	5317	5477	5641
应交税费	1919	2274	1842	1897	1954
应付款项	28275	37034	56779	58482	60236
预计负债	86	82	85	87	90
长期借款	0	1492	1567	1614	1663
应付债券	68257	69574	72448	72448	72448
租赁负债	0	2364	2260	2327	2397
递延所得税负债	43	14	160	165	170
其他负债	3077	2430	5808	5982	6162
负债合计	303056	413220	488735	501224	514087
股本	8714	8908	8908	8908	8908
其他权益工具	11130	16130	11130	11130	11130
资本公积金	43716	46209	46209	46209	46209
其他综合收益	-838	249	1113	1936	2788
盈余公积金	7176	7173	8388	9742	11231
一般风险准备	15481	17497	19929	22637	25614
未分配利润	38070	41336	44940	48949	53705
归属于母公司所有者权益合计	123450	137501	140616	149511	159585
少数股东权益	10223	8592	9092	9492	9792
所有者权益合计	133673	146094	149709	159003	169377
负债及股东权益总计	436729	559314	638444	660227	683464

资料来源: 公司历年财报, 海通证券研究所

表 3 大型券商可比公司估值 (2020 年 8 月 12 日)

	股价	市值	P/E (倍)			P/B (倍)		
	(元)	(亿元)	2018	2019	2020E	2018	2019	2020E
中信建投	56.45	4316	139.8	78.5	67.1	10.14	9.26	7.29
广发证券	15.41	1174	27.3	15.6	14.2	1.38	1.29	1.22
中国银河	12.65	1282	44.4	24.5	22.7	1.94	1.81	1.70
申万宏源	5.54	1387	33.3	24.2	21.4	2.00	1.67	1.56
华泰证券	20.70	1879	37.3	20.9	18.3	1.82	1.53	1.44
国信证券	13.55	1302	32.3	26.5	20.0	2.75	2.54	1.73
招商证券	20.01	1681	38.0	23.1	20.9	2.56	2.40	1.69
东方证券	11.74	821	66.7	33.7	28.0	1.59	1.52	1.46
光大证券	21.64	998	965.7	175.7	39.2	2.11	2.10	2.02
平均			124.1	41.2	26.2	2.7	2.5	2.1

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中信银行,第一创业,兴业银行,杭州银行,中国太保,国金证券,光大证券,中国人寿,国泰君安,东吴证券,东方财富,汇丰控股,华安证券,中国银河,兴业证券,招商证券,中国银行,华泰证券,中原证券,中国平安,中国财险,中金公司,众安在线,中信建投,安信信托,中国太平,东方证券,南京银行,广发证券,国元证券

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司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。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。