

国泰君安

601211

审慎增持 (维持)

稳扎稳打，客源&业务规模均有所突破

2020年03月26日

相关报告

分析师:

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

S0190519070001

团队成员:

傅慧芳、陈绍兴、许盈盈、王尘、李英

投资要点

- **大比例计提减值导致利润端增速明显低于行业。**公司 2019 年营业收入、归母净利润分别同比增长 31.83%、28.76%。公司利润端弹性明显低于行业 (+84.77%)，主要源于本年度公司进一步夯实资产，整体计提减值规模较大。
- **经纪业务：增长动力来源于代买及代销，个人零售业务拓展显成效。**公司经纪业务净收入同比增长 28.53%，其中代理买卖证券及代销金融产品分别同比增长 33%、66%，席位租赁、期货经纪净收入同比增长 10%、4%。本年度公司富裕客户及高净值客户较上年末分别增长 34.7%和 28.0%，代销金融产品月均保有规模为 1619 亿元，较上年增长 13.9%。2020 年 3 月公司获得公募基金投资顾问业务试点资格，财富管理业务有望进一步突破。
- **资管业务：积极推进公募化改造，集合资管规模获得较快增长。**公司 2019 年资产管理业务收入同比增长 11.02%。截止 2019 年底，公司资产管理规模同比减少 7.1%，主要源于通道规模的减少。从结构来看定向资管同比减少 15%；集合资管同比增长 43%；专项资管同比增长 28%。2019 年公司完成 2 只大集合产品改造，集合资管规模获得较快增长。
- **投行业务：IPO 受益科创板落地，债承表现较佳。**2019 年公司投行业务收入同比增长 29.06%。根据 Wind 统计，公司 2019 年 IPO 承销金额市场份额为 2.94%，较 2018 年提升 0.85 pct；增发份额为 5.35%，较 2018 年下降 0.71pct。债权融资份额为 6.29%，较 2018 年提升 0.95pct。科创板落地背景下，公司全年共保荐 5 家科创板公司，发行规模占公司 IPO 发行规模的 73%。
- **投资业务：市场回暖自营端受益，客需端实现规模进一步增长。**2019 年公司投资业务净收入同比增长 53.36%，主要源于自营端金融资产特别是权益资产弹性释放。此外，客需端规模也有较大增长，其中场外权益衍生品业务累计新增名义本金 1186 亿元，同比增长 311%；FICC 领域包括利率期权、利率互换、债券通、外债回购等交易量均有显著提升。
- **信用业务：两融规模增长股质规模下降，维保比例均显著回升。**公司 2019 年利息净收入同比减少 10.38%，其中两融、股权质押收入分别同比下滑 7%、33%。从业务规模来看，截至 2019 年底融资融券余额较 2018 年末增长 38.9%；股票质押余额较 2018 年末减少 16.6%。由于市场的回暖，公司两融及股权质押业务的平均维保比例显著回升，分别为 279%、260%。
- **大额计提减值，进一步夯实资产。**公司 2019 年计提减值损失共 20.50 亿元，较 2018 年增加近 11 亿元。2019 年公司计提买入返售金融资产减值损失 10.38 亿元，主要源于公司对乐视网、千山药机等存在退市风险的标的全额计提减值；计提融出资金减值损失 7.65 亿元，主要为香港子公司孖展业务减值。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.17 元、1.26 元，2020 年 3 月 26 日收盘价对应的 PB 分别为 1.00 倍、0.94 倍、0.89 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：市场下行风险、成交额大幅回落、政策落地不达预期、行业竞争加剧风险、固收信用风险恶化、股权质押减值风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



报告正文

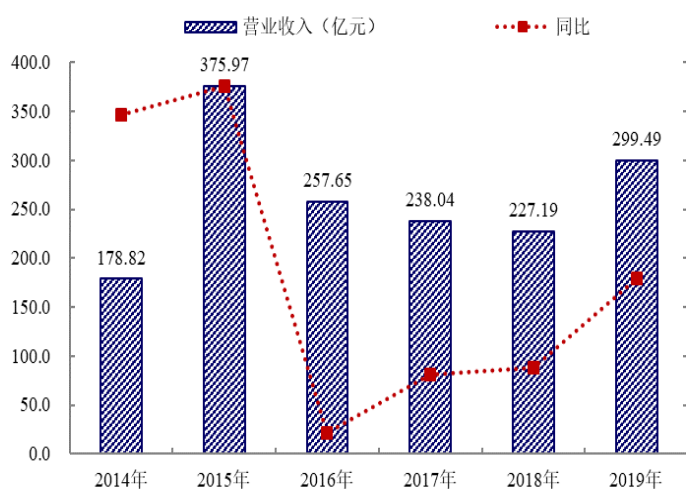
事件

公司发布 2019 年年报: 全年实现收入 299.49 亿元, 同比增长 31.83%; 归母净利润 86.37 亿元, 同比增长 28.76%, 对应 EPS 为 0.90 元/股, ROE 为 6.75%, 每股分红 0.39 元(含税)。

点评

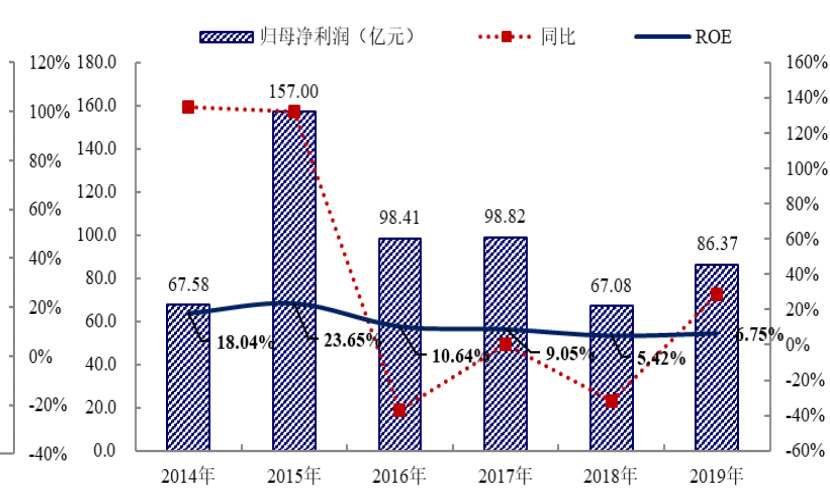
大比例计提减值导致利润端增速明显低于行业。公司 3 月 24 日晚发布 2019 年年报, 全年实现营业收入、归母净利润 299.49 亿元、86.37 亿元, 分别同比增长 31.83%、28.76%。公司利润端弹性明显低于行业(行业收入、利润端分别+35.37%、+84.77%), 主要源于本年度公司进一步夯实资产, 整体计提减值规模较大。公司全年 ROE 水平为 6.75%, 较 2018 年上升 1.33 pct, 好于行业平均水平(6.09%)。

图 1、公司营业收入规模及增速



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司归母净利润增速及净资产收益率



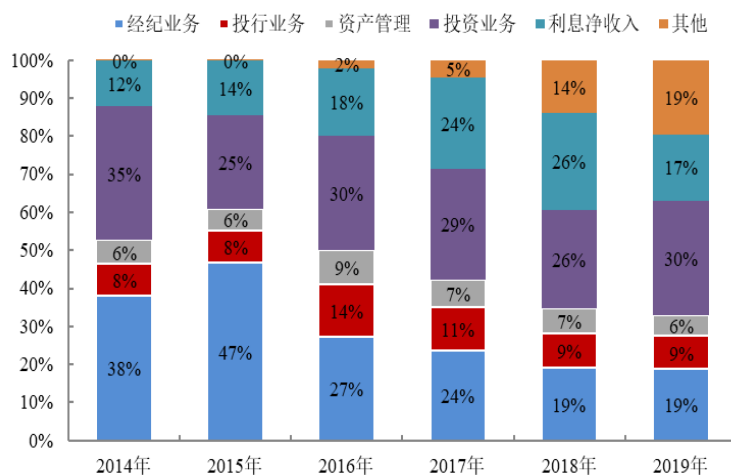
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

分业务来看, 经纪、资管业务表现好于行业, 利息净收入则有所下滑。从收入结构来看, 公司经纪、投行、资管、投资、利息及其他业务分别实现净收入 56.30 亿元、25.93 亿元、16.65 亿元、90.11 亿元、52.27 亿元、58.23 亿元, 分别同比增减+28.53%、+29.06%、+11.02%、+53.36%、-10.38%、+86.55%。相比于本年度行业整体各业务表现(经纪+26.34%、投行+30.46%、资管+0.06%、投资+52.65%、利息+115.81%、其他-1.38%), 公司经纪、资管业务表现好于行业, 投行增速略低于行业, 利息净收入则有所下滑。公司其他业务大幅增长主要来源于低利润率的大宗商品交易量的增长。公司 2019 年经纪、投行、资管、投资、利息、其他业务占营收的比例分别为 19%、9%、6%、30%、17%、19%, 分别同比增减 0pct、0pct、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

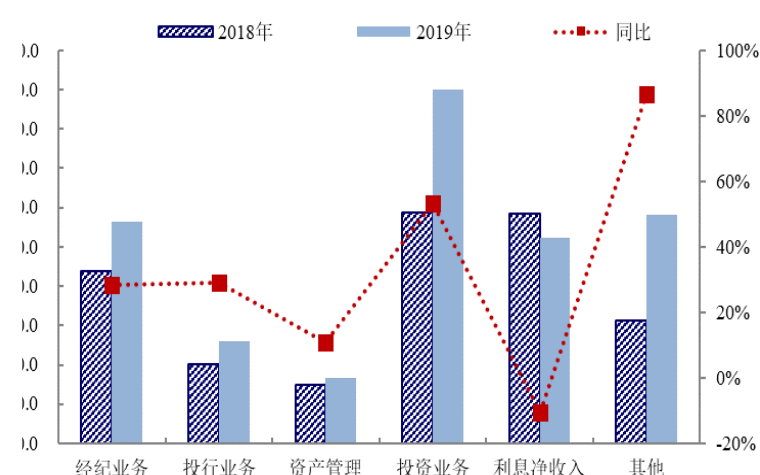
-1pct、+4pct、-9pct、+5pct, 投资及其他业务收入比例上升。

图 3、2014-2019 年公司分项业务收入结构



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、2018、2019 年公司分项业务营收(亿元)及增速

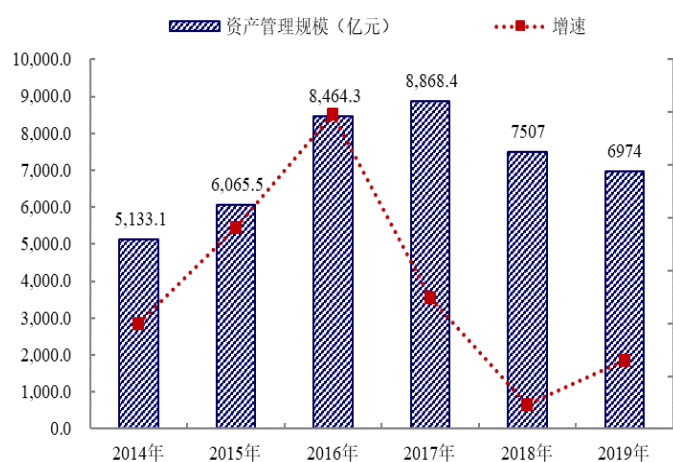


数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

经纪业务: 增长动力来源于代买及代销, 个人零售业务拓展显成效。受 2019 年交投活跃度提升影响, 公司股基交易额合计约 13.2 万亿, 同比增长 30%。从收入口径来看, 公司经纪业务净收入同比增长 28.53%, 其中代理买卖证券及代销金融产品增长较快, 分别同比增长 33%、66%, 席位租赁、期货经纪净收入同比增长 10%、4%。由此可见, 2019 年公司在个人零售经纪领域取得一定成效。本年度公司深入推进财富管理转型, 优化客户分类分级服务, 富裕客户及高净值客户较上年末分别增长 34.7%和 28.0%, 代销金融产品月均保有规模为 1619 亿元, 较上年增长 13.9%。2020 年 3 月公司获得公募基金投资顾问业务试点资格, 财富管理业务有望获进一步突破。

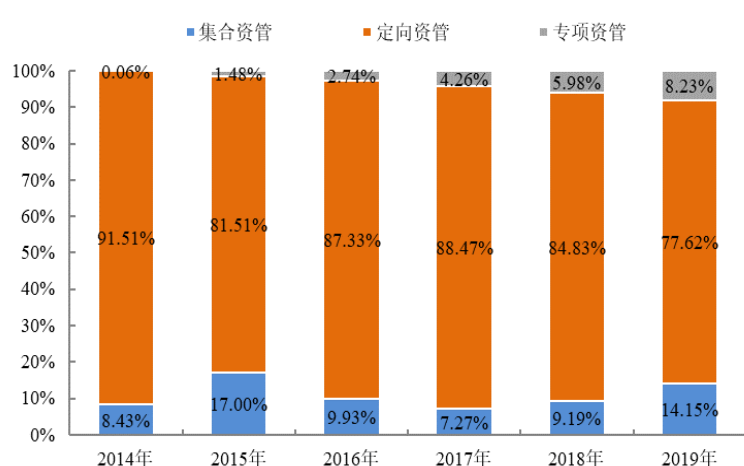
资管业务: 积极推进公募化改造, 集合资管规模获得较快增长。公司 2019 年资产管理业务收入同比增长 11.02%。截止 2019 年底, 公司资产管理规模为 6974 亿元, 同比减少 7.1%, 主要源于通道规模的减少。其中主动管理资产规模 4200 亿元, 同比增长 35.2%, 主动管理占比提升至 60.2%, 较 2018 年提升 19 pct。从结构来看, 公司定向资管规模为 5413 亿元, 同比减少 15%; 集合资管规模为 987 亿, 同比增长 43%; 专项资管规模为 574 亿元, 同比增长 28%。2019 年公司首批获得大集合产品公募改造试点资格并完成 2 只大集合产品改造, 集合资管规模获得较快增长。

图 5、公司资产管理规模变动情况



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

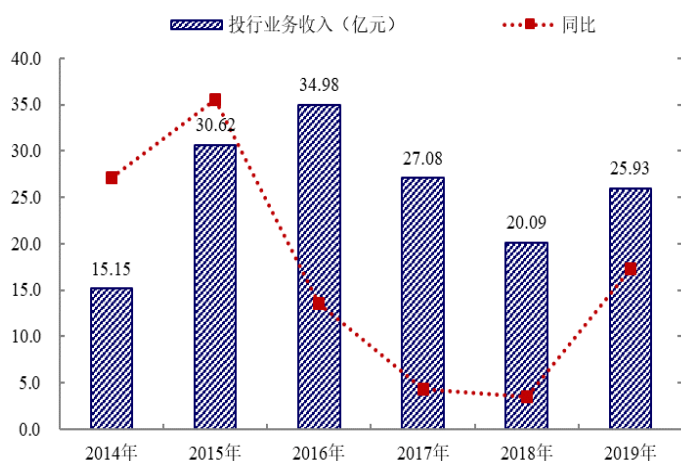
图 6、2014~2019 年公司资产管理业务结构



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

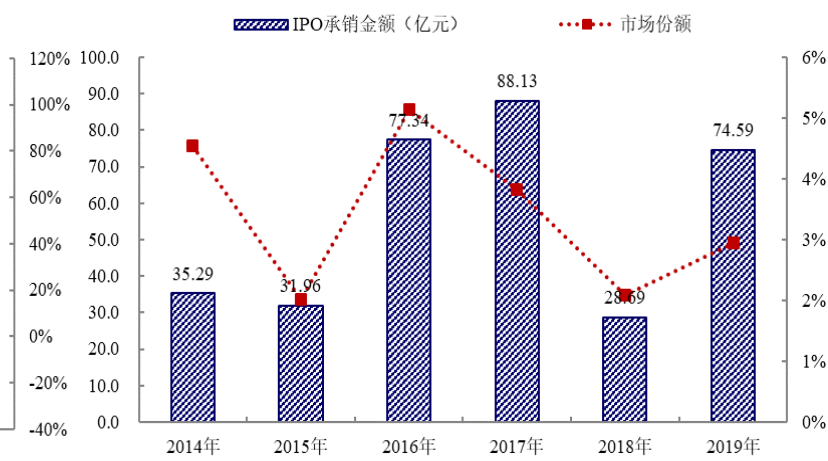
投行业务：IPO 受益科创板落地，债承表现较佳。2019 年公司投行业务收入同比增长 29.06%。根据 Wind 统计，公司 2019 年 IPO 承销金额为 74.59 亿元，市场份额为 2.94%，较 2018 年提升 0.85 pct，排名行业第 7；增发承销金额 364.77 亿元，市场份额为 5.35%，较 2018 年下降 0.71pct，排名行业第 6。债权融资承销金额为 4597.47 亿元，市场份额为 6.29%，较 2018 年提升 0.95pct，排名行业第 4。科创板落地背景下，公司全年共保荐 5 家科创板公司，发行规模为 54.10 亿元，占公司 IPO 发行规模的 73%。

图 7、公司投行业务收入变动情况



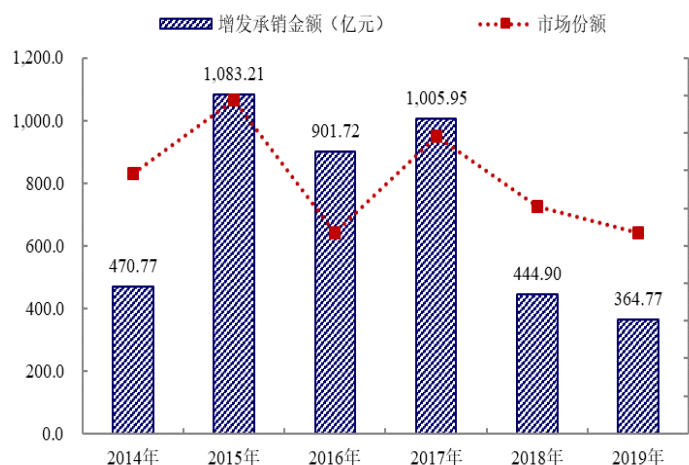
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2014~2019 年公司 IPO 承销金额及市占率



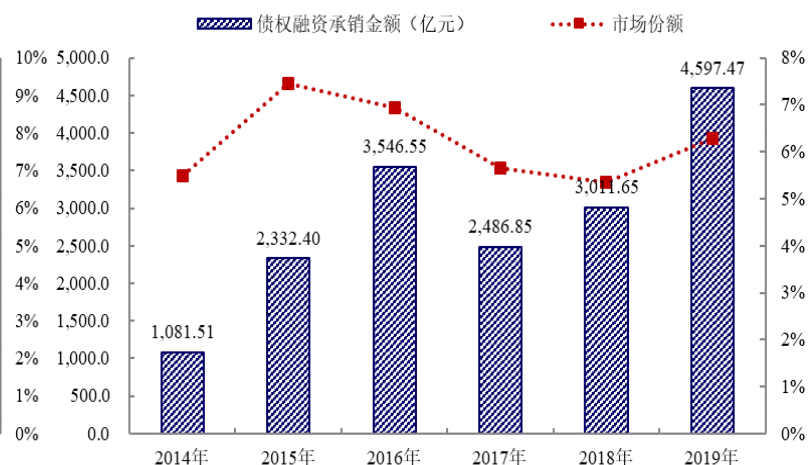
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2014~2019 年公司增发承销金额及市占率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

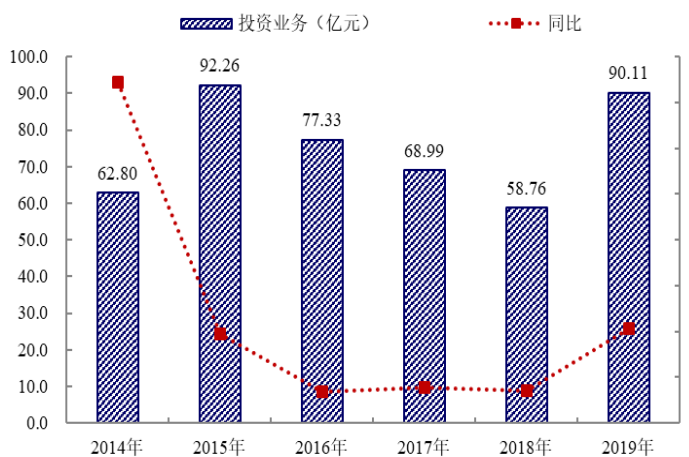
图 10、2014~2019 年公司债权融资承销金额及市占率



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

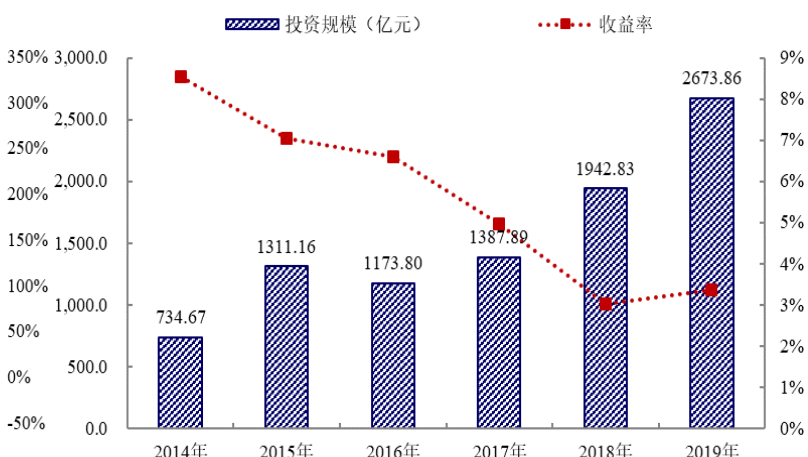
投资业务: 市场回暖自营端受益, 客需端实现规模进一步增长。2019 年公司投资业务净收入同比增长 53.36%, 主要源于市场整体回暖, 自营端金融资产特别是权益资产弹性释放, 同时公司增加投资配置。此外, 客需端规模也有较大增长, 其中场外权益衍生品业务累计新增名义本金 1186 亿元, 同比增长 311%; FICC 领域包括利率期权、利率互换、债券通、外债回购等交易量均有显著提升。截止 2019 年底, 公司投资规模合计为 2673.86 亿元, 较 2018 年末增加 731 亿元。从持仓结构来看, 债券、股票、基金、衍生品、其他占比分别为 58.7%、7.6%、19.2%、0.2%、14.3%, 较 2018 年分别增减+1.6pct、+2.3pct、-1.4pct、-0.1pct、-2.4pct。2019 年公司整体投资业务综合收益率为 3.37%, 较 2018 年上升 0.35 pct; 若合并利息净收入中其他债权投资所得利息 20.08 亿元, 实际综合收益率为 4.12%。

图 11、公司投资业务收入变动情况



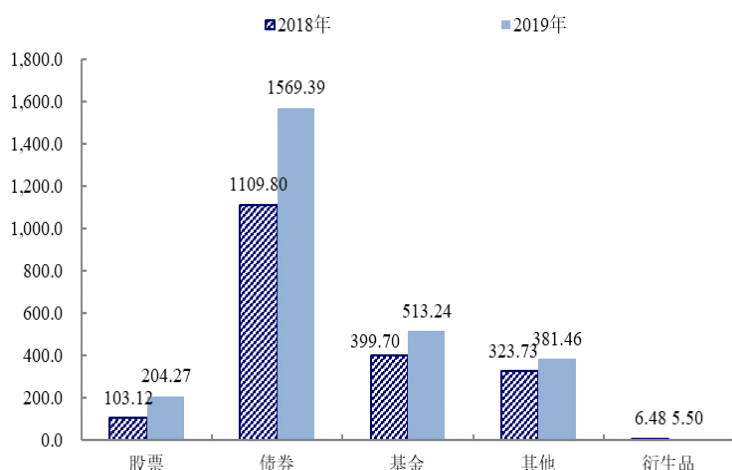
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、2014~2019 年公司投资规模及收益率



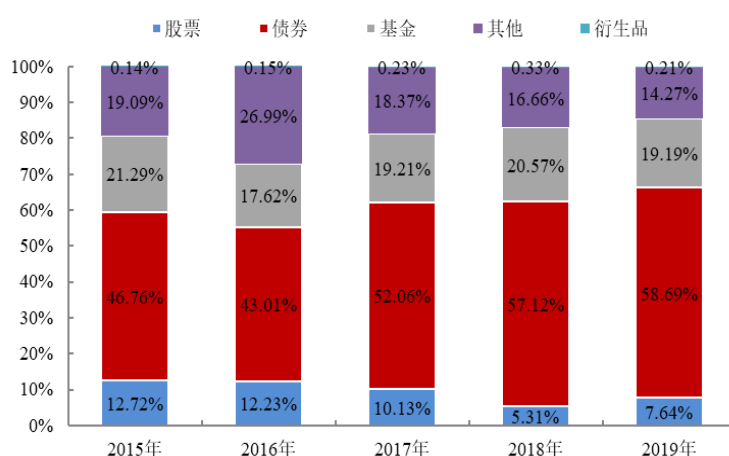
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、2018、2019 年公司投资持仓规模(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2014~2019 年公司投资持仓结构



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

信用业务: 两融规模增长 股权质押规模下降, 维保比例均显著回升。公司 2019 年利息净收入同比减少 10.38%, 其中两融、股权质押收入分别同比下滑 7%、33%。从业务规模来看, 截至 2019 年底, 公司融资融券余额 632.3 亿元, 较 2018 年末增长 38.9%; 股票质押业务待购回余额 410.7 亿元、较 2018 年末减少 16.6%, 其中以自有资金融出规模为 328.5 亿元, 以资管计划融出规模为 82.2 亿元。由于市场的回暖, 公司两融及股权质押业务的平均维保比例显著回升, 分别为 279%、260% (2018 年末分别为 227%、206%)。

大额计提减值, 进一步夯实资产。尽管市场信用风险已明显下降, 但公司 2019 年仍合计计提减值损失共 20.50 亿元, 较 2018 年增加近 11 亿元; 计提规模占营收比例达 6.84%, 为历史新高。2019 年公司计提买入返售金融资产减值损失 10.38 亿元, 较 2018 年增加 3.68 亿元, 主要源于公司对乐视网、千山药机等存在退市风险的标的全额计提减值; 计提融出资金减值损失 7.65 亿元, 较 2018 年增加 5.30 亿元, 主要为香港子公司孖展业务减值。

盈利预测及评级: 我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.03 元、1.17 元、1.26 元, 2020 年 3 月 26 日收盘价对应的 PB 分别为 1.00 倍、0.94 倍、0.89 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 市场下行风险、成交额大幅回落、政策落地不达预期、行业竞争加剧风险、固收信用风险恶化、股权质押减值风险。

表：盈利预测

单位：亿元	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	238.04	227.19	299.49	308.10	335.00	357.93
代理买卖证券业务净收入	56.06	43.80	56.30	58.30	60.75	63.25
证券承销业务净收入	27.08	20.09	25.93	28.52	31.37	34.51
资产管理及入股基金公司合计	17.83	15.00	16.65	18.32	21.07	24.23
利息净收入	57.07	58.32	52.27	54.88	57.62	60.51
投资收益+公允价值变动	68.99	58.76	90.11	91.12	104.37	112.64
营业支出	103.45	134.31	184.90	183.26	194.07	206.40
营业利润	134.59	92.88	114.59	124.84	140.93	151.53
净利润	104.83	70.70	90.51	96.01	108.39	116.54
归属于母公司的净利润	98.82	67.08	86.37	92.17	104.05	111.88
EPS (元)	1.11	0.70	0.90	1.03	1.17	1.26
BVPS (元)	14.13	14.17	15.44	16.29	17.28	18.34

来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn