

投资评级 优于大市 维持

扣非净利润增 41%，各项业务稳步增长

股票数据

03月24日收盘价(元) 16.32
52周股价波动(元) 15.75-21.36

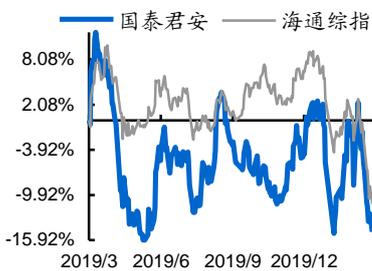
股本结构

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

《扣非净利润同比+76%，投资净收益大增》2019.04.30

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-11.4	-7.1	-8.0
相对涨幅 (%)	0.9	2.3	1.2

资料来源: 海通证券研究所

投资要点: 公司经纪业务收入市占继续保持行业前列; 债券承销优势继续保持, 权益类承销把握科创板机遇, 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 22.87-26.14 元, 维持“优于大市”评级。

- **【事件】** 国泰君安 2019 年实现营业收入 299 亿元, 同比+32%; 扣非后归母净利润 82 亿元, 同比+41%; 对应 EPS 0.9 元。第四季度实现营业收入 94 亿元, 同比+58%; 归母净利润 21 亿元, 同比+75%。2019 年经纪/投行/资管/利息/自营收益分别占营业收入的 19%/9%/6%/17%/30%。
- **零售业务客户规模稳步增长, 结构持续优化。** 19 年公司经纪业务实现收入 56 亿元, 同比+29%。公司深入打造零售客户服务体系, 客户数量稳步增长, 19 年末君弘 APP 用户 3326 万户, 同比增长 9%, 月活排行业第 2 位。公司代理买卖证券净收入市占 5.75%, 同比增加 0.21 个百分点, 继续排名行业第 1 位。公司持续深化财富管理转型, 富裕及高净值客户同比分别增长 35% 和 28%。代销金融产品月均保有规模 1619 亿元, 同比增长 14%。投资顾问人数同比增长 26%。
- **把握科创板机遇, 整体竞争力稳中有升。** 19 年投行收入 26 亿元, 同比+29%。股、债承销规模分别同比+13%、+53%。股权主承销规模 1126 亿元; 其中 IPO 10 家, 承销规模 75 亿元, 排名第 7; 增发 12 家, 承销规模 365 亿元。债券主承销规模 4597 亿元, 其中公司债、企业债承销规模分别达 1400、74 亿元。IPO 储备项目合计 85 家, 主板 9 家, 中小板 3 家, 创业板 4 家。
- **主动管理占比显著提升。** 公司 19 年实现资管收入 17 亿元, 同比+11%。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。截至 2019 年末, 公司资管规模 6974 亿元, 同比下滑 7%, 排名行业第 3 位。其中主动管理资产规模 4200 亿元, 同比增长 35%, 主动管理占比由 41% 提升至 60%。
- **证券市场带动投资收益大幅上升, 带动利润大幅增长。** 2019 年公司投资净收益(含公允价值) 88 亿元, 同比+54%。公司继续围绕打造“卓越的金融资产交易商”, 坚持发展低风险、非方向性业务。受益于证券市场表现较好, 公司 19 年自营投资取得较好投资回报。
- **【投资建议】** 我们预计公司 2020-2022E 年每股净利润分别为 1.17、1.45、1.57 元, 每股净资产分别为 16.34、17.44、18.67 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 22.87-26.14 元, 维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 市场持续低迷导致业务规模下滑, 市场监管进一步加强。

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

主要财务数据及预测

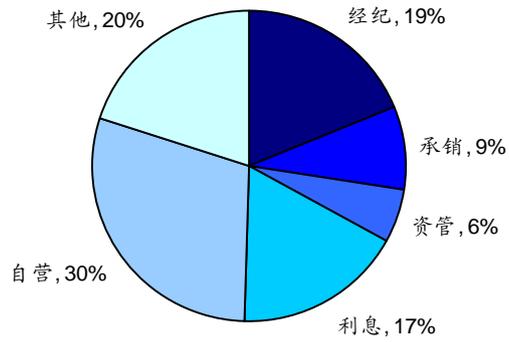
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22718	29941	33077	34995	36770
(+/-)YoY(%)	-5%	32%	10%	6%	5%
净利润(百万元)	6707	8629	10395	12918	14007
(+/-)YoY(%)	-32%	29%	20%	24%	8%
每股净利润(元)	0.75	0.97	1.17	1.45	1.57
每股净资产(元)	14.17	15.78	16.34	17.44	18.67

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

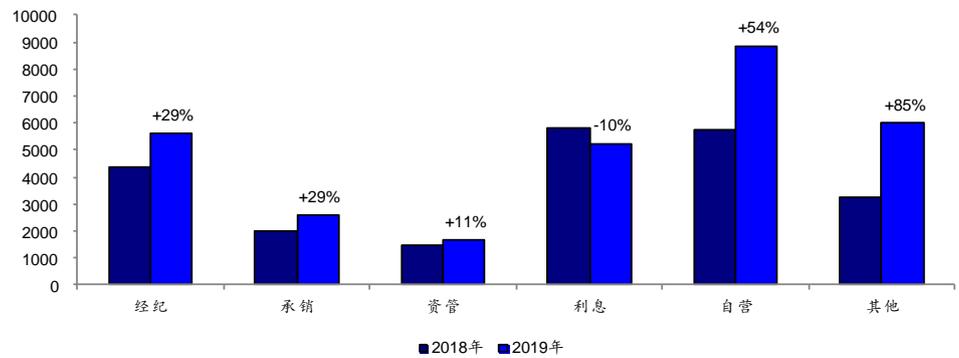
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 国泰君安 2019 年收入结构



资料来源：公司 2019 年报，海通证券研究所

图2 国泰君安 2019 年各业务收入同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司年报 (2018-2019)，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	33077	34995	36770
手续费	8219	10286	14231	14931	16080
经纪收入	4380	5630	7435	7378	7415
投行收入	2009	2593	3924	4322	5059
资管收入	1500	1665	2454	2791	3144
利息净收入	5832	5227	5553	6373	6726
投资净收益	7079	7311	7524	7670	7836
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	700	700	700
其他业务收入	2086	4827	5068	5322	5428
资产处置收益			1	1	1
二、营业支出	13431	18490	19552	18279	18676
营业税及附加	152	137	151	160	168
管理费用	10240	11594	12477	12851	13135
资产减值损失	1	2050	2000		
信用减值损失	976	21			
其他业务成本	2061	4689	4923	5268	5373
三、营业利润	9287	11451	13525	16716	18094
加：营业外收入	54	32			
减：营业外支出	73	47			
四、利润总额	9268	11436	13525	16716	18094
减：所得税	2198	2393	2830	3498	3786
五、净利润	7069	9043	10695	13218	14307
减：少数股东损益	362	414	300	300	300
归属于母公司所有者的净利润	6707	8629	10395	12918	14007
六、每股收益 (元)	0.75	0.97	1.17	1.45	1.57

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	129423	135599	140177
其中: 客户资金存款	67797	95398	97306	99252	101237
结算备付金	12703	11596	12951	11463	11900
其中: 客户备付金	9696	7136	7279	7424	7573
融出资金	53655	72088	63489	65394	67356
交易性金融资产	137682	189022	188823	195321	202257
衍生金融资产	648	550	550	550	550
买入返售金融资产	61118	53940	62274	64872	67718
应收款项	7154	5689	5689	5689	5689
存出保证金	7553	12975	13624	14305	15021
其他债权投资	39167	60267	60203	62275	64487
其他权益工具投资	16786	17547	17529	18132	18776
长期股权投资	2628	2459	2581	2711	2846
固定资产	3560	3499	3849	4234	4657
在建工程	271	1255	1381	1519	1671
使用权资产		2160	2376	2613	2875
无形资产	2258	2340	2575	2832	3115
商誉	581	600	660	726	798
递延所得税资产	1289	1251	1376	1514	1665
其他资产	1531	1424	1566	1723	1895
资产总计	436729	559314	570921	591472	613453
短期借款	8279	10311	10620	10939	11267
应付短期融资款	7045	17424	15000	15450	15914
拆入资金	10163	9489	9773	10067	10368
交易性金融负债	33277	44287	45615	46984	48393
衍生金融负债	256	1359	1400	1442	1485
卖出回购金融资产款	70559	126017	127277	131096	135029
代理买卖证券款	66022	82886	83715	86227	88813
代理承销证券款	813	500	515	530	546
应付职工薪酬	4985	5685	5856	6031	6212
应交税费	1919	2274	2342	2413	2485
应付款项	28275	37034	38145	39289	40468
预计负债	86	82	85	87	90
长期借款	-	1492	1641	1690	1741
应付债券	68257	69574	69574	69574	69574
租赁负债	-	2364	2435	2508	2583
递延所得税负债	43	14	14	15	15
其他负债	3077	2430	2503	2578	2655
负债合计	303056	413220	416509	426917	437637
股本	8714	8908	8908	8908	8908
其他权益工具	11130	16130	16130	16130	16130
资本公积金	43716	46209	46209	46209	46209
其他综合收益	-838	249	1080	1924	2797
盈余公积金	7176	7173	8391	9906	11549
一般风险准备	15481	17497	19935	22965	26250
未分配利润	38070	41336	44867	49321	54481
归属于母公司所有者权益合计	123450	137501	145520	155362	166324
少数股东权益	10223	8592	8892	9192	9492
所有者权益合计	133673	146094	154412	164555	175816
负债及股东权益总计	436729	559314	570921	591472	613453

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 3 月 24 日)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信建投	30.12	2303	74.6	45.0	42.1	5.41	4.07	4.29
广发证券	13.70	1044	24.3	14.8	13.0	1.23	1.16	1.10
中国银河	9.56	969	33.6	19.1	17.1	1.47	1.37	1.30
申万宏源	4.47	1119	26.9	19.4	17.3	1.61	1.34	1.25
华泰证券	17.26	1567	31.1	19.2	16.6	1.52	1.32	1.25
国信证券	11.24	922	26.8	17.6	16.3	1.95	1.66	1.62
招商证券	16.53	1107	25.0	17.3	14.9	1.68	1.37	1.28
东方证券	9.27	648	52.7	28.4	22.1	1.25	1.20	1.16
光大证券	11.29	521	503.8	19.2	17.1	1.10	1.05	0.99
平均			78.0	21.7	19.1	1.9	1.6	1.5
国泰君安	16.32	1454	21.7	18.1	13.8	1.29	1.06	1.06

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个月内的市场表现作为比较标准,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。