

孖展风险可控，受益于港股市场活跃



中信证券研究部

2017 年 4 月 25 日

邵子钦

电话：0755-23835408

邮件：shaoziqin@citics.com

执业证书编号：S1010513110004

田良

电话：0755-23835415

邮件：tianliang@citics.com

执业证书编号：S1010513110005

童成墩

电话：0755-23835416

邮件：tongchengdun@citics.com

执业证书编号：S1010513110006

投资评级

事项：

增持（维持）

近日，中信证券研究部非银行金融组举办金融科技论坛，国泰君安国际执行董事李光杰，IR 负责人 Lydia ZHONG 参加了会议。我们对会议纪要整理如下：

纪要：

公司简介：

帮助中国投资者投向全球市场，收入最大部分来自于对香港证券市场的投融资，国君国际在香港是全牌照，包含：经纪、Margin、投行、Market Maker、资产管理、保险（经纪牌照）。国君国际的客户大概 12-13 万，相对于总公司 1200 多万的客户数量而言，仍有较大的成长空间。

与同行的比较优势：

1、管理团队稳定。国君国际成立至今核心管理层基本未变，中层员工变动相对较少。公司有股权激励计划，除了给管理层的期权外，每年管理层工资和奖金的一部分也会买成股票分三年解除流通限制，管理层团队流动性低于其他中资在港券商。

2、业绩稳定性强。2016 年利润与 2015 年基本持平，公司以经纪和融资业务为主，投资收入占比较低，资产波动性少，当市场不好的时候，融资业务、结构化产品和债券业务的收入增长弥补了经纪业务的下降。今年 1 季度，经纪业务、债券业务和结构化产品业务维持高增长。

3、分红收益率优势。2016 年公司净利润近 10 亿元；公司上市以后每年分红在 50%左右，分红收益率 3.6%左右，在中资在港上市券商中较高。

4、经纪业务是亮点。与同行相比更像 IB 的模式。公司客户分散于中国内地各大城市，以人力服务不现实，2003 年公司开始搭建互联网平台，前下单、客服、融资业务都以互联网实现。已将供应商的源代码买断，互联网金融和经纪业务创新的延展性好。随着港股通的开通，很多香港本地的中小券商无力承担系统改造，转向国君国际购买相应服务，即中小券商在公司开账户，其客户交易和国君国际的客户享受同样服务。目前有超过 50 个香港券商交易执行通过国君国际完成。

5、新增长点：结构化产品和债券业务。剔除客户资金后公司财务杠杆约 3 倍，总资产给客户 Margin 的额度总额 140 多亿。公司拥有在港中资券商中最高信用评级，目前综合发债成本在 2.8-2.9%，有了低成本资金，公司在结构化产品和债券包销业务实力迅速增强，成为近两年业务新的增长点。

6、孖展业务以零售为主，坏账风险低。与同行以过桥贷款、大股东融资为主的集中孖展业务相比，国君国际孖展业务以零售客户为主，客户一般需要持有 3-5 只股票，分散性较高，对流动性也有要求，因此坏账率低。2016 年公司孖展坏账损失约几百万，坏账预提为 7-8 千万，在 130-150 亿总贷款规模下，坏账比例处于合理范围。2017 年孖展业务会根据股票风险差异化定价。

Q&A:

1、结构化产品业务模式？

结构化产品也是一种杠杆融资业务。如果客户需要杠杆买入某只股票，直接向外资行融资往往对杠杆比例有严格限制，客户可以通过国君国际作为中介获得借款。比如：外资行给公司的资金成本约 0.8-0.9%，公司转借给客户的资金成本约 1.2%，公司将赚取约 0.4% 的价差。客户可以 1:1 将资金用作杠杆投资股票或债券。

2、流动性风险如何？

公司流动性风险很低，2016 年底杠杆率 3.07 倍，总资产中包含 90 亿元代客户持有资产，实际杠杆更低（约 2.24 倍），资产负债表健康。1）结构化产品业务规模约 90 亿元，风险由客户承担，有止损位，对流动资金的占用很低。2）130 亿元孖展业务中，60-70 亿为自有资金。3）债券做市业务规模约 20 亿，主要是在一级市场发行过程中会认购 10-20%，发行三个月内会出清。4）自有投资约 8 亿多，主要是种子基金投资和 Pre-IPO 投资。公司在银行有上百亿的备用信贷额度。

3、客户增长的展望？

客户总数增长意义不大，因为监管要求提高，在反洗钱等监管方面投入加大，在香港每个客户的监管成本费约 150 元/年，2016 年主动清理了一些账户，更关注“活跃客户”（两年有资产余额或交易），2016 年底公司活跃客户大概 2.2 万，相对于同行，2016 年客户增长并不低。

4、跨境资本管制对客户资产的限制？

外汇管制对海外券商业务发展负面，但对国君国际影响最低。2016 年底国君国际 2.2 万客户对应客户资产 1700 多亿，平均资产 700 多万。公司客户资产存量已经足够，只要客户留存继续交易，对业绩影响不大。公司今年提高了客户保证金利息，目前年化 0.5%，按日算，可以每天赎回，T+2 资金到账，希望把客户在香港其他银行里的资金吸纳过来。此外，公司还有针对性地给一些股票低 Margin 利息，把客户托管在其他银行、证券公司的股票转到公司。

5、打通全球市场交易的技术壁垒，接驳中小券商交易的盈利模式？

理论上在香港券商都可以打通全球交易，但这需要技术手段，交易系统需要很畅顺，很多券商达不到要求，所以会要接入国君国际的平台。1）假如约定的佣金分配比例为 3:7，则公司可以收取每单交易佣金的 30%。2）假如中小券商在公司开展 Margin 账户，公司可以以 4-5% 的利率将资金借给他们，再由他们借给客户（7-8%）。香港 500 多家券商，大概有 200-300 家小型券商，以后他们就是国君国际的公司形式的 Sales，公司现在签约的 50 多个券商就已经是公司 Market 的一部分。香港的券商 IT 业务比较落后，公司现在的系统资源使用率只有 10%，可以与国君国际竞争的对手少。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd（公司注册编号：198703750W）分发。作为资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问，CLSA Singapore Pte Ltd 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供证券服务。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 033 11 2016。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures.html>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CL Securities Taiwan Co., Ltd 的情况，不涉及中信证券及/或其附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2017 版权所有。保留一切权利。