

国泰君安国际 (1788 HK)

评级：买入；目标价：HK\$2.19

业绩略低预期，收入结构及前景有所改善

18年全年业绩概要与亮点：

国泰君安国际 18 年营业收入跌 4% 至 30.1 亿港元（低于我们预测-16.8%），归属股东利润同比降 35.1% 至 7.97 亿元，若撇除公司 17 年 IPO 带来的收入影响，纯利按年降 20.4%，每股盈利 0.11 元（低于预期-52%），每股股息降 41.1% 至 0.05 港元。主因做市及投资中的股票债券交易亏损、经纪收入下滑、孖展贷款的减少，2017 年母公司国泰君安上市所带来的收入高基数等因素影响。

中泰评论：

收入结构更均衡 公司总体收入同比下降 4%，但整体看，业务链条持续优化，结构趋于均衡。其中贷款及融资占比 43%，实现收入 13.07 亿港元，仅微增 1% 主因继续调整孖展贷款蓝筹股占比，致孖展融资收入缩降至 7.79 亿港元（同比-20%），公司自 2017 年起已开始着手处理以中小市值股票作抵押物的大股东融资，以及加强零售投资者的孖展融资业务，其孖展融资业务已完成转型，相关业务风险亦已降低。零售投资者的孖展融资正持续增加；金融产品、做市及投资板块已占比 21%，收入 6.38 亿港元，其中金融产品收入劲升 111%，企业融资板块 DCM 劲升 38% 表现亮眼，传统经纪业务则缩减 12% 至 4.55 亿港元，占比仅 15%，管理层认为，19 年金融产品及做市投资、企业融资中的 ECM、DCM 有望强劲增长。

多样化融资渠道保资金成本有竞争优势 公司 18 年融资成本同比增长 81%，银行授信使用率从 80% 降至 47%，公司采用更多元融资方式如抵押回购、证券借贷等方式令融资成本更低，公司仍保持在港中资券商最高评级（标普 BBB+ \ 穆迪 Baa1），管理层指导 FY19 的融资成本能基本持平。

投资损失或将逆转 公司 18 年在做市及投资业务上出现亏损，年底按新会计准则反应当期变动并计入利润表，且公司已计提了 2.66 亿减值，随着股市和债市回暖，亏损有望缩小，继续大幅增加减值计提的风险低，另报告期内公司的杠杆（剔除代客持有金融资产）为 3.51 倍，ROE 8.2%，19 年有提振空间。

财富管理 公司高净值客户 (PI) 数量同比增 40%，管理资产已累计 10 亿美金，管理层预期 19 年会有 1 亿的收入贡献，会继续扩大财富管理团队至 100 人，大力扩展金融产品线提高对客户资产渗透率。

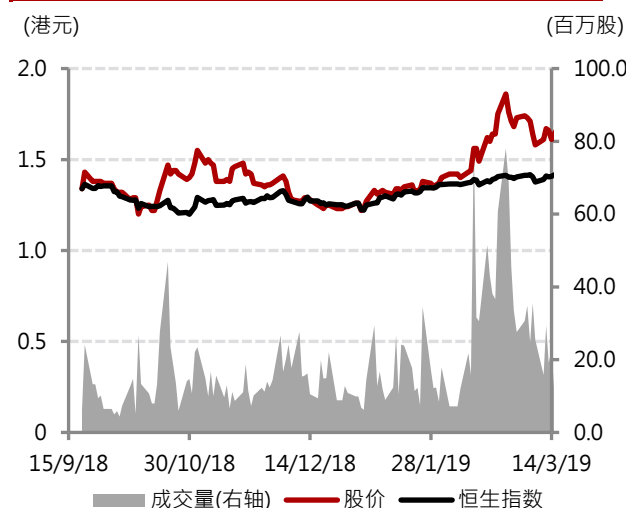
公司为中资在港券商中业务稳定性高，金融产品、投行业务享受高增长周期、风险能力强，我们预计公司 2019/2020 年净利润 11.84/12.97 亿港元，对应的每股盈利是 0.15/0.17 港元。估值方面，综合市场变化的因素，我们下调目标价到 2.19 港元，维持“买入”评级。

公司基本资料 (更新至 2019 年 3 月 19 日)

最新价	1.65	(港元)
市值	12,730.86	(亿港元)
流通股比例 (%)	32.91	
已发行总股本 (百万)	7,715.67	(百万股)
52周价格区间	1.18-2.5	(港元)
3个月平均每日成交	37.21	(百万港元)
主要股东	国泰君安控股	占66.01%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

《坚定金融服务商定位，财富管理业务渐发力》-2018年3月18日

《收入结构均衡，抗风险能力仍强》-2018年8月23日

分析师

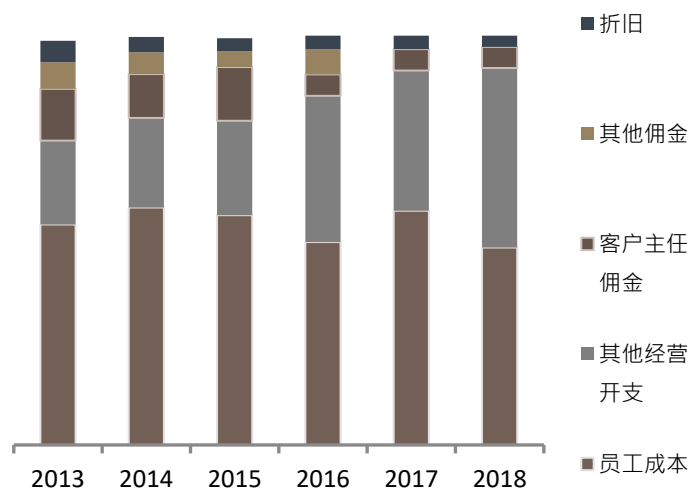
赵红梅 (May.Zhao)
 may.zhao@ztsc.com.hk

图表 1：国泰君安国际(1788 HK)主要财务数据

(百万港币)	真实 15财年	真实 16财年	真实 17财年	真实 18财年	预测 19财年	预测 20财年
总收入	2,279	2,519	3,132	3,012	3,623	3,974
增长率：	37.6%	10.6%	24.3%	-3.8%	20.3%	9.7%
经营利润	1,420	1,525	1,953	1,661	2,471	2,725
增长率：	38.8%	7.5%	28.0%	-15.0%	48.8%	10.3%
股东净利润	1,014	969	1,228	797	1,184	1,297
增长率：	26.7%	-4.4%	26.7%	-35.1%	48.6%	9.5%
经营利润率：	62.3%	60.6%	62.3%	55.1%	68.2%	68.6%
净利润率：	44.5%	38.5%	39.2%	26.5%	32.7%	32.6%
每股盈利 (港元)	0.15	0.14	0.18	0.10	0.15	0.17
每股股息 (港元)	0.08	0.08	0.09	0.06	0.09	0.10
每股资产净值 (港元)	1.12	1.53	1.59	1.50	1.57	1.65

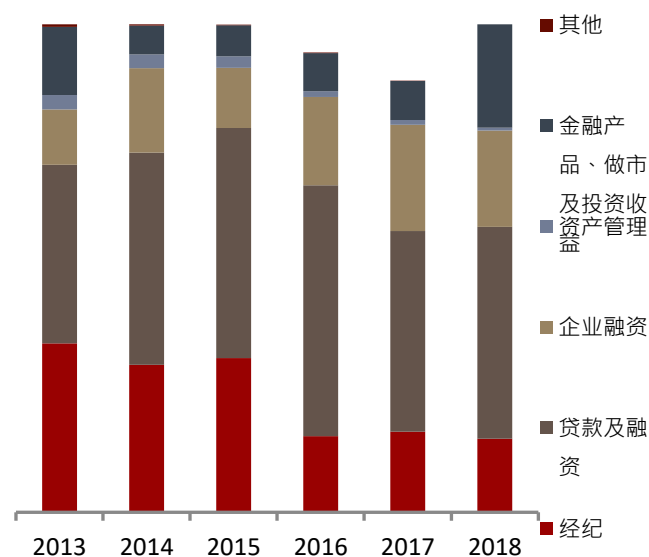
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：公司历年成本结构



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：国泰君安国际的分部收入



来源：公司资料，中泰国际研究部

历史建议和目标价

国泰君安国际(1788 HK)股价表现及评级时间表



来源：彭博，中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/3/16	HK\$2.50	「买入」(无变动)	HK\$3.23
2	2018/8/23	HK\$1.64	「买入」(调整)	HK\$3.05
3	2018/3/19	HK\$1.65	「买入」(调整)	HK\$2.19

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 10%以上

行业投资评级：

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐：行业基本面向好，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。