

香港
增持 (不变)

市场共识评级*: 买入 5 持有 2 沽出 0

前收盘价:	HK\$1.16
目标价:	HK\$1.58
此前目标价:	HK\$1.33
上升/下跌空间:	36.2%
CGI / 市场共识:	21.9%
路透股票代码:	1788.HK
彭博股票代码:	1788 HK
市值:	US\$1,439m
	HK\$11,153m
平均每日成交额:	US\$2.13m
	HK\$16.50m
目前发行在外股数:	9,635m
自由流通量:	26.9%

*来源: 彭博

本报告中的主要变动

- 20/21/22 财年每股盈利预测上调 18.6%/18.5%/17.6%



来源: 彭博

股价表现	1M	3M	12M
绝对表现 (%)	-1.7	14.9	-3.3
相对表现 (%)	3.6	14.3	2.7

主要股东	持股百分比
国泰君安证券股份有限公司	73.1

分析员
王志文 (香港证监会中央编号: AIU435)

T (852) 3698 6317

E cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟 (香港证监会中央编号: BME248)

T (852) 3698 6393

E marklau@chinastock.com.hk

国泰君安国际

2020 上半年业绩具韧性; 评级维持增持

- 国泰君安国际的收入在 2020 上半年同比下降 23%，但净利润仅同比下降 5%，这是由于孖展融资业务相关的减值费用大大降低所致。
- 受到新冠肺炎疫情影响，企业融资收入同比下降 46%，但管理层预计下半年将会复苏。
- 由于上调了日均成交额的假设以及下调了对减值费用的预测，我们的 20-22 财年每股盈利预测提高了 17.6-18.6%。
- 重申「增持」评级，新目标价为 1.58 港元。相信 2020 上半年净利润的轻微降幅已消除了对疫情影响的忧虑，而下半年的复苏有望成为主要催化剂。

2020 上半年收入受到新冠肺炎疫情拖累

国泰君安国际 2020 上半年收入同比下降 23% 至 17.98 亿港元，其中企业融资收入同比下降 46%，投资收益同比下降 27%，主要是由于这些收入在一季度受到疫情影响。然而，受到整体香港股市的日均成交额上升带动，公司的交易佣金(不包括配售佣金)同比增长 21%。净利润同比下降 5% 至 6.05 亿人民币，跌幅明显小于收入，这是由于净减值费用(主要与孖展融资业务相关)减少了 92.5%。

预计减值费用在下半年维持较低水平

在过去几年，国泰君安国际已将孖展融资业务的重点从小盘股转向大盘股，以降低潜在风险。由于调整过程已大致完成，加上公司去年已作出大额减值开支以解决过去一直存在的问题，因此 2020 上半年的净减值费用仅 3,800 万港元，对比 2019 上半年为 5.12 亿港元。由于资产质量改善，管理层预计下半年的减值费用仍将偏低。

财富管理业务推动孖展融资业务

在一季度，由于新冠肺炎疫情，港股市场极为波动，但尽管如此，国泰君安国际的孖展融资余额仍从 2019 年底的 117 亿港元增长至 2020 年 6 月底的 135 亿港元。增长动力来自高净值客户对高质量股票和债券的孖展融资需求。虽然，利率下降导致孖展融资业务的利息收入按年下跌 3.3% 至 3.5 亿港元，但是由于减值开支减少，整体回报录得改善。

预计企业融资业务 2020 下半年复苏

债券承销和股权承销的收入分别同比下降 37% 和 78%，这是由于一季度的疫情影响了市场交易的进行。根据公司当前手上的项目，管理层预计债券承销和股权承销业务都会在下半年环比改善。特别是，债券承销业务的全年业绩可能会接近 2019 年水平。另外我们认为，随着更多中概股进行第二上市，股权承销业务将会受益。

市场的一些忧虑已缓解，重申增持评级

我们认为，在公司公布 2020 年中期业绩前，一些投资者可能对公司的做市和投资业务感到担忧，因为固定收益市场在一季度大幅波动。而对于该业务最终在 2020 上半年同比下降 30% 至 5.13 亿港元，我们认为表现已属不俗，因为考虑到 3 月市况极端波动。我们的戈登增长模型目标价为 1.58 港元 (1.04 倍 2020 年市净率; 图 5)。由于目前 0.77 倍的市净率已较历史平均低超过一个标准差，因此随着公司业务在 2020 下半年有望复苏，股份有潜力获得较高估值。

主要财务指标

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
净利息收入 (百万港元)	1,046	1,064	962	1,102	1,234
非利息收入总额 (百万港元)	1,078	2,122	1,747	2,325	2,695
经营收入 (百万港元)	2,124	3,186	2,709	3,427	3,929
拨备开支总额(百万港元)	-	-	-	-	-
净利润 (百万港元)	797	895	1,134	1,497	1,746
每股核心盈利 (港元)	0.11	0.12	0.13	0.16	0.18
每股核心盈利增长	(38.4%)	6.8%	12.7%	18.8%	16.6%
全面摊薄市盈率(倍)	10.68	10.00	8.87	7.47	6.40
每股派息(港元)	0.053	0.067	0.065	0.085	0.100
股息率	4.57%	5.77%	5.58%	7.37%	8.59%
每股账面值(港元)	1.40	1.46	1.51	1.60	1.69
市净率(倍)	0.83	0.79	0.77	0.73	0.69
经常性股本回报率	8.2%	8.1%	8.8%	10.0%	11.0%
每股核心盈利预测的变动			18.6%	18.5%	17.6%
银河国际每股核心盈利预测/市场共识每股盈利预测			1.08	1.13	1.22

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图1: 2020上半年业绩摘要

损益表节录	1H 2020	1H 2019	YoY ¹	HoH ²
费用及佣金收入	(HKD'000)	(HKD'000)		
-经纪	276,450	291,667	-5%	15%
-交易佣金(撇除配售佣金)	230,566	190,184	21%	NA
-企业融资	242,779	452,559	-46%	-32%
-资产管理	23,935	10,215	134%	-9%
-金融产品费用	75,317	40,468	86%	3910%
利息收入				
-贷款及融资	518,275	558,649	-7%	-10%
-来自金融产品的利息收入	148,073	227,984	-35%	Similar
投资收入				
-做市业务	398,788	498,339	-20%	164%
-投资	114,172	242,154 ⁴	-53%	-73%
收入	1,797,789	2,322,035 ⁴	-23%	-7%
成本及开支	1,096,410	1,593,523 ⁴	-31%	-34%
-减值费用	38,371	512,041	-93%	-90%
股东应占溢利	605,583	638,856	-5%	136%
中期股息	325,652	321,290	1%	70%
派息率	54%	50%	4 p.p.	NA
资产负债表节录及财务比率	30 Jun 2020	31 Dec 2019	变动	
每股净资产(应占, 港元) ⁵	1.512	1.471	3%	
总资产(千港元)	125,411,684	96,738,137	30%	
杠杆比率(撇除以客户名义持有的金融产品)	4.45	4.12	0.33 up	
成本收入比	61.0%	68.6%	-7.6 p.p	
股本回报率	9.4%	8.1%	1.3 p.p.	

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

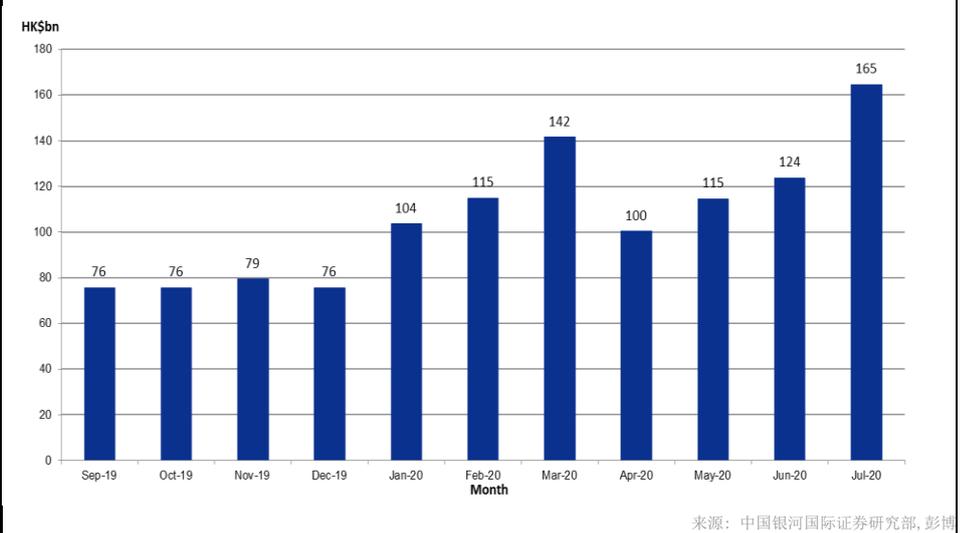
图2: 香港交易所的月度日均成交额 (十亿港元)


图3: 主要假设

(HKD'000)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
截至12月31日止年度					
经纪	454,962	531,233	705,015	818,010	942,930
贷款及融资	1,307,294	1,134,972	1,091,673	1,222,723	1,339,104
企业融资	594,970	809,047	757,592	916,214	1,062,840
资产管理	16,716	36,439	32,006	36,446	39,405
金融产品、做市及投资	638,266	1,733,845	1,348,751	1,778,487	2,023,971
收入	3,012,208	4,245,536	3,935,038	4,771,880	5,408,249
同比变动	-4%	41%	-7%	21%	13%
员工成本	642,853	842,912	840,000	960,000	1,088,000
客户主任佣金	68,894	124,278	162,153	188,142	216,874
财务开支	765,570	886,610	1,003,490	1,082,357	1,178,267
其他经营开支	584,508	1,333,166	558,642	753,564	851,539
港交所日均成交额(百万港元)	107,400	87,200	130,000	150,000	175,000
孖展融资余额(百万港元)	9,431	11,719	14,916	17,197	19,456

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

图4: 盈利预测的主要变动

百万港元	20 财年 旧	20 财年 新	变动	21 财年 旧	21 财年 新	变动	22 财年 旧	22 财年 新	变动
总收入	3,874	3,935	1.6%	4,459	4,771	7.0%	5,056	5,408	7.0%
经营利润	1,101	1,306	18.6%	1,454	1,723	18.5%	1,709	2,010	17.6%
净利润	956	1,134	18.6%	1,263	1,496	18.4%	1,484	1,745	17.6%
每股盈利(港元)	0.11	0.13	18.6%	0.14	0.16	18.4%	0.15	0.18	17.6%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司

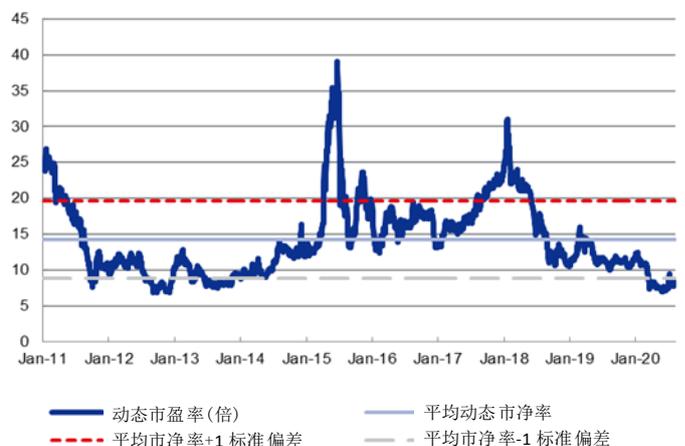
图5: 戈登增长模型假设

假设	
无风险利率	2.5%
预期市场回报	7.5%
经调整Beta值	1.4
股本成本	9.5%
股本回报率	9.7%
增长率	5%
市净率=(股本回报率-增长率)/(股本成本-增长率)	1.04
目标价(港元)	1.58

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图4: 国泰君安国际动态市净率


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

图5: 国泰君安国际动态市盈率


来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据
市净率 vs 股本回报率

12个月动态全面摊薄核心市盈率 vs 全面摊薄核心每股盈利增长

损益表

(百万港元)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
净利息收入	1,046	1,064	962	1,102	1,234
总非利息收入	1,078	2,122	1,747	2,325	2,695
经营收入	2,124	3,186	2,709	3,427	3,929
总非利息开支	(1,206)	(2,188)	(1,404)	(1,704)	(1,920)
拨备前经营利润	918	998	1,306	1,723	2,010
总拨备开支	0	0	0	0	0
拨备后经营利润	918	998	1,306	1,723	2,010
联营公司利润					
非经常性项目					
其他融资成本					
其他收入					
汇兑收益	0	(0)	0	0	0
Fully Taxable Equivalent (FTE)调整					
税前利润	918	998	1,306	1,723	2,010
所得税开支	(134)	(103)	(183)	(241)	(281)
税后利润	784	895	1,123	1,482	1,728
非控股权益	13	0	11	15	17
优先股					
净利润	797	895	1,134	1,497	1,746
经常性净利润	797	895	1,134	1,497	1,746

资产负债表比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
总贷款/客户存款	52.6%	73.8%	58.6%	57.9%	56.5%
平均贷款/平均存款	71.1%	61.9%	64.4%	58.2%	57.1%
平均流动资产/平均资产	73.0%	74.0%	71.3%	68.7%	68.0%
平均流动资产/平均IEA	111%	119%	116%	113%	110%
净客户贷款/资产	11.3%	11.1%	11.2%	11.7%	12.0%
净客户贷款/广义存款	52.6%	73.8%	58.6%	57.9%	56.5%
股本及拨备/总客户贷款	109%	105%	106%	97%	92%
资产风险权重	0%	0%	0%	0%	0%
拨备开支/平均客户贷款	0%	0%	0%	0%	0%
拨备开支/平均资产	0%	0%	0%	0%	0%
撇账总额/平均资产	0%	0%	0%	0%	0%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

财务数据(续)
资产负债表

(百万港元)	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
贷款和应计利息(净额)	9,937	10,768	13,784	15,807	17,774
向银行贷款					
速动资产及投资(流动)	43,528	51,129	59,514	67,161	74,755
其他	28,207	29,391	42,213	43,751	45,657
赚取利息之资产总额	53,465	61,897	73,298	82,967	92,528
无形资产	3	22	22	22	22
固定资产	472	509	480	480	480
其他	5,888	4,919	6,841	8,156	9,160
非赚取利息之资产总额	34,570	34,841	49,556	52,409	55,319
广义存款	18,884	14,587	23,540	27,313	31,484
即期应付负债					
次级债务					
赚取利息之负债总额	18,884	14,587	23,540	27,313	31,484
银行承兑负债					
其他负债	57,956	70,737	84,642	92,553	99,932
递延所得税负债	0	2	0	0	0
负债总额	76,840	85,326	108,183	119,866	131,416
股东权益	10,832	11,296	14,545	15,368	16,272
非控股权益	12	116	127	142	159
优先股股东资金	351	0	0	0	0
权益总额	11,194	11,412	14,672	15,510	16,432

主要比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
总收入增长	(14.9%)	50.0%	(15.0%)	26.5%	14.7%
经营利润增长	(36.9%)	8.8%	30.8%	32.0%	16.6%
税前利润增长	(36.8%)	8.7%	30.9%	32.0%	16.6%
净利息/总收入	49.2%	33.4%	35.5%	32.2%	31.4%
资金成本	4.27%	5.30%	5.26%	4.26%	4.01%
生息资产回报	3.41%	3.38%	2.91%	2.80%	2.75%
净息差	(0.86%)	(1.92%)	(2.36%)	(1.46%)	(1.26%)
净息差(平均存款)	5.84%	6.36%	5.05%	4.33%	4.20%
净息差(平均RWA)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
拨备前经营利润拨备	0%	0%	0%	0%	0%
平均资产利息回报	1.29%	1.15%	0.88%	0.85%	0.87%
有效税率	14.6%	10.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利息派息率	51.3%	57.7%	55.0%	55.0%	55.0%

主要驱动比率

	Dec-18A	Dec-19A	Dec-20F	Dec-21F	Dec-22F
贷款增长(%)	-36.1%	8.4%	28.0%	14.7%	12.4%
净息差(%)	2.0%	1.8%	1.4%	1.4%	1.4%
非利息收入增长(%)	-27.9%	96.8%	-17.7%	33.1%	15.9%
成本收入比率(%)	56.8%	68.7%	51.8%	49.7%	48.9%
净不良贷款比率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
贷款损失储备(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
毛利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
总资本充足率(%)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
存款增长(%)	11.4%	-22.8%	61.4%	16.0%	15.3%
贷款对存款比率(%)	52.6%	73.8%	58.6%	57.9%	56.5%
总不良贷款比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
手续费收入增长(%)	-13.8%	27.6%	5.7%	18.5%	15.7%

来源: 中国银河国际证券研究部, 公司, 彭博

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

评级指标

增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%

减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下

持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888