

国泰君安国际 (1788 HK)

评级：买入；目标价：HK\$1.88

业绩强回升唯减值增，收入更趋均衡

191H 业绩概要与亮点：

国泰君安国际 191H 营业收入劲升 41% 至 23.6 亿港元，创收入（半年）历史新高，归属股东利润同比升 26% 至 6.4 亿元，每股盈利 0.08 元，中期股息同比升 27% 至 0.04 港元，派息比率维持 50%。ROE 升至 12%，业绩强劲回升主因企业融资承销收入同比劲增 35% 及金融产品、做市投资收入增 205%。

中泰评论：

收入结构更均衡和多元化 公司业务链条今年上半年持续优化，结构更趋于均衡。贷款及融资占比 24%、做市 21%、企业融资 19%、经纪和投资各占 12%、金融产品 11%、资产管理 1%，贷款及融资利息收入缩降至 5.59 亿港元（同比-22%），孖展融资业务继续加强风险门槛及小幅收缩，更侧重蓝筹股抵押占比；金融产品、做市及投资板块已占比 44%，收入 10.5 亿港元主要受益于中资美元债市场良好表现，其中做市收入转盈至 4.98 亿，投资 2.83 亿，同比劲升 62 倍。企业融资板块 DCM 劲升 26% 表现抢眼，完成 106 项债券发行，ECM 业务向大中型企业 IPO 承销转型已有成效，收入同比增 55% 至 0.93 亿港元，IPO 保荐项目 5 单。得益于财富管理业务的协同，传统经纪业务不再缩减，增 7% 至 2.92 亿元。

多样化融资渠道保资金成本仍有竞争优势 尽管因上半年 HIBRO 处较高水平，公司 191H 融资成本同比增长 33.2% 至 4.37 亿，但公司采用更多元融资方式如抵押回购、证券借贷（有抵押银行贷款增加了 19.8 亿）等方式令融资成本更低，银行授信使用率降至 41%，公司仍保持在港中资券商最高评级（标普 BBB\穆迪 Baa2），令融资成本优势仍能保持。

减值拨备增 5.13 亿 港股近年来中小市值股票风险暴露事件频发，公司继 18 年计提了 2.4 亿减值基础上，今年上半年继续增加减值拨备，其中客户贷款及垫款减值净额 5 亿元，管理层表示主要是因过去两年两间已停牌上市公司孖展业务导致。管理层表示对已有风险的项目已做到 60-85% 的拨备覆盖，视这些公司下半年及后续重组计划，目前这个拨备已足够。

财富管理稳增并带动经纪等业务条线 公司高净值客户(PI)质量和托管余额均稳步上涨，客户托管余额同比增 40%，并带动经纪业务，公司大力扩展股权衍生品及更广阔的销售网络。

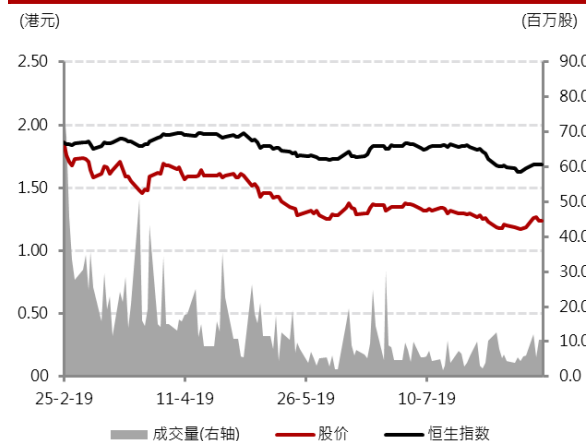
公司为中资在港券商中业务稳定性高，金融产品、投行业务反弹强劲、抗风险能力较强，股息率吸引，估值较低，我们微调公司 2019/2020 年净利润（-6.1%/-7.5%）至 11.16/12.06 亿港元，对应的每股盈利是 0.15/0.16 港元，综合 DCF 值和 PB 法，下调目标价到 1.88 港元，维持“买入”评级。

公司基本资料 (更新至 2019 年 8 月 21 日)

最新价	1.24	(港元)
市值	95.7	(亿港元)
流通股比例 (%)	30.76	
已发行总股本 (百万)	7,715.67	(百万股)
52周价格区间	1.13-1.86	(港元)
3个月平均每日成交	9.76	(百万港元)
主要股东	国泰君安控股	占68.1%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

业绩略低预期，收入结构及前景有所改善-2019年3月19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)

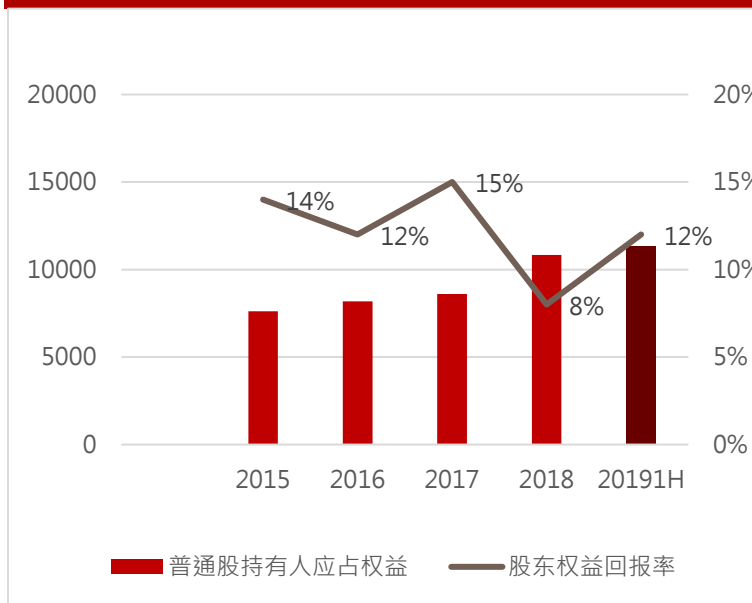
may.zhao@ztsc.com.hk

图表 1：国泰君安国际(1788 HK)主要财务数据

(百万港币)	真实 16财年	真实 17财年	真实 18财年	预测 19财年	预测 20财年	预测 21财年
总收入	2,519	3,132	3,012	3,869	4,147	4,449
增长率：	10.6%	24.3%	-3.8%	28.5%	7.2%	7.3%
经营利润	1,525	1,953	1,683	2,135	2,276	2,424
增长率：	7.5%	28.0%	-13.8%	26.9%	6.6%	6.5%
股东净利润	969	1,228	797	1,116	1,206	1,302
增长率：	-4.4%	26.7%	-35.1%	40.1%	8.1%	8.0%
经营利润率：	60.6%	62.3%	55.9%	55.2%	54.9%	54.5%
净利润率：	38.5%	39.2%	26.5%	28.8%	29.1%	29.3%
每股盈利 (港元)	0.14	0.18	0.11	0.15	0.16	0.17
每股股息 (港元)	0.08	0.09	0.06	0.08	0.09	0.10
每股资产净值 (港)	1.53	1.58	1.51	1.59	1.65	1.71

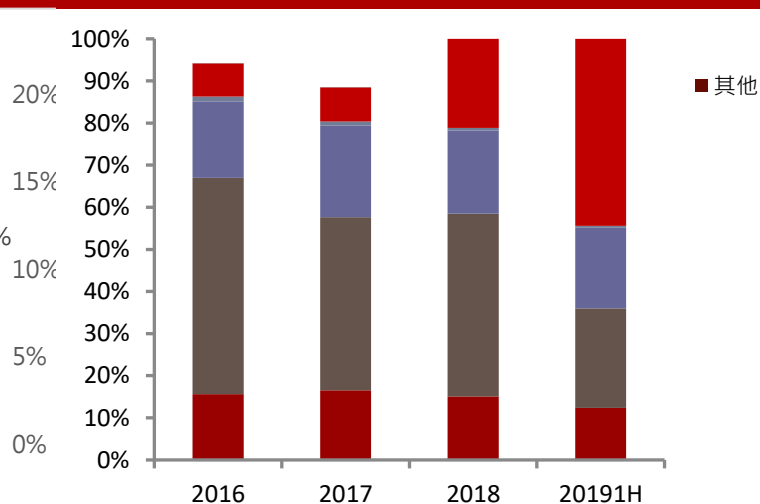
来源：公司资料·中泰国际研究部预测

图表 2：公司 ROE 回升至双位数



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	2019/3/19	HK\$1.65	“买入”	HK\$2.19
2	2019/8/21	HK\$1.24	“买入”	HK\$1.88

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。