

香港股市 | 非银金融 | 券商

国泰君安国际 (1788 HK)

拨备减值大幅下降，扩表后收益值得期待

中期业绩疲弱，成本控制较稳健

公司2020H1营收同比降23%至17.98亿元，主因投行、金融产品、做市及投资等多业务板块收入均受新冠疫情影响下降，然净利润同比微降5%至6.06亿元（环比增136%），主因公司减值拨备大幅减少及总成本控制（同比下降31%）。公司派息比率升至54%，同比增4个百分点，ROE为9.4%（19年8.1%），BVPS为1.51港元。收入构成较为均衡，费率及佣金类收入占比为34%，利息收入占比为37%，投资性收入占比为29%。

投行及机构融资业务均逊色，财富管理转型初有成效

公司投行收入同比跌46%，主因疫情至港股整体新股数量跌24%至64家，弱于大市主因公司DCM及ECM收入同比下降37%和78%，管理层预期下半年储备项目充裕会恢复增长，全年可达到19年水平；经纪向财富管理转型已近三年初有成效，恒指期内回调13%，经纪分部收入仅微跌5%，环比则回升15%，市占率略有回升；财富管理资产规模同比增17%至222亿元；资管与金融产品手续费则表现亮眼，收入分别同比增134%及86%。

减值拨备减少92.6%，贷款与融资业务下半年恢复

公司贷款及融资业务收入（同比-10%）和投资/做市业务（同比-53%、20%）占1H总收入的57.4%，略低于去年的58.7%，今年以来股价逊于大盘主因投资者对这两块业务风险有所忧虑。与去年同期5.12亿元减值拨备相比，今年1H仅0.38亿元拨备。管理层表示，债券、大型优质抵押品证券数量提升，LTV为33%，拨备覆盖已逾80%，预计下半年的减值费用仍在较低水平公司贷款与融资余额期内劲升28%至150亿元，利息收入微降3.3%至3.5亿元，随着减值费用减少，下半年该部收入有望增长。管理层并强调随着金融市场反弹，公司投资亏损至7月已渐恢复，今年4-6月，公司积极回购股票亦反映公司对业务前景充满信心。

资产负债表扩表近30%，ROE目标为10%以上

公司在3月供股完毕，资产负债表大幅扩近30%，管理层强调资金主要用于保证金融融资、金融产品投资及资管以带动收益增长，业务增长会围绕“一低一高两适中”原则，即较低融资成本、不低于10%的ROE目标和增长适中的节奏。

维持买入评级，调高目标价至1.45港元

公司在港中资券商中稳定度较高、业务趋于均衡，派息稳定，公司下半年各业务条线有望增幅提速，资产负债表提阔有望推升收益，公司2020年营收预测至41.96亿元，我们微调净利至10.8亿（+3.8%），给予1.45港元的目标价，对应0.95倍的20年PB，目标价对应现价有28.3%的潜在升幅。

风险提示：（一）金融市场剧烈波动及环境恶化；（二）市场成交量持续萎缩

主要财务数据（百万港元）（估值更新至2020年8月11日）

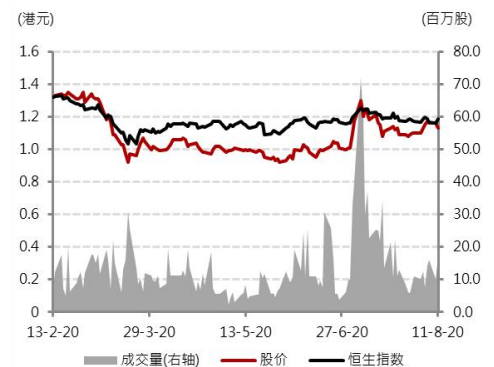
	16财年	17财年	18财年	19财年	20财年预测	21财年预测
总收入	2,519	3,132	3,026	4,246	4,196	4,499
增长率:	10.6%	24.3%	-3.4%	40.3%	-17.6%	7.2%
股东净利润	969	1,228	797	895	1,080	1,218
增长率:	-4.4%	26.7%	-35.1%	12.4%	20.7%	17.1%
每股盈利 (港元)	0.14	0.18	0.11	0.12	0.15	0.16
每股股息 (港元)	0.08	0.09	0.05	0.07	0.08	0.09
每股资产净值 (港元)	1.53	1.59	1.48	1.49	1.94	1.84

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入
目标价：1.45 港元
股票资料（更新至2020年8月11日）

现价	1.13 港元
总市值	10,864.83 百万港元
流通股比例	43.95 %
已发行总股本	9,614.89 百万
52周价格区间	0.87-1.5 港元
3个月日均成交额	17.01 百万港元
主要股东	GUOTAI JUNAN HOLDINGS (占 54.95%)
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图


来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告
20190821 - 更新报告：业绩强回升唯减值增，收入更趋均衡
20200323 - 更新报告：收入创新高逢机高额减值，财富管理仍是亮点
分析师

赵红梅

+852 2359 1855

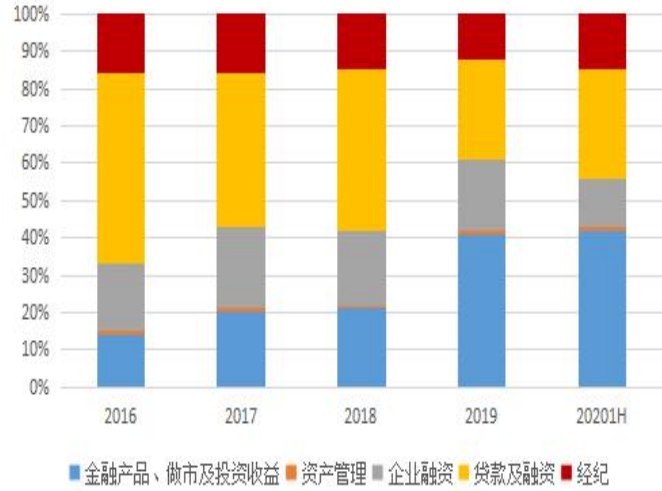
may.zhao@ztsc.com.hk

图表 1: 国泰君安国际 ROE 同比持平



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2: 国泰君安国际的分部收入



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 3: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 港元百万)

损益表	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	财务分析	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
	实际	实际	实际	预测	预测		实际	实际	实际	预测	预测
收益	3,132	3,026	4,246	4,196	4,499	盈利能力					
其他收入	2	4	5	6	5	EBITDA 利率(%)	51.0%	33.7%	25.2%	30.7%	33.0%
开支	(1,182)	(1,333)	(2,365)	(2,119)	(2,231)	净利率(%)	39.2%	26.3%	21.1%	25.7%	27.1%
融资成本	(394)	(714)	(879)	(862)	(853)	营运表现					
税前盈利	1,559	983	1,005	1,220	1,421	成本收入比(%)	37.7%	44.0%	65.6%	50.4%	49.5%
所得税	(223)	(134)	(103)	(113)	(124)	实际税率(%)	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
净利润	1,228	797	895	1,080	1,218	股息支付率(%)	46.8%	47.7%	56.9%	55.9%	53.0%
折旧及摊销	39	37	65	66	66	市占率(%)	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
EBITDA	1,598	1,020	1,071	1,286	1,487	回报率					
增长						ROAA(%)	1.5%	0.8%	1.0%	1.1%	1.2%
总收入(%)	24.3%	-3.4%	40.3%	-1.2%	7.2%	ROAE(%)	14.6%	8.2%	8.1%	8.7%	9.2%
EBITDA(%)	30.6%	-36.2%	5.0%	20.1%	15.6%						
净利润(%)	26.7%	-35.1%	12.4%	20.7%	17.1%						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

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	前收市价	评级变动	目标价
1	2019/3/19	HK\$1.65	「买入」	HK\$2.19
2	2019/8/20	HK\$1.27	「买入」	HK\$1.88
3	2020/3/23	HK\$0.96	「买入」	HK\$1.39
4	2020/8/11	HK\$1.13	「买入」	HK\$1.45

来源：彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

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、状况及独特需要做出各种证券、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。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805