

國泰君安國際 (1788 HK, HK\$2.77, 未評級) — 業務結構調整為未來拓展提供更好支援

- ❖ **減值損失急升，拖低 2016 年盈利表現。**國泰君安國際 2016 年全年錄得營業收入 25.2 億港元，按年增長 10.7%，但純利按年小幅下降 4.4%，至 9.7 億港元。這主要是由於公司做出 1.1 億港元的客戶貸款及墊款減值所致，減值數額按年大幅上升 6.1 倍。不過，公司預期將受惠於 2017 年轉好的市場氣氛，這些減值將有可能回撥。公司 2016 年財務表現基本符合市場預期。我們對公司 2017 年的表現也持樂觀態度，這主要是由於：（1）公司預期將得到更多來自母公司的支援，在戰略方面或資金方面；（2）經紀相關業務仍為公司的業務核心，2017 年市場氣氛轉好，將帶動該項業務顯著增長；（3）公司計畫更好地利用和管理自身的資產負債表，這將為其今後的發展打下堅實基礎。
- ❖ **調整貸款及融資業務結構。**2016 年，貸款及融資業務貢獻了公司 51.4% 的營業收入，是公司最大的業務分部，年末餘額達到 142.9 億港元，收入貢獻達到 13.0 億港元，分別按年增長 15.4% 及 20.6%。我們相信，2017 年這項業務的發展方向將從擴展規模轉變為控制風險。公司將會投放更多資源到流通性更好、風險更低的大型股票上。這一轉變短期內將對營業收入產生一定負面影響，因為大型股票的利率相對較低，但這將有利於公司今後長期的穩固發展。此外，公司已取得了穆迪長期評級的 Baa2 評級，這將有助於公司降低銀行借貸成本，也可以在一定程度上抵消利率下降帶來的壓力。
- ❖ **證券經紀業務彈性較高。**2016 年，香港股市的平均日成交額按年下跌 37%，而國泰君安國際的證券經紀收入則按年下跌 52.1%，至 3.0 億港元。這主要是由於該公司 91% 的客戶來自內地，其交易行為受股市波動影響較大。不過在 2017 年較為利好的市場氣氛下，這些客戶高彈性的交易風格有望讓公司的經紀費用收入跑贏同業。
- ❖ **業務擴張將受惠於充足的資金支持。**國泰君安國際的母公司國泰君安證券，預計將於 2017 年第一季度完成 H 股上市。作為國泰君安旗下唯一的海外平台，我們相信公司的發展將得益於此。除了戰略協同效應外，我們認為公司的貸款相關業務將有可能直接受益。
- ❖ **短期表現可期，但估值已高於同業。**目前，公司的股價相當於 2016 財年市盈率的 19.7 倍及 2017 財年預測市盈率的 12.0 倍，而同業股價水準則相當於 2016 年預測市盈率的 13.7 倍及 2017 財年預測市盈率的 10.4 倍。近期，在南下資金的推動下，香港股票市場的氣氛明顯轉好。證券公司作為股票市場的最直接參與者，其股價將有可能收穫更好的表現。但長期來看，公司的較高估值還需要以其持續穩健的財務增長作為支撐。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬元港幣)	1,661	2,279	2,522
淨利潤 (百萬元港幣)	780	1,014	969
每股收益 (港仙)	13.9	14.9	14.1
每股收益變動 (%)	33.7	7.2	(5.4)
市盈率(x)	19.9	18.6	19.7
市帳率(x)	2.68	2.52	2.36
股息率 (%)	2.34	2.71	2.71
權益收益率 (%)	14.55	13.81	12.28
淨財務杠杆率 (%)	53	107	168

來源：彭博，招銀國際證券預測

張淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋曉萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

國泰君安國際 (1788 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$2.77
目標價	不適用
市值(百萬元港幣)	19,302
過去 3 月平均交易(百萬元港幣)	63.94
52 周高/低 (港幣)	3.31/1.93
發行股數 (百萬)	6,934.3
主要股東	國泰君安證券(75.00%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	22.8%	16.4%
3 月	-8.9%	-15.6%
6 月	-1.0%	-5.5%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。