

国泰君安国际 (1788 HK, HK\$2.77, 未评级) — 业务结构调整对未来拓展提供更好支持

- ❖ **减值损失急升，拖低 2016 年盈利表现。** 国泰君安国际 2016 年全年录得营业收入 25.2 亿港元，按年增长 10.7%，但纯利按年小幅下降 4.4%，至 9.7 亿港元。这主要是由于公司做出 1.1 亿港元的客户贷款及垫款减值所致，减值数额按年大幅上升 6.1 倍。不过，公司预期将受惠于 2017 年转好的市场气氛，这些减值将有可能回拨。公司 2016 年财务表现基本符合市场预期。我们对公司 2017 年的表现也持乐观态度，这主要是由于：（1）公司预期将得到更多来自母公司的支持，在战略方面或资金方面；（2）经纪相关业务仍为公司的业务核心，2017 年市场气氛转好，将带动该项业务显著增长；（3）公司计划更好地利用和管理自身的资产负债表，这将为今后的发展打下坚实基础。
- ❖ **调整贷款及融资业务结构。** 2016 年，贷款及融资业务贡献了公司 51.4% 的营业收入，是公司最大的业务分部，年末余额达到 142.9 亿港元，收入贡献达到 13.0 亿港元，分别按年增长 15.4% 及 20.6%。我们相信，2017 年这项业务的发展方向将从扩展规模转变为控制风险。公司将会投放更多资源到流通性更好、风险更低的大型股票上。这一转变短期内将对营业收入产生一定负面影响，因为大型股票的利率相对较低，但这将有利于公司今后长期的稳固发展。此外，公司已取得了穆迪长期评级的 Baa2 评级，这将有助于公司降低银行借贷成本，也可以在一定程度上抵消利率下降带来的压力。
- ❖ **证券经纪业务弹性较高。** 2016 年，香港股市的平均日成交额按年下跌 37%，而国泰君安国际的证券经纪收入则按年下跌 52.1%，至 3.0 亿港元。这主要是由于该公司 91% 的客户来自内地，其交易行为受股市波动影响较大。不过在 2017 年较为利好的市场气氛下，这些客户高弹性的交易风格有望让公司的经纪费用收入跑赢同业。
- ❖ **业务扩张将受惠于充足的资金支持。** 国泰君安国际的母公司国泰君安证券，预计将于 2017 年第一季度完成 H 股上市。作为国泰君安旗下唯一的海外平台，我们相信公司的发展将得益于此。除了战略协同效应外，我们认为公司的贷款相关业务将有可能直接受益。
- ❖ **短期表现可期，但估值已高于同业。** 目前，公司的股价相当于 2016 财年市盈率的 19.7 倍及 2017 财年预测市盈率的 12.0 倍，而同业股价水平则相当于 2016 年预测市盈率的 13.7 倍及 2017 财年预测市盈率的 10.4 倍。近期，在南下资金的推动下，香港股票市场的气氛明显转好。证券公司作为股票市场的最直接参与者，其股价将有可能收获更好的表现。但长期来看，公司的较高估值还需要以其持续稳健的财务增长作为支撑。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万元港币)	1,661	2,279	2,522
净利润 (百万元港币)	780	1,014	969
每股收益 (港币)	13.9	14.9	14.1
每股收益变动 (%)	33.7	7.2	(5.4)
市盈率 (x)	19.9	18.6	19.7
市账率 (x)	2.68	2.52	2.36
股息率 (%)	2.34	2.71	2.71
权益收益率 (%)	14.55	13.81	12.28
净财务杠杆率 (%)	53	107	168

来源：彭博，招银国际证券预测

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

国泰君安国际 (1788 HK)

评级	未评级
收市价	HK\$2.77
目标价	不适用
市值(百万元港币)	19,302
过去 3 月平均交易(百万元港币)	63.94
52 周高/低(港币)	3.31/1.93
发行股数(百万)	6,934.3
主要股东	国泰君安证券(75.00%)
来源: 彭博	

股价表现

	绝对	相对
1 月	22.8%	16.4%
3 月	-8.9%	-15.6%
6 月	-1.0%	-5.5%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。