

经纪投资拖累，零售底蕴深厚

华泰研究

2023年3月30日 | 中国内地/中国香港

年报点评

证券

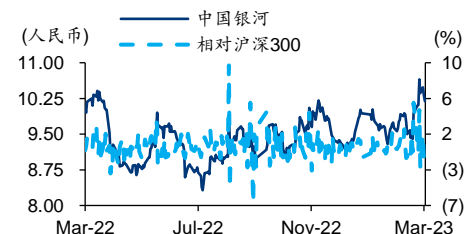
	6881 HK	601881 CH
投资评级:	买入(维持)	增持(维持)
目标价:	港币: 5.26	人民币: 11.10

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	王可
SAC No. S0570521080002	wangke015604@htsc.com
SFC No. BRC044	+(86) 21 3847 6725
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228

基本数据

(港币/人民币)	6881 HK	601881 CH
目标价	5.26	11.10
收盘价(截至3月29日)	4.05	10.19
市值(百万)	41,056	103,299
6个月平均日成交额(百万)	69.74	266.81
52周价格范围	2.92-4.77	8.32-10.65
BVPS	8.71	10.12

股价走势图



资料来源: Wind

经纪与投资拖累业绩表现，零售底蕴较为深厚

公司2022年营业收入336.42亿元，同比-6.51%；归母净利润77.61亿元，同比-25.60%；基本每股收益0.7元；加权ROE8.21%，同比-4.08pct。2022年业绩主要受经纪、投资业务拖累，业务收入分别同比-23%、-22%。我们预计公司2023-2025年BPS分别为9.25/9.94/10.70元（2023-2024年前值为9.56/10.43元），A/H可比公司2023E PB估值（Wind一致预期）为0.9/0.5倍，考虑到公司零售业务底蕴深厚、渠道体系完善，给予公司A/H股2023年PB分别为1.2/0.5倍，对应目标价11.10元/5.26港币（前值为10.49元/5.96港币），分别维持增持、买入评级。

经纪业务收入下滑，代销产品保有量连续增长

公司2022年经纪业务收入63.65亿元，同比-22.67%。1) 22年代理买卖证券收入市占率4.62%，行业排名第5；全年新开立客户数110.84万户，开户市占率7.48%；2) 22年金融产品销售规模925.45亿元；年末代销金融产品保有规模达1933.31亿元，同比+4.74%。2022年市场行情下行，公司持续优化业务结构，增强多渠道获客能力，经纪业务保持行业领先地位。

投行业务表现较好，股债承销规模有所提升

公司2022年投行业务收入6.83亿元，同比+10.37%。1) 股权融资业务深耕重点区域，聚焦重点产业，项目储备稳步增长。22年完成IPO项目5单，再融资项目5单，新三板项目6单，并购重组项目4单。IPO主承销金额36.40亿元，同比+432.16%；再融资主承销金额72.81亿元，同比-48.61%；2) 债券融资业务积极挖掘金融机构债券、地方政府债券业务机会，承销债券合计890单，承销金额2525.30亿元，同比+10.95%。

受市场景气下行影响，投资、资管收入下滑

公司2022年投资业务收入55.90亿元，同比-21.61%。权益投资坚持稳中求进，重点发展中低风险权益投资业务；固定收益投资方面公司取得较好的业绩，2022年末债券投资规模2415亿元，其中AAA级以上债券占比91%。资管业务收入4.41亿元，同比-15%。截至2022年末，银河金汇存续管理产品269只（集合101只，单一163只，专项5只），总受托规模1149.99亿元（集合资管规模422亿元，单一资管规模672.11亿元，专项资管规模35.88亿元）。

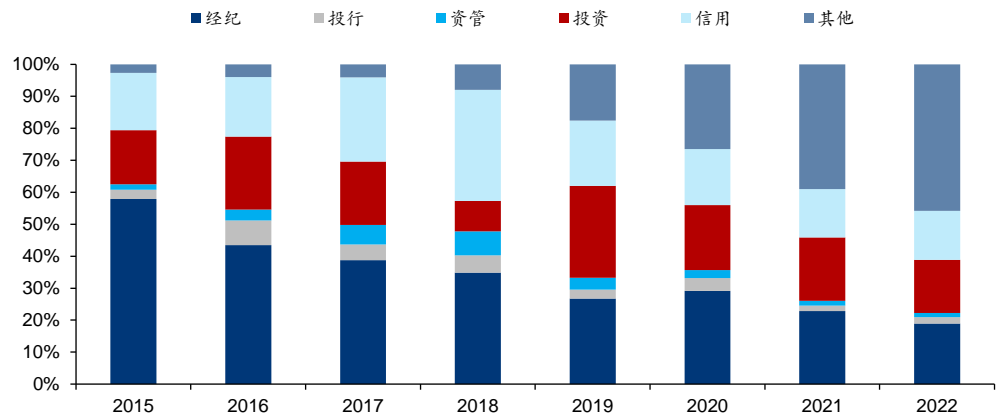
风险提示：业务开展不及预期，市场波动风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	35,984	33,642	39,545	44,064	48,413
+/-%	51.52	(6.51)	17.55	11.43	9.87
归属母公司净利润(人民币百万)	10,430	7,761	8,905	9,987	10,902
+/-%	43.99	(25.60)	14.75	12.15	9.17
EPS(人民币,最新摊薄)	0.97	0.70	0.88	0.99	1.08
BVPS(人民币,最新摊薄)	8.29	8.64	9.25	9.94	10.70
PE(倍)	10.51	14.56	11.60	10.34	9.47
PB(倍)	1.23	1.18	1.10	1.02	0.95
ROE(%)	12.29	8.21	8.42	8.89	9.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 中国银河各业务收入结构图



注: 投资类收入= 投资净收益 + 公允价值变动净收益 - 对联营企业和合营企业的投资收益
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 中国银河 A 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2023E)	BPS (2023E)	PE (2023E)	PB (2023E)
国泰君安	601211 CH	1.66	17.59	8.65	0.82
海通证券	600837 CH	0.95	13.48	9.20	0.65
广发证券	000776 CH	1.31	15.76	11.78	0.98
招商证券	600999 CH	1.23	13.41	11.16	1.03
中位数				11.16	0.98
平均数				10.71	0.89

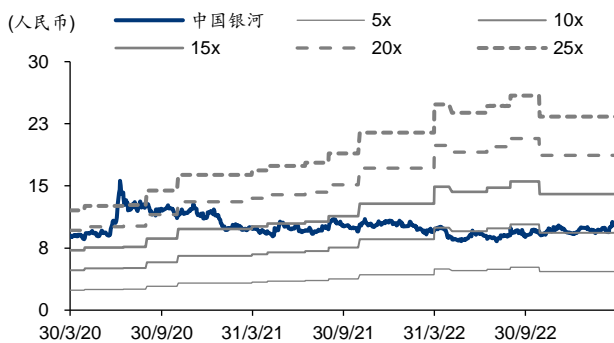
注: 股价取自 2023 年 3 月 29 日, EPS (2023E)、BPS (2023E) 来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 中国银河 H 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期

机构	代码	EPS(2023E)	BPS (2023E)	PE (2023E)	PB (2023E)
GTJA	2611 HK	1.54	17.58	5.38	0.47
HTS	6837 HK	0.78	13.47	5.49	0.32
GFS	1776 HK	1.22	15.39	7.91	0.63
CMS	6099 HK	1.20	13.36	5.49	0.49
Mean				6.07	0.48
Median				5.49	0.48

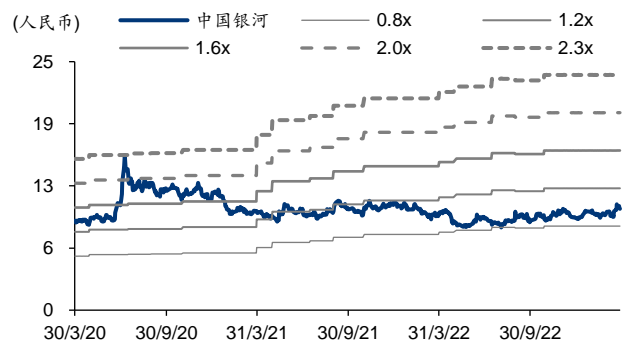
注: 股价取自 2023 年 3 月 29 日, EPS (2023E)、BPS (2023E) 来自 Wind 一致预期
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 中国银河 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国银河 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

损益表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	35,984	33,642	39,545	44,064	48,413
手续费及佣金净收入	9,420	7,517	8,151	8,830	9,539
经纪业务手续费净收入	8,231	6,365	6,955	7,534	8,132
投资银行业务手续费净收入	619.24	683.46	701.44	765.91	838.29
资产管理业务手续费净收入	516.90	440.63	493.60	528.17	566.20
利息净收入	5,456	5,163	5,277	5,991	6,509
投资净收益	6,079	7,186	6,230	6,288	6,546
对联营企业和合营企业的投资收益	46.60	0.87	2.00	3.00	4.00
公允价值变动净收益	1,099	(1,595)	228.39	984.70	1,342
汇兑净收益	26.95	(13.76)	393.17	430.79	470.71
其他收益	63.29	108.74	393.17	430.79	470.71
其他业务收入	13,838	15,279	18,872	21,109	23,535
营业支出	23,062	25,695	30,431	33,860	37,280
税金及附加	160.62	139.57	393.17	430.79	470.71
管理费用	9,840	10,224	10,812	11,804	12,709
减值损失	(60.53)	152.90	393.17	560.03	611.92
其他业务成本	13,105	15,191	18,833	21,066	23,488
营业利润	12,922	7,947	9,114	10,204	11,133
营业外收入	4.95	16.42	18.38	19.07	20.25
营业外支出	135.65	(7.72)	(8.64)	(8.97)	(9.52)
利润总额	12,791	7,971	9,141	10,232	11,163
所得税	2,274	209.39	235.11	243.92	259.05
净利润	10,517	7,761	8,906	9,988	10,904
少数股东损益	86.72	0.93	1.04	1.08	1.15
归属于母公司所有者的净利润	10,430	7,761	8,905	9,987	10,902
EPS (人民币, 摊薄后)	0.97	0.70	0.88	0.99	1.08

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总资产	560,135	625,216	652,939	694,883	740,673
金融资产投资	256,830	322,351	301,330	306,586	311,947
融资融券	93,800	79,300	83,620	92,516	102,355
买入返售金融资产	21,975	20,293	19,124	18,167	17,259
总负债	461,157	522,603	544,116	579,069	617,227
权益合计	98,956	102,590	108,823	115,814	123,445

估值分析

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
归属母公司净利润	10,430	7,761	8,905	9,987	10,902
分红率 (%)	31.96	30.04	30.00	30.00	30.00
归属母公司所有者权益	98,956	102,590	108,823	115,814	123,445
股本 (百万股)	10,137	10,137	10,137	10,137	10,137
PB (倍)	1.23	1.18	1.10	1.02	0.95
PE (倍)	10.51	14.56	11.60	10.34	9.47
BVPS (人民币, 摊薄后)	8.29	8.64	9.25	9.94	10.70
EPS (人民币, 摊薄后)	0.97	0.70	0.88	0.99	1.08
ROE (%)	12.29	8.21	8.42	8.89	9.11

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人,沈娟、王可、汪煜,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司