

分析师: 张洋
 登记编码: S0730516040002
 Zhangyangyjs@ccnew.com 021-50586627

自营探索中性策略, 国际业务实现差异化竞争

——中国银河(601881)2022 年年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(首次)

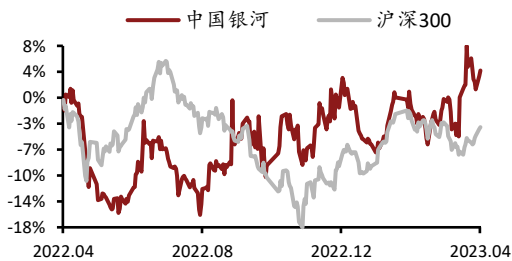
市场数据(2023-04-04)

收盘价(元)	10.31
一年内最高/最低(元)	10.65/8.32
沪深 300 指数	4,103.11
市净率(倍)	1.21
总市值(亿元)	1,045.15
流通市值(亿元)	664.61

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	8.55
总资产(亿元)	6,252.16
所有者权益(亿元)	1,025.90
净资产收益率(%)	8.21
总股本(亿股)	101.37
H 股(亿股)	36.91

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

联系人: 马焱琦
 电话: 021-50586973
 地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼
 邮编: 200122

发布日期: 2023 年 04 月 06 日

2022 年年报概况: 中国银河 2022 年实现营业收入 336.42 亿元, 同比-6.51%; 实现归母净利润 77.61 亿元, 同比-25.60%。基本每股收益 0.70 元, 同比-27.84%; 加权平均净资产收益率 8.21%, 同比-4.08 个百分点。2022 年拟 10 派 2.30 元(含税)。

点评: 1. 2022 年公司投行、利息、其他业务净收入占比出现提高, 经纪及资管业务净收入、投资收益(含公允价值变动)占比出现下降。2. 经纪业务保持行业领先, 代销保有规模保持增长, 经纪业务手续费净收入同比-22.67%。3. IPO 规模同比增幅显著, 债权融资规模同比保持增长, 投行业务手续费净收入同比+10.34%。4. 券商资管加快布局主动管理业务, 管理规模同比小幅下降, 资管业务手续费净收入同比-14.70%。5. 权益自营探索中性策略, 固收自营取得较好业绩, 投资收益(含公允价值变动)同比-22.11%。6. 两融规模小幅回落, 持续压降股票质押规模, 利息净收入同比-5.37%。7. 国际业务影响力及竞争力提升, 收入同比-6.67%。

投资建议: 2022 年公司以客需型固定收益投资及做市业务驱动金融资产规模增长, 投资收益(含公允价值变动)整体下滑幅度优于行业。公司经纪业务保持行业领先, 利息净收入保持稳定, 并购银河-联昌为国际业务提升竞争力、实现差异化竞争创造良好条件。在 2023 年市场稳中向好的预期下, 公司经营业绩有望止稳回升。预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.75 元、0.79 元, BVPS 分别为 9.06 元、9.54 元, 按 4 月 4 日收盘价 10.31 元计算, 对应 P/B 分别为 1.14 倍、1.08 倍, 首次覆盖给予“增持”的投资评级。

风险提示: 1. 权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2. 市场波动风险; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入(亿元)	359.84	336.42	373.20	393.86
增长比率	52%	-7%	11%	6%
归母净利(亿元)	104.30	77.61	82.49	87.14
增长比率	44%	-26%	6%	6%
EPS(元)	0.97	0.70	0.75	0.79
市盈率(倍)	12.61	9.94	13.75	13.05
BVPS(元)	8.29	8.55	9.06	9.54
市净率(倍)	1.40	1.08	1.14	1.08

资料来源: Wind 证券

中国银河 2022 年报概况：

中国银河 2022 年实现营业收入 336.42 亿元，同比-6.51%；实现归母净利润 77.61 亿元，同比-25.60%。基本每股收益 0.70 元，同比-27.84%；加权平均净资产收益率 8.21%，同比-4.08 个百分点。2022 年拟 10 派 2.30 元（含税），分派红利总额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 30.04%。

根据中国证券业协会的统计，2022 年证券行业共实现营业收入 3949.73 亿元，同比-21.38%；共实现净利润 1423.01 亿元，同比-25.54%。中国银河 2022 年经营业绩增速与行业均值基本持平。

点评：

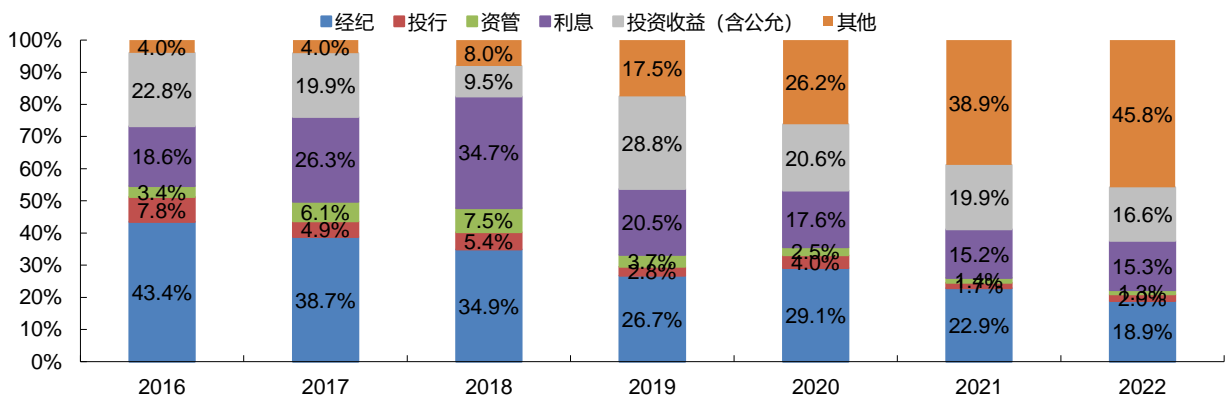
1. 投行、利息、其他业务净收入占比出现提高

2022 年公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 18.9%、2.0%、1.3%、15.3%、16.6%、45.8%，2021 年分别为 22.9%、1.7%、1.4%、15.2%、19.9%、38.9%。

2022 年公司投行、利息、其他业务净收入占比出现提高，经纪及资管业务净收入、投资收益（含公允价值变动）占比出现下降。

根据公司 2022 年年报披露的相关信息，报告期内公司其他业务收入主要为大宗商品销售收入、租赁收入及其他，本期合计 152.79 亿元，同比+10.41%。

图 1：2016-2022 年公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入

2. 经纪业务保持行业领先，代销保有规模保持增长

2022 年公司实现经纪业务手续费净收入 63.65 亿元，同比-22.67%。

报告期内公司增强多渠道获客能力，客户规模稳步提升，强化投资顾问团队与客户分类、服务分层的有效衔接，经纪业务保持行业领先地位。根据中证协统计的母公司口径，报告期内公司代理买卖证券业务净收入市占率为 4.62%，排名行业第 5 位。截至报告期末，公司托管证券总市值 3.90 万亿元。

代销金融产品业务方面，报告期内公司代销各类金融产品（不包括现金类）925.45 亿元，同比-37.81%。截至报告期末，公司代销金融产品保有规模 1933.31 亿元，同比+4.74%，连续三年实现增长。

机构业务方面，报告期内公司 PB 交易系统股基交易量 2.82 万亿元，同比+6.51%；托管外包规模 2685.05 亿元，同比+32.77%，托管公募基金规模排名行业第 7 位。

期货经纪业务方面，报告期内银河期货成交额市占率 2.52%，同比-0.03 个百分点；客户日均权益 560 亿元，同比+35%。

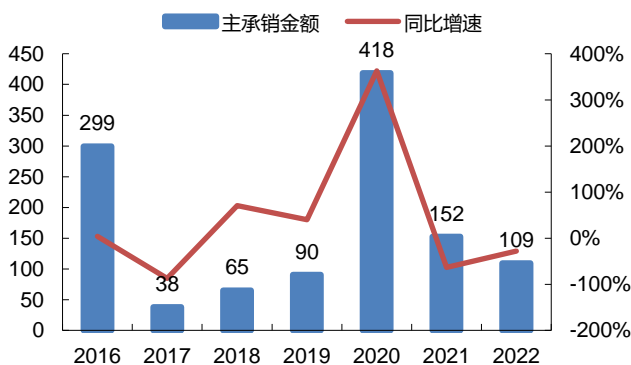
3. IPO 规模同比增幅显著，债权融资规模同比保持增长

2022 年公司实现投行业务手续费净收入 6.83 亿元，同比+10.34%。

股权融资业务方面，报告期内公司股权融资主承销金额 109.21 亿元，同比-28.26%，排名行业第 21 位；其中，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%。根据 Wind 的统计，截至 2023 年 4 月 4 日，公司 IPO 项目储备 5 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 29 位。

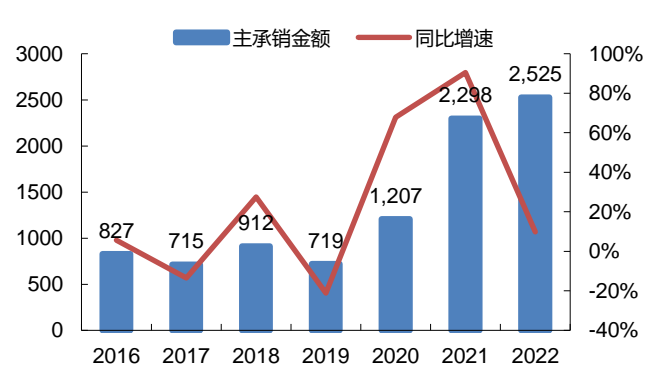
债权融资业务方面，报告期内公司各类债券主承销金额 2525.30 亿元，同比+9.89%，排名行业第 12 位，同比+1 位。

图 2：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

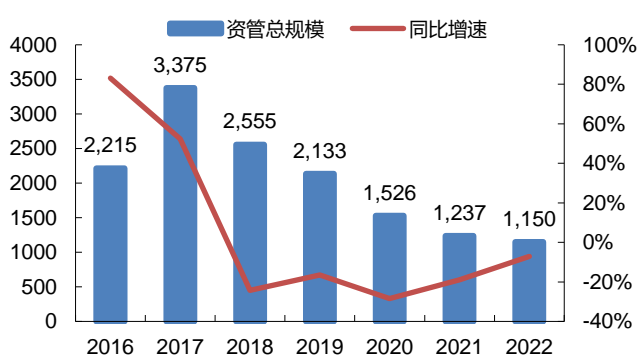
4. 券商资管加快布局主动管理业务，管理规模同比小幅下降

2022 年公司实现资管业务手续费净收入 4.41 亿元，同比-14.70%。

资产管理业务方面，报告期内银河金汇在产品端巩固固收产品优势，加快主动管理业务布局，提升主动管理能力，加速形成资管产品矩阵，初步形成了以发展“固收+”产品为核心，权益、混合类产品等为重点的多元化产品体系。截至报告期末，银河金汇资产管理总规模 1149.99 亿元，同比-7.05%；主动管理规模占比 62.1%，同比+8 个百分点。其中，集合、单一、专项资管规模分别为 442 亿、672 亿、36 亿，同比分别+11 亿、-90 亿、-9 亿。

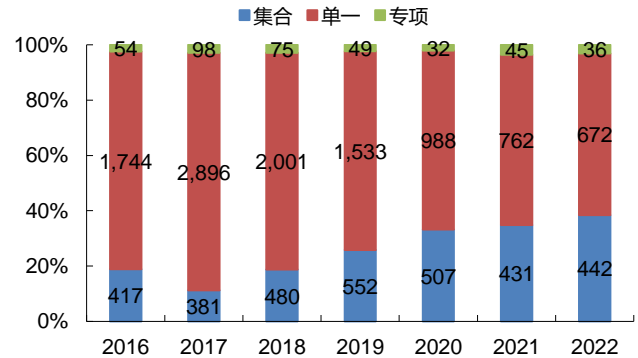
私募基金业务方面，截至报告期末，银河创新资本私募股权基金管理规模合计 242.73 亿元，同比+113.78%；投向覆盖新材料、先进制造、生物医药等创新领域。

图 4：公司资管总规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 5：公司各类别资管规模（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

5. 权益自营探索中性策略，固收自营取得较好业绩

2022 年公司实现投资收益（含公允价值变动）55.91 亿元，同比-22.11%。

截至报告期末，公司金融资产规模为 3002.32 亿元，同比+27.09%，主要为满足客需型固定收益投资业务及有关做市业务规模增长。

权益类自营业务方面，报告期内公司坚持“稳中求进”的基本思路，重点发展中低风险权益投资业务，探索适合自营特点的中性策略，扩大期货套利策略、基金套利策略的投资规模。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司坚持稳健投资理念，优化固定收益量化交易策略，持续追求低波动、低风险的投资收益，取得较好的业绩。

场外衍生品业务方面，报告期内公司场外衍生品业务保持较快增长。截至报告期末，公司场外衍生品存续规模 686.83 亿元，同比+45.05%。

另类投资业务方面，截至报告期末，银河源汇专注于先进制造、新能源/新材料、数字经济、生命科学与医疗科技等国家科技自强领域的战略赛道。报告期内银河源汇参与投资的 5

个项目完成上市发行或 IPO 过会，已上市项目逐步兑现投资收益。

6. 两融规模小幅回落，持续压降股票质押规模

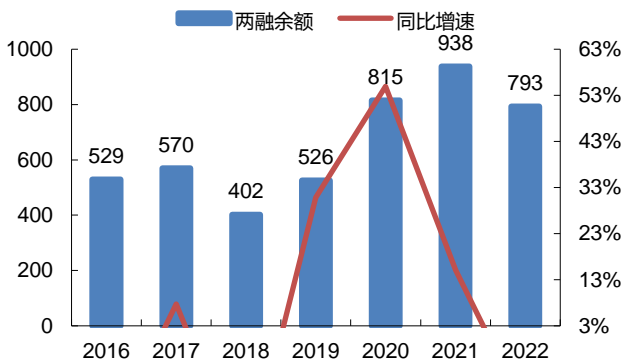
2022 年公司实现利息净收入 51.63 亿元，同比-5.37%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 793 亿元，同比-15.46%；市场份额 5.15%，同比+0.03 个百分点；平均维持担保比例 256%。

股票质押业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额为 183 亿元，同比-2.66%；平均履约保障比例 282%。

报告期内公司计提信用减值损失合计 1.53 亿元，2021 年冲回信用减值损失 0.61 亿元。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

图 7：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券

7. 国际业务影响力及竞争力提升

2022 年公司实现国际业务收入 18.03 亿元，同比-6.67%。

报告期内银河国际控股证券经纪业务稳健发展，投资银行业务逆势增长，在境外国债、中欧 GDR、绿色债券和欧元债等领域取得突破，离岸人民币债券承销市场影响力显著增强。

银河国际控股并购银河-联昌进程有序推进，银河-联昌证券、银河-联昌控股在东盟核心市场保持绝对领先，其股票经纪业务在新加坡市场继续排名第 1 位，在马来西亚市场由第 3 位升至第 1 位。

投资建议

2022 年公司以客需型固定收益投资及做市业务驱动金融资产规模增长，投资收益（含公允价值变动）整体下滑幅度优于行业。公司经纪业务保持行业领先，利息净收入保持稳定，并

购银河-联昌为国际业务提升竞争力、实现差异化竞争创造良好条件。在 2023 年市场稳中向好的预期下，公司经营业绩有望止稳回升。

预计公司 2023、2024 年 EPS 分别为 0.75 元、0.79 元，BVPS 分别为 9.06 元、9.54 元，按 4 月 4 日收盘价 10.31 元计算，对应 P/B 分别为 1.14 倍、1.08 倍，首次覆盖给予“增持”的投资评级。

风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

表 1: 资产负债表预测 (亿元)

	2021A	2022A	2023E	2024E
资产:	5601.35	6252.16	6789.34	7102.22
货币资金	1139.38	1159.95	1217.95	1278.85
融出资金	981.94	843.29	910.75	956.29
金融投资	2568.30	3223.51	3564.21	3735.65
买入返售金融资产	219.75	202.93	192.78	183.14
应收利息及款项	101.51	104.81	115.29	121.05
长期股权投资	0.30	0.30	0.30	0.30
固定及无形资产	11.47	13.29	14.62	15.35
商誉	10.09	10.46	10.46	10.46
其他资产合计	568.61	693.62	762.98	801.13
负债:	4611.57	5226.03	5711.75	5976.00
流动负债	520.51	555.31	583.08	612.23
交易性金融负债	165.84	336.38	386.84	406.18
卖出回购金融资产款	1346.04	1584.95	1743.45	1830.62
代理买卖证券款	1284.01	1296.46	1400.18	1470.19
应付款项	109.75	139.83	153.81	161.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	873.85	969.18	1066.10	1098.08
其他负债	311.57	343.90	378.29	397.20
所有者权益:	989.78	1026.13	1077.59	1126.22
股本	101.37	101.37	101.37	101.37
其他权益工具	148.86	159.36	159.36	159.36
资本公积金	250.51	250.52	250.52	250.52
库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
存留收益	352.79	362.76	399.04	430.96
一般风险准备	136.02	151.88	167.07	183.78
少数股东权益	0.22	0.23	0.23	0.23

资料来源: Wind、中原证券

表 2：利润表预测（亿元）

	2021A	2022A	2023E	2024E
营业收入：	359.84	336.42	373.20	393.86
手续费及佣金净收入	94.20	75.17	81.27	85.32
其中：经纪业务	82.31	63.65	68.74	72.18
投行业务	6.19	6.83	7.38	7.75
资管业务	5.17	4.41	4.85	5.09
利息净收入	54.56	51.63	55.76	58.55
投资收益（含公允）	71.78	55.91	67.09	72.46
其他收入	139.30	153.71	169.08	177.53
营业支出：	230.62	256.95	272.87	287.87
管理费用	98.40	102.24	110.42	116.49
其他成本	132.22	154.71	162.45	171.38
营业外收入：	(1.31)	0.08	0.00	0.00
利润总额：	127.91	79.71	100.33	105.99
所得税	22.74	2.09	17.84	18.85
净利润：	105.17	77.61	82.49	87.14
少数股东损益	(0.87)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
归母净利：	104.30	77.61	82.49	87.14

资料来源：Wind、中原证券

表 3：每股指标与估值

	2021A	2022A	2023E	2024E
EPS	0.97	0.70	0.75	0.79
ROE（加权）	12.29%	8.21%	8.36%	8.37%
BVPS	8.29	8.55	9.06	9.54
P/E	12.61	9.94	13.75	13.05
P/B	1.40	1.08	1.14	1.08

资料来源：Wind、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。