

投资评级 优于大市 维持

自营拖累整体业绩，投行业务表现较好

股票数据

04月29日收盘价(元) 9.28
52周股价波动(元) 8.85-11.76

股本结构

总股本(百万股) 10137
流通A股(百万股) 6446
B股/H股(百万股) 0/3691

相关研究

《重资产业务表现出色，代销金融产品规模持续高增》2022.04.01

《归母净利润同比+19.8%，资本中介、经纪业务表现良好》2021.09.01

《经纪、投行收入大增，归母净利润+38.5%》2021.03.31

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|------|------|-------|
| 绝对涨幅(%) | -5.1 | -8.2 | -11.5 |
| 相对涨幅(%) | -2.3 | 4.1 | 0.6 |

资料来源：海通证券研究所

投资要点：受权益市场下跌影响，公司经纪业务、自营业务承压。投行业务承销规模和收入均实现提升。资产管理业务大集合公募化改造已经完成，收入同比小幅下滑。合理价值区间 11.43-12.31 元，维持“优于大市”评级。

- **【事件】**中国银河发布 2022 年一季度业绩：2022 年一季度实现营业收入 73.4 亿元，同比-3.2%；归母净利润 15.6 亿元，同比-21.7%；对应 EPS 0.14 元，ROE1.64%。
- **经纪业务同比下滑，或为代销金融产品收入减少所致。**2022 年一季度公司经纪业务收入 17.9 亿元，同比-4.9%。我们预计主要原因为受权益市场影响代销金融产品收入大幅下降以及佣金率继续下行。2022 年一季度全市场交投活跃，全市场日均股基交易额 10760 亿元，同比+7.2%，两融余额 16728 亿元，同比+1.1%，较年初-8.7%。
- **投行业务表现较好，股债承销规模均取得增长。**2022 年一季度公司投行业务收入 1.2 亿元，同比+19.0%。股权业务承销规模同比+362.5%，债券业务承销规模同比 15.0%。股权主承销规模 45 亿元，排名第 17，其中 IPO1 家，募资金额 13 亿元，再融资 1 家，募资金额 32 亿元。债券主承销规模 588 亿元，排名第 12；金融债、ABS、公司债承销规模达 131 亿元、31 亿元、55 亿元。IPO 储备项目 14 家，排名第 26，其中两市主板 2 家，北交所 7 家，科创板 3 家，创业板 2 家。
- **资管收入下滑，大集合公募化改造已完成。**2022 年一季度公司资产管理手续费收入 1.22 亿元，同比-4.1%。此前受资管新规及行业政策影响，资产管理存量业务未完成规范改造前不得新增客户和规模，公司资产管理规模承压。截止至 2021 年底，银河金汇全面达成大集合公募化改造工作，产品改造基本完成，长期来看资管规模有望提升。
- **受市场环境的影响，公司自营收入大幅下滑。**2022 年一季度公司投资净收益（含公允价值）5.7 亿元，同比-57.6%。我们认为主要原因为一季度权益市场表现低迷，万得全 A 累计下跌 14%。
- **投资建议：**我们预计公司 2022-24E 年 EPS 分别为 0.85/1.09/1.17 元，BVPS 分别为 8.79/9.74/10.70 元。给予其 2022 年 1.3-1.4x P/B，对应合理价值区间 11.43-12.31 元，维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**交易量持续走低，权益市场波动加剧致投资收益持续下滑。

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@htsec.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@htsec.com

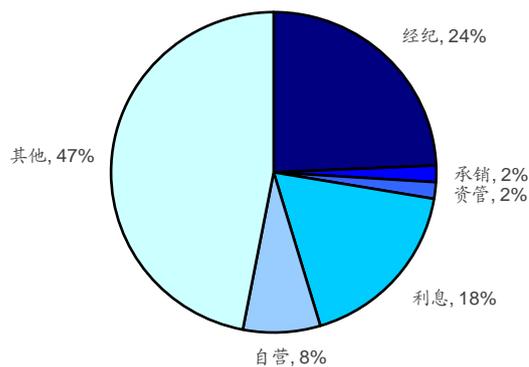
证书:S0850516060001

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 23749 | 35984 | 34732 | 40846 | 42315 |
| (+/-)YoY(%) | 39% | 52% | -3% | 18% | 4% |
| 净利润(百万元) | 7244 | 10430 | 8620 | 11056 | 11897 |
| (+/-)YoY(%) | 39% | 44% | -17% | 28% | 8% |
| 每股净利润(元) | 0.71 | 1.03 | 0.85 | 1.09 | 1.17 |
| 每股净资产(元) | 7.53 | 8.29 | 8.79 | 9.74 | 10.70 |

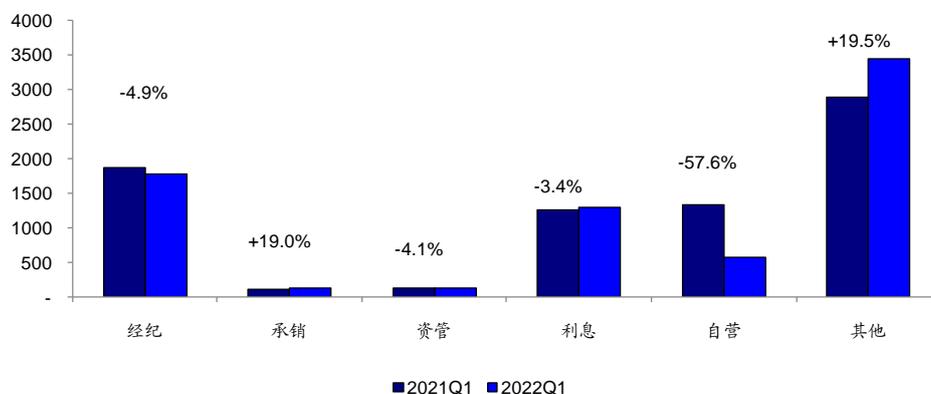
资料来源：公司年报（2020-2021），海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 中国银河 2022 年一季度收入结构



资料来源：公司 2022 年一季度报，海通证券研究所

图2 中国银河 2022 年一季度各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年一季度报，海通证券研究所

表 1 中国银河盈利预测 (百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 一、营业收入 | 23749 | 35984 | 34732 | 40846 | 42315 |
| 手续费 | 8521 | 9420 | 9255 | 9435 | 9756 |
| 经纪净佣金 | 6921 | 8231 | 8037 | 8134 | 8351 |
| 投行收入 | 950 | 619 | 675 | 746 | 829 |
| 资管收入 | 592 | 517 | 479 | 487 | 505 |
| 利息净收入 | 4178 | 5456 | 5725 | 5802 | 5914 |
| 投资净收益 | 4991 | 6079 | 4530 | 8864 | 9901 |
| 联营合营企业 | 61 | 47 | - | - | - |
| 公允价值变动净收益 | -102 | 1099 | - | - | - |
| 汇兑净收益 | -8 | 27 | - | - | - |
| 其他业务收入 | 6136 | 13838 | 15222 | 16744 | 16744 |
| 其他收益 | 29 | 63 | - | - | - |
| 资产处置收益 | 5 | 2 | - | - | - |
| 二、营业支出 | 14571 | 23062 | 23909 | 26977 | 27396 |
| 营业税及附加 | 145 | 161 | 174 | 204 | 212 |
| 管理费用 | 7817 | 9840 | 9725 | 11437 | 11848 |
| 资产减值损失 | - | - | - | - | - |
| 信用减值损失 | 497 | -61 | 250 | 200 | 200 |
| 其他资产减值损失 | -1 | 17 | - | - | - |
| 其他业务成本 | 6113 | 13105 | 13760 | 15136 | 15136 |
| 三、营业利润 | 9178 | 12922 | 10823 | 13869 | 14919 |
| 加: 营业外收入 | 50 | 5 | - | - | - |
| 减: 营业外支出 | 72 | 136 | - | - | - |
| 四、利润总额 | 9157 | 12791 | 10823 | 13869 | 14919 |
| 减: 所得税 | 1845 | 2274 | 2165 | 2774 | 2984 |
| 五、净利润 | 7312 | 10517 | 8659 | 11095 | 11935 |
| 减: 少数股东损益 | 68 | 87 | 39 | 39 | 39 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 7244 | 10430 | 8620 | 11056 | 11897 |
| 六、每股收益 (元): | 0.71 | 1.03 | 0.85 | 1.09 | 1.17 |

资料来源: 公司 2020、2021 年财报, 海通证券研究所

表 2 中国银河资产负债表 (百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 92728 | 113938 | 119635 | 146950 | 154297 |
| 其中: 客户资金存款 | 76852 | 100488 | 105512 | 129603 | 136083 |
| 结算备付金 | 17584 | 32294 | 33909 | 41651 | 43733 |
| 其中: 客户备付金 | 12317 | 24626 | 25857 | 31760 | 33348 |
| 融出资金 | 82018 | 98194 | 88311 | 90960 | 93689 |
| 交易性金融资产 | 92647 | 135643 | 142425 | 174943 | 183690 |
| 衍生金融资产 | 870 | 1946 | 2140 | 2355 | 2590 |
| 买入返售金融资产 | 31863 | 21975 | 37260 | 65979 | 70364 |
| 应收款项 | 12215 | 10151 | 11166 | 12282 | 13511 |
| 存出保证金 | 16194 | 11716 | 12302 | 15111 | 15866 |
| 债权投资 | 5789 | 5269 | 5533 | 5810 | 6100 |
| 其他债权投资 | 52130 | 81233 | 85295 | 104769 | 110007 |
| 长期股权投资 | 1308 | 30 | 33 | 37 | 40 |
| 其他权益工具投资 | 33868 | 34685 | 36419 | 44734 | 46971 |
| 投资性房地产 | 8 | 8 | 8 | 8 | 9 |
| 固定资产 | 303 | 442 | 465 | 488 | 512 |
| 使用权资产 | 923 | 1571 | 1649 | 1732 | 1818 |
| 无形资产 | 525 | 705 | 740 | 777 | 816 |
| 商誉 | 426 | 1009 | 1059 | 1112 | 1168 |
| 递延所得税资产 | 69 | 168 | 177 | 186 | 195 |
| 其他资产 | 4234 | 9158 | 9616 | 10097 | 10602 |
| 资产总计 | 445730 | 560135 | 588142 | 719979 | 755978 |
| 短期借款 | 7993 | 7926 | 8323 | 8739 | 9176 |
| 应付短期融资券 | 48286 | 27997 | 28837 | 29702 | 30593 |
| 拆入资金 | 15617 | 16128 | 19354 | 23224 | 27869 |
| 交易性金融负债 | 10031 | 16584 | 17413 | 18284 | 19198 |
| 衍生金融负债 | 1973 | 4647 | 4740 | 4835 | 4932 |
| 卖出回购金融资产款 | 88113 | 134604 | 137296 | 140042 | 142843 |
| 代理买卖证券款 | 97671 | 128401 | 129685 | 130982 | 132291 |
| 应付职工薪酬 | 3714 | 4907 | 5152 | 5410 | 5680 |
| 应交税费 | 570 | 767 | 782 | 798 | 814 |
| 应付款项 | 11627 | 5301 | 5407 | 5515 | 5626 |
| 应付债券 | 65669 | 87385 | 87885 | 88885 | 89885 |
| 递延所得税负债 | 191 | 1139 | 1162 | 1278 | 1405 |
| 租赁负债 | 913 | 1579 | 1610 | 1771 | 1949 |
| 其他负债 | 11340 | 23792 | 35332 | 145593 | 168966 |
| 负债合计 | 363722 | 461157 | 482978 | 605058 | 641227 |
| 股本 | 10137 | 10137 | 10137 | 10137 | 10137 |
| 资本公积金 | 25227 | 25051 | 25023 | 25023 | 25023 |
| 其他综合收益 | 372 | 797 | -335 | 963 | 2431 |
| 盈余公积金 | 6745 | 7732 | 8839 | 9992 | 11212 |
| 一般风险准备 | 11510 | 13602 | 15443 | 17748 | 20190 |
| 未分配利润 | 22301 | 26750 | 29951 | 34913 | 39498 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 81255 | 98956 | 103944 | 113663 | 113454 |
| 少数股东权益 | 754 | 22 | 1220 | 1258 | 1297 |
| 所有者权益合计 | 82008 | 98978 | 105163 | 114921 | 114751 |
| 负债及股东权益总计 | 445730 | 560135 | 588142 | 719979 | 755978 |

资料来源: 公司 2020、2021 年财报, 海通证券研究所

表 3 大型券商可比公司估值 (2022 年 4 月 29 日)

| | 股价 | 市值 | P/E (倍) | | | P/B (倍) | | |
|------|-------|------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| | (元) | (亿元) | 2020 | 2021E | 2022E | 2020 | 2021E | 2022E |
| 中金公司 | 37.48 | 1809 | 16.8 | 14.7 | 12.4 | 2.4 | 2.0 | 1.8 |
| 国泰君安 | 14.60 | 1300 | 8.7 | 8.0 | 7.0 | 1.0 | 0.8 | 0.8 |
| 中信建投 | 21.58 | 1674 | 16.3 | 15.7 | 13.6 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| 广发证券 | 16.07 | 1225 | 11.3 | 9.6 | 8.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 申万宏源 | 4.09 | 1024 | 10.9 | 9.8 | 8.5 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 华泰证券 | 13.35 | 1212 | 9.1 | 8.1 | 7.1 | 0.9 | 0.8 | 0.7 |
| 国信证券 | 9.70 | 932 | 9.2 | 8.9 | 8.1 | 1.2 | 1.1 | 1.0 |
| 招商证券 | 12.77 | 1111 | 9.5 | 9.6 | 8.2 | 1.1 | 1.0 | 0.9 |
| 东方证券 | 9.16 | 805 | 15.0 | 13.2 | 10.8 | 1.4 | 1.1 | 1.1 |
| 光大证券 | 11.38 | 525 | 15.1 | 14.1 | 12.8 | 1.0 | 0.9 | 0.8 |
| 平均 | | | 11.7 | 10.8 | 9.3 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 兴业银行, 中信银行, 第一创业, 江苏银行, 沪农商行, 中国太保, 国金证券, 邮储银行, 杭州银行, 光大证券, 东吴证券, 宁波银行, 东方财富, 建设银行, 中国人寿, 汇丰控股, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 瑞达期货, 上海银行, 重庆银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 大新银行集团, 常熟银行, 浙商证券

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|--------|------|--------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。