

投资评级 **优于大市** 维持

投行复苏，四季度自营拖累整体业绩

投资要点：受权益市场下跌影响，公司经纪业务承压。投行业务逐渐复苏，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，主动管理规模持续提升。四季度自营表现不佳，拖累公司整体业绩。合理价值区间 11.24-12.17 元，维持“优于大市”评级。

- **【事件】** 中国银河发布 2022 年度业绩：实现营业收入 336.4 亿元，同比-6.5%；归母净利润 77.6 亿元，同比-25.6%，好于行业平均；对应 EPS 0.77 元，ROE 8.2%。第四季度实现营业收入 63.6 亿元，同比-35.6%。归母净利润 13.2 亿元，同比-56.4%。公司四季度业绩大幅下滑，主要原因是四季度自营投资表现不佳，同比-67.2%。

- **经纪业务小幅下滑，获得首批个人养老金基金销售业务资格。** 2022 年公司经纪业务收入 63.7 亿元，同比-22.7%，占营业收入比重 18.9%。全市场日均股基交易额 10030 亿元，同比-9.3%。公司代销金融产品收入 6.33 亿元，同比-30.8%，占经纪业务收入 9.9%，代销金融产品规模 345 亿元，同比-65.4%。公司两融余额 793 亿元，较年初-15%，市场份额 5.15%，同比+0.03pct，全市场两融余额 15404 亿元，较年初-16%。公司不断增强客户多元化金融产品配置、交易及销售服务，通过“专业”+“陪伴”+“敏捷”的模式，满足客户多层次金融需求。公司获得首批个人养老金基金销售业务资格，有效扩展了财富管理空间。

- **投行业务复苏，IPO 规模大幅增长。** 2022 年公司投行业务收入 6.8 亿元，同比+10.4%。股权业务承销规模同比-22.5%，债券业务承销规模同比+14.1%。股权主承销规模 119.2 亿元，排名第 21；其中 IPO 5 家，募资规模 36 亿元；再融资 6 家，承销规模 83 亿元。债券主承销规模 2550 亿元，排名第 12；其中地方政府债、金融债、公司债承销规模分别为 1349 亿元、702 亿元、228 亿元。IPO 储备项目 5 家，排名第 27，其中两市主板 2 家，创业板 3 家。

- **资产管理规模小幅下滑，主动管理占比提升。** 2022 年公司资产管理业务收入 4.4 亿元，同比-14.8%。资产管理规模 1150 亿元，同比-7.1%。其中：集合资产管理产品规模 442 亿元，单一资产管理产品规模为 672 亿元，专项资产管理产品规模 35.88 亿元。公司主动管理规模 715 亿元，占比 62.1%，较 2021 年末增长 8 个百分点。

- **四季度自营业务拖累公司业绩。** 投资收益（含公允价值）55.9 亿元，同比-21.6%；第四季度投资收益（含公允价值）7.2 亿元，同比-67.2%。

- **投资建议：** 我们预计公司 2023-25E 年 EPS 分别为 1.05/1.15/1.20 元，BVPS 分别为 9.36/10.09/9.74 元。我们给予其 2023 年 1.2-1.3x P/B，对应合理价值区间 11.24-12.17 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。

主要财务数据及预测

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	35984	33642	38043	41254	43626
(+/-)YoY(%)	52%	-7%	13%	8%	6%
净利润（百万元）	10430	7761	10609	11682	12187
(+/-)YoY(%)	44%	-26%	37%	10%	4%
每股净利润（元）	1.03	0.67	1.05	1.15	1.20
每股净资产（元）	8.29	8.55	9.36	10.09	9.74

资料来源：公司年报（2021-2022E），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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

股票数据

 03月29日收盘价(元) 10.19
 52周股价波动(元) 8.22-10.68

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

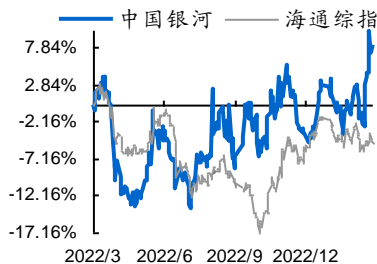
相关研究

 《自营表现出色，投行业务复苏》
 2022.09.07

 《自营拖累整体业绩，投行业务表现较好》
 2022.04.30

 《重资产业务表现出色，代销金融产品规模持续高增》
 2022.04.01

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.9	2.5	9.0
相对涨幅(%)	7.5	6.7	5.5

资料来源：海通证券研究所

分析师:孙婷

Tel:(010)50949926

Email:st9998@haitong.com

证书:S0850515040002

分析师:何婷

Tel:(021)23219634

Email:ht10515@haitong.com

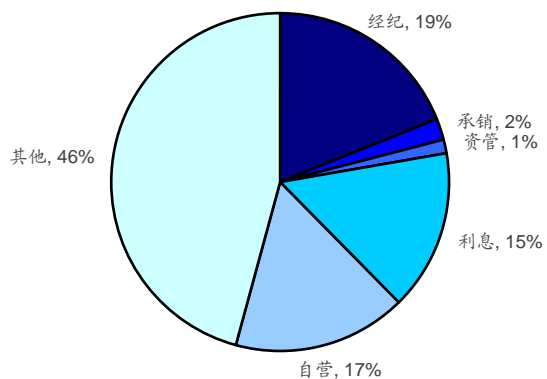
证书:S0850516060001

联系人:肖尧

Tel:(021)23154171

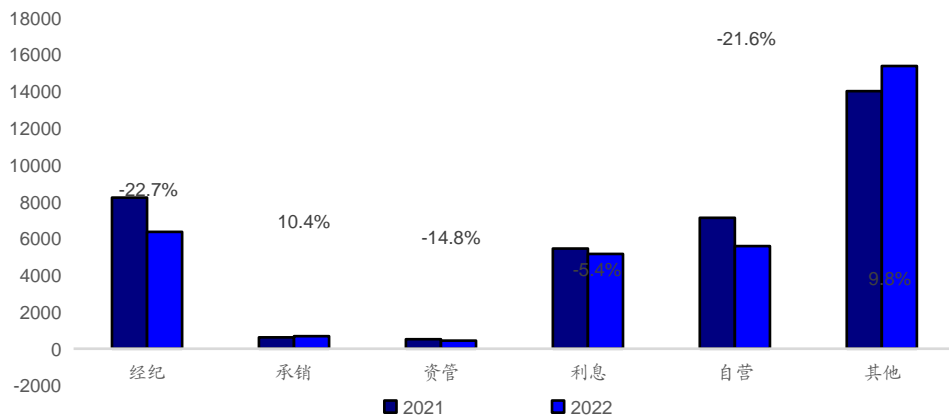
Email:xy14794@haitong.com

图1 中国银河 2022 年收入结构



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

图2 中国银河 2022 年各业务同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司 2022 年年报，海通证券研究所

表 1 中国银河盈利预测 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业收入	35984	33642	38043	41254	43626
手续费	9420	7517	9353	9840	10243
经纪净佣金	8231	6365	7987	8325	8576
投行收入	619	683	774	884	1013
资管收入	517	441	504	539	557
利息净收入	5456	5163	5586	5925	5954
投资净收益	6079	7186	7061	7841	8017
联营合营企业	47	1	-	-	-
公允价值变动净收益	1099	-1595	-	-	-
汇兑净收益	27	-14	-	-	-
其他业务收入	13838	15279	16043	17647	19412
其他收益	63	109	-	-	-
资产处置收益	2	-3	-	-	-
二、营业支出	23062	25695	27108	29216	31071
营业税及附加	161	140	158	171	181
管理费用	9840	10224	11033	11551	11666
资产减值损失	-	-	-	-	-
信用减值损失	-61	153	196	200	200
其他资产减值损失	17	-12	-	-	-
其他业务成本	13105	15191	15722	17294	19024
三、营业利润	12922	7947	10935	12037	12555
加: 营业外收入	5	16	-	-	-
减: 营业外支出	136	-8	-	-	-
四、利润总额	12791	7971	10935	12037	12555
减: 所得税	2274	209	287	316	330
五、净利润	10517	7761	10647	11721	12225
减: 少数股东损益	87	1	39	39	39
归属于母公司所有者的净利润	10430	7761	10609	11682	12187
六、每股收益 (元):	1.03	0.67	1.05	1.15	1.20

资料来源: 公司 2021、2022 年财报, 海通证券研究所

表 2 中国银河资产负债表 (百万元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	113938	115995	120206	124231	126405
其中: 客户资金存款	100488	97230	100760	104133	105956
结算备付金	32294	39811	41256	42638	43384
其中: 客户备付金	24626	29856	30940	31976	32536
融出资金	98194	84329	85825	88399	91051
交易性金融资产	135643	171923	178163	184129	187351
衍生金融资产	1946	2631	2894	3183	3501
买入返售金融资产	21975	20293	21716	21731	19595
应收款项	10151	10481	11530	12683	13951
存出保证金	11716	16070	16653	17211	17512
债权投资	5269	2708	2843	2985	3135
其他债权投资	81233	109325	113293	117087	119136
长期股权投资	30	62	68	75	82
其他权益工具投资	34685	38395	39789	41121	41841
投资性房地产	8	7	8	8	9
固定资产	442	579	608	638	670
使用权资产	1571	1688	1772	1861	1954
无形资产	705	750	788	827	869
商誉	1009	1046	1098	1153	1211
递延所得税资产	168	388	407	427	449
其他资产	9158	8734	9171	9629	10111
资产总计	560135	625216	648090	670020	682218
短期借款	7926	8390	8810	9250	9713
应付短期融资券	27997	28108	28951	29820	30715
拆入资金	16128	19033	22840	27408	32889
交易性金融负债	16584	33638	35320	37086	38940
衍生金融负债	4647	2598	2650	2703	2757
卖出回购金融资产款	134604	158495	161665	164899	168197
代理买卖证券款	128401	129646	130942	132252	133574
应付职工薪酬	4907	5677	5961	6259	6572
应交税费	767	320	327	333	340
应付款项	5301	7986	8146	8309	8475
应付债券	87385	96918	97918	98918	99918
递延所得税负债	1139	192	211	233	256
租赁负债	1579	1724	1896	2086	2295
其他负债	23792	29876	30474	31083	31705
负债合计	461157	522603	536112	550638	566345
股本	10137	10137	10137	10137	10137
资本公积金	25051	25052	25052	25052	25052
其他综合收益	797	-117	-117	-117	-117
盈余公积金	7732	8428	9581	10802	12105
一般风险准备	13602	15188	17494	19935	22543
未分配利润	26750	27965	32785	36487	29028
归属于母公司所有者权益合计	98956	102590	111917	119282	115734
少数股东权益	22	23	62	100	139
所有者权益合计	98978	102613	111979	119382	115873
负债及股东权益总计	560135	625216	648090	670020	682218

资料来源: 公司 2021、2022 年财报, 海通证券研究所

表 3 大型券商可比公司估值 (2023 年 3 月 29 日)

	股价	市值	P/E (倍)			P/B (倍)		
	(元)	(亿元)	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
中金公司	39.06	1886	17.5	21.4	17.7	2.5	2.1	2.0
国泰君安	14.35	1278	8.5		8.7	0.9		0.8
中信建投	25.87	2007	19.6	22.2	17.3	3.1		
广发证券	15.47	1179	10.9	15.9	11.8	1.1	1.1	1.0
申万宏源	4.18	1047	11.1	30.2	12.7	1.1		
华泰证券	12.46	1131	8.5	10.6	8.4	0.8	0.7	0.7
国信证券	9.40	904	8.9	13.6	10.7	1.2		
招商证券	13.75	1196	10.3	14.8	11.2	1.2	1.2	1.0
东方证券	9.58	814	15.2		17.6	1.4		1.0
光大证券	15.17	699	20.1		17.8	1.3		1.1
平均			13.1	18.4	13.4	1.5	1.3	1.1

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 非银行金融行业、银行行业
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, 浙商银行, 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, 中信证券, 中国人寿, 国泰君安, 华兴资本控股, 苏州银行, 江苏金租, 瑞达期货, 上海银行, 兴业证券, 交通银行, 中国银行, 招商证券, 东亚银行, 渣打集团

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。