

**投资评级 优于大市 维持**
**股票数据**

 10月28日收盘价(元) 10.82  
 52周股价波动(元) 6.50-14.88

**股本结构**

 总股本(百万股) 10137  
 流通A股(百万股) 1229  
 B股/H股(百万股) 0/3691

**相关研究**

《经纪收入排名居前,加速渠道网络转型》2019.08.28

**市场表现**


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.0	2.6	-6.3
相对涨幅(%)	-5.0	-0.7	-8.1

资料来源:海通证券研究所

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

## 自营收入大增,净利润同比+106%

**投资要点:加强量化交易平台、PB系统等,客户结构优化;区域协调发展一体化战略,大力发展“以企业为中心”的服务型投行业务;主动管理收入占比持续上升,回归资管本源转型明显。合理价值区间11.87-12.57元,维持“优大于市”评级。**

● **【事件】**中国银河2019年前三季度实现营业收入120亿元,同比+90%;归母净利润39亿元,同比+106%;对应EPS 0.38元。第三季度实现营业收入47亿元,同比+131%,环比+27%;归母净利润13亿元,同比+126%,环比+19%。2019年前三季度经纪/承销/资管/利息/自营分别占营业收入的30%/3%/4%/21%/28%。

● **双轮驱动,协同发展,经纪收入排名居前。**19年前三季度实现经纪收入36亿元,同比+31%。公司以零售客户为主,证券经纪客户数1084万户,其中机构和产品户1.65万户。公司代销金融产品业务继续实行集中统一管理,由产品中心统筹,组建了从总部到分公司和营业部的垂直业务梯队,推进公司财富管理转型。上半年实现代销金融产品净收入2.6亿元,行业排名第3。销售金融产品473亿元,行业排名第3。截至6月末,公司金融产品保有量1174亿元,同比+16%。

● **区域协调发展一体化战略,大力发展“以企业为中心”的服务型投行业务。**19年前三季度实现承销收入4亿元,同比-4%。股、债承销规模分别同比+36%、-18%。股权主承销规模123亿元;其中再融资7家,承销规模117亿元。债券主承销规模575亿元,排名第21;企业债、金融债、地方政府债分别承销规模达61、155、30亿元。公司IPO储备项目19家,排名第32,其中主板1家,中小板1家,科创板1家。

● **主动管理收入占比持续上升,回归资管本源转型明显。**19年前三季度实现资管收入5亿元,同比-15%。截至2019年中期末银河金汇受托资产管理规模2406亿元,同比-18%,其中,主动管理规模846亿元,同比+14%,占比35%,较18年中期提升10个百分点。

● **适时优化资产配置,自营收入大增。**19年前三季度实现自营收入34亿元,去年同期亏损1亿元。权益类自营投资业务调整投资战略与转换投资思路。债券类自营业务积极把握市场节奏,收益良好。公司上半年国债期货累计交易量是去年同期的2.3倍,利率互换累计交易量是去年同期的12倍;债券质押式报价回购业务(“天天利”)继续保持领先地位,业务规模及客户数量稳居市场第1。

● **【投资建议】**我们预计公司2019-21E年EPS分别为0.47、0.49、0.52元,BVPS分别为6.98、7.39、7.83元。我们给予其2019年1.70-1.80x P/B,对应合理价值区间为11.87-12.57元。维持“优于大市”评级。

● **风险提示:市场持续低迷导致业务规模下滑,市场监管进一步加强。**

**主要财务数据及预测**

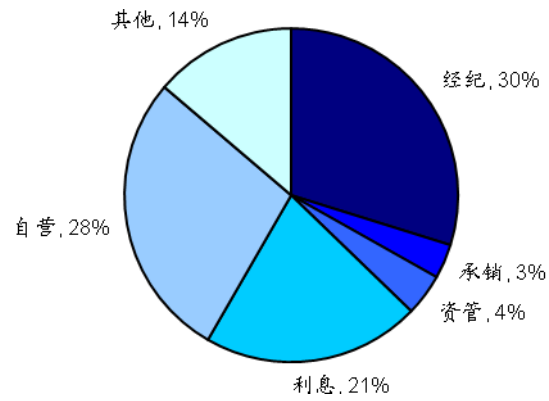
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11344	9925	15843	16314	16916
(+/-)YoY(%)	-14%	-13%	60%	3%	4%
净利润(百万元)	3981	2887	4776	4986	5255
(+/-)YoY(%)	-23%	-27%	65%	4%	5%
每股净利润(元)	0.39	0.28	0.47	0.49	0.52
每股净资产(元)	6.36	6.51	6.98	7.39	7.83

资料来源:公司年报(2017-2018),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

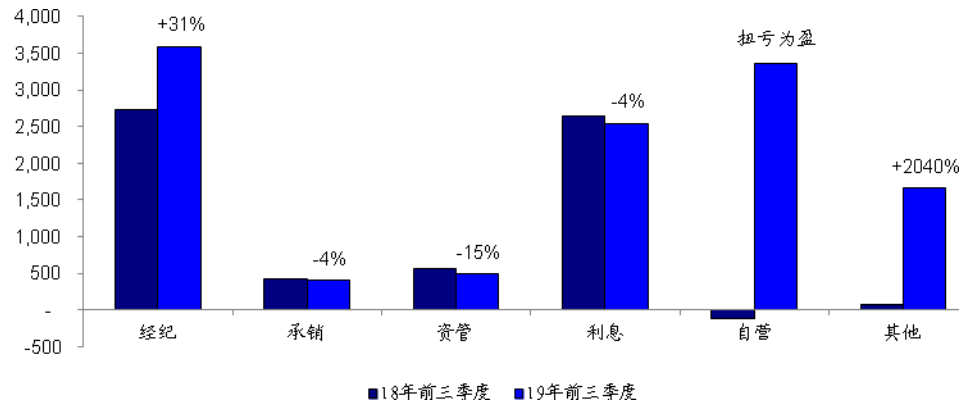
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 中国银河 2019 年前三季度收入结构



资料来源：公司 2019 年三季报，海通证券研究所

图2 中国银河 2019 年前三季度各业务收入同比变化情况 (百万元)



资料来源：公司三季报 (2018-2019)，海通证券研究所

**表 1 中国银河盈利预测 (百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>一、营业收入</b>	<b>11344.2</b>	<b>9925.4</b>	<b>15842.9</b>	<b>16313.9</b>	<b>16915.9</b>
手续费	6085.2	4805.4	5608.5	5933.5	6204.3
经纪净佣金	4394.9	3463.9	4232.8	4443.1	4551.9
投行收入	557.0	530.8	614.9	673.3	739.8
资管收入	692.7	746.7	693.6	746.5	838.5
利息净收入	2986.4	3444.7	3232.6	3823.2	4091.0
投资净收益	2479.9	-612.7	4001.9	3557.1	3620.6
联营合营企业		-2.6			
公允价值变动净收益	-223.5	1555.9	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	-10.1	-8.6			
其他业务收入	21.4	734.7	3000.0	3000.0	3000.0
其他收益	4.3	5.1			
资产处置收益	0.6	1.0			
<b>二、营业支出</b>	<b>6495.6</b>	<b>6253.1</b>	<b>9566.2</b>	<b>9762.9</b>	<b>10014.3</b>
营业税及附加	104.1	102.4	120.6	124.2	128.8
管理费用	5709.4	5046.4	6495.6	6688.7	6935.5
资产减值损失	682.1				
信用减值损失		408.3	50.0	50.0	50.0
其他资产减值损失					
其他业务成本		695.9	2900.0	2900.0	2900.0
<b>三、营业利润</b>	<b>4848.6</b>	<b>3672.3</b>	<b>6276.7</b>	<b>6551.0</b>	<b>6901.6</b>
加: 营业外收入	14.2	25.7	0.0	0.0	0.0
减: 营业外支出	54.1	16.0	0.0	0.0	0.0
<b>四、利润总额</b>	<b>4808.7</b>	<b>3682.1</b>	<b>6276.7</b>	<b>6551.0</b>	<b>6901.6</b>
减: 所得税	789.7	750.4	1462.3	1526.2	1607.9
<b>五、净利润</b>	<b>4019.0</b>	<b>2931.7</b>	<b>4814.4</b>	<b>5024.8</b>	<b>5293.7</b>
减: 少数股东损益	38.2	44.6	38.5	38.5	38.5
归属于母公司所有者的净利润	<b>3980.7</b>	<b>2887.1</b>	<b>4775.9</b>	<b>4986.2</b>	<b>5255.2</b>
<b>六、每股收益:</b>					
(一) 基本每股收益(元)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5
(二) 稀释每股收益(元)	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

**表 2 中国银河资产负债表 (百万元)**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	59741.7	51413.6	80424.5	83120.5	84370.6
其中: 客户资金存款	50777.3	42529.0	69243.9	71635.3	72811.4
结算备付金	12538.5	12686.5	12319.8	12730.9	12919.7
其中: 客户备付金	11503.8	11623.9	10346.8	10704.1	10879.9
拆出资金			1466.2	1612.8	1774.1
融出资金	60063.7	44631.9	53200.0	58520.0	61446.0
交易性金融资产	29010.3	60338.3	71255.3	73716.2	74926.5
衍生金融资产	22.9	76.3	76.1	83.7	92.1
买入返售金融资产	38256.1	39967.1	30076.6	26941.4	24426.8
应收款项	1002.8	643.1	9000.0	9900.0	10890.0
应收利息	4003.1				
存出保证金	5836.6	5275.8	7754.1	8021.9	8153.6
债权投资		5061.8	1531.2	1607.8	1688.2
其他债权投资		17299.2	20233.3	20932.1	21275.7
可供出售金融资产	34060.8				
应收款项类投资	4634.2				
持有至到期投资	3545.2				
长期股权投资		876.8	1123.1	1235.5	1359.0
其他权益工具投资		9777.4	11435.7	11830.7	12024.9
投资性房地产		8.2	8.6	9.0	9.5
固定资产	261.1	241.5	236.9	260.6	286.7
使用权资产			1446.1	1590.7	1749.8
无形资产	385.8	391.7	409.9	450.9	496.0
商誉	223.3	223.3	234.4	257.9	283.0
递延所得税资产	168.0	477.5	115.5	127.1	139.8
其他资产	1060.8	1973.2	4107.0	4517.7	4969.5
<b>资产总计</b>	<b>254815.0</b>	<b>251363.3</b>	<b>306454.6</b>	<b>317467.4</b>	<b>323282.1</b>
短期借款	2550.3	3010.8	5200.0	5460.0	5733.0
应付短期融资券	28328.3	6760.5	10000.0	9000.0	9000.0
拆入资金	500.0	2001.9	300.0	360.0	432.0
交易性金融负债	268.5	1458.7	2743.7	2880.9	3025.0
衍生金融负债	135.1	213.4	217.7	222.0	226.5
卖出回购金融资产款	18716.2	28059.9	44050.9	44491.4	43601.6
代理买卖证券款	64787.1	56695.3	81000.0	81810.0	82628.1
应付职工薪酬	3389.6	2591.5	3060.2	3213.2	3373.9
应交税费	387.7	165.0	288.7	294.5	300.3
应付款项	1158.6	1073.0	8000.0	8160.0	8323.2
应付利息	1693.3				
应付债券	62880.5	79501.4	76949.2	77449.2	77949.2
递延所得税负债	6.6	10.1	193.6	213.0	234.3
其他负债	5126.6	3484.0	3282.4	3610.7	3682.9
<b>负债合计</b>	<b>189928.5</b>	<b>185025.4</b>	<b>235286.5</b>	<b>237165.0</b>	<b>238510.0</b>
股本	10137.3	10137.3	10137.3	10137.3	10137.3
资本公积金	25027.4	25022.9	25022.9	25022.9	25022.9
其他综合收益	-188.1	205.1	1133.3	1815.7	2512.3
盈余公积金	5318.9	5600.3	6092.9	6607.3	7149.4
一般风险准备	8340.7	8936.3	9921.7	10950.4	12034.6
未分配利润	15876.9	16080.2	18465.8	20388.4	22496.7
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>64513.0</b>	<b>65982.1</b>	<b>70773.8</b>	<b>74921.9</b>	<b>79353.1</b>
少数股东权益	373.4	355.8	394.3	5380.6	5419.1
<b>所有者权益合计</b>	<b>64886.4</b>	<b>66337.9</b>	<b>71168.1</b>	<b>80302.5</b>	<b>84772.2</b>
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>254815.0</b>	<b>251363.3</b>	<b>306454.6</b>	<b>317467.4</b>	<b>323282.1</b>

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

表 3 大型券商可比公司估值 (2019 年 10 月 28 日)

	股价 (元)	市值 (亿元)	P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
国泰君安	17.72	1578	23.5	17.1	14.7	1.41	1.23	1.19
中信建投	23.45	1793	58.1	40.1	34.2	4.21	3.39	3.16
广发证券	14.07	1072	24.9	15.5	13.5	1.26	1.20	1.14
申万宏源	4.90	1227	29.5	21.3	19.0	1.77	1.47	1.36
华泰证券	17.81	1617	32.1	21.1	18.2	1.56	1.39	1.32
国信证券	12.59	1032	30.0	19.7	17.2	2.18	1.84	1.76
招商证券	17.03	1141	25.8	18.4	16.1	1.74	1.42	1.35
东方证券	10.31	721	58.6	30.0	24.5	1.39	1.34	1.30
光大证券	11.66	538	520.3	21.4	18.3	1.14	1.08	1.04
平均	14.39	1191	89.2	22.7	19.5	1.85	1.59	1.51
中国银河	10.82	1097	38.0	25.2	23.3	1.66	1.57	1.50

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： 中信银行,第一创业,兴业银行,杭州银行,中国太保,国金证券,光大证券,中国人寿,国泰君安,东吴证券,东方财富,汇丰控股,华安证券,中国银河,兴业证券,招商证券,中国银行,华泰证券,中原证券,中国平安,中国财险,中金公司,众安在线,中信建投,安信信托,中国太平,东方证券,南京银行,广发证券,国元证券

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> 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。	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。
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。