



2017-04-01

公司点评报告

增持/首次

中国银河 (601881)

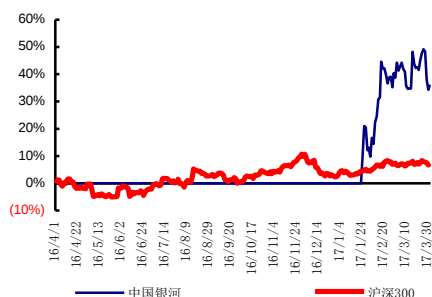
目标价: 15

昨收盘: 13.36

非银金融 证券 II

中国银河 (601881) 年报点评: 推进“一体两翼”战略, 两翼均保持正增长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	10,137/4,291
总市值/流通(百万元)	135,434/57,328
12 个月最高/最低(元)	14.64/9.81

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

事件: 公司公布 2016 年报, 实现营业收入 132 亿, 同比下降 50%; 归母净利润 51.5 亿, 同比-47.60%。EPS 为 0.54, 同比-51%。每 10 股派发现金股利 1.55 元, 现金分红 15.71 亿。

点评:

大交易业务受市场交易量收缩影响拖累业绩, 投行业务收入增长 36%。银河证券实现营业收入 132 亿, 同比下降 50%; 归母净利润 51.5 亿, 同比-47.60%, 基本与行业平均水平持平 (-50%)。净利润较 2015 年减少了 47 亿, 其中, 代理买卖证券业务净收入减少了 95 亿, 同比下降 62%, 主要受市场成交量萎缩 50% 影响; 投资收益+公允价值变动总计 30 亿, 比 2015 年减少了 14 亿, 同比-32%, 二级市场年初和年末波动较大, 市场形势多变, 对自营业务影响较大。从收入结构来看, 2016 年代理证券买卖净收入占比 43%, 创下了 2010 年以来的新低, 投资业务 (投资收益+公允价值变动) 成为第二大收入来源, 占比 23%。**“一体两翼”战略, 两翼均保持正增长。**公司代理买卖证券业务净收入单体券商口径行业排名第 2, 市场份额 5.36%; 股票基金交易总额行业排名第 3, 市场份额 4.84%。投行业务净收入较去年增加了 2.7 亿, 同比增长 36%, 在营业收入中占比 8% (2015 年为 3%)。资管业务净收入 4.5 亿, 增长 1 个百分点。

回归 A 股, 融资能力增强。2017 年 1 月完成 A 股 IPO 发行, 实现 A+H 两地上市。融资能力增强较大的券商, 有望在下一轮洗牌中占据优势地位, 有望得到估值溢价。

投资建议: 大交易业务传统优势依然存在, 受益于行业集中度提升; 公司刚刚加入 A 股, 融资能力显著提升, 这一点对于以净资本为核心的券商而言非常重要, 打开了公司的成长空间; 行业经营形势环比改善, 有望迎来行业性机会; 公司作为次新股, 流通性小, 具有价值基础, 有望成为行业性机会的龙头标的之一。给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.65、0.95、1.08, 同比增长 21%、46%、13%, 六个月目标价 15 元/股, 对应 2017 年 23 倍 PE。

风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

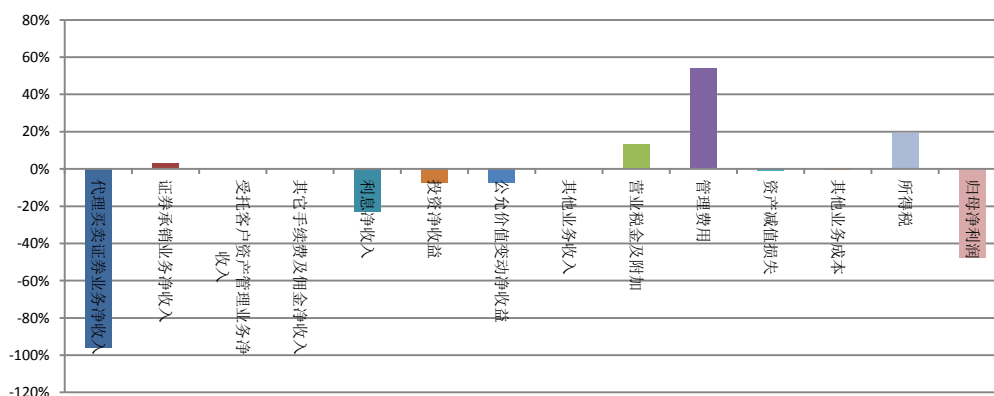
	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,240	16,261	22,267	24,607
净利润(百万元)	5,154	6,226	9,091	10,265
摊薄每股收益(元)	0.54	0.65	0.95	1.08

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

大交易业务受市场交易量收缩影响拖累业绩，投行业务收入增长 36%。

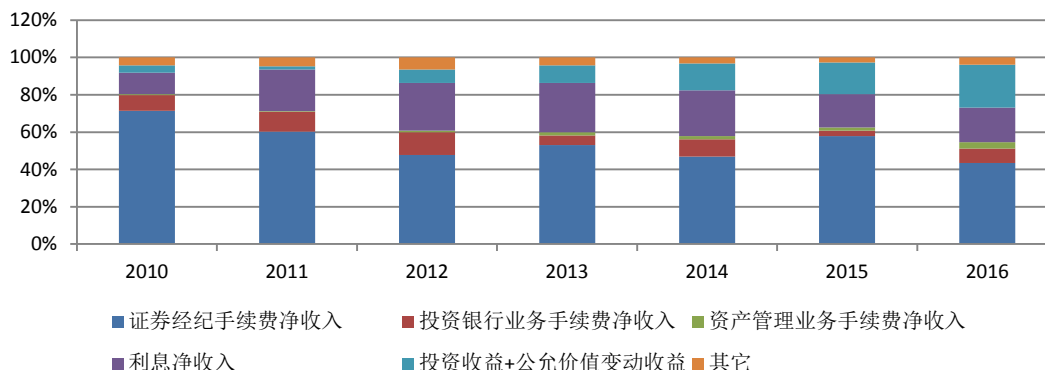
银河证券实现营业收入 132 亿，同比下降 50%；归母净利润 51.5 亿，同比-47.60%，基本与行业平均水平持平（-50%）。净利润较 2015 年减少了 47 亿，其中，代理买卖证券业务净收入减少了 95 亿，同比下降 62%，主要受市场成交量萎缩 50%影响；投资收益+公允价值变动总计 30 亿，比 2015 年减少了 14 亿，同比-32%，二级市场年初和年末波动较大，市场形势多变，对自营业务影响较大。从收入结构来看，2016 年代理证券买卖净收入占比 43%，创下了 2010 年以来的新低，投资业务（投资收益+公允价值变动）成为第二大收入来源，占比达 23%。投行业务净收入较去年增加了 2.7 亿，同比增长 36%，受益于定增市场火热以及公司债、企业债发行政策改革，直接融资提速等因素，在营业收入中占比 8%（2015 年为 3%）。资管业务净收入 4.5 亿，增长 1 个百分点。

图表 1：银河证券归母净利润降幅归因分析



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：银河证券历年收入结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

表 3：银河证券归母净利润降幅分析

单位：亿元	2015/12/31	2016/12/31	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	98.36	51.54	-47.60%	-46.82	
代理买卖证券业务净收入	152.04	57.51	-62.18%	-94.53	-96.11%
证券承销业务净收入	7.57	10.28	35.68%	2.70	2.75%
受托客户资产管理业务净收入	4.49	4.53	0.96%	0.04	0.04%
利息净收入	46.95	24.62	-47.57%	-22.34	-22.71%
投资净收益	47.04	39.93	-15.13%	-7.12	-7.23%
公允价值变动净收益	-2.51	-9.72	287.72%	-7.21	-7.33%
其他业务收入	0.29	0.55	86.54%	0.25	0.26%
营业支出	131.37	66.91	-49.07%	-64.46	65.54%
税金及附加	16.57	3.73	-77.47%	-12.84	13.05%
管理费用	113.38	60.46	-46.68%	-52.92	53.81%
资产减值损失	1.42	2.53	78.27%	1.11	-1.13%
其他业务成本	0.00	0.19	-12234.59%	0.19	-0.20%
营业利润	131.23	65.49	-50.10%	-65.74	-66.84%
利润总额	131.34	65.77	-49.93%	-65.57	-66.67%
所得税	32.57	13.91	-57.29%	-18.66	18.97%
净利润	98.77	51.85	-47.50%	-46.91	-47.70%
归属于母公司所有者的净利润	98.36	51.54	-47.60%	-46.82	-47.60%

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

“一体两翼”战略，两翼均保持正增长。公司经营模式为：以大交易领先为核心，以投资银行和资产管理业务为两翼，各项主要业务协同均衡发展，即“一核两翼、协同发展”。大交易领先不仅包括传统的经纪业务的领先，还包括在经纪业务带动下，融资融券业务、机构销售交易业务、投资顾问业务、金融产品销售业务和期货经纪业务、国际经纪业务等，以及各种创新型的金融产品交易业务的领先。360 家证券营业网点均衡分布在全国 31 个省、自治区、直辖市的中心城市。境外网点（香港）和 26 家期货业务营业网点为客户提供了延伸服务。公司拥有经纪业务客户 877 万户，较 2015 年增长 126 万户，增幅 16.78%。公司代理买卖证券业务净收入单体券商口径行业排名第 2，市场份额 5.36%；股票基金交易总额行业排名第 3，市场份额 4.84%；公募基金分仓收入行业排名第 6，市场份额 4.19%；融资融券余额行业排名第 5，市场份额 5.63%。

回归 A 股，融资能力增强。公司 2016 年 12 月通过 A 股 IPO 发行审核，2017 年 1 月完成 A 股 IPO 发行，实现 A+H 两地上市。在 A 股整体融资能力增强的背景下，回归 A 股，有助于公司资本能力的补充。在以净资本为核心的行业监管体系下，资本补充能力关于券商扩张潜力。十三五是国家资本市场大发展时期，行业性机会的捕捉关乎到下一轮的行业洗牌。资本补充充足的券商，

有望在下一轮洗牌中占据优势地位。

投资建议：

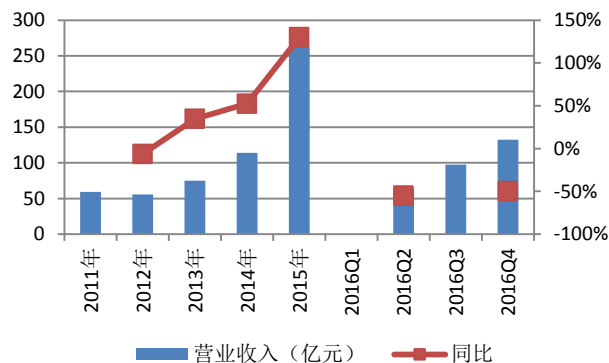
大交易业务传统优势依然存在，受益于行业集中度提升；公司刚刚加入 A 股，融资能力显著提升，这一点对于以净资本为核心的券商而言非常重要，打开了公司的成长空间；行业经营形势环比改善，有望迎来行业性机会；公司作为次新股，流通性小，具有价值基础，有望成为行业性机会的龙头标的之一。给予公司“增持”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.65、0.95、1.08，同比增长 21%、46%、13%，六个月目标价 15 元/股，对应 2017 年 23 倍 PE。

风险提示：

- 1、监管趋严，合规风险；
- 2、业绩随市场波动较大的风险。

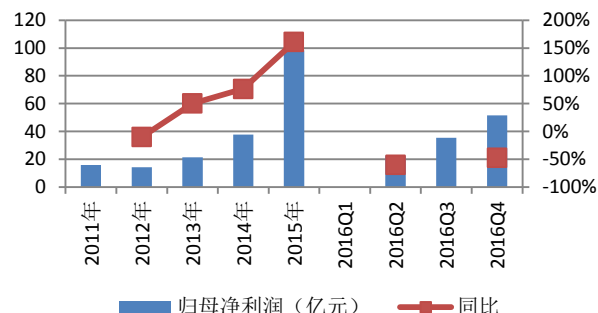
重要业务数据跟踪：

图表 4：银河证券营业收入及同比增长率



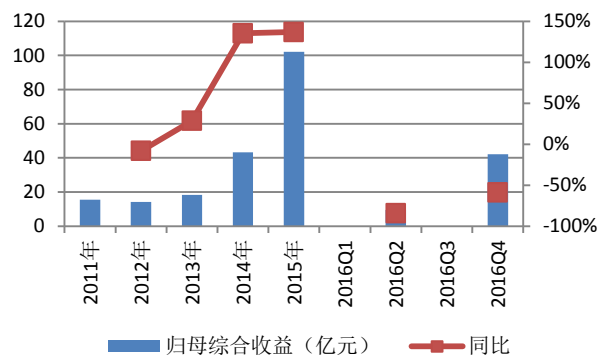
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 5：银河证券归母净利润及同比增长率



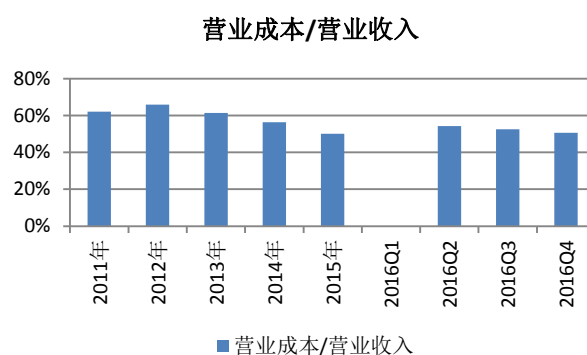
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 6：银河证券归母综合收益及同比增长率



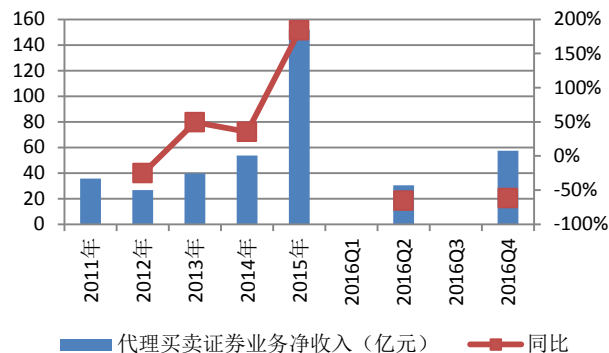
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 7：银河证券成本收入比



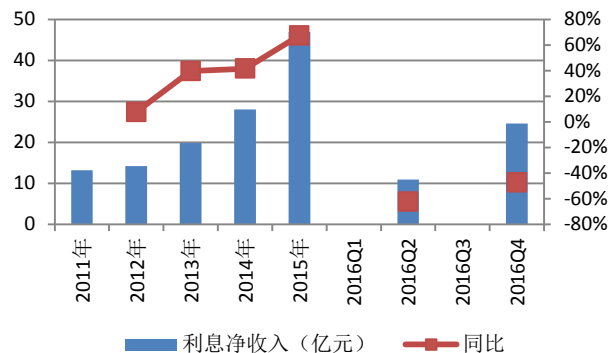
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 8：银河证券经纪业务收入及同比



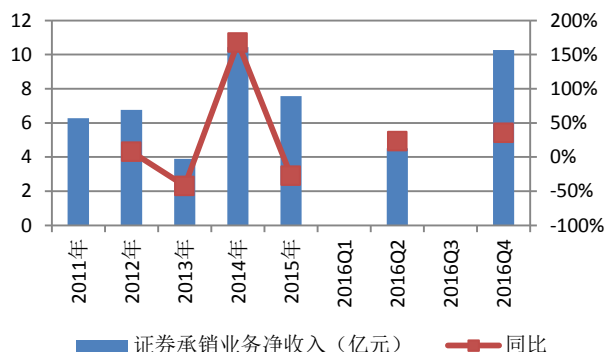
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 9：银河证券信用业务



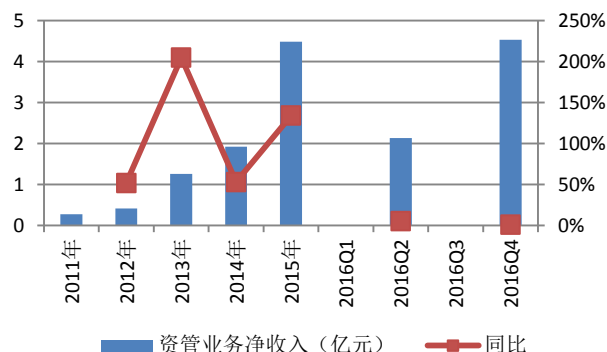
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 10：银河证券投行业务



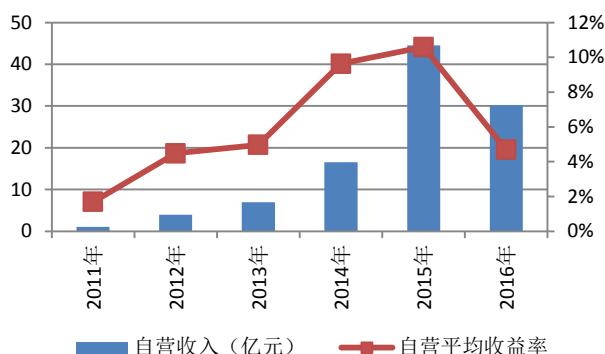
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 11：银河证券资管业务



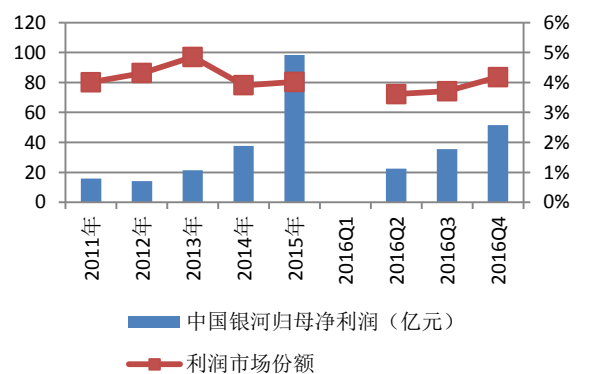
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 12：银河证券自营业务



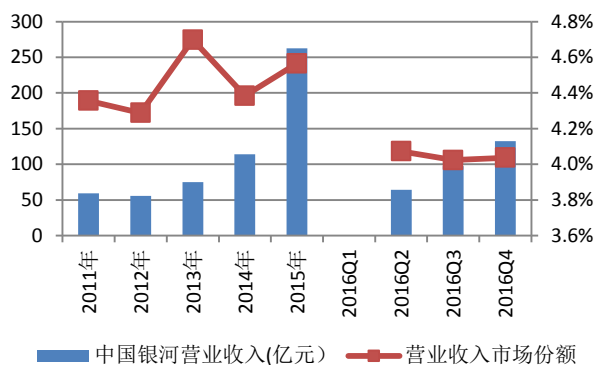
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 13：银河证券市场份额-归母净利润



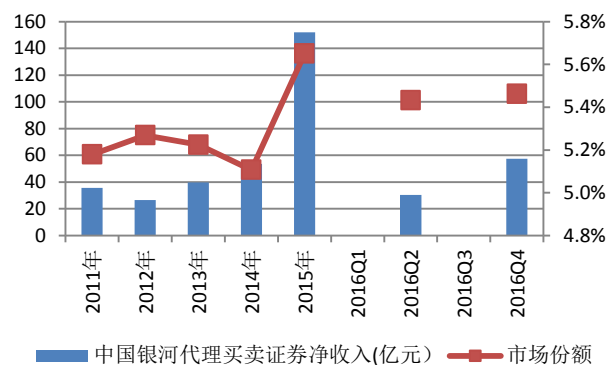
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 14：银河证券市场份额-营业收入



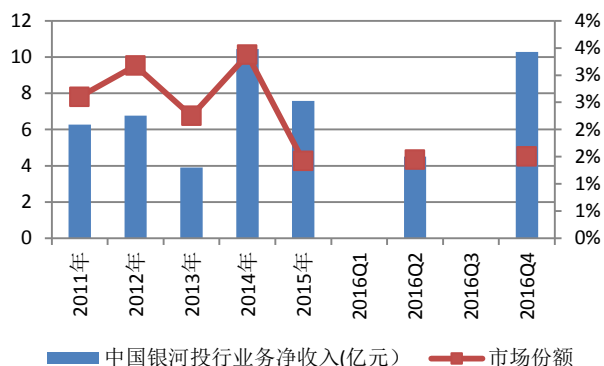
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 15：银河证券市场份额-代理买卖证券净收入



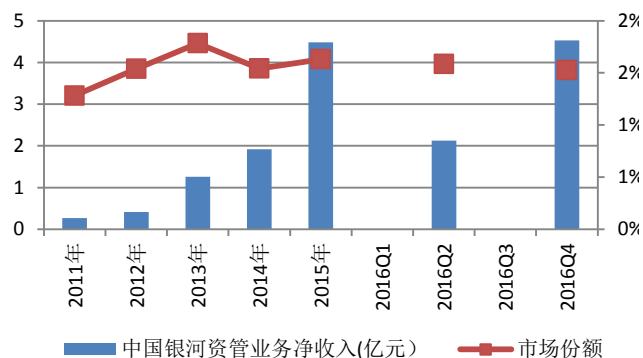
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 16：银河证券市场份额-投行业务净收入



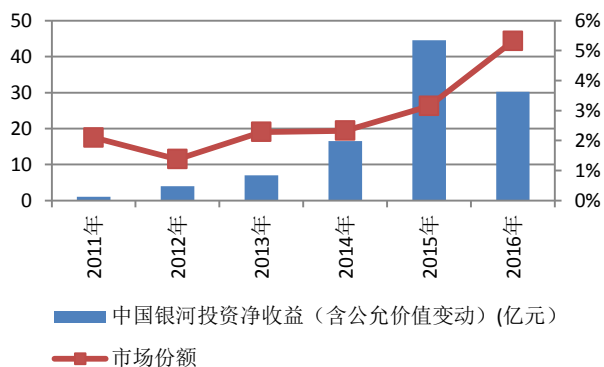
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 17：银河证券市场份额-资管业务净收入



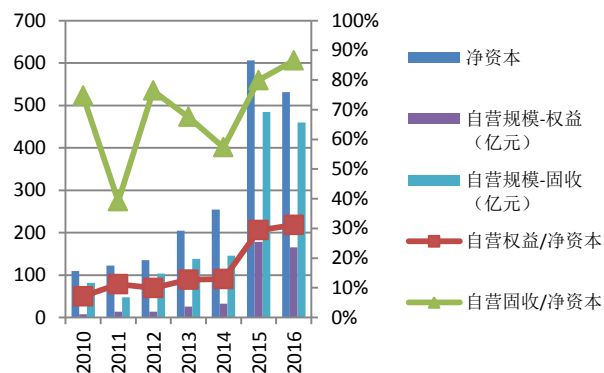
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 18：银河证券市场份额-投资净收益



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 19：银河证券自营规模



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

附表：银河证券盈利预测表 20170331

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	102,582	69,064	78,091	94,107	94,973	营业收入	26,260	13,240	16,261	22,267	24,607
结算备付金	23,260	25,363	28,379	30,672	32,428	手续费及佣金净收入	16,833	7,708	8,410	12,812	13,811
拆出资金	0	0	0	0	0	其中：经纪业务净收入	15,204	5,751	6,344	7,047	7,744
融出资金	70,138	55,477	56,826	61,768	58,679	承销业务净收入	757	1,028	1,060	988	893
交易性金融资产	38,924	29,363	34,058	63,534	57,817	资管业务净收入	449	453	655	4,290	4,692
衍生金融资产	24	8	10	18	17	利息净收入	4,695	2,462	2,633	2,489	2,423
买入返售金融资产	21,791	13,006	9,116	9,116	9,116	投资净收益	4,454	3,021	5,159	6,898	8,277
应收款项	764	775	898	1,676	1,525	公允价值变动净收益	-251	-972	-133	-169	-176
应收利息	2,167	3,554	4,122	7,689	6,997	其它	29	55	26	29	32
存出保证金	4,389	7,070	6,134	6,511	7,456	营业支出	13,137	6,691	8,043	10,493	11,306
可供出售金融资产	32,125	36,524	42,363	79,028	71,917	营业税金及附加	1,657	373	458	628	694
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	11,338	6,046	7,317	9,575	10,335
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	142	253	259	281	267
固定资产	340	299	271	253	238	其他业务成本	0	19	9	10	11
无形资产	363	354	352	353	353	营业利润	13,123	6,549	8,217	11,773	13,300
商誉	223	223	223	223	223	其他非经营损益	11	28	20	37	36
递延所得税资产	131	240	278	518	472	利润总额	13,134	6,577	8,238	11,810	13,336
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	3,257	1,391	1,973	2,664	3,008
其他资产	3,435	4,560	4,738	5,859	5,642	净利润	9,877	5,185	6,264	9,147	10,328
资产总计	300,656	245,881	265,861	361,325	347,854	少数股东损益	41	32	38	56	63
短期借款	1,191	1,785	1,874	3,571	2,989	归母股东净利润	9,836	5,154	6,226	9,091	10,265
应付短期融资款	21,846	11,518	12,090	23,037	19,283	主要财务比率					
拆入资金	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	51	714	749	1,427	1,194	成长能力					
衍生金融负债	341	38	40	76	64	营业收入增长率	130.10%	-49.58%	22.82%	36.94%	10.51%
卖出回购金融资产款	44,853	24,495	25,710	48,990	41,007	净利润增长率	160.84%	-47.60%	20.81%	46.01%	12.92%
代理买卖证券款	117,992	90,404	100,836	101,949	110,248	盈利能力					
应付职工薪酬	5,544	4,037	4,232	5,965	6,208	营业利润率	49.97%	49.46%	50.54%	52.87%	54.05%
应交税费	1,081	221	507	528	659	净利率	37.45%	38.92%	38.29%	40.83%	41.72%
应付款项	1,110	1,007	962	1,505	1,560	回报率分析					
应付利息	2,508	1,732	1,629	1,645	1,551	总资产收益率	4.09%	1.89%	2.43%	2.90%	2.89%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	22.89%	8.97%	10.32%	13.80%	14.13%
递延所得税负债	0	0	0	0	0	每股指标					
其他负债	4,466	5,264	5,525	10,528	8,812	EPS-摊薄(元)	1.03	0.54	0.65	0.95	1.08
负债合计	243,406	187,527	202,765	291,848	271,105	每股净资产(元)	5.97	6.08	6.57	7.24	7.99
股本	9,537	9,537	9,537	9,537	9,537	每股股利(元)	0.00	0.16	0.20	0.29	0.33
资本公积金	21,673	21,673	21,673	21,673	21,673	估值分析					
归母权益合计	56,914	57,989	62,692	69,017	76,225	市盈率	12.95	24.72	20.47	14.02	12.41
所有者权益合计	57,249	58,354	63,096	69,477	76,749	市净率	2.24	2.20	2.03	1.85	1.67
负债及股东权益总计	300,656	245,881	265,861	361,325	347,854	股息收益率	0.00%	1.16%	1.49%	2.17%	2.46%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

分析师简介：

【魏涛】太平洋证券研究院院长，非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一；2011 年“新财富”非银第三名；2012 年“新财富”非银第二名；2013 年“新财富”非银第三名；2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师，北京大学企业管理硕士，复合学科背景，八年金融行业从业经验，2015 年加入太平洋证券。覆盖非银，擅长证券细分领域。今年以来，每市组合收益约 14%，位于该平台非银金融行业第一；2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566