安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 30 日

公司快报

证券研究报告

证券

中国银河（601881.SH）

AH 上市资本雄厚，经纪业务保持领先

■**事件：**中国银河 2016 年实现营业收入 132 亿元(YoY -50%)，归母公司净利润 52 亿元(YoY -48%)；2017 年一季度实现营业收入 30 亿元（YoY -10%），归母公司净利润 11 亿元（YoY +10%）。2016 年公司加权平均 ROE 为 9%，2017 年一季度公司加权平均 ROE 为 1.8%。

■**经纪业务收入领先，股票质押逆市大增。**

（1）经纪业务收入领先，客群庞大。2016 年和 2017 年一季度公司分别实现代理买卖证券业务手续费及佣金净收入 58 亿元（YoY -62%）和 11 亿元（YoY -36%），经纪业务收入规模行业领先。据 Choice 数据计算，2016 年以来公司股基交易额市场份额保持在 4.8%左右，保持行业前五地位；经纪业务佣金率约为 0.04%，略高于行业平均水平。公司客户群庞大，截至 2016 年末公司拥有经纪业务客户 877 万户（YoY +17%），360 家营业网点覆盖全国 31 个省市，并积极拓展海外业务和互联网金融，资本金补充之后公司将巩固经纪业务优势，预计 2017 年经纪业务市场占有率和佣金率继续维持。

（2）股票质押逆市大增。2016 年占公司利息收入比重最大的两融业务利息收入降至 44 亿元（YoY -42%），两融余额降至 529 亿元（YoY -23%），受此影响公司 2016 年利息净收入降至 25 亿元（YoY -48%）。公司股票质押回购业务相比两融业务还存在增长空间，2016 年末业务余额 226 亿元，利息收入 2.9 亿元（+129%）。随着资本金的补充和股票质押业务规模的扩大，2017 年一季度公司利息净收入升至 7.7 亿元（YoY +42%）。

■**投行业务稳步发展。**2016 年公司在股票、债券承销和新三板等方面均有进一步提升，2016 年公司投行业务手续费及佣金净收入升至 10 亿元（YoY +36%），2017 年一季度实现投行业务手续费及佣金净收入 0.4 亿元(YoY -83%)，据证监会统计截至 2017 年 4 月 27 日公司 IPO 排队项目 7 个，预计 2017 年公司投行业务收入基本与 2016 年持平。

■**自营业务求稳，资管规模高增。**

（1）自营风险偏好较低。公司 2016 年和 2017 年一季度投资收益（含公允价值变动收益，但不含对联营企业投资收益）分别为 30 亿元（YoY -32%）和 8.3 亿元（YoY +15%）。随着公司完成 A 股上市，自营规模有望进一步扩大，业务风险偏好较低，寻求较为稳定的收益，预计 2017 年公司自营业务投资收益率保持稳定。

（2）资管规模增长迅速。2016 年和 2017 年一季度受托客户资产管理业务净收入分别为 4.5 亿元（YoY +1%）和 1.4 亿元（YoY +25%），受托资产管理规模 2215 亿元（YoY +83%）。2017 年公司资管子公司银河金汇将进一步提升主动管理能力，打造全能型资产管理服务平台，预计资管规模有望突破 3000 亿元。

■**“A+H”股上市，金融产业多元布局。**银河证券成为第 12 家 A+H 股券商，此次 A 股上市募集资金约 40 亿元，资本金得到补充，有助于公司扩大现有的经纪业务优势，同时提高自营、资管、投行业务规模及实力。控股子公司包括银河期货、银河创新资本、银河国际控股、银河金汇以及银河源汇投资，还参股了多家股权交易中心，在金融产业实现多元化布局。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 15.98 元。我们预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.63 元、0.71 元和 0.82 元。

■**风险提示：**市场交易量萎缩，政策监管风险，信用违约风险

摘要(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	26260	13240	16064	18087	20511
净利润	9877	5185	6366	7192	8309
每股收益(元)	1.04	0.54	0.63	0.71	0.82
每股净资产(元)	6.00	6.12	7.29	8.07	9.89

盈利和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	11.88	22.62	19.59	17.34	15.01
市净率(倍)	2.05	2.01	1.69	1.52	1.24
净利润率	37.61%	39.16%	39.63%	39.76%	40.51%
净资产收益率	17.25%	8.89%	8.62%	8.79%	8.29%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

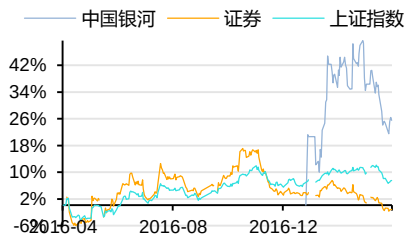
6 个月目标价： **15.98 元**

股价（2017-04-28） **12.30 元**

交易数据

总市值（百万元）	124,688.28
流通市值(百万元)	7,380.00
总股本（百万股）	10,137.26
流通股本(百万股)	600.00
12 个月价格区间	9.81/14.64 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.07	4.2	-7.1
绝对收益	-9.09	4.06	

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

中国银河：银河巨舰扬帆起航，综合实力行业前列	2017-03-03

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	损益表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	300,656	245,881	287,703	327,449	372,820	**营业收入**	26,260	13,240	16,064	18,087	20,511
客户资金存款	93,896	61,215	73,458	84,477	97,149	手续费及佣金净收入	16,833	7,708	9,937	10,788	11,685
自有货币资金	8,686	7,849	9,419	10,831	12,456	其中：代理买卖证券业务净收入	15,204	5,751	7,807	8,218	8,565
客户备付金	21,590	23,366	28,039	32,244	37,081	证券承销业务净收入	757	1,028	1,042	1,217	1,406
自有结算备付金	1,670	1,998	2,397	2,757	3,171	资产管理业务收入	449	453	681	943	1,285
融出资金	70,138	55,477	63,798	70,178	77,196	利息净收入	4,695	2,462	2,498	3,102	3,472
交易性金融资产	38,924	29,363	35,236	40,521	46,600	投资净收益	4,704	3,993	3,736	4,281	5,626
衍生金融资产	24	8	10	12	13	公允价值变动收益	-251	-972	-177	-189	-397
买入返售金融资产	21,791	13,006	15,607	17,949	20,641	汇兑收益	249	-5	41	71	89
可供出售金融资产	32,125	36,524	43,829	50,403	57,964	其他业务收入	29	55	30	34	37
持有至到期投资	-	-	-	-	-	**营业支出**	13,137	6,691	8,004	8,984	9,990
其他资产合计	11,813	17,074	15,909	18,076	20,550	营业税金及附加	1,657	373	453	510	578
总负债	243,406	187,527	213,845	245,597	272,585	管理费用	11,338	6,046	7,389	8,320	9,230
应付短期融资款	21,846	11,518	13,822	15,895	18,279	资产减值损失	142	253	157	148	175
交易性金融负债	51	714	785	863	950	其他业务成本	-0	19	5	6	7
衍生金融负债	341	38	42	46	51	**营业利润**	13,123	6,549	8,060	9,103	10,521
卖出回购金融资产款	44,853	24,495	29,394	33,803	38,873	加：营业外收入	23	44	26	30	30
代理买卖证券款	117,992	90,404	103,965	119,560	131,516	减：营业外支出	12	16	12	12	13
应付职工薪酬	5,544	4,037	4,622	5,308	5,891	**利润总额**	13,134	6,577	8,074	9,121	10,538
应付债券	42,423	46,312	53,259	61,248	67,373	减：所得税费用	3,257	1,391	1,708	1,930	2,229
其他负债合计	10,356	10,009	7,958	8,874	9,653	**净利润**	9,877	5,185	6,366	7,192	8,309
所有者权益	57,249	58,354	73,858	81,853	100,235	减：少数股东损益	41	32	39	44	51
股本	9,537	9,537	10,137	10,137	10,137	**归母公司净利润**	9,836	5,154	6,327	7,148	8,258
少数股东权益	336	365	573	635	777						
归母公司净资产	56,914	57,989	73,285	81,218	99,458	**每股及估值指标**					
						每股盈利（元）	1.04	0.54	0.63	0.71	0.82
ROAE	21.33%	8.97%	9.63%	9.24%	9.13%	**每股净资产（元）**	6.00	6.12	7.29	8.07	9.89
ROAA	4.11%	1.90%	2.39%	2.34%	2.37%	**市盈率（倍）**	11.88	22.62	19.59	17.34	15.01
杠杆率（倍）	3.10	2.51	2.44	2.49	2.45	**市净率（倍）**	2.05	2.01	1.69	1.52	1.24

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。