



2017-08-31

公司点评报告

买入/调高

中国银河 (601881)

目标价: 19

昨收盘: 14.82

非银金融 证券 II

中国银河 (601881): 信用、资管业务发力, 回归 A 股见成效

■ 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)	150,234/63,592
12 个月最高/最低(元)	14.82/9.81

《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》——2017/04/01

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: S1190516090002

事件: 8月30日晚, 中国银河公布2017半年报, 实现营业收入56.7亿, 同比-11.40%; 归母净利润21.1亿, 同比-6.35%。EPS为0.21, 同比-12.50%。归母净资产626亿, 较年初+8.02%。

点评:

业绩略好于行业平均水平, 节流是关键。-6.35%的归母净利润增速好于行业整体水平 (今年上半年证券行业营收总计1437亿元, 同比-8.5%; 净利润553亿, 同比-11.5%), 收入端同比-11.40% (同比减少了7.3亿, 其中代理买卖证券业务净收入同比-32%, 同比减少了9.72亿), 主要受行业形势影响较大, 面对不利的市场形势, 公司营业支出同比减少了4.2亿 (其中管理费用同比减少了3.65亿, 税金下降额度与资产减值损失增加额度基本相抵)。根据协会公布的证券公司母公司口径, 今年上半年中国银河营收、净利润行业排名均为第7, 总资产、净资产、净资本分别排第8、第7、第5。

利息净收入同比增长40%, 主要是因为股权质押回购业务规模大幅增加以及融资后卖出回购金融资产利息支出减少。两融余额474亿, 较2016年末-10% (融出资金规模498亿, 较上年末-10.32%; 信用账户数31.48万, 较2016年末+2.90%); 股票质押回购业务余额334亿, 较2016年末+47% (买入返售资产规模217亿, 同比+67%)。

自营及其它证券交易服务实现营收4.58亿, 同比-0.08%。集团投行业务实现营收1.26亿, 同比-75% (股票主承销28亿, 同比-74%; 债券主承销154亿, 同比-66%)。资管业务实现营收3.75亿, 同比+147% (银河金汇4月11日或增资5亿, 注册资本达10亿, 净资本监管指标压力得以缓解, 资产管理规模大增98%, 至2997亿元; 其中集合资管规模439亿, 同比+31%; 定向资管2487亿, 同比+122%; 专项资管71亿, 同比+21%; 产品数量总计283只。)

传统优势仍在, 转型是关键。中国银河拥有行业最大的实体渠道网络, 网点427家; 基于这个渠道优势, 公司拥有庞大的客户群体 (个人客户934万, 较2016年增长57万, 增幅+6.5%; 投行业务企业客户数超过350个)。公司代理买卖证券净收入行业第2, 市场份额5.26%; 股基交易额行业排名第4, 市场份额4.61%。良好的家底来源于历史基础和股东优势, 控股股东为银河金控, 实际控制人是国有独资公司——汇金公司, 脱胎于原工、农、中、建、行、中国人寿以及中经开等重要金融机构的证券业务整合而成的中国银河证券有限责任公司。

投资建议: 大交易业务传统优势依然存在, 经纪业务弹性受益于市场回暖; 公司刚刚加入 A 股 (2017 年 1 月完成 A 股 IPO 发行, 融资 40 亿, 实现 A+H 两地上市), 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, 进一步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“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.54、0.79、0.86, 同比增长 3%、46%、9%, 六个月目标价 19 元/股, 对应 2017 年预期每股收益 35 倍 PE。

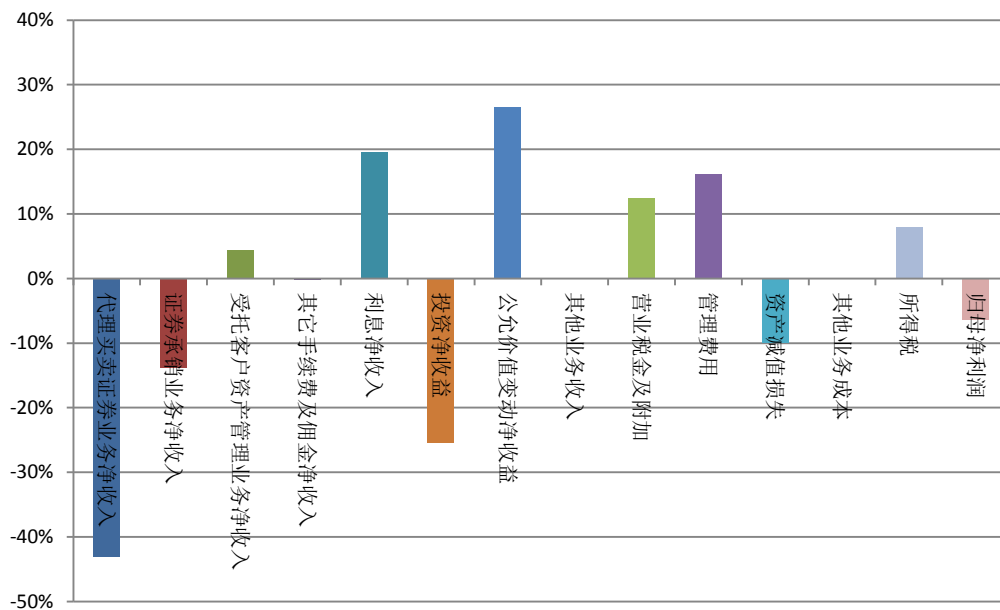
风险提示: 监管趋严, 政策性风险; 业绩受股市波动影响的风险。

■ 主要财务指标

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13,240	12,742	16,361	17,540
净利润(百万元)	5,154	5,312	7,765	8,486
摊薄每股收益(元)	0.52	0.54	0.79	0.86

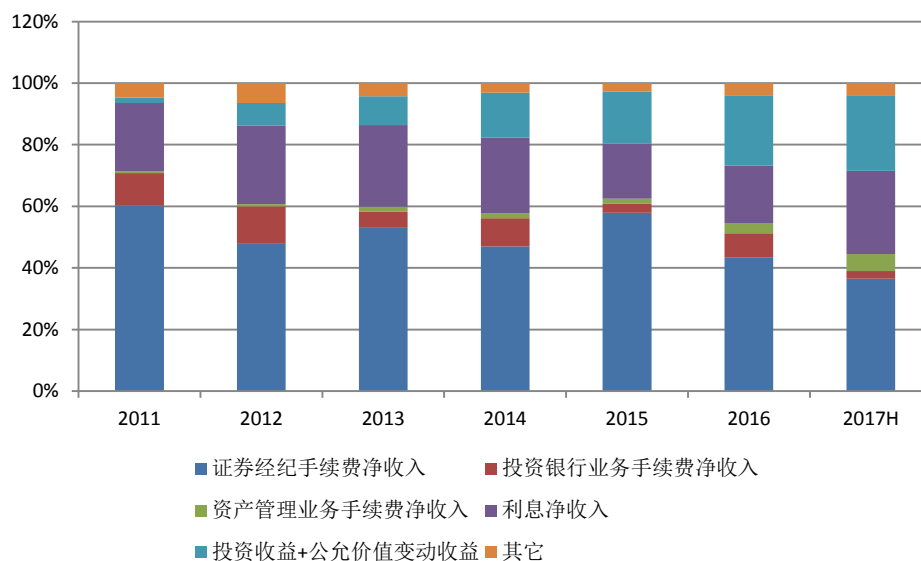
资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

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



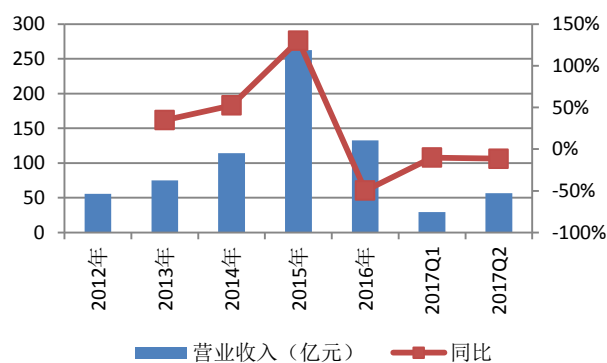
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

表 3: 银河证券归母净利润降幅分析

单位: 亿元	2016/6/30	2017/6/30	同比增长率	增长额	增长率贡献度
归母净利润	22.55	21.12	-6.35%	-1.43	
代理买卖证券业务净收入	30.41	20.69	-31.95%	-9.72	-43.08%
证券承销业务净收入	4.51	1.39	-69.12%	-3.12	-13.83%
受托客户资产管理业务净收入	2.13	3.13	47.00%	1.00	4.44%
利息净收入	10.92	15.32	40.29%	4.40	19.50%
投资净收益	16.10	10.36	-35.65%	-5.74	-25.46%
公允价值变动净收益	-2.56	3.43	-234.26%	5.99	26.55%
其他业务收入	0.10	0.12	15.04%	0.02	0.07%
营业支出	34.68	30.47	-12.14%	-4.21	18.67%
税金及附加	3.16	0.36	-88.67%	-2.80	12.43%
管理费用	31.41	27.77	-11.60%	-3.64	16.15%
资产减值损失	0.11	2.34	2110.51%	2.24	-9.91%
其他业务成本	0.00	0.00	-100.00%	0.00	0.00%
营业利润	29.30	26.22	-10.51%	-3.08	-13.66%
利润总额	29.36	26.17	-10.84%	-3.18	-14.11%
所得税	6.64	4.86	-26.86%	-1.79	7.91%
净利润	22.71	21.31	-6.16%	-1.40	-6.20%
归属于母公司所有者的净利润	22.55	21.12	-6.35%	-1.43	-6.35%

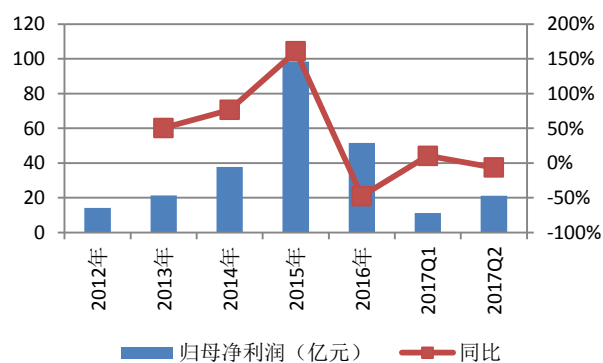
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

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

附表: 银河证券盈利预测表 20170830

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	76,330	99,868	100,308	营业收入	26,260	13,240	12,742	16,361	17,540
结算备付金	23,260	25,363	27,087	29,080	30,988	手续费及佣金净收入	16,833	7,708	6,106	8,401	9,480
拆出资金	0	0	0	0	0	其中: 经纪业务净收入	15,204	5,751	4,626	6,476	7,402
融出资金	70,138	55,477	56,826	61,768	58,679	承销业务净收入	757	1,028	568	658	595
交易性金融资产	38,924	29,363	26,872	71,574	65,354	资管业务净收入	449	453	655	819	1,024
衍生金融资产	24	8	14	37	34	利息净收入	4,695	2,462	2,940	2,779	2,706
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	3,637	5,112	5,258
应收款项	764	775	912	2,430	2,219	公允价值变动净收益	-251	-972	-133	-169	-176
应收利息	2,167	3,554	3,949	10,518	9,604	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	5,978	6,478	6,736
可供出售金融资产	32,125	36,524	33,526	89,295	81,534	营业税金及附加	1,657	373	359	461	494
持有至到期投资	0	0	0	0	0	管理费用	11,338	6,046	5,351	5,726	5,964
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	6,763	9,882	10,804
商誉	223	223	223	223	223	其他非经营损益	11	28	16	27	25
递延所得税资产	131	240	74	198	181	利润总额	13,134	6,577	6,779	9,909	10,829
投资性房地产	0	0	0	0	0	所得税	3,257	1,391	1,434	2,096	2,291
其他资产	3,435	4,560	4,707	6,809	6,517	净利润	9,877	5,185	5,345	7,813	8,539
资产总计	300,656	245,881	246,395	388,033	372,805	少数股东损益	41	32	33	48	52
短期借款	1,191	1,785	1,504	4,283	3,631	归母股东净利润	9,836	5,154	5,312	7,765	8,486
应付短期融资款	21,846	11,518	15,884	45,241	38,352	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	448	1,275	1,081	成长能力					
衍生金融负债	341	38	71	201	170	营业收入增长率	130.10%	-49.58%	-3.76%	28.40%	7.21%
卖出回购金融资产款	44,853	24,495	13,465	38,350	32,510	净利润增长率	160.84%	-47.60%	3.08%	46.18%	9.29%
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	3,095	3,567	3,582	营业利润率	49.97%	49.46%	53.08%	60.40%	61.60%
应交税费	1,081	221	370	347	420	净利率	37.45%	38.92%	41.69%	47.46%	48.38%
应付款项	1,110	1,007	754	1,106	1,112	回报率分析					
应付利息	2,508	1,732	1,819	1,837	1,732	总资产收益率	4.09%	1.89%	2.16%	2.45%	2.23%
长期借款	0	0	0	0	0	净资产收益率	22.89%	8.97%	8.48%	10.98%	10.89%
递延所得税负债	0	0	198	564	478	每股指标					
其他负债	4,466	5,264	5,942	16,923	14,346	EPS-摊薄 (元)	1.00	0.52	0.54	0.79	0.86
负债合计	243,406	187,527	178,714	313,421	290,551	每股净资产 (元)	5.97	6.08	6.84	7.54	8.31
股本	9,537	9,537	9,835	9,835	9,835	每股股利 (元)	0.00	0.16	0.06	0.09	0.10
资本公积金	21,673	21,673	25,590	25,590	25,590	估值分析					
归母权益合计	56,914	57,989	67,283	74,166	81,755	市盈率	15.76	30.08	29.18	19.96	18.26
所有者权益合计	57,249	58,354	67,681	74,612	82,254	市净率	2.64	2.59	2.30	2.09	1.90
负债及股东权益总计	300,656	245,881	246,395	388,033	372,805	股息收益率	0.00%	0.98%	0.39%	0.57%	0.63%

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。对证券、保险、信托、综合金融、跨界金融、金融科技有深入研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。

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%。



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

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。