



自营投资受制市场环境 投行业务收入回升明显

——中国银河（601881）半年报点评

2018年09月04日

推荐/首次

中国银河

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
安嘉晨	研究助理		
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014	

事件：

中国银河近日发布 2018 年半年度报告，公司 2018H1 实现营业收入 43.1 亿元，同比减少 24%；归母净利润 13.1 亿元，同比减少 37.9%。总资产 2631.7 亿元，较期初上升 3.3%；归母净资产 645.3 亿元，较期初增加 0.02%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	3505.77	2964.43	2704.21	3248.12	2427.43	2617.95	1688.68
增长率（%）	-	-10.20%	-12.66%	-2.67%	-30.76%	-11.69%	-37.55%
毛利率（%）	55.04%	42.34%	50.54%	46.35%	29.72%	47.03%	28.29%
期间费用率（%）	-	-	-	-	-	-	-
营业利润率（%）	55.04%	42.34%	50.54%	46.35%	29.72%	47.03%	28.29%
净利润（百万元）	1612.63	1126.06	1005.16	1282.47	605.29	1027.58	306.92
增长率（%）	-	10.72%	-19.85%	-01.48%	-62.47%	-08.75%	-69.47%
每股盈利（季度，元）	0.17	0.11	0.10	0.13	0.06	0.10	0.03
资产负债率（%）	76.27%	72.94%	72.53%	73.54%	74.54%	75.67%	75.33%
净资产收益率（%）	2.76%	1.77%	1.59%	1.99%	0.93%	1.56%	0.47%
总资产收益率（%）	0.66%	0.48%	0.44%	0.53%	0.24%	0.38%	0.12%

观点：

- **主动提高杠杆水平，重资产化趋势明显。**截至报告期末，公司总资产规模为2631.7亿元，较2017年末增长3.3%，总负债1982.5亿元，增长4.4%，归属于上市公司股东的所有者权益645.3亿元，增长0.02%。本期内，公司进一步扩大举债经营规模，并合理安排长短期负债筹资结构，短期负债主要通过扩大短期借款（+25.6%）和卖出回购金融资产款（+18.6%）规模，长期负债通过增发公司债实现（应付债券+21.4%）。杠杆率水平随负债增大稳步提升，由2017年末的65.9%上升至66.8%（剔除代理买卖证券款）。从分部报告来看，公司重资产化明显，自营投资业务负债端较期初增加155亿元，增幅为26.3%。轻资产业务中投行业务增速较快，负债端增长18.6%，资管业务则较期初大幅缩减32.6%。

- **轻资产业务稳中有升，自营投资拖累收入。**2018H1，公司实现营业收入43.1亿元，同比减少24%，但从分项业务来看，总体业绩稳定，唯独自营投资业务出现巨额亏损。经纪业务依然是本期营业收入最大支柱，占比高达39.7%，轻资产业务整体占营收比例超过50%（投行业务8%、资管业务9.4%），而重资产业务由于自营投资亏损，占比被压缩至35%。
- **牵手阿里云共建IT系统，经纪客户资源支撑全业务发展。**2018H1，公司实现代理买卖证券业务+交易单元席位租赁手续费及佣金净收入17.1亿元，同比减少13.1%，在中国证券业协会未审计单体券商口径数据中排名第3。由于长期低佣金战和地域性证券公司快速成长，公司股基交易量市占率长期处于下行趋势。为应对市占率下滑，公司大力发展IT系统，本期建设上线了“中国银河证券 App3.0”，并与阿里云签署全面数据智能化合作协议，持续推动信息技术发展，实现经纪业务转型发展，以庞大的客户资源为其他业务提供发展基础。
- **债承业务成长迅速，投行业务逆势上升。**2018H1公司投资银行业务实现营业收入3.5亿元，同比增加173.2%，公司股债总承销金额人民币548.6亿元，排名12名，较去年同期上升20名。上半年在严监管形势下，我国资本市场股权融资规模缩水明显，IPO融资规模同比下降26.4%，再融资规模同比下降17.9%。公司上半年完成2单IPO项目，共筹资11.6亿元，占比1.3%；完成并购重组项目1单，占比2%。债券融资方面，公司在债券品种和市场占有率方面都进步明显，特别是承做多只绿色债券，加快扶贫债券项目的推动工作，并完成公司首单创投中期票据，支持小微企业融资。我们认为，公司在市场整体环境不利的局面下业绩不降反升，并且在债承项目上实现突破，积累了一定的客户资源和业界口碑，未来有望推动投行业务整体继续向前。
- **资管业务收入增长，但转型已经启动规模开始下降。**2018H1，公司资产管理业务营业收入4.1亿元，同比增长8.2%。目前，资管行业面临“统一监管标准、打破行业刚兑、消除多层嵌套以及抑制通道业务”等新业态，业务发展逐步回归资管本源。本期末，公司集合计划受托资金规模449.4亿元，较期初降低2.8%；定向计划期末受托资金规模2408.5亿元，较期初下降15.9%，专项计划期末受托资金规模83.4亿，较期初下降15.3%。我们认为，目前公司资管业务处在转型当中，尽管整体规模有所下降，但主动管理能力增强，管理规模达738.8亿元，同比上升9.1%，未来在主动管理驱动下，资管业务有望企稳回升。
- **主动管控风险，信用业务稳健式增长。**2018H1，公司信用业务（融资融券+股权质押）实现收入32.4亿元，同比增长34.2%。融资融券方面，期末融出资金余额为536.5亿元，较期初降低10.7%，担保比例从上年末304.7%下降至2018H1的279.7%，报告期内公司通过差异化息费率管理方式，减缓两融息费率下滑趋势，共实现融资融券利息收入21.4亿元，同比增长6%。股权质押业务方面，股权质押余额为518.7亿元，较2017年末增长5%，实现利息收入1.1亿，同比大幅增长174.9%。本期内公司对存量项目及时重检，并积极引入优质项目，实现项目合理置换，保证收入增长的同时始终将风险控制在合理水平。
- **权益类投资业绩低迷，自营业务由盈转亏。**2018H1，公司投资业务实现收入-8.2亿元，同比大幅降低278.7%。根据公司公告，2018H1自营权益类占净资产比例为27.47%，较上年末下降5.5pct，自营固收类占净资产比例为104.12%，较上年末提升7.6pct，虽然公司投资业务资产配置的动态变化与2018H1的股债市场分化趋势相一致，但调整幅度较小，权益类投资比例依然较大。根据我们观察，交易性金融资产本期处置损失达到18.1亿元，同比扩大近一倍（对应科目为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产），直接导致自营业务严重亏损。

结论：

我们看好公司投行业务企稳回升以及依托传统强项经纪业务协同资管业务的综合财富管理转型战略。我们预计公司2018-2020年的营收分别为87.4亿元、102亿元和107.4亿元，归母净利润分别为28.1亿元、33.2亿元和34.8亿元，EPS分别为0.28元、0.33元、0.34元，对应PE分别为26.4倍、22.4倍和21.3倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：

股票市场成交量进一步萎缩、投行业务发展不及预期、股票质押风险事件、自营损失进一步扩大、经纪业务协同资管业务不及预期

公司盈利预测表（单位：亿元）

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
资产：						营业收入	132.4	113.4	87.4	102.0	107.4
货币资金	690.6	597.4	591.6	618.5	645.3	手续费及佣金净收入	77.1	60.9	59.3	69.2	74.8
其中：客户资金存款	612.2	507.8	513.6	536.9	560.3	代理买卖证券业务净收入	57.5	43.9	43.1	49.9	53.1
结算备付金	253.6	125.4	156.3	163.4	170.5	证券承销业务净收入	10.3	5.6	8.5	10.9	12.6
其中：客户备付金	233.7	115.0	145.9	152.5	159.1	受托客户资产管理业务净收入	4.5	6.9	6.9	7.5	8.3
拆出资金	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息净收入	24.6	29.9	24.3	20.8	19.2
融出资金	554.8	600.6	545.0	568.1	591.4	投资净收益	39.9	24.8	3.6	9.9	11.1
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	293.6	290.1	-	-	-	公允价值变动净收益	-9.7	-2.2	-1.5	1.5	1.7
交易性金融资产	-	-	483.9	550.3	605.6	汇兑净收益	-0.1	-0.1	0.3	0.3	0.3
可供出售金融资产	365.2	340.6	-	-	-	其他收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
债权投资	-	-	55.8	60.8	65.5	其他业务收入	0.5	0.2	0.4	0.3	0.3
其他债权投资	-	-	172.9	188.4	202.9	营业支出	66.9	65.0	52.5	60.7	64.1
其他权益工具投资	-	-	110.4	120.3	129.6	税金及附加	3.7	1.0	1.6	1.9	2.0
衍生金融资产	0.1	0.2	1.0	1.1	1.2	业务及管理费	60.5	57.1	43.5	50.9	53.6
买入返售金融资产	130.1	382.6	402.1	438.2	471.9	资产减值损失	2.5	6.8	7.2	7.8	8.4
应收款项	7.7	10.0	11.9	13.8	15.0	其他业务成本	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2
应收利息	35.5	40.0	32.0	33.7	35.5	营业利润	65.5	48.5	34.9	41.3	43.3
存出保证金	70.7	58.4	71.8	80.2	87.5	加：营业外收入	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2
持有至到期投资	0.0	35.5	0.0	0.0	0.0	减：营业外支出	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	8.0	9.6	11.6	利润总额	65.8	48.1	35.1	41.5	43.6
固定资产+在建工程	3.0	2.6	2.5	2.4	2.3	减：所得税	13.9	7.9	7.0	8.3	8.7
无形资产	3.5	3.9	3.7	3.6	3.5	净利润	51.9	40.2	28.1	33.2	34.9
商誉	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	减：少数股东损益	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
递延所得税资产	2.4	1.7	2.4	2.3	2.0	归属于母公司所有者的净利润	51.5	39.8	28.1	33.2	34.8
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益：					
其他资产	11.2	10.6	13.3	10.4	11.9	基本每股收益	0.5400	0.3900	0.2770	0.3277	0.3437
资产总计	2458.8	2548.1	2666.9	2867.4	3055.3						
负债：											
短期借款+拆入资金	17.9	30.5	30.2	32.9	35.4						
应付短期融资款	115.2	283.3	200.0	237.0	255.7						
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	7.1	2.7	3.0	3.2	3.6						
衍生金融负债	0.4	1.4	1.5	1.6	1.8						
卖出回购金融资产款	244.9	187.2	224.6	247.1	271.8						
代理买卖证券款	904.0	647.9	672.6	703.2	733.8						
代理承销证券款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付职工薪酬	40.4	33.9	26.4	30.8	32.4						
应交税费	2.2	3.9	6.2	7.3	7.7						
应付款项	10.1	11.6	9.8	10.2	10.6						
应付利息	17.3	16.9	18.4	20.3	22.3						
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
应付债券	463.1	628.8	771.8	849.0	933.9						
递延所得税负债	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0						
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
其他负债	52.6	51.3	46.2	48.3	50.4						
负债合计	1875.3	1899.3	2010.6	2190.8	2359.3						
所有者权益(或股东权益)：											
股本	95.4	101.4	101.4	101.4	101.4						
资本公积金	216.7	250.3	250.3	250.3	250.3						
其它综合收益	-3.5	-1.9	-2.6	-1.6	-0.4						
盈余公积金	49.6	53.2	55.8	58.9	62.2						
未分配利润	145.7	158.8	158.7	168.1	176.1						
一般风险准备	75.9	83.4	89.0	95.7	102.6						
归属于母公司所有者权益合计	579.9	645.1	652.5	672.8	692.2						
少数股东权益	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7						
所有者权益合计	583.5	648.9	656.3	676.6	696.0						
负债及股东权益总计	2458.8	2548.1	2666.9	2867.4	3055.3						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。