



2019-03-29

公司点评报告

买入/维持

中国银河 (601881)

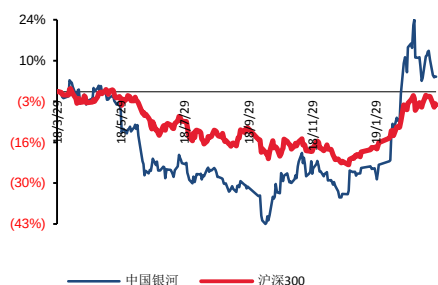
目标价: 14

昨收盘: 10.75

金融 多元金融

中国银河证券：传统经纪依旧强势，市场回暖弹性十足

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	10,137/4,920
总市值/流通(百万元)	108,976/52,885
12 个月最高/最低(元)	12.65/5.82

相关研究报告：

中国银河（601881）《中国银河（601881）：信用、资管业务发力，回归 A 股见成效》——2017/08/31

中国银河（601881）《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：

证券分析师：罗惠洲

电话：010-88695260

E-MAIL: luohz@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518050002

事件：中国银河证券发布 2018 年年报，实现营业收入 99.25 亿元，同比下降 12.51%；归母净利润 28.87 亿元，同比下降 27.47%；EPS 为 0.28 元。截至 18 年底，公司总资产 2513.63 亿元，同比减少 1.35%，净资产 659.82 亿元，同比增加 2.28%。杠杆倍数（扣除客户保证金）为 3.41。加权平均净资产收益率 4.40%，同比减少 1.93 个百分点。每 10 股派发现金红利人民币 0.90 元（含税）。

传统经纪优势仍在，随着交易量攀升规模优势持续扩大。公司拥有 493 家证券营业网点，形成行业内最大实体渠道网络。经纪业务营收 48.05 亿元，占比 48%；资本中介收入 34.45 亿元，占比 35%。资管业务营收 7.90 亿元，占比 7%，投行业务营收 4.88 亿元，占比 5%，自营业务营收 0.63 亿元，占比 1%，海外业务营收占比 3%。年末两融余额 402 亿元，市占 5.33%，市占小幅下滑。股票质押未解压市值 1481 亿元，较 17 年+51%，自有资金融出规模 374 亿元，同比+3%。

自营业绩低迷，业务转型有待发力。2018 年，公司自营业务营收 0.63 亿元，占营业收入的 0.63%，同比减少 83.65%，权益类自营投资比例仍然较高。公司完成收购联昌证券重要协议，积极拓展海外业务。

投资建议：经纪和自营是公司的传统优势业务，在市场走暖过程中公司业绩弹性大。预测 19/20/21 年 EPS0.32/0.37/0.43，公司当前估值 PB1.82 倍，略低于行业平均水平（1.86x）

风险提示：A 股投活跃度下降；市场波动风险；资本市场改革不达预期；海外业务经营不善风险。

盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,344	9,925	10,739	12,189	13,749
(+/-%)	-14.32	-12.51	8.20	13.50	12.80
净利润（百万元）	3,981	2,887	3,257	3,859	4,484
(+/-%)	-22.76	-27.47	12.80	18.50	16.20
摊薄每股收益（元）	0.39	0.28	0.32	0.37	0.43
净资产收益率（ROE）	6.33	4.40	4.70	5.28	5.78
市盈率（PE）	30.12	41.53	36.82	31.07	26.74
市净率（PB）	1.91	1.83	1.73	1.64	1.55

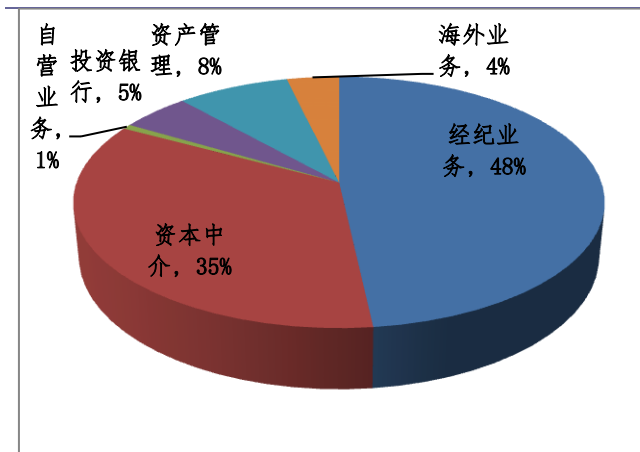
资料来源：Wind，太平洋证券

一、公司营收结构分析

2018 年公司实现营业收入 99.25 亿元，其中，经纪业务营收 48.05 亿元，占比 48%；以利息净收入表征的资本中介业务收入 34.45 亿元，占比 35%。资管业务营收 7.90 亿元，占比 7%，投行业务营收 4.88 亿元，占比 5%，自营业务营收 0.63 亿元，占比 1%，海外业务营收占比 3%。

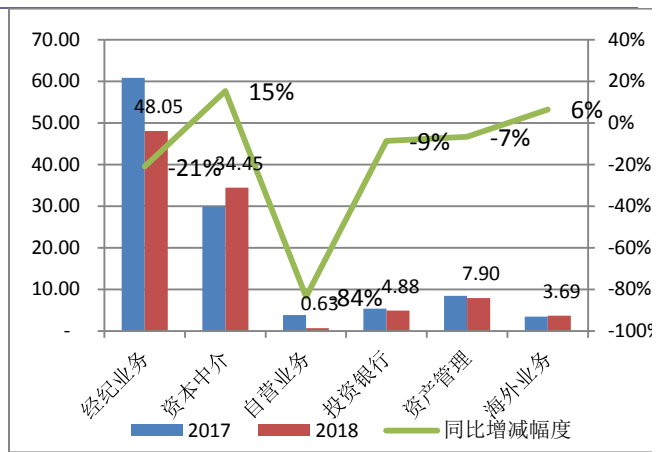
公司经纪业务占据绝对地位，是其传统优势业务，随着交易量攀升规模优势持续扩大。银河证券拥有 5 家子公司、36 家分公司、493 家证券营业网点，是国内分支机构最多的证券公司，形成行业最大的实体渠道网络。2018 年，公司证券经纪营收同比减少 14.46%，主要由于 A 股市场股基交易量收缩及佣金率下滑引起；期货经纪业务营业收入 15.32 亿元，占营业收入的 15.44%，同比增加 83.31%。在 2018 年较为艰难的市场环境中，公司加强客户数据分析和营销队伍管理，新增客户 72.3 万户，新增资产 1353.6 亿元。

图表 1：中国银河营收结构



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：各业务同比增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

根据中国证券业协会公布的未经审计数据，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 5.12%；公司代理销售金融产品业务净收入单体券商口径行业排名第 2，市场份额 14.31%。期货经纪业务一枝独秀，同比增加 83.31%。股票期权累计成交量在全国期权经营机构（含券商）中排名第 4；豆粕期权成交量行业排名第 2；白糖期权成交量行业排名第 2；新品种铜期权成交量行业排名第 2。公司积极适应行业变化，加强 APAMA 量化交易平台、PB (Prime Broker) 系统、金大宗等专业策略交易业务推广，2018 年新增专业策略交易成交额 1.34 万亿元，机构客户交易占比增加 3.84 个百分点，客户交易结构得到明显优化。

自营业务业绩低迷，业务转型有待发力。2018 年，公司自营业务营收 0.63 亿元，占营业收入的 0.63%，同比减少 83.65%，主要由于公司投资策略转型还未完成，权益类自营投资比例仍然较高，股票市场大幅波动导致公司权益类自营投资出现大幅亏损。

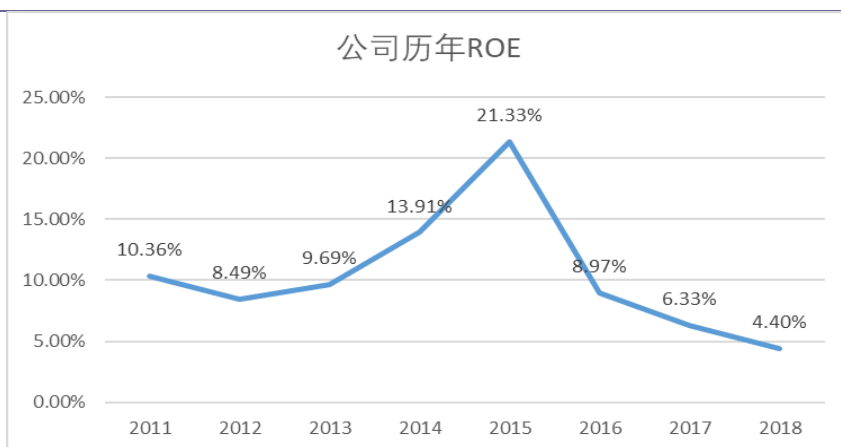
公司投行业务实现营业收入 4.88 亿元，占营业收入的 4.92%，同比下降 8.59%。公司完成 2 单 IPO 项目，主承销金额人民币 18.58 亿元，1 单可转债项目，主承销金额人民币 3.2 亿元，股

票主承销金额合计 64.70 亿元。债券融资方面，公司承销债券合计 337 只，同比增长 243.88%；总承销金额 911.76 亿元，同比增长 27.55%。公司完成 3 个新三板推荐挂牌项目；完成 10 个新三板股票发行项目，募集金额人民币 23.56 亿元。

资管业务营收 7.90 亿元，占营业收入的 7.96%，同比减少 6.60%。公司实现受托客户资产管理业务净收入 7.27 亿元，同比增长 9.1%，行业排名第 11。截至 2018 年末，公司受托资产管理规模 2555.47 亿元，同比减少 23.41%，行业排名第 14。

海外业务稳健发展，报告期内，银河国际控股实现营业收入 3.69 亿元，同比增长 6.65%。2018 年 1 月 18 日，银河国际控股完成向 CIMB Group Sdn. Bhd.（联昌集团）收购 CIMB Securities International Pte.Ltd.（联昌证券国际私人有限公司），后更名为 CGS-CIMB Securities International Pte.Ltd.（银河-联昌证券国际私人有限公司），已发行股本的 50%。

图表 3：公司历年 ROE



资料来源：WIND，太平洋证券整理

近两年，受累于业务转型期，公司的 ROE 下滑幅度比较大。2018 年，公司制订并通过了五年战略规划，运用“双轮驱动，协同发展”新业务模式、“集中统筹+条线监督+分层管理”新管理体制和新内部机制，以实现稳中求进，巩固和提升市场排名，向系统重要性证券金融机构迈进。

二、投资建议及风险提示

预测 19/20/21 年 EPS0.32/0.37/0.43，公司当前估值 PB1.82 倍，略低于行业平均水平(1.86x)；经纪业务的传统优势还在，如果自营和投行业务转型顺利，有望受益于行业红利迎来较大提升。

风险提示：市场风险，科创板相关风险

A 股投活跃度下降；市场波动风险；资本市场改革不达预期；海外业务经营不善风险。

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；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com

华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



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。