

中国银河 (601881.SH)

传统经纪业务领先，投行资管盼成长

审慎推荐(首次覆盖)

当前价格: 11.81 元
 目标价格: 13.83 元

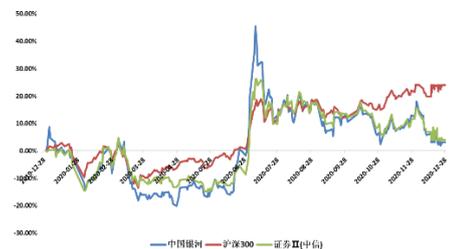
投资要点:

- 证券行业改革创新，头部券商受益良多。** 证券行业受益于资本市场重要性凸显，以法制改革为先行，制度保障为辅助，大力推行注册制改革，头部券商在这一轮改革中优先受益。中国银河整体资本实力强劲，股东背景实力强，渠道网点布局广泛，经纪业务能力强，取长补短，未来发展可期。
- 经纪、销售和交易业务抬升综合金融服务能力。** 中国银河在传统经纪业务上表现优异，具备很强的渠道及财富管理能力；股票质押压降到稳定水平，融资融券业务伴随市场景气度提升规模逐步提高，贡献大量利息收入；将资产管理业务纳入财富管理综合板块，为客户提供多元产品线，实现综合金融服务商的能力。
- 投行业务触底反弹，投资管理业务实力强劲。** 投资银行业务前几年建设缓慢，这一两年逐步走上正轨，伴随着注册制放开，市场环境改善的背景下，战略扶持业务下，增速可期；投资管理业务2019-2020年均贡献良多，原因是二级市场热度提升，以及中国银河在一二级市场投研实力提升；此外，在另类投资上，亦有发展。
- 海外业务快速提升，东南亚主要布局呈现以点带面。** 2020年上半年，银河国际控股合并口径实现营业收入约合人民币8.30亿元，同比增长106.84%。不仅在香港市场，在新加坡、东南亚等市场通过银河-联昌合资证券进行海外证券市场业务拓展。业务成熟度逐步提升，业绩扭亏为盈，整体市场布局逐步完善，以点带面，未来可期。
- 盈利预测：** 考虑到中国银河整体业务处于均衡状态，资本实力强劲，给予1.7xpb估值评估水平，给予2021年估值为：13.83元/股，结合当前股价，则有17.12%的涨幅，考虑到2021年整体股市温和向上，沪深300有5-10%涨幅，综合因素来看，预计中国银河超越基准“7.12-12.12%”，首次覆盖给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示：** 市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险等。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	10,137/6,446
流通A股市值 (百万元)	76127
每股净资产 (元)	7.34
资产负债率 (%)	82.27
一年内最高/最低 (元)	16.92/9.07

一年内股价相对走势



团队成员:

魏征宇 分析师
 执业证书编号: S0210520050001
 电话: 021-20655288
 邮箱: wzy2529@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	9,925.41	17,040.82	23,848.71	26,109.22	29,411.80
增长率 (%)	(12.51)	71.69	39.95	9.48	12.65
净利润 (百万元)	2,887.13	5,228.43	7,912.61	8,326.94	8,840.70
增长率 (%)	(27.47)	81.09	51.34	5.24	6.17
净利润率	29.09%	30.68%	33.18%	31.89%	30.06%
净资产收益率	4.38%	7.37%	10.33%	10.10%	10.16%
市净率 (P/B)	41.47	22.90	15.13	14.38	13.54

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

正文目录

一、	证券行业改革创新，头部券商受益良多	1
1.1	综合实力稳健发展，公司治理有效完善	2
1.2	股东背景强劲助力发展	3
1.3	中国银河核心竞争力分析	4
二、	四大业务板块构建综合性证券服务	5
2.1	中国银河整体业务发展概览	6
2.2	经纪、销售和交易业务抬升综合金融服务能力	7
2.3	投行业务抓住注册制东风	11
2.4	投资管理业务展现投研实力，一、二级市场形成共振	13
2.5	海外业务快速发展	14
三、	盈利预测	16
四、	风险提示	20

图表目录

图表 1:	2019-2020 年重要资本市场改革政策	1
图表 2:	中国银河组织机构	3
图表 3:	公司前十大股东信息	3
图表 4:	中国银河四大业务板块及主要业务内容	5
图表 5:	中国银河 2018-2020 半年度各业务占比情况	5
图表 6:	中国银河 2020 上半年经营业绩行业排名及占比首位比例	6
图表 7:	中国银河多角度特质能力蜘蛛图展示	7
图表 8:	2018-2020H1 半年度经纪、销售和交易业务数据	7
图表 9:	2018-2020H1 半年度期货经纪业务数据	9
图表 10:	2018-2020H1 半年度融资融券业务期末规模	9
图表 11:	2018-2020H1 半年度股票质押业务期末规模	10
图表 12:	2018-2020H1 半年度资产管理业务数据	10
图表 13:	2018-2020 半年度投资银行业务数据	11
图表 14:	2018-2020H1 半年度投资管理业务数据	13
图表 15:	2018-2020H1 半年度海外业务数据	15
图表 16:	中国银河损益表、基本比率和每股指标预估	17
图表 17:	中国银河资产负债表预估	18
图表 18:	头部券商近两年 PB(MRQ)值变动趋势	19
图表 19:	中国银河近 3 年股价、PB 水平及当前 PB 所处位置	19

一、 证券行业改革创新，头部券商受益良多

改革不断加码，资本市场作用受重视。2017年11月成立国务院金融稳定发展委员会，作为统筹协调金融稳定和改革发展重大问题的议事协调机构，充分审议金融业改革发展的重大规划，坚定不移推进股票市场改革，拓宽企业低成本融资渠道，发挥好资本市场的枢纽作用，与此同时，坚决打击造假和欺诈行为，放松和取消不适应发展需要的管制，提升市场活跃度。中央经济工作会议明确提出“要加快金融体制改革，完善资本市场制度，提高上市质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革”，诸多改革、开放政策不断落地，资本市场支持实体经济的作用得到大力重视。

法律制度调整保障改革行动，头部券商受益良多。监管政策伴随着金融体系发展与时俱进，随着新的《证券法》发布以及实施，整个证券行业改革将围绕着新法为准绳，服务新形势下的经济发展情况，稳步提升证券市场专业化程度。按照“深改十二条”，逐条落实，同步推进，完善资本市场，提升市场有效供给，出清“劣迹”企业。作为资本市场的重要参与者，龙头券商在其中扮演者重要的中介机构角色，无论是软硬件资源、资本实力、专业程度都领先同业，在与国内同业竞争以及与外资券商的综合实力竞争格局中，优势将会逐步转化为业绩，提升企业估值。

图表 1：2019-2020 年重要资本市场改革政策

时间	资本市场改革举措
2019年7月1日	科创板注册制试点
2019年9月9日	提出全面深化改革12条
2019年9月16日	取消 QFII/RQFII 投资额度
2019年10月25日	公募基金投顾业务试点
2019年11月8日	主板与创业板再融资松绑；建立科创板再融资制度； 全面深化新三板改革，建立转板上市机制；扩大股票股指期货试点
2019年12月23日	沪深300股指及ETF期权上市，为券商做市、自营等投资性业务带来业务机会
2020年2月14日	再融资新规继续松绑
2020年3月1日	新《证券法》正式实施，公司债、企业债全面推行注册制
2020年3月6日	证监会发布中小企业转板上市规则
2020年3月13日	证监会取消证券公司外资股比限制，4月1日正式实施
2020年6月12日	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》发布，注册制扩展至创业板。
2020年8月7日	证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》

数据来源：证监会官网，华福证券研究所

1.1 综合实力稳健发展，公司治理有效完善

中国银河快速发展，A+H 股助推资本实力上台阶。2000 年 8 月，经国务院批准，在合并原工行、农行、中行、建行、人保及中经开所属信托投资公司证券业务部门和证券营业部的基础上，组建成立中国银河证券有限责任公司，性质为国有独资证券公司。2005 年 8 月 8 日汇金公司与财政部共同出资设立银河金控。

2007 年 1 月 26 日，经中国证监会批准，以中国银河金融控股有限责任公司作为主发起人，联合四家国内机构投资者，共同发起设立中国银河证券股份有限公司。公司收购了原中国银河证券有限责任公司的证券经纪业务、投行业务及相关资产，旗下拥有银河期货经纪有限公司。原中国银河证券有限责任公司正式更名为“中国银河投资管理有限公司”。

2009 年 10 月，公司设立银河创新资本管理有限公司。

2011 年 2 月，公司在香港设立中国银河国际金融控股有限公司。

2013 年 5 月 22 日，中国银河 H 股在香港联交所上市，至 2013 年 6 月 13 日起超额配售选择权行使完毕，共发售 16.06 亿股 H 股，注册资本增加至人民币 75.37 亿元。

2015 年 5 月 5 日，中国银河配售发行 20 亿股 H 股，公司注册资本增加至人民币 95.37 亿元。

2017 年 1 月，中国银河首次公开发行 6 亿股 A 股，并于 2017 年 1 月 23 日在上交所上市，公司注册资本增加至人民币 101.37 亿元。

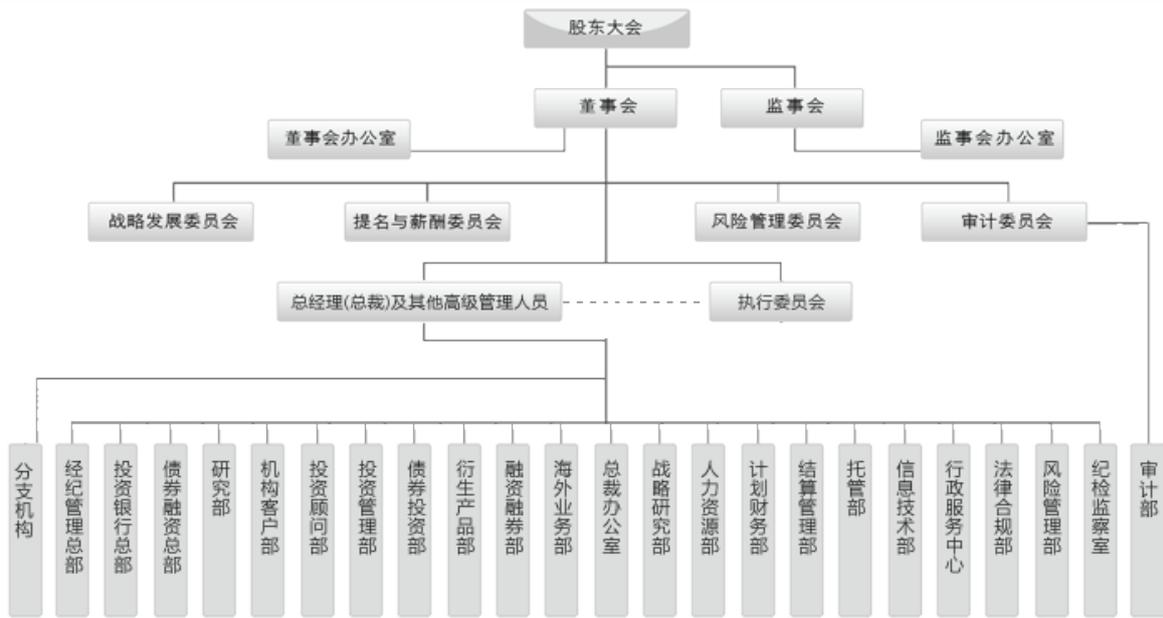
2017 年 6 月 6 日，公司通过银河国际与马来西亚联昌集团签署联昌证券国际私人有限公司（CIMB Securities International Pte. Ltd.）股份买卖协议。

2018 年 1 月 18 日，公司通过银河国际与马来西亚联昌集团完成 50% 股权买卖交割，合资公司更名为“银河-联昌”，公司全方位进入东南亚市场。

2019 年 6 月 28 日，银河国际控股就收购 CIMB Group Sdn. Bhd.（“联昌集团”）马来西亚证券业务 50% 的股权（“银河-联昌控股”）进行正式交割。银河证券国际业务网络从中国香港延伸覆盖至新加坡、马来西亚、印度尼西亚、泰国、韩国、印度、毛里求斯、美国和英国等地。

中国银河经营风格稳健，资本实力不断增强的同时，由于风险控制能力强、创新业务能力突出，新业务牌照获取能力较强，为业务覆盖面、专业化程度提升提供重要源动力，此外随着新业务的不断推出，综合服务能力提升的同时，对于公司的盈利点增加有所裨益。

中国银河已完成完备的现代企业组织管理体系建设，建成了股东大会、董事会、监事会和经营管理层相互分离、相互制衡的企业治理结构，确保公司规范运作。

图表 2：中国银河组织机构


数据来源：公司官网，华福证券研究所

1.2 股东背景强劲助力发展

股权结构清晰，中央汇金展现良好股东背景。中国银河近十几年的快速发展，离不开证券市场的蓬勃发展以及积极抓住市场机遇，通过 A+H 股上市、配股等多次战略性股权融资和债券融资，始终保持雄厚的资本实力。从十大股东来看，公司股权结构较为清晰，中国银河金控为第一大股东，银河金控由中央汇金控股，因此中央汇金实为实际控制人。

图表 3：公司前十大股东信息

序号	股东名称	持股数量(亿股)	持股比例(%)	股东性质
1	中国银河金融控股有限责任公司	51.87	51.16	国有法人
2	香港中央结算(代理人)有限公司	36.88	36.38	境外法人
3	中国证券金融股份有限公司	0.84	0.83	国有法人
4	香港中央结算有限公司(陆股通)	0.56	0.55	境外法人
5	兰州银行股份有限公司	0.42	0.41	境内非国有法人
6	国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.25	0.25	其他
7	健康元药业集团股份有限公司	0.24	0.24	境内非国有法人
8	中山金融投资控股有限公司	0.19	0.19	国有法人
9	华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.14	0.14	其他
10	深圳市国有免税商品(集团)有限公司	0.13	0.13	国有法人
合计		91.53	90.28	

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：截至 2020 年 6 月末，公司股东共 110,508 户。其中：A 股股东 109,780 户、

H股登记股东 728 户；香港中央结算（代理人）有限公司为公司 H 股非登记股东所持股份的名义持有人，为代表多个客户持有，其中包括银河金控持有公司的 0.26 亿股 H 股。香港中央结算有限公司是沪股通投资者所持有公司 A 股股份的名义持有人。

中央汇金公司的重要股东职责由国务院行使。中央汇金公司根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资，以出资额为限代表国家依法对国有重点金融企业行使出资人权利和履行出资人义务，实现国有金融资产保值增值。中央汇金公司不开展其他任何商业性经营活动，不干预其控股的国有重点金融企业的日常经营活动，强劲的资金实力对于公司的发展具有重要保障作用，中国银河致力于成为系统性重要金融机构建设将从股东背景中收益，也会与相同股东背景的金融机构产生一定的协同效应。

1.3 中国银河核心竞争力分析

中国银河具有领先的经纪业务市场地位。根据中国证券业协会未审计数据，2020 年上半年，中国银河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 5.07%；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 6.82%。庞大的客户基础和客户资产为公司业务增长提供较强潜力，为公司融资融券、股票质押及机构销售等业务的发展和提供创新提供较强动力。

战略布局合理的渠道网络，拥有稳定的客户群。截至 2020 年 6 月末，中国银河拥有 5 家子公司、36 家分公司、492 家证券营业网点，分布在全国 31 个省、自治区、直辖市等多个中心城市，是国内分支机构最多的证券公司。中国银河也正加速将证券经营网点向财富管理中心转型，使公司能在发达地区获得高端客户，受益于发展中地区快速的经济增长和城市化进程，并把握海外商机。截至 2020 年 6 月末，中国银河拥有经纪业务客户 1,164 万户，同比增长 7.39%，服务投资银行业务企业客户超过 500 户。受益于公司的客户基础，各业务线间有显著的协同营销增长潜力，帮助公司迅速抓住机会开展新业务。

股东背景强劲，员工队伍专业化。公司实际控制人为汇金公司。汇金公司根据国务院的授权，对国有重点金融企业进行股权投资，实现国有金融资产保值增值。作为汇金公司旗下重要的证券金融平台，中国银河可以及时把握国家发展大政方针，享受资源协同。公司员工多数来自国有大型金融机构和国家机关，并自公司组建之日起就在中国银河工作，绝大多数人对公司忠诚度高、素质过硬。

二、 四大业务板块构建综合性证券服务

中国银河打造了企业、机构及零售客户服务体系，形成“**经纪、销售和交易**”、**投资银行**、**投资管理**及**海外业务**四大业务板块，主要盈利模式为通过为客户提供证券产品或服务获取手续费及佣金收入以及通过证券或股权投资等获取投资收益。

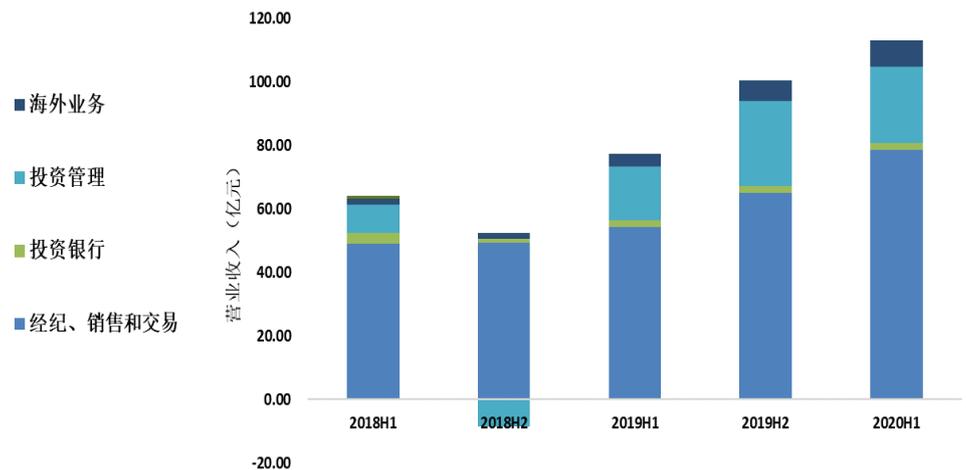
图表 4：中国银河四大业务板块及主要业务内容

四大业务板块	主要业务
经纪、销售和交易	经纪及财富管理、机构销售及投资研究、融资融券及股票质押、资产管理
投资银行	股权融资、债券融资、财务顾问
投资管理	自营及其他证券交易服务、私募股权投资、另类投资
海外业务	经纪及销售、投资银行、投资管理和资产管理

数据来源：公司公告，华福证券研究所

四大业务板块近两年业务收入占比及变化情况如下图所示：

图表 5：中国银河 2018-2020 半年度各业务占比情况



数据来源：wind，华福证券研究所

近两年来，从半年度业务数据变化来看，占比幅度变化较大，其中“**经纪、销售和交易业务**”占比业务收入比例最大，但所占比例有逐渐下滑的趋势，其他业务比重有所提升，而从业务绝对收入来看，随着市场扩容及景气度提升，业务收入仍处于稳步提升趋势；**投资管理业务**主要与市场繁荣程度及券商投资能力成正相关，2020 年整体周期性氛围较好，中国银河投资业务上半年收获不错的业绩表现，近两年除去 18 年下半年，其他半年度稳定贡献较多收入，体现了其不错的投资能力；**投资银行业务**收入半年度来看较为稳定，收入占比较低，未来增长空间较大；**海外业务**从半年度收入数据来看增长迅速，反映出海外业务整体稳健、快速发展。

2.1 中国银河整体业务发展概览

中国银河最新季报前三季度业务收入、盈利同比大幅提升。中国银河通过多板块业务综合发展，协调国内外业务资源，三季度展现出优秀业绩能力，传统与特色业务发展均衡。根据中国银河 2020 年三季报信息，截至三季度末，实现营业收入 180.80 亿元，较去年同期（120.43 亿元）增加 50.13%；实现归属于上市公司股东的净利润 56.50 亿元，较去年同期（38.60 亿元）增加 46.38%，盈利水平大幅增长。

证券业协会 2020 上半年排名数据显示综合实力具有特色竞争性。根据证券业协会公布 2020 年上半年经营数据来看，中国银河在券商行业中整体排名领先，营收、净利润排名分别为第 10、9 位，净资本位于行业 4 位，整体资本实力较强；经纪业务在第一梯队中相对较强，位于第 3 位，约占行业经纪业务第一位 8 成；投行业务相对较弱位于 31 位，有较大可作为空间；席位租赁业务（研究类收入）排名第 20 位，投资咨询业务净收入较低；经纪类业务收入行业领先、重资本业务收入行业领先，轻资本业务投资银行业务、资产管理业务等成长空间较大。

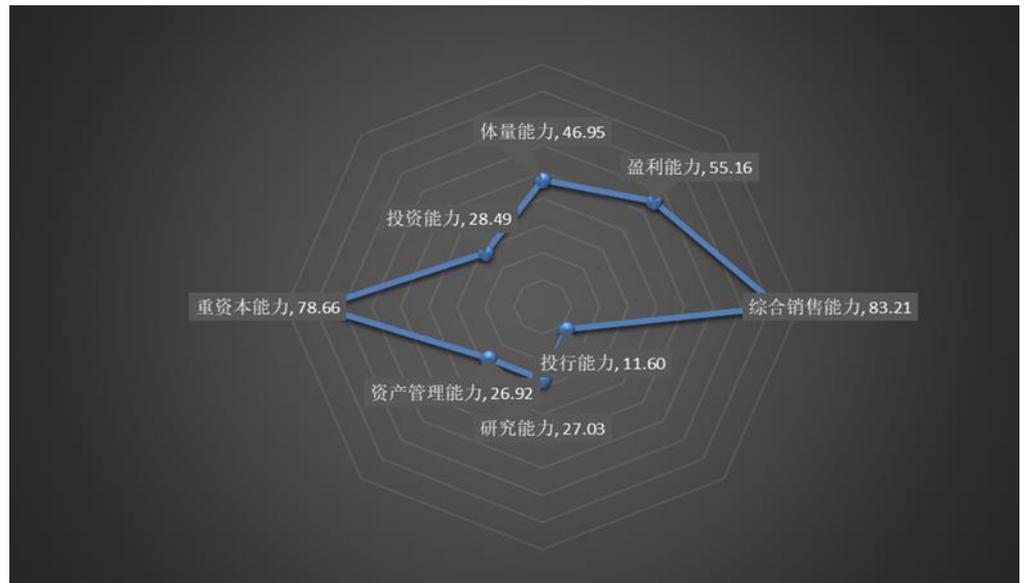
图表 6：中国银河 2020 上半年经营业绩行业排名及占比首位比例

项目	金额(亿元)	排名	该项第一名	1st数据(亿元)	占比第一名
总资产	3295.15	8	中信证券	7258.39	45.40%
净资产	704.27	8	中信证券	1452.02	48.50%
营业收入	71.14	10	中信证券	146.40	48.59%
净利润	34.09	9	中信证券	61.80	55.16%
净资本	676.72	4	国泰君安	893.38	75.75%
客户资金余额	736.41	5	中信证券	922.31	79.84%
经纪业务净收入	27.46	3	国泰君安	33.00	83.21%
代理买卖证券业务净收入	24.31	4	国泰君安	26.98	90.11%
交易单元席位租赁净收入	1.43	20	中信证券	5.06	28.24%
代理销售金融产品净收入	3.15	2	中信证券	5.87	53.62%
投资银行业务净收入	2.28	31	中信建投	19.65	11.60%
承销与保荐业务净收入	2.13	29	中信建投	17.83	11.94%
财务顾问业务净收入	0.14	57	中信证券	2.41	5.80%
投资咨询业务净收入	0.12	34	招商证券	3.01	3.99%
资产管理业务净收入(银河金汇)	2.99	15	华泰资管	11.11	26.92%
融资融券利息收入	28.20	3	中信证券	35.85	78.66%
融资融券业务利息收入	19.41	4	华泰证券	24.11	80.50%
股票质押业务利息收入	8.68	5	海通证券	12.90	67.27%
证券投资收益	22.83	10	中信证券	75.35	30.30%
股权投资收益	2.00	16	申万宏源	16.32	12.25%

数据来源：中国证券业协会,华福证券研究所

通过将上述排名以及具体业务体量进行数字化处理，根据中国证券业协会统计数据并整理中国银河上半年业绩表现排名，并结合其与第一名比例数值，结合其业务特色将其各方面能力进行打分，按照该属性第一名作为 100 分，单项能力根据占比第一名比例*100，作为其单项能力分，得到相应业务能力蜘蛛图，可以看出中国银河综合销售能力强、重资本能力强、体量及盈利能力较强，投行、投资能力方面则仍有较大上升空间，后续业绩提升需要结合强势发挥及相对短板提升进行综合判断。

图表 7：中国银河多角度特质能力蜘蛛图展示



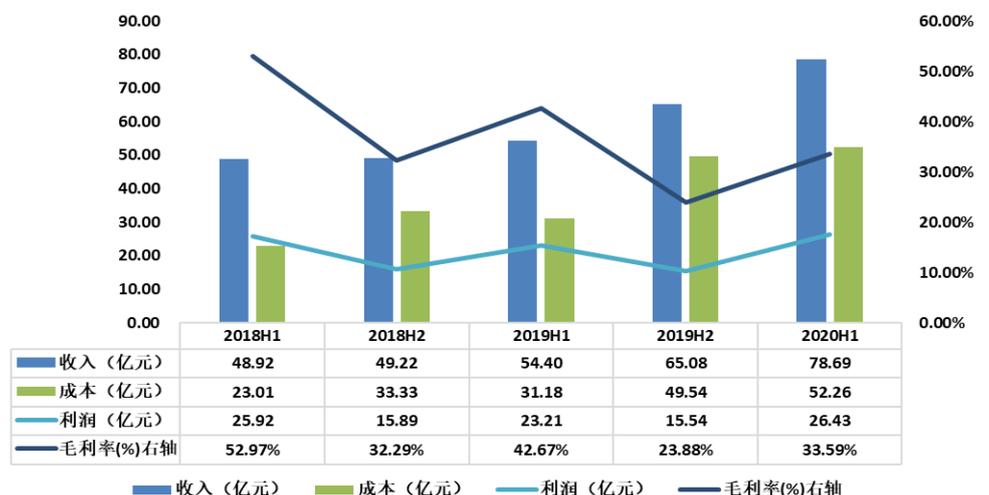
数据来源：中国证券业协会,华福证券研究所

2.2 经纪、销售和交易业务抬升综合金融服务能力

中国银河经纪、销售和交易业务主要包括**经纪与财富管理、资本中介业务、机构销售及投资研究、资产管理**业务等。

我们以半年度视角来看公司的“经纪、销售和交易业务”发展情况。业务营收稳步增长，且增长速度有提速；成本方面，整体而言，成本逐步有所提升，然而 2019 年上半年较 2018 年下半年有所降低，趋势上是跟随营收上升而上升；利润方面整体保持稳步提升趋势，一般而言，上半年利润要好于下半年，和下半年成本核算有关；毛利率方面来看，这两年毛利率水平整体稳中有降，这与人力成本提升、营销成本提升以及佣金费率降低有关，考虑到收入该部分整体呈现稳步增长趋势，未来业绩贡献度具备稳定预期。

图表 8：2018-2020H1 半年度经纪、销售和交易业务数据



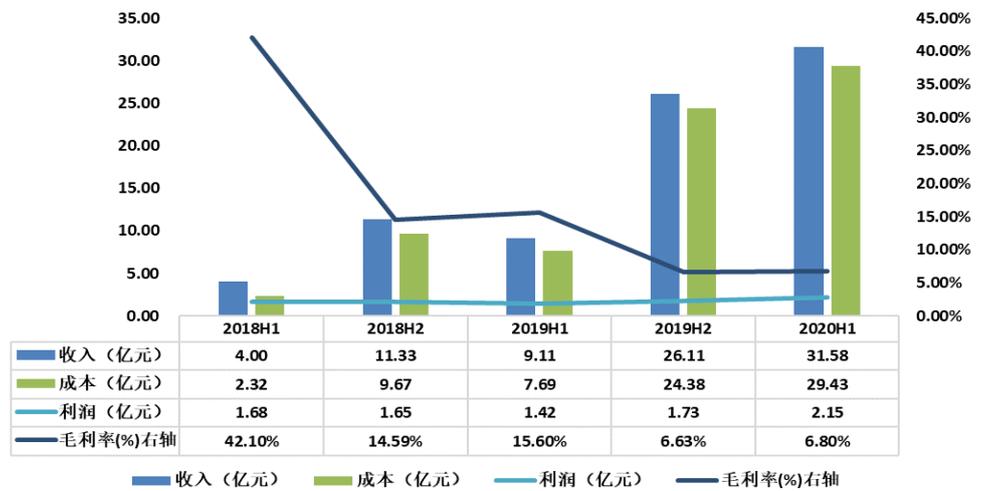
数据来源：公司公告，华福证券研究所

经纪业务成熟稳定,财富管理转型成效显著。中国银河经营模式中提出双轮驱动,其中一轮便是财富管理。抓好传统渠道合作营销,财富管理业务坚持“+互联网”,大力推进“网上银河”和“智能银河”建设,网上交易占比达99%以上;全面推进财富管理业务转型,提升服务能力与质量,努力打造一站式金融综合服务平台。积极加强机构客户业务推广,持续优化客户结构、交易结构。截至2020年6月末,银河证券拥有经纪业务客户1,164万户,同比增长7.39%。其中,主经纪商交易服务的客户数2,989户,同比增长29.0%;提供基金综合服务的管理人1,910家,同比增长6%。在线基金服务产品1,545只,同比增长18%;在线基金服务产品规模人民币639亿元,同比增长3%。公司实现代理买卖证券业务净收入人民币22.88亿元,行业排名第2。

投顾服务提升业绩,研究服务产品化。中国银河为首批公募基金投顾试点资格。打造的“财富星-基金管家”项目于2020年5月15日上线,截至2020年6月末已向25家营业部开放,成为北京辖区内第一家业务上线券商、行业第一家业务上线大型券商。“财富星-基金管家”累计签约客户1,270人,累计委托资产人民币2,400万元。研究与机构销售交易业务在推动研究产品化方面,推出可转债专题报告、大类资产配置报告,编制股票质押上市公司报告标准模板,构建ETF基金投资组合、完善股票池体系,研究产品不断丰富。同时,中国银河不断提升机构销售的研究服务能力,通过举办电话会议、一对一客户路演等多种方式,为机构投资者提供及时高效的交流服务,促进市场信心提升。

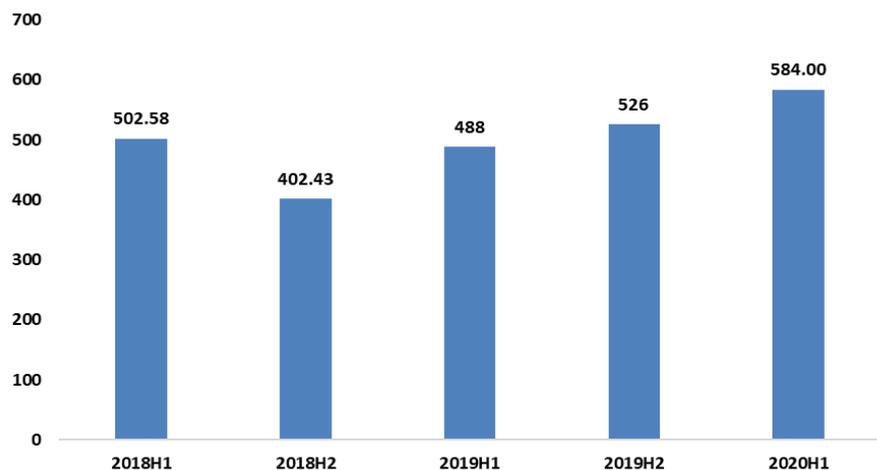
期货经纪业务实力强劲,大宗商品业务蓬勃发展。银河期货坚持“大宗商品做专业、金融期货做规模”的发展原则,积极应对宏观形势的变化,充分探索客户非现场开户模式,深入拓展金融机构客户开发,增强产业客户粘性,重点提升互联网营销能力。2020年上半年,新增开户量为12,764户,同比增长122.84%,其中互联网引流渠道开发客户占比约40%。期货经纪业务实现营业收入人民币31.58亿元,同比增长246.81%;日均客户权益人民币227.17亿元,同比增长38.9%;累计交易额人民币4.1万亿元(单边),同比增长32.27%。银河期货资产管理业务管理资产总规模人民币36.62亿元,管理产品30只,同比分别增长65.18%和3.45%。银河期货共有分支机构50家,较2019年末增加3家。

银河期货期货行业领先,增资筹划更高规划。2020年12月25日,中国银河董事会审议通过《关于提请审议向银河期货有限公司增资的议案》。根据业务发展需要,同意公司向全资子公司银河期货有限公司增资,银河期货注册资本由人民币12亿元增加至人民币23亿元,增资有利于期货公司在期货同业竞争中展现更多竞争力,且对银河证券构建并强化FICC板块中大宗商品实力有所帮助。

图表 9：2018-2020H1 半年度期货经纪业务数据


数据来源：公司公告，华福证券研究所

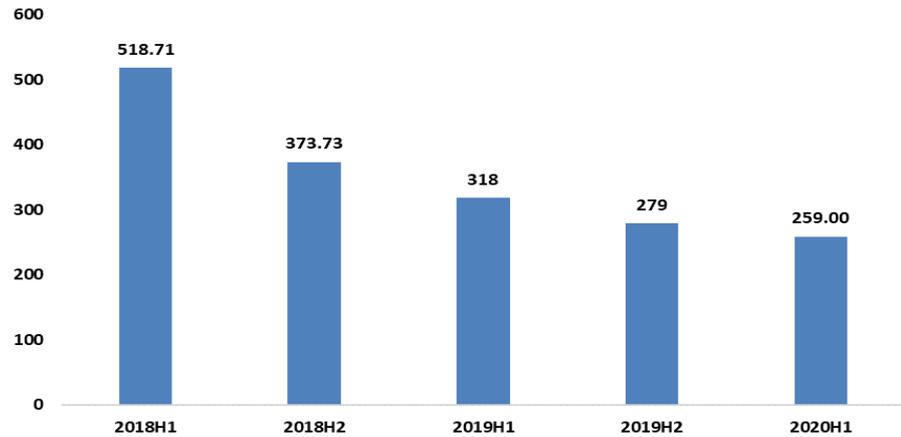
压降股票质押风险，重心偏向融券融资业务。中国银河主动顺应市场形势变化，审慎控制风险，信用业务秉持“稳规模、调结构、控风险、保收益”的工作思路，推动融资融券业务成为公司交易驱动型高净值客户和专业投资者的聚集平台，股票质押业务不断增强业务板块协同发展能力，提升公司综合竞争实力。**融资融券业务方面**，坚持以客户为中心，加强金融科技应用，优化客户服务体系；持续优化客户结构和业务结构，重点挖掘专业投资者和机构客户，大力发展融券业务；严控集中度，提高风险管理能力，妥善化解风险。**股票质押业务方面**，聚焦优质客户，提高项目准入标准，持续优化项目结构；同时通过风险差异化识别、业务协同、系统支持等手段全面提升综合服务能力。截至2020年6月末，公司融资融券余额人民币584亿元，较上年末增长7.35%；整体维持提升趋势。

图表 10：2018-2020H1 半年度融资融券业务期末规模


数据来源：公司公告，华福证券研究所

截至 2020 年 6 月末，公司自营股票质押业务余额人民币 259 亿元，较上年末下降 6.16%，整体维持压缩趋势，但是压缩幅度逐步降低，后续规模维持稳定趋势仍在。

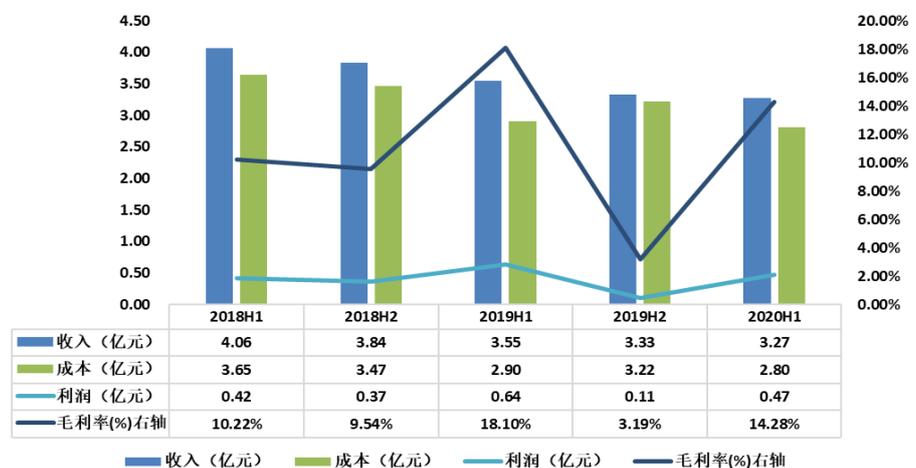
图表 11：2018-2020H1 半年度股票质押业务期末规模



数据来源：公司公告，华福证券研究所

提升大资管服务客户思路，财富管理产品线不断输出。银河金汇作为资管子公司，以深化客户服务质量、产品线多元布局、重点领域协同合作为抓手，通过加强固收+主动管理产品创设，夯实投研管理能力基础，提升了市场适应能力。近两年由于同时受到《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的影响，资产管理业务实现营业收入人民币 3.27 亿元，同比下降 7.76%。截至 2020 年 6 月末，银河金汇受托资产管理规模人民币 1,966.80 亿元，较上年末下降 6.5%。其中，主动管理规模人民币 821.30 亿元，主动管理规模占比超过 41%，同比增加约 6 个百分点。具体来看，集合资产管理业务受托规模人民币 597.17 亿元、单一资产管理业务受托规模人民币 1,375.88 亿元、专项资产管理业务受托规模人民币 23.75 亿元。

图表 12：2018-2020H1 半年度资产管理业务数据



数据来源：公司公告，华福证券研究所

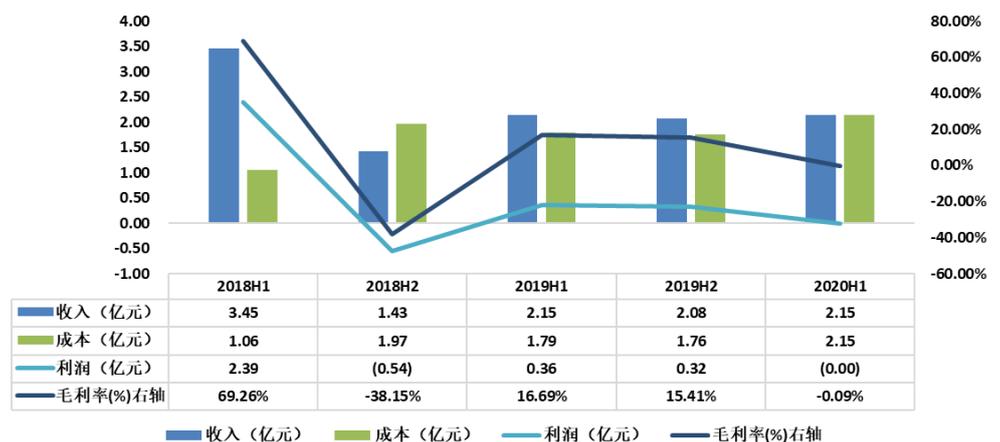
2.3 投行业务抓住注册制东风

中国银河投资银行业务紧抓多层次资本市场改革机遇，坚持“全照经营、全面协同、全程风控”展业原则。积极践行国家战略、服务实体经济，在支持疫情防控、发展普惠金融等方面取得明显成效。中国银河战略目标为“打造航母券商，建设现代投行”，投资银行发展成为其重要的双轮驱动目标之一，尽管目前整体发展水平较头部券商有一定距离，但是投资银行的发展具有一定的高投入高产出的特点，未来的发展仍值得期待。

同时，随着“注册制”的不断推进，未来市场的上市企业潜在对象数量大增，给了头部证券企业非常重大的历史机遇期，证券行业投资银行业务对应的业务收入及盈利情况将在未来几年持续大幅攀升。

投资银行业务稳中有变，毛利率水平较低亟需改变。从中国银河近两年半年度投资银行业务数据来看，整体而言收入变动较大，2019年以来维持稳定，成本端支出较为稳定。利润方面来看，2018年利润近2亿元，2019年利润不足1亿，2020年上半年投行业务几乎未创造利润，且毛利率水平由2019年的15%左右下降到2020年上半年-0.09%。投行业务属于知识密集型行业，业务人员收入较高需要充沛有效的的项目支撑，目前从投行业务发展来看，压力较大，伴随后续注册制放开，在良好的大环境下，中国银河投行业务提升发展尚需时间来验证。

图表 13：2018-2020 半年度投资银行业务数据



数据来源：公司公告，华福证券研究所

股权融资业务跨越发展寻昔日荣光。2020年上半年，公司股权承销金额人民币143.61亿元，同比增长95.33%。其中，并购重组业务实现突破，中国银河担任哈高科、北新路桥等重大资产重组项目的独立财务顾问和主承销商。公司不断加强项目储备，提高综合服务能力，在审IPO项目8家，在审再融资项目5家，在审项目数量较去年同期明显上升。从2016年-2020年，中国银河整体债券承销规模前高后低，

排名有所下滑，目前规模位居第7位，承销数量上来看，近五年一直处于上升态势，排名波动较大，今年较2019年排名上升2位，有所提升，债承整体实力较强。境外投资银行业务今年整体排名有所提升，截至今年上半年，香港市场股票承销2258亿港元，同比增加51%，IPO募资875亿港元，同比增加22%。

债务融资快速提升，切实履行企业社会责任。2020年1-6月，中国信用债市场发行总额人民币92,145.20亿元，同比增长39.30%。同期，中国银河债券承销金额人民币468.23亿元，同比增长34.02%。其中，非政策性金融债承销规模同比增长56.84%。同时，公司全力做好地方政府债券项目融资及配套服务工作，共计参与27个省（市）的地方政府债的发行，报告期内地方政府债承销规模人民币76.33亿，同比增长131.09%。公司积极倡导和推动绿色金融发展，持续强化债券品种创新。2020年上半年，中国银河成功发行1只绿色金融债券，融资规模人民币15亿元，发行6只疫情防控债，共计融资人民币61亿元，为2家湖北地区企业融资人民币26亿元，持续助力湖北企业疫后重振。

新三板业务稳步推进，落实改革推进精选层挂牌。随着新三板改革稳步落地实施，中国银河在2020年上半年完成新三板公司定增项目3个，融资规模人民币7.08亿元，占新三板市场融资总额比重6.66%。中国银河积极储备拟在新三板精选层挂牌项目，进入辅导期的拟申报精选层项目4家。

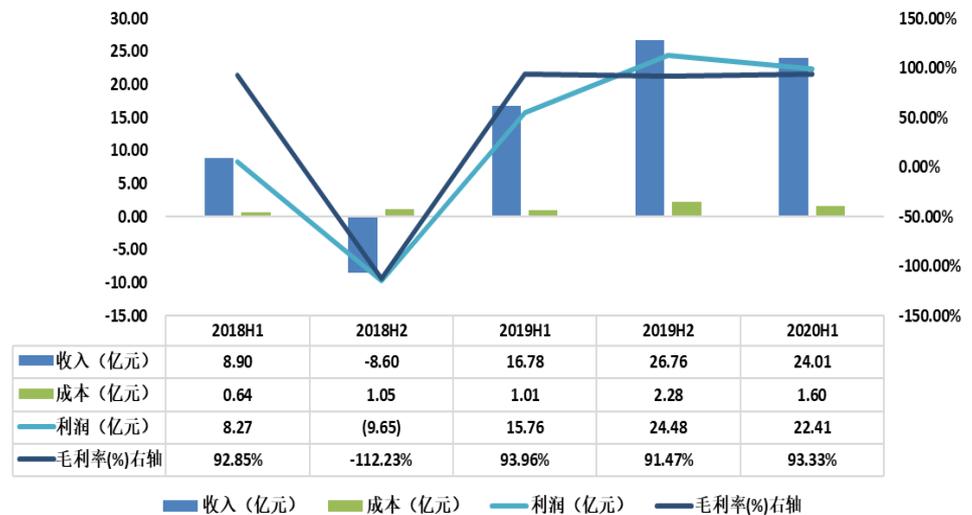
未来发展思路提升，人员变更得到最新期望。投行业务坚持“全照经营、全程风控、全面协同”展业原则，打造跨条线、跨市场的一体化价值链条，为客户提供多元化、全周期的综合金融服务解决方案。原分管投行、自营副总裁于2019年12月20日公告离任，银河证券投行后时代，业务发展有待进一步观察。

2.4 投资管理业务展现投研实力，一、二级市场形成共振

中国银河投资管理业务包括自营及其他证券交易服务、私募股权投资、另类资产投资业务。投资类业务受市场行情影响较大，其次投研实力、方法在分化行情下能够展现比较收益能力。

近两年随着行情变化，盈利水平变化较大。从2019年上半年以来，整体盈利水平逐步稳定，毛利率稳定在90%以上，2020年上半年得益于股市行情迅速反弹，权益投资收益得到有效保证。

图表 14：2018-2020H1 半年度投资管理业务数据



数据来源：公司公告，华福证券研究所

自营业务方面稳定提升，创新业务快速发展。固定收益投资业务方面，中国银河积极优化业务结构和盈利模式，做实做优债券投资底层资产，灵活使用衍生品控制利率风险，做大债券投资规模赚取稳定收益。**权益投资业务方面**，加快推进业务转型，积极探索多策略并行的业务模式，不断磨练队伍提升投资管理能力。截至2020年6月末，中国银河债券质押式报价回购业务（产品“天天利”）继续保持上交所质押式报价回购业务规模排名第1；做市业务规模与利润保持快速增长的势头，国债期货做市业务考核排名位居前3名。中国银河高度重视各类创新业务发展，抓住资本市场深化改革开发的机遇，助力自营投资业务优化升级。一是利率期权业务成功达成首批交易，有助于公司进行利率风险管理，更好地服务实体经济；二是取得中国证监会批准的黄金现货自营业务资格，有助于公司丰富交易策略工具和融资渠道、拓展自营收入来源，提升公司市场影响力和服务实体经济的能力；三是收益互换、收益凭证、标准债券远期等业务品类不断丰富，有利于公司延伸投资触角、优化投资结构和盈利模式。

其他证券交易服务提升迅速。大额持股者服务业务方面，中国银河继续做大资产池、扩展负债源，将定增股票纳入业务范围，较好地实现了对冲风险、控制回撤和获取稳定收益的有效结合。**场外衍生品业务方面**，积极发展跨境收益互换业务，服务客户跨境需求。同时，继续为机构客户和零售客户提供场内质押式报价回购产品、浮动收益挂钩型收益凭证产品等，满足客户的财富管理、大类资产配置需求。**股转做市与自营业务方面**，公司平稳履行新三板做市报价义务，实现了流动性提供和报价质量的双提升。截至 2020 年 6 月末，中国银河提供做市报价服务股票 11 只，同时积极参与精选层企业公开发行申购。

私募股权投资展现较强投资能力，另类投资积极布局。银河创新资本围绕国家、区域政策在重点地区开展私募股权基金业务，通过推进私募股权基金平台设立和基金投资运作，助力区域优质企业成长壮大，实现双赢。银河创新资本与公司其他业务线开展全方位业务协同，融入“以企业为中心”的投融资业务综合服务体系。2020 年上半年，银河创新资本实现营业收入人民币 46.67 万元，同比下降 99.12%，主要为所持有的权益类证券公允价值出现较大波动所致。银河源汇在努力实现自有资产保值增值的同时，更积极通过投资行为让资金流入科技创新企业、创新投资产品，发掘优质投融资项目、培育优质财富产品。银河源汇在先进制造、医疗器械、企业服务等高科技领域进行前瞻布局，多个投资项目登陆科创板。2020 年上半年，银河源汇实现营业收入人民币 1.80 亿元，同比增长 185.71%。

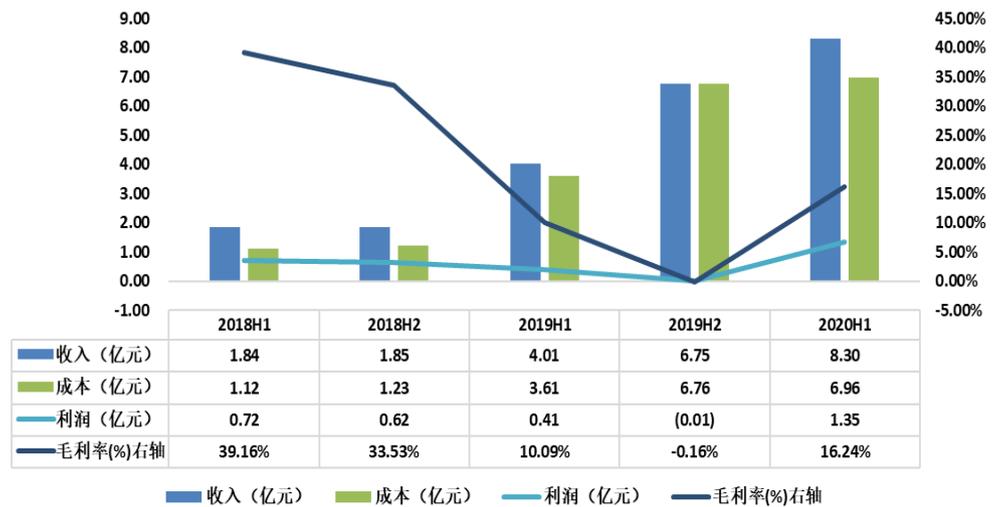
2.5 海外业务快速发展

香港股票市场在 2020 年第一季度出现大幅调整，第二季度呈震荡缓步上行走势。银河国际控股通过采取多项措施强化多元化业务收入来源，巩固经纪业务、融资业务和投行业务三大常规性业务，同时充分做好证券自营投资，发展和推动固定收益业务，各项业务保持稳健发展。2020 年上半年，银河国际控股合并口径实现营业收入约合人民币 8.30 亿元，同比增长 106.84%。其中，银河国际控股经纪业务交易量同比增长 31.45%，带动经纪业务佣金及利息收入增长；投行业务完成了 4 家企业的香港主板上市承销；债权承销业务完成 4 家企业的美元债券发行承销。

合资公司银河-联昌证券国际私人有限公司（银河国际控股子公司，简称“银河-联昌证券”）继续保持在新加坡及马来西亚市场股票经纪业务的市场领先地位。受市场交投活动活跃影响，银河-联昌证券经纪业务佣金及利息收入实现较快增长，收入来源进一步拓展。2020 年上半年，银河-联昌证券实现税后利润 767.30 万新元（约

合人民币 3,898.88 万元), 与去年同期税后亏损 679.37 万新元相比, 盈利能力大幅提升; 银河-联昌控股私人有限公司(银河国际控股联营公司, 简称“银河-联昌控股”), 实现税后利润 1,098.42 万新元(约合人民币 5,581.40 万元), 盈利能力保持稳定并有所提升。

图表 15: 2018-2020H1 半年度海外业务数据



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

海外业务引领未来。加快发展“以亚洲为中心”的国际业务。公司坚持以银河国际为平台做实做强国际业务, 持续巩固以东南亚为基础, 覆盖亚洲, 择机进入俄罗斯和非洲, 关注欧美的国际业务布局。构建“以境外本土业务为基础, 以跨境协同业务为核心”的业务模式, 利用丰富的客户资源、网点资源优势, 提升重点服务“一带一路”、大湾区、海南自贸区和企业“引进来”、“走出去”等国家战略的能力, 实现公司各项业务在国际场景中的延伸应用。

三、 盈利预测

根据中国银河的行业性质,目前主流证券行业主要根据可比公司来测算同一水平线的证券公司 PB 值来进行可比分析,并根据公司业务性质进行盈利预测,最后来测算公司估值水平。

对于公司 2020-2022 年盈利预测作出如下假设:

1) 经纪业务假设:假设 2020-2022 年日均日成交量分别为:8500 亿、9000 亿及 9500 亿元,该假设基于目前今年市场整体成交火热,且市场交投维持相当景气度;市场份额假设分别为 5.02%、5.03%及 5.03%,综合佣金率分别为万 3.4、3.4、3.3;

2) 投行业务假设:基于注册制逐步推广、投行业务整体景气度朝上、投行基数较低及 2020 年前三季度投行数据综合因素,近三年业务增长率分别为+90%、30%、30%,再融资额度分别增加 100%、15%、15%,债权融资分别同比增长 20%、10%、10%;

3) 资产管理业务假设:由于资产管理业务去通道,2020 年规模按照-8%测算;主动管理比例增强,其管理费率较为稳定,后两年管理规模维持年度 8%增幅,考虑到业绩提成及通道费率较低,综合按照千三管理费用进行预估;

4) 传统利息收入相关业务假设:基于入市资金提升,传统利息收入基于货币资金及结算备付金规模增长按照季度增加 2%的规模进行预估,约购、股质类买入回购类业务考虑到目前整体股质风险管控思路,2020 年预计较去年降低 5%,考虑到风险逐步可控,未来两年依旧控制规模的情况下,按照年度 10%规模递增,两融规模考虑到风险较为分散,且市场两融规模逐步走高,预计 2020-2022 年分别较上年同比增 20%、15%、10%,融资利率考虑利率水平整体降低,后三年维持在均数 6.8%;

5) 投资业务假设:股权投资业务收入随着投行业务不断深入,保守预估年化 6.6%增长,债券投资收益率参考半年度收益,按照 4%收益率进行假设,其他权益类资产收益率与市场行情相关度较高,2020-2022 年投资规模参照 20.88%、29.34%、8.56%进行递增;

6) 管理费用:随着管理智能化的投入以及专业化、国际化要求,预计 2020-2022 年管理费用 yoy 分别为+16.36%、+8.02%、+8.11%。

图表 16：中国银河损益表、基本比率和每股指标预估

损益表					
单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,925.41	17,040.82	23,848.71	26,109.22	29,411.80
手续费及佣金净收入					
其中：代理买卖证券业务净收入	3,463.87	4,551.50	7,012.06	7,290.54	7,541.66
证券承销业务	530.81	480.03	750.11	858.50	992.12
净收入					
资产管理业务	746.67	633.75	581.33	622.02	671.78
净收入					
利息净收入	3,444.69	3,491.71	4,215.65	4,288.90	4,915.74
投资净收益	943.22	4,907.58	5,932.31	6,888.42	8,513.58
其他业务收入	796.14	2,976.25	5,357.25	6,160.83	6,776.92
营业支出	6,253.06	10,191.55	13,521.65	15,241.80	17,874.57
营业税金及附加	102.39	124.43	138.32	151.43	170.59
管理费用	5,046.42	6,955.04	8,092.81	8,741.74	9,450.76
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务成本	1,104.26	3,112.07	5,290.52	6,348.63	8,253.21
营业利润	3,672.34	6,849.27	10,327.06	10,867.41	11,537.23
加：营业外收入	25.72	29.15	14.31	15.67	17.65
减：营业外支出	15.97	48.29	4.77	5.22	5.88
利润总额	3,682.09	6,830.13	10,336.59	10,877.86	11,549.00
减：所得税	750.36	1,579.98	2,391.12	2,516.33	2,671.58
净利润	2,931.74	5,250.14	7,945.47	8,361.53	8,877.42
减：少数股东损益	44.61	21.72	32.86	34.58	36.72
归属于母公司所有者的净利润	2,887.13	5,228.43	7,912.61	8,326.94	8,840.70
基本比率和每股指标					
净利率	29.09%	30.68%	33.18%	31.89%	30.06%
总资产收益率	1.15%	1.66%	1.89%	1.77%	1.55%
净资产收益率	4.38%	7.37%	10.33%	10.10%	10.16%
市盈率（倍）	41.47	22.90	15.13	14.38	13.54
市净率（倍）	1.81	1.69	1.56	1.45	1.38
每股净利润（元/股）	0.28	0.52	0.78	0.82	0.87
每股净资产（元/股）	6.51	6.99	7.55	8.14	8.59

数据来源：wind，华福证券研究所

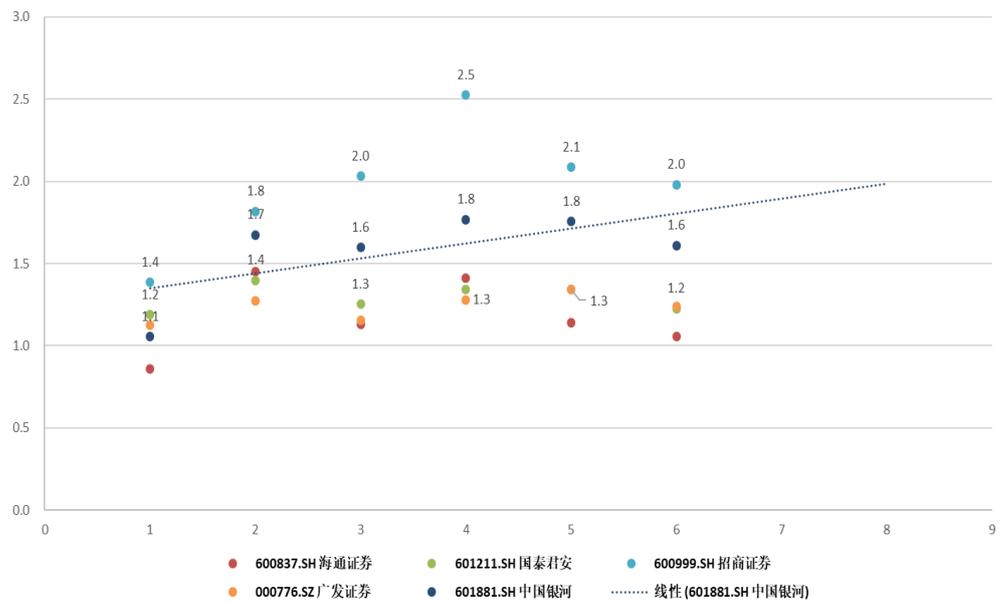
图表 17：中国银河资产负债表预估

资产负债表					
单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	51,413.63	70,329.28	91,451.02	100,592.75	111,561.24
其中：客户资金存款	42,528.97	60,281.96	76,791.46	83,355.49	90,162.08
结算备付金	12,686.54	11,276.47	15,236.94	17,334.86	19,533.09
其中：客户备付金	11,623.90	9,485.07	12,362.21	13,655.57	14,863.88
融出资金	44,631.94	58,721.32	88,782.61	98,250.61	105,509.41
交易性金融资产	60,338.28	74,039.12	96,235.34	111,745.57	138,109.26
衍生金融资产	76.29	208.50	360.95	440.24	544.97
买入返售金融资产	39,967.07	30,438.08	26,450.73	29,017.53	31,841.01
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	876.82	1,320.14	1,552.09	1,773.89	2,187.98
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存出保证金	5,275.83	10,735.26	13,677.74	15,091.23	16,415.05
固定资产	241.53	276.72	314.97	359.19	443.24
无形资产	391.67	493.54	561.62	639.38	788.59
其他资产	34,978.00	57,719.59	77,501.88	91,951.18	109,825.73
总资产	251,363.29	315,665.88	418,990.52	469,204.22	569,133.58
短期借款	3,010.78	5,775.42	9,069.28	10,432.19	10,802.91
拆入资金	2,001.89	8,177.31	9,231.96	9,789.68	9,962.20
交易性金融负债	1,458.70	1,718.08	4,984.50	22,063.00	91,889.49
衍生金融负债	213.41	469.79	689.23	951.18	1,296.59
卖出回购金融资产款	28,059.94	54,855.65	88,600.25	100,635.05	110,717.33
代理买卖证券款	56,695.27	80,508.86	97,830.17	105,894.52	114,623.63
代理承销证券款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	2,591.52	3,354.73	3,903.52	4,216.53	4,558.53
应付债券	79,501.42	64,023.36	64,574.12	63,995.52	63,826.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总负债	185,025.43	243,744.18	341,623.95	385,883.56	481,191.55
总股本	10,137.26	10,137.26	10,137.26	10,137.26	10,137.26
所有者权益合计	66,337.86	71,921.70	77,366.57	83,320.67	87,942.03
少数股东权益	355.77	1,026.10	780.92	841.02	887.67
归属于母公司所有者权益合计	65,982.09	70,895.59	76,585.65	82,479.65	87,054.37

数据来源：wind，华福证券研究所

预计 2020-2022 年公司营业收入分别为：238.48 亿元、261.09 亿元、294.11 亿元，同比增速分别为：39.95%、9.48%、12.65%；归母净利润分别为：79.12 亿元、83.26 亿元、88.40 亿元，同比增速分别为：51.34%、5.24%、6.17%。

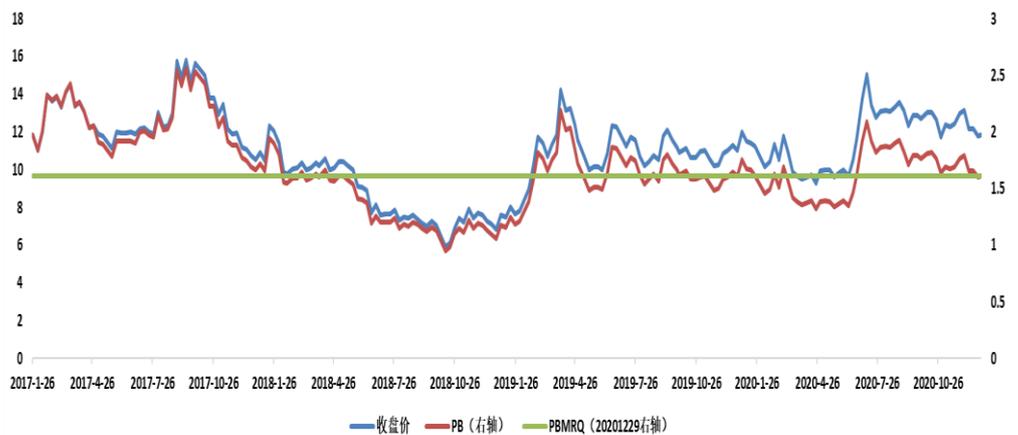
图表 18: 头部券商近两年 PB(MRQ)值变动趋势



数据来源: wind, 华福证券研究所

当前公司估值仍处于较低水平,截至 2020 年 12 月 29 日收盘价,中国银河对应最新的 2020 年 3 季度净资产数据 pb 值为 1.61,处于近三年历史中间位置,通过中国银河 PB(MRQ)回溯近一年 pb 来看,平均值为 1.67xpb。

图表 19: 中国银河近 3 年股价、PB 水平及当前 PB 所处位置



数据来源: wind, 华福证券研究所

考虑到中国银河整体处于均衡状态,资本实力强劲,给予 1.7xpb 估值评估水平,给予 2021 年估值为: 13.83 元/股,结合当前股价,则有 17.12%的涨幅,考虑到 2021 年整体股市温和向上,沪深 300 有 5-10%涨幅,综合因素来看,预计中国银河超越基准“7.12-12.12%”,首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

四、 风险提示

合规风险

公司可能面临在集团合规管理、健全信息隔离墙和利益冲突管理中合规培训与宣导不到位，一线人员合规意识没跟上，从而导致出现合规问题的风险，该风险对于公司的评级以及整体经营合规稳定性都是重大挑战。

信用风险

包含公司存放在其他金融机构的自有货币资金风险；股票质押式回购业务、融资融券和约定购回式证券交易相关风险；信用债券交易与投资业务相关风险；债券回购等同业短期拆借、场外衍生品业务相关风险；集团子公司在开展交易性融资、贷款及类贷款、债权资产投资、同业短期拆借等业务的过程中，也面临信用风险。

市场风险

市场风险主要指在公司的经营活动中，因市场价格（股票价格、利率、汇率等）的不利变动而使公司自有资金投资的相关业务发生损失的风险。公司面临的相关风险主要有股票价格风险、利率风险、汇率风险。

操作风险

信息技术系统的建设和运维中，可能未按照操作管理程序进行定期和不定期的检查和维护，从而影响系统的可靠、稳定和安全运转，带来重大损失的风险。

流动性风险

由于公司自营业务规模及融资类业务规模较大，公司经营过程中易受宏观政策、市场变化、经营状况、客户信用等因素影响，并可能因资产负债结构不匹配而引发流动性风险。

声誉风险

声誉风险是指由公司经营、管理及其他行为或外部事件导致利益相关方对公司负面评价的风险。公司经营管理中可能遇到新闻媒体的错误、失实和批评性报道、针对公司的谣言，网络负面舆情、公司经营出现问题、由客户投诉、内外部审计或监管部门合规检查等引发的声誉风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区陆家嘴环路 1088 号招商银行上海大厦 18 层

机构销售：金灿灿

联系电话：021-20657884

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn