

# 零售业务主导，投资表现稳健

华泰研究

2022年9月30日 | 中国内地

首次覆盖

证券

投资评级(首评):

**增持**

目标价(人民币):

**10.49**

研究员 SAC No. S0570514040002 沈娟 shenjuan@htsc.com  
+(86) 755 2395 2763

研究员 SAC No. S0570521080002 wangke015604@htsc.com  
+(86) 21 2847 6725

联系人 SAC No. S0570120120029 wangyu017005@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 以零售为核心的龙头券商，给予“增持”评级

中国银河以零售业务为核心，综合实力排名行业前10，但在龙头券商中排名相对靠后。公司网点布局领先、客户资源雄厚、渠道体系完善。业务结构方面，经纪、信用业务领跑，投资收入稳健，期货收入快速增长，但投行、资管业务相对薄弱。我们预计公司2022-2024年BPS分别为8.74/9.56/10.43元，A股可比公司2022年Wind一致预期PB估值均值为0.9x，考虑到公司零售业务底蕴深厚、投资收入表现稳健，给予公司2022年PB估值1.2倍，对应目标价10.49元，给予“增持”评级。

## 股东资源底蕴深厚，渠道体系较为完善

中国银河由银河金控控股，实际控制人为汇金公司。公司源自五大行、人保、中经开所属信托投资公司证券业务部门和营业部整合，聚集多方资源、沉淀深厚底蕴。公司网点遍及全国、布局广度和深度领跑，尤其是在2013年新设经营网点政策放开前，先发优势显著。22H1末，公司具有近500家营业部(居行业首位)、经纪业务客户数量1380万人、客户托管证券总市值3.45万亿元，具备较强的渠道基础。

## 经纪信用贡献突出，期货业务增长亮眼

从业务结构看，银河以零售业务为主导，经纪、信用贡献突出，两者合计占核心营业收入比例逾60%。期货业务快速增长，22H1营收为94亿元，同比+54%，绝对额排名头部券商第一位，营收贡献度逾50%，大幅领先于其他头部券商。投资类收入相对稳健，过去5年虽伴随市场有所波动但均录得正收益，尤其是22H1投资收入34亿元，同比+13%，在行业投资业务普遍下行的背景下实现逆势增长，推动公司22H1实现归母净利润同比正增长，在头部券商中表现亮眼。

## 固有优势相对承压，投行资管有待突破

银河以线下网点布局、经纪两融业务见长，一方面在互联网线上化浪潮、经纪佣金率持续下行的冲击下，公司相对优势有所承压；另一方面公司投行业务相对薄弱，且在财富管理、资产管理等领域布局落后于同业，虽然期货业务增速较快，但该业务主要为大宗商品贸易，增收不增利，实际利润贡献较小。公司近期引入原中金公司投行部执行负责人，或将补强投行业务，未来突破空间有待观察。

风险提示：市场波动风险，政策推进节奏不及预期。

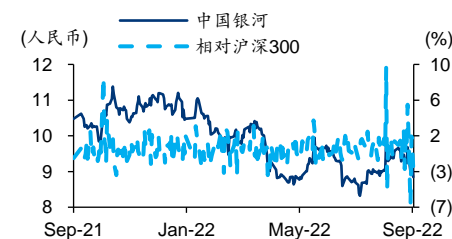
点击查看华泰证券研究团队介绍和观点



## 基本数据

目标价(人民币)	10.49
收盘价(人民币 截至9月29日)	8.84
市值(人民币百万)	89,613
6个月平均日成交额(人民币百万)	225.49
52周价格范围(人民币)	8.32-11.38
BVPS(人民币)	9.94

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	23,749	35,984	42,299	47,261	50,339
+/-%	39.37	51.52	17.55	11.73	6.51
归属母公司净利润(人民币百万)	7,244	10,430	10,713	11,893	12,546
+/-%	38.54	43.99	2.71	11.01	5.49
EPS(人民币,最新摊薄)	0.71	1.03	1.06	1.17	1.24
BVPS(人民币,最新摊薄)	7.53	8.29	8.74	9.56	10.43
PE(倍)	13.55	9.41	9.16	8.25	7.82
PB(倍)	1.29	1.17	1.11	1.01	0.93
ROE(%)	9.84	11.58	10.43	10.75	10.53

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>3</b>
<b>公司概况：客群庞大渠道完善的大型龙头券商</b> .....	<b>4</b>
发展背景：源于资源整合，营业网络广阔 .....	4
公司治理：汇金为实控人，高管任期较短 .....	4
行业地位：行业排名前 10，整体稳中有进 .....	5
整体经营：业绩快速提升，22H1 逆势增长 .....	6
<b>业务解析：经纪信用主导，投资收入稳健</b> .....	<b>8</b>
经纪业务：线下优势显著，网点客群领跑 .....	8
信用业务：两融市占率回升，股票质押压降 .....	9
投资业务：收入逆势增长，衍生品快速扩张 .....	11
投行业务：IPO 规模波动大，债券市占率提升 .....	12
资管业务：规模持续压降，导致收入下滑 .....	14
其他业务：期货快速增长，国际业务波动 .....	15
期货业务：业务快速发展，营收贡献度提升 .....	15
国际业务：营收相对稳健，利润波动较大 .....	16
<b>盈利预测与估值：目标价 10.49 元，给予“增持”评级</b> .....	<b>17</b>
风险提示 .....	19

## 核心观点

**网点领先、客群雄厚、渠道完善的头部券商。**中国银河源自五大行、人保、中经开所属信托投资公司证券业务部门和营业部整合，网点遍及全国，具备较强的渠道基础。业务结构上以传统经纪、信用业务为主导，基本盘较为扎实。公司综合实力排名行业前 10，但在龙头券商中排名相对靠后。

**经纪、信用业务为核心，投资收入表现稳健。**中国银河以零售业务为主导，经纪、信用贡献突出，两者合计占核心营业收入比例逾 60% (剔除其他业务收入，主要为大宗商品贸易业务，增收不增利)。投资类收入相对稳健，尤其是 22H1 投资收入 34 亿元，同比+13%，在行业投资业务普遍下行的背景下实现逆势增长，推动公司 22H1 实现归母净利润同比正增长。

**投行、资管业务未来突破空间有待观察。**公司投行业务相对薄弱，尤其 IPO 业务市占率偏低。根据证券业协会，公司 2021 年投资银行业务收入排名行业第 30 位，与头部券商的地位相对不匹配，且公司在财富管理、资产管理等领域布局落后于同业。公司近期引入原中金公司投行部执行负责人，或将补强投行业务，未来突破空间有待观察。

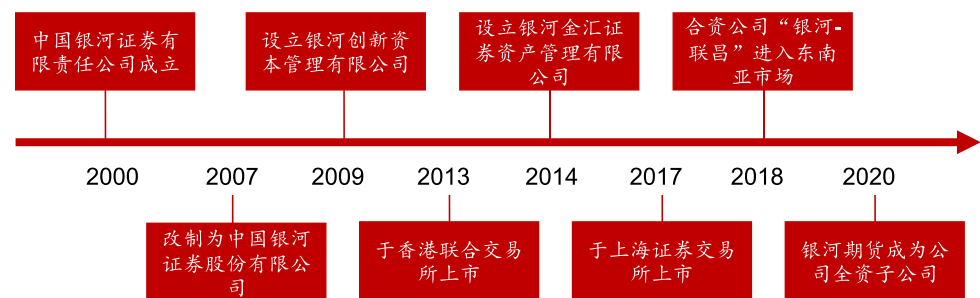
**与市场不同的观点：**1) 市场认为公司传统业务占比高，业务增长空间有限。我们认为公司在财富管理、投行、期货等多业务条线具备较强的发展潜力：拥有较庞大的客群体量，具备财富管理转型基础；引入原中金投行部执行负责人，或将补强投行弱势；期货业务快速扩张，营收利润贡献稳步增长。2) 市场认为公司缺乏核心竞争力与经营特色，投资价值较为一般，但我们认为公司整体经营和业绩表现稳健，尤其是 22H1 投资收入呈现较强韧性，领跑头部券商，在市场景气度下行时经营较为稳健。

## 公司概况：客群庞大渠道完善的大型龙头券商

### 发展背景：源于资源整合，营业网络广阔

诞生于金融资源整合，营销网络布局领先。2000年8月，国务院合并原工行、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和营业部，成立中国银河证券有限责任公司。2007年改制为中国银河证券股份有限公司，2013年和2017年公司分别登陆港交所、上交所挂牌上市，是我国第9家A+H股上市券商。2020年通过股权收购，银河期货成为公司全资子公司。经过二十余年发展，公司拥有券商全牌照与覆盖广泛的营业网络，国际化布局涵盖15个国家地区；同时通过设立子公司完善公募、期货、资管、PE、另类投资等业务架构。

图表1：中国银河发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

### 公司治理：汇金为实控人，高管任期较短

银河金控为第一大股东，中央汇金为实际控制人。公司第一大股东为中国银河金融控股有限责任公司，截至22H1持股比例为51.16%。其中汇金公司直接持有银河金控约69.07%的股权，为中国银河实际控制人。公司股权结构中，除银河金控以及H股股权外，其余股东持股比例均低于1%，股权集中度较高。

图表2：中国银河股权结构（截至2022H1）

股东名称	持股比例 (%)
中国银河金融控股有限责任公司	51.16
香港中央结算（代理人）有限公司	36.38
香港中央结算有限公司	0.92
中国证券金融股份有限公司	0.83
兰州银行股份有限公司	0.41
中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.26
中国建设银行股份有限公司-华宝中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	0.18
全国社保基金四一二组合	0.15
中山金融投资控股有限公司	0.14
嘉兴市高等级公路投资有限公司	0.11

资料来源：公司公告，华泰研究

近期高管更迭，原中金投行负责人加盟。2022年7月，原董事长陈共炎先生到龄退休，不再担任公司内任何职务，陈亮先生接任董事长、执行委员会主任职位。陈亮先生于2019年加入银河证券，此前长期任职申万宏源管理层，管理经验丰富。王晟先生于2022年7月上任公司总裁，8月起兼任执行董事、副董事长。王晟此前长期任职于中金公司，先后参与电信、金融、能源和医药等多个行业公司的改革重组，专业背景深厚。

**图表3：中国银河核心高管履历表**

姓名	年龄	任职年限	职务	主要履历
陈亮	54	3年	董事长	曾任申万宏源集团总经理，申万宏源西部证券执行董事、党委书记，2019年加入银河证券，曾任公司总裁、副董事长，现任公司董事长
王晟	45	-	总裁、执行董事	曾任中金公司投行部执行负责人、总裁助理、党委委员，于2022年7月加入银河证券，现任公司总裁、执行董事、副董事长
薛军	52	1年	副总裁	曾任中国证券监督管理委员会副处长、调研员，曾就职于国信证券、齐鲁证券、中银万国证券、申万宏源证券，于2021年加入银河证券，现任公司副总裁、财务负责人
罗黎明	46	5年	副总裁	曾就职于多家IT公司，曾任中国证券监督管理委员会研究员、中泰证券IT总监，于2017年加入银河证券，曾任公司业务总监，现任公司副总裁、执行委员会委员
杜鹏飞	48	1年	董事会秘书	曾就职于中国建行、中国建银投资、建投控股等公司，于2022年1月加入银河证券，现任公司董事会秘书、执行委员会委员

资料来源：公司公告，华泰研究

**行业地位：行业排名前10，整体稳中有进**

**行业排名前10，在龙头券商中排名相对靠后。**根据证券业协会统计，2021年公司总资产、净资产、营业收入、净利润分别排名6位、8位、11位、8位。2021年证券经纪业务收入、投资银行业务收入、证券投资业务收入、融资类业务利息收入分别排名行业6位、30位、8位、4位。证券经纪业务和证券投资业务排名与公司整体排名相近，融资类业务利息收入相对公司整体排名靠前，投资银行业务排名相对靠后且2021年有所下降。

**图表4：公司主要指标行业排名**

排名	2018	2019	2020	2021
总资产	8	8	8	6
净资产	8	8	8	8
营业收入	12	10	11	11
净利润	10	9	9	8
证券经纪业务收入	3	3	6	6
投资银行业务收入	23	30	23	30
证券投资收入	28	7	10	8
融资类业务利息收入	6	4	4	4

资料来源：中国证券业协会，华泰研究

**图表5：2021年券商经营情况排名（亿元）**

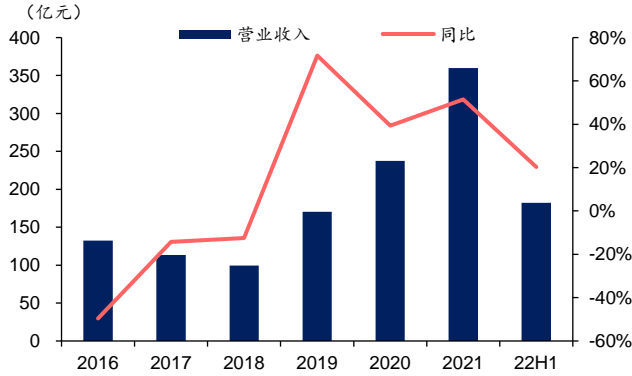
排名	公司名称	总资产	公司名称	净资产	公司名称	营业收入	公司名称	净利润
1	中信证券	9,759.0	中信证券	1,800.8	中信证券	417.5	中信证券	231.0
2	华泰证券	6,415.4	海通证券	1,473.6	国泰君安	281.9	国泰君安	150.1
3	国泰君安	6,109.5	华泰证券	1,372.6	华泰证券	254.7	华泰证券	133.5
4	招商证券	5,467.3	国泰君安	1,363.1	招商证券	226.9	海通证券	128.3
5	申万宏源	4,984.7	招商证券	1,072.4	海通证券	221.9	招商证券	116.5
6	<b>银河证券</b>	<b>4,738.9</b>	申万宏源	1,011.9	中信建投	207.0	广发证券	108.5
7	海通证券	4,714.3	广发证券	971.8	广发证券	202.6	中金公司	107.8
8	广发证券	4,698.4	<b>银河证券</b>	<b>965.6</b>	中金公司	199.5	<b>银河证券</b>	<b>104.3</b>
9	中金公司	4,580.8	国信证券	943.3	国信证券	193.2	中信建投	102.4
10	中信建投	4,216.6	中信建投	764.4	申万宏源	192.4	国信证券	101.1
11	国信证券	3,450.0	中金公司	701.8	<b>银河证券</b>	<b>191.4</b>	申万宏源	94.3
12	东方证券	2,453.8	光大证券	624.8	东方证券	132.0	东方证券	53.7
13	平安证券	2,362.3	东方证券	613.9	平安证券	101.7	东方财富	49.4
14	光大证券	1,956.6	安信证券	445.0	安信证券	95.1	兴业证券	47.4
15	安信证券	1,877.9	平安证券	412.7	光大证券	94.7	安信证券	42.4

资料来源：中国证券业协会，华泰研究

## 整体经营：业绩快速提升，22H1 逆势增长

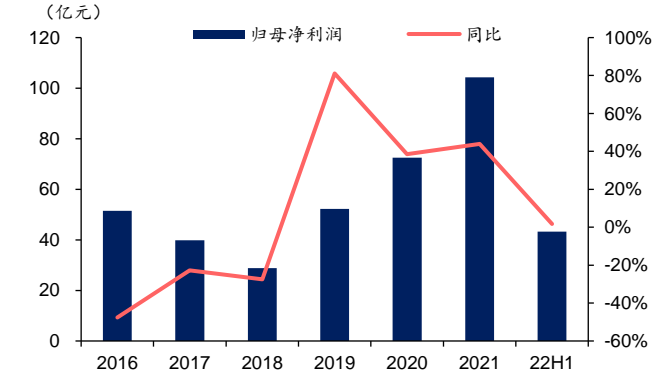
营收、归母净利润快速提升，22H1 逆势增长表现亮眼。公司 2021 年营业收入 359.8 亿元、归母净利润 104.3 亿元，自 2018 年来保持快速增长态势。22H1 营业收入 182.1 亿元，同比+20.3%，同比增速在头部券商中排名首位；归母净利润 43.3 亿元，同比+1.7%，为 22H1 唯一实现净利润同比正增长的头部券商，主要系投资类收入较为稳健驱动。

图表6：2016-2022H1 公司营业收入规模及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

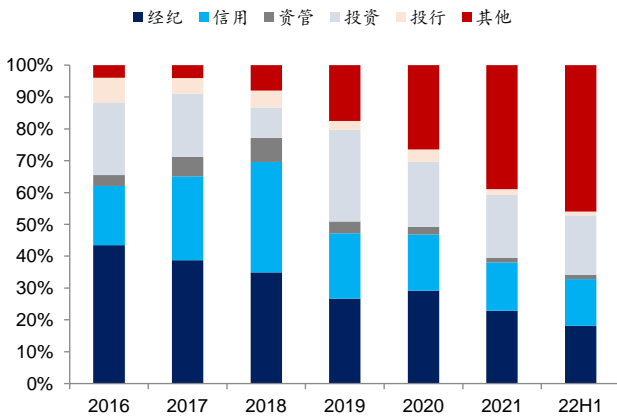
图表7：2016-2022H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

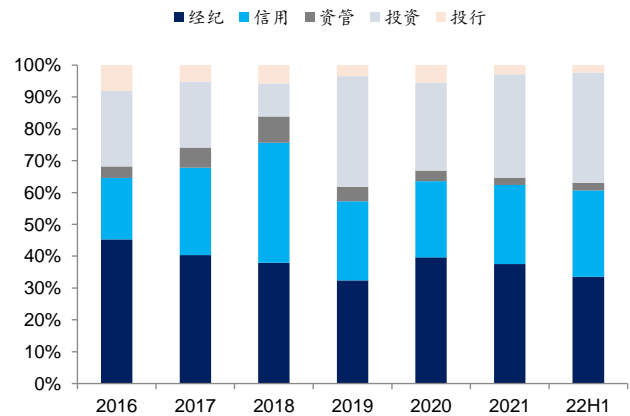
业务以经纪、信用为主，ROE 围绕 8% 波动。从业务结构看，核心营业收入（剔除其他业务收入，主要系大宗商品贸易业务收入，增收不增利），经纪、信用业务为主导，合计占比超 60%，投资收入占比保持 30% 左右，投行、资管业务占比相对较小。同时，若考虑其他业务收入，其占比逐年上升，2021 和 22H1 贡献收入占比分别为 39% 和 46%。从历史 ROE 看，公司加权 ROE 围绕 8% 左右波动，处于行业相对前列，主要系杠杆使用较为充分驱动。

图表8：2016-2022H1 公司营业收入结构



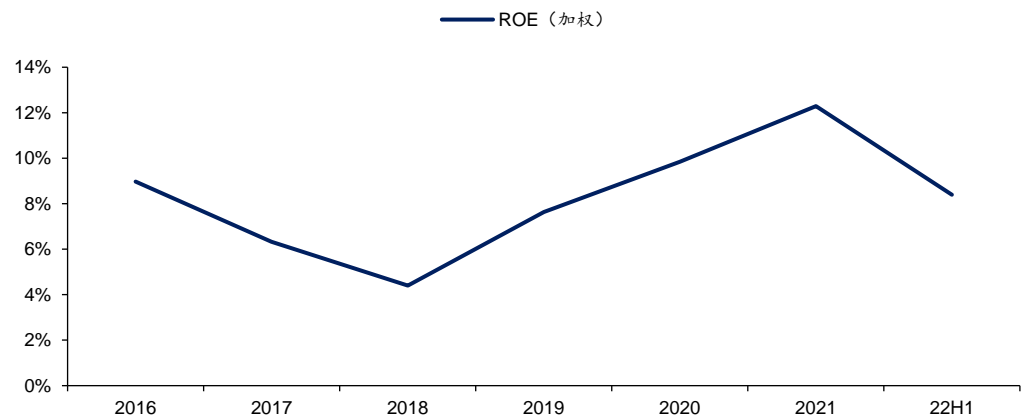
资料来源：公司公告，华泰研究

图表9：2016-2022H1 公司核心营业收入结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10: 2016-2022H1 公司 ROE 变化



注: 22H1ROE 为年化值

资料来源: 公司公告, 华泰研究

中国银河在头部券商中, 经纪+利息收入占比最高。整体看, 相较于中小券商, 大型券商业务和区域布局更为综合多元。22H1 十家大型券商经纪业务收入、利息收入占营业收入比例分别为 29%和 13%, 合计占比 42%; 投行、利息和资管收入较为均衡, 占比分别为 14%、13%和 13%。对比而言, 中国银河经纪与信用业务占比在头部券商中最高, 22H1 达 60%, 投资占比与平均较为接近, 投行、资管占比差距较大。

图表11: 头部券商 22H1 业务结构 (以经纪+利息净收入占比降序)

	经纪占比	利息占比	投行占比	资管占比	投资占比	经纪+利息占比
中国银河	33%	27%	2%	2%	35%	60%
海通证券	25%	32%	25%	11%	7%	57%
国泰君安	31%	20%	16%	5%	28%	51%
广发证券	31%	19%	3%	42%	6%	50%
招商证券	41%	5%	10%	5%	39%	46%
中信建投	30%	10%	28%	4%	29%	40%
华泰证券	29%	11%	14%	14%	31%	40%
中信证券	22%	10%	13%	20%	35%	32%
申万宏源	32%	0%	9%	8%	51%	32%
中金公司	24%	-3%	25%	7%	47%	21%
<b>平均</b>	<b>29%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>13%</b>	<b>31%</b>	<b>42%</b>

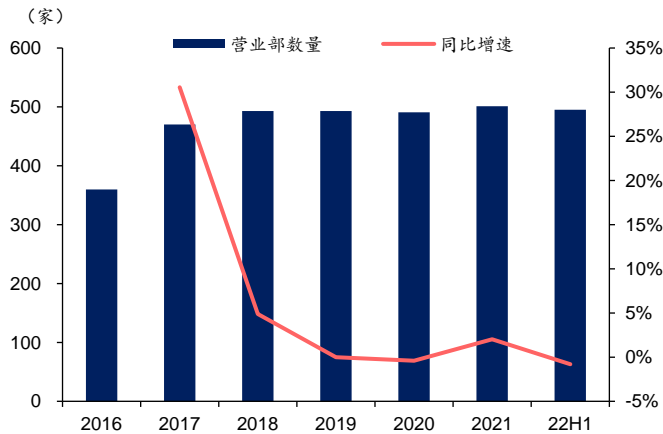
资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 业务解析：经纪信用主导，投资收入稳健

### 经纪业务：线下优势显著，网点客群领跑

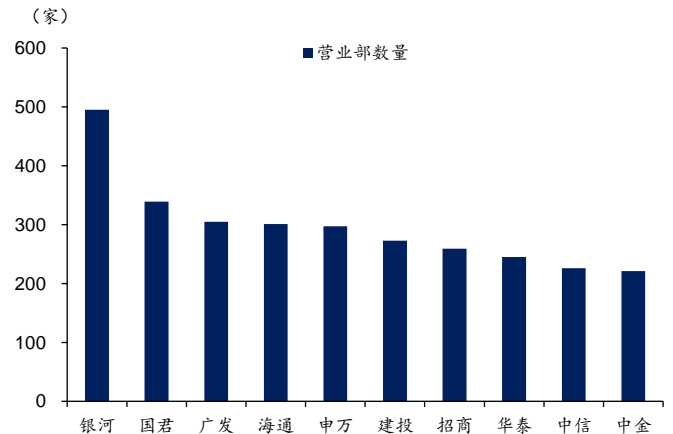
**营业网点广布，渠道优势显著。**公司源自五大行、人保、中经开所属信托投资公司证券业务部门和营业部整合，依托国资背景，承袭原四大行及中经开证券部资源优势，营业渠道快速扩张，网点遍及全国，尤其是在新设经营网点政策放开前，先发优势显著。2016至2018年公司营业部数量从360家快速增至493家，此后维持相对稳定规模，2021年首次突破500家。截至22H1公司共有37家分公司、495家证券营业部，高居行业首位，涵盖全国31省市或地区，主要分布于广东、浙江、北京、上海等华东省份及其他发达地区。

图表12：2016-2022H1 公司证券营业部数量及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

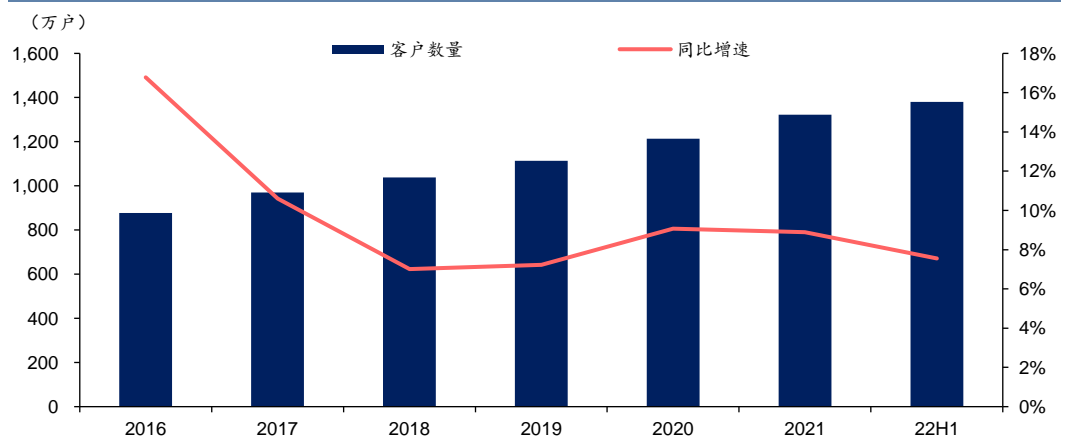
图表13：2022H1 头部券商证券营业部数量对比



资料来源：公司公告，华泰研究

**客户群体庞大，高基数下稳定增长。**公司经纪业务客户群体数量庞大，规模持续扩张，2016至2021年客户数从877万逐年增至1322万人，CAGR8.6%，保持稳定增长。截至22H1公司经纪业务客户数量为1380万人，同比+7.6%，客户托管证券总市值3.45万亿元，市场份额5.06%，居行业第6位。公司积极拓展客户基础，不仅推进经纪业务高质量发展，也对融资融券、现金管理等其他业务线提供协同增益效应。

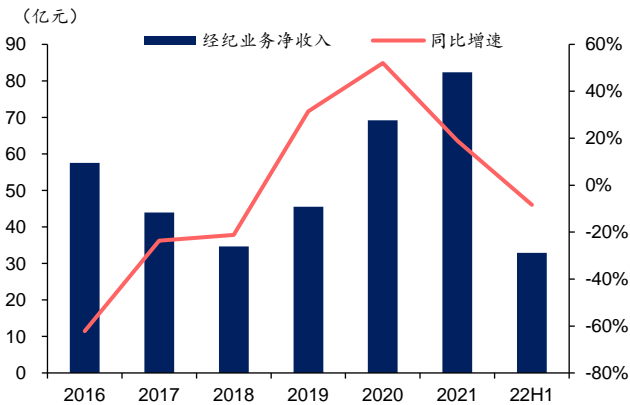
图表14：2016-2022H1 公司经纪业务客户数量及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

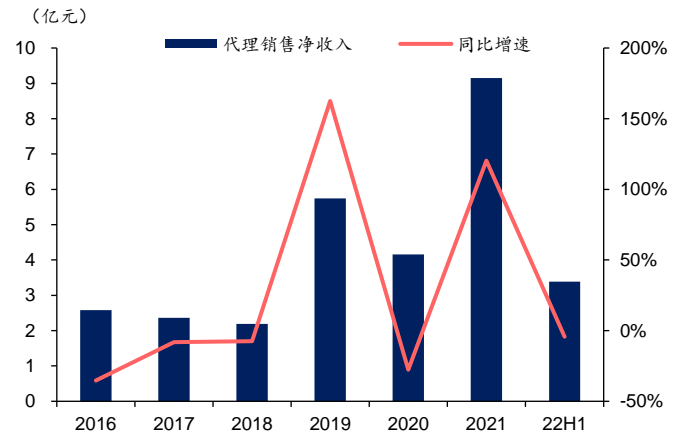
**经纪净收入逐年提升，渠道优势及品牌效应突出。**公司的传统经纪业务具有长期积淀的品牌效应，借助国资背景，拥有强大的渠道网络，营业网点广布于全国 31 个省市或地区及国外市场，分支机构与客群规模大幅领先同业，2021 年经纪收入行业排名第 6 位，稳居第一梯队。2021 年经纪业务净收入为 82 亿元，过去 5 年 CAGR 为 7.4%，22H1 在市场弱势下有所调整。代销收入方面，公司践行买方投顾理念，持续提升财富管理综合服务能力，22H1 末公司客户持有的金融产品保有规模 1,934 亿元，较上年末增长 4.78%。2021 年代销金融产品净收入达 9.1 亿元，突破历史新高；22H1 代理销售净收入为 3.4 亿元，同比-4.2%，略有下滑。

图表15：2016-2022H1 公司经纪业务净收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表16：2016-2022H1 公司代理销售净收入及同比



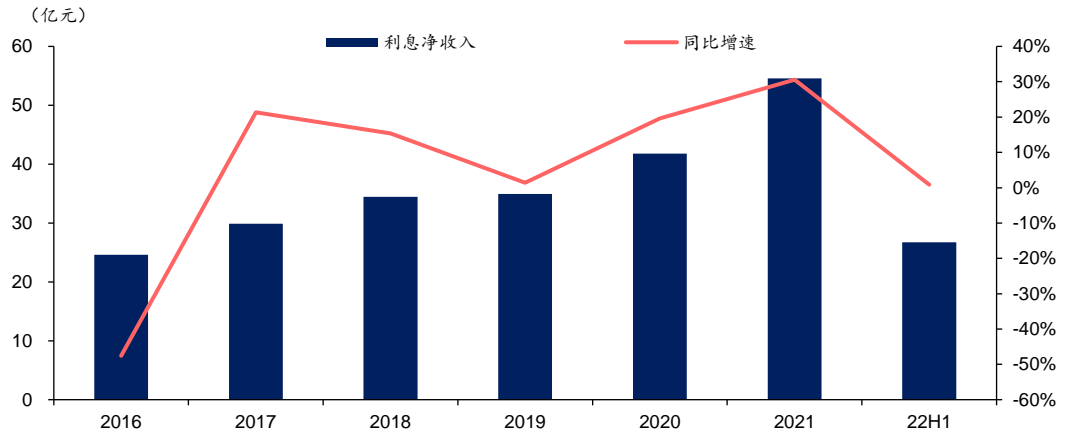
资料来源：公司公告，华泰研究

**财富管理转型具备较强客群基础，未来空间可期。**公司具备较强的客群资源储备（22H1 末经纪客户达 1380 万户）、遍布全国的网点布局（客户触达与服务能力强），奠定较强的财富管理转型基础。公司持续探索“互联网+”获客模型，提升渠道引流及新媒体展业效能；统筹推进与核心公募基金间的交流合作，开展自研策略服务体系建设；探索建立专注于高净值客户开拓和经营的私人银行类客户经理体系。我们认为，虽然公司在财富管理的布局脚步落后于同业，但在强大的资源基础上，未来拓展空间可期。

### 信用业务：两融市占率回升，股票质押压降

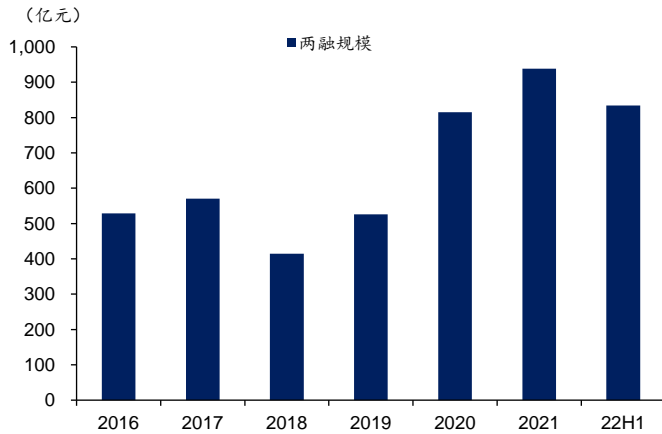
**两融市占率回升，股票质押规模压降。**1) 两融业务方面，市占率自 2016 年起持续下滑，2021 年触底回升，22H1 末公司两融规模为 834 亿元，市占率提升至 5.2%，平均维持担保比例为 281%。2) 股票质押业务方面，公司持续压降股票质押规模，由 2018 年末的 375 亿元压降至 22H1 末的 168 亿元；履约保障比例 302%，整体风险可控。3) 信用减值损失方面，公司 2018-2020 年连续计提一定规模的的减值损失，2021 年信用减值损失大幅减少，22H1 为 0.51 亿元，资产质量相对较为稳健。4) 利息净收入方面，2021 年银河利息净收入为 54.6 亿元，2016-2021 年 CAGR 为 17.3%，保持稳定提升；22H1 利息净收入为 26.7 亿元，同比+0.8%。

图表17: 2016-2022H1 中国银河证券利息净收入及同比



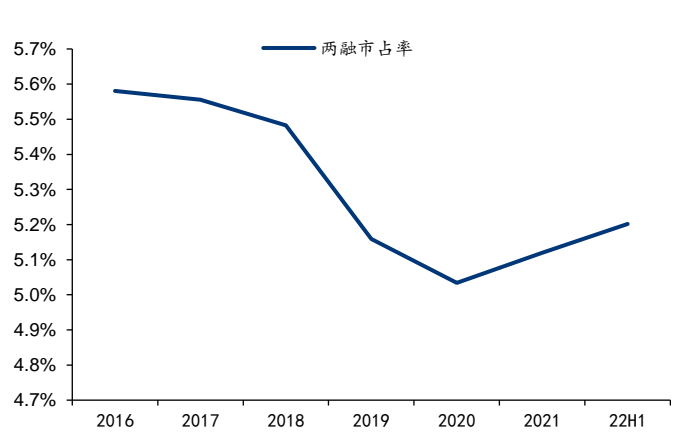
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表18: 2016-2022H1 中国银河证券两融规模



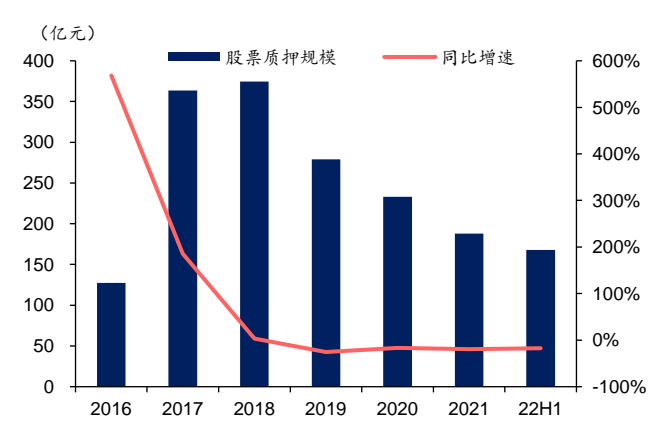
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表19: 2016-2022H1 中国银河证券两融业务市占率



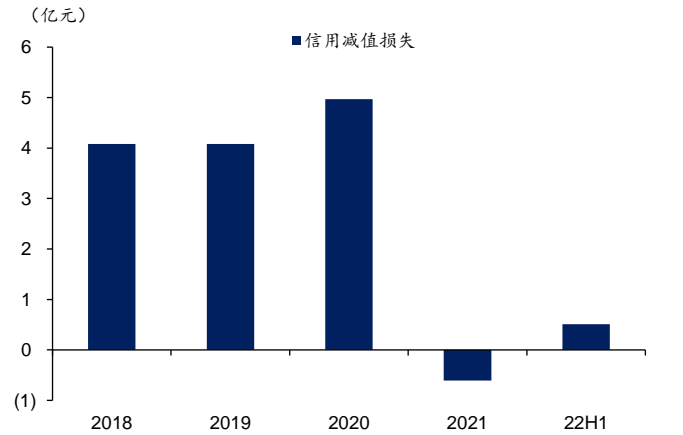
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表20: 2016-2022H1 中国银河证券股票质押规模及同比



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表21: 2018-2022H1 中国银河证券信用减值损失变化



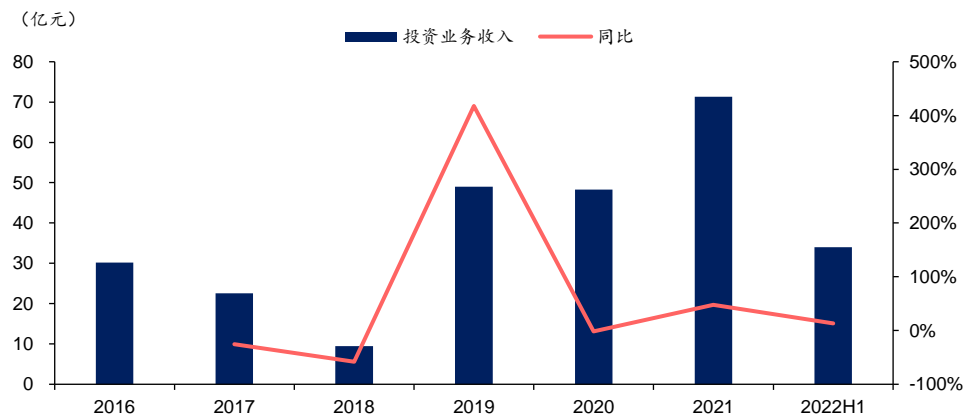
资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 投资业务：收入逆势增长，衍生品快速扩张

**22H1 投资收入逆势增长，固收类规模稳步提升。**公司投资类收入相对稳健，过去 5 年虽伴随市场有所波动但均录得正收益，尤其是 22H1 投资收入 34 亿元，同比+13%，在行业投资业务普遍下行的背景下实现逆势增长，推动公司 22H1 实现归母净利润同比正增长。从投资类持仓情况看，1) 权益类投资方面，近年公司权益类投资规模维稳，保持在 500 亿水平左右，22H1 略有下滑；2) 固收类投资方面，公司积极从传统债券业务向 FICC 业务转型升级，固收类投资规模稳步增长，22H1 固收类投资规模逾 2000 亿元，同比+62.5%，在行业头部券商中排名前列。

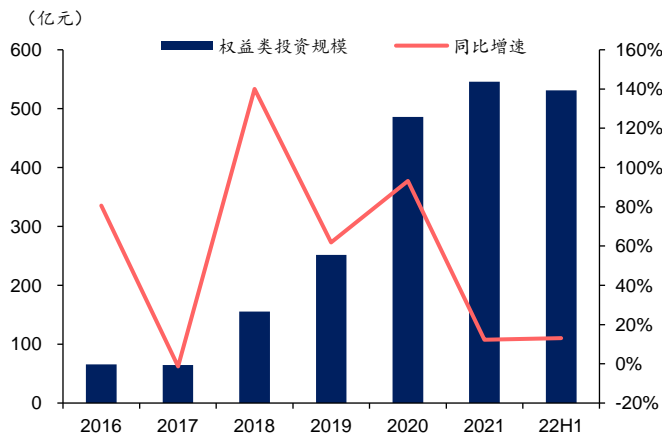
**宏观研判驱动增加固收配置，期货对冲权益敞口。**22H1 中国银河投资类收入逆势增长，主要系公司年初对宏观环境判断较为准确，进行较大规模的固收类资产配置，22H1 末固收投资规模相较年初增长 32.6%。同时权益类投资布局广泛，扩大量化投资、基金投资、定向增发投资、可转债及私募可转债投资等业务规模，并灵活采取期货对冲手段，在市场波动中有效控制回撤。

图表22：2016-2022H1 中国银河投资业务收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表23：2016-2022H1 公司权益类投资规模及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

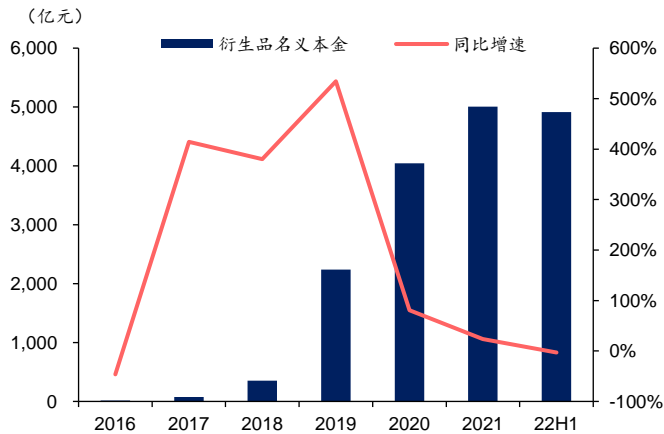
图表24：2016-2022H1 公司固收类投资规模及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

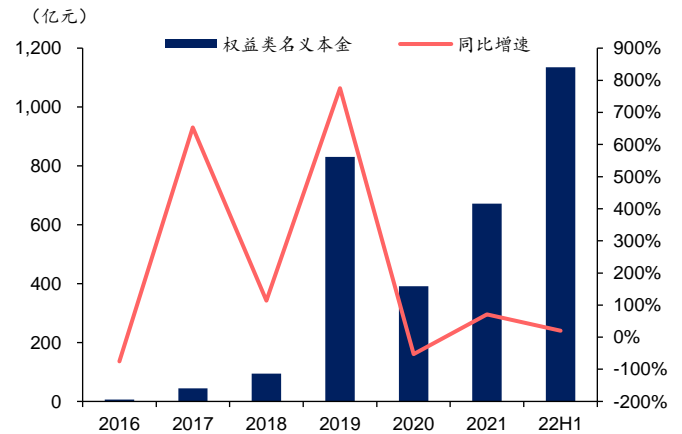
**衍生品迅速发展，名义本金快速增长。**银河着力发展大宗交易、场外期权、跨境收益互换等衍生品业务，衍生品名义本金快速增长，从 2016 年末的 14 亿元提升至 2021 年末 5006 亿元，CAGR 达 223%；22H1 末衍生品名义本金为 4916 亿元，同比-3%。分类型看，权益类衍生工具业务名义本金规模 2019 年实现大幅扩张，达 830 亿元，同比+775%；2020 年略有收缩，2021 年开始持续提升，22H1 末 1135 亿元，同比+20%，保持快速增长趋势。

图表25: 2016-2022H1 公司衍生品名义本金



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表26: 2016-2022H1 公司权益类衍生品名义本金

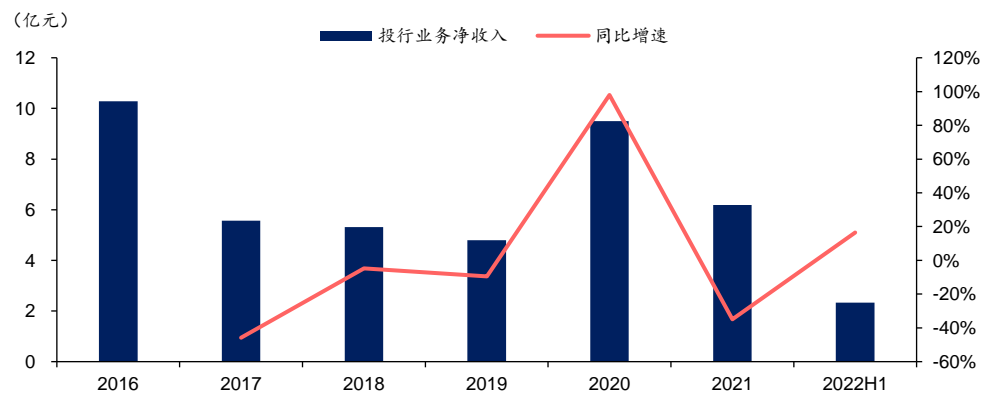


资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 投行业务: IPO 规模波动大, 债券市占率提升

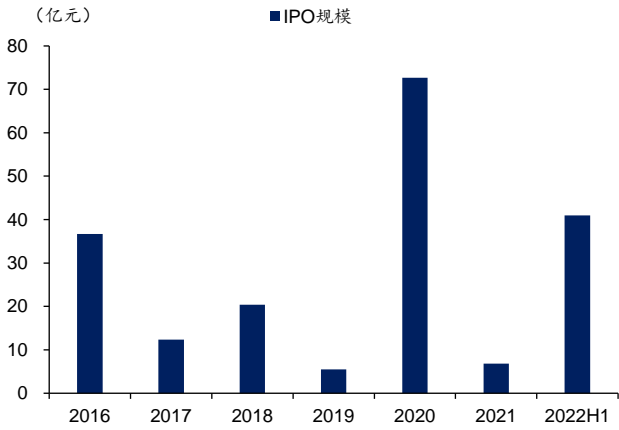
**IPO 融资规模及市占率波动大, 投行收入呈下滑趋势。**公司投行业务整体规模相对其他头部券商较小, 2021 年投行业务收入 6.2 亿元, 同比有所下降, 主要系公司 IPO 业务规模波动大, 2021 年仅承销 6.8 亿元, 市占率仅 0.13%; 22H1, IPO 规模有所上升, 达 41 亿元, 市占率为 1.3%, 但相较头部券商仍有差距。再融资也呈现较强的波动性, 2021 年、22H1 市占率分别为 1.2%、1.0%, 相较 2020 年有较大程度下滑。债券承销规模市占率稳步增长, 2021 年、22H1 债券承销规模分别为 2298 亿元、1563 亿元, 市占率保持稳步增长, 22H1 市占率达 2.8%。

图表27: 2016-2022H1 中国银河投行业务收入及同比



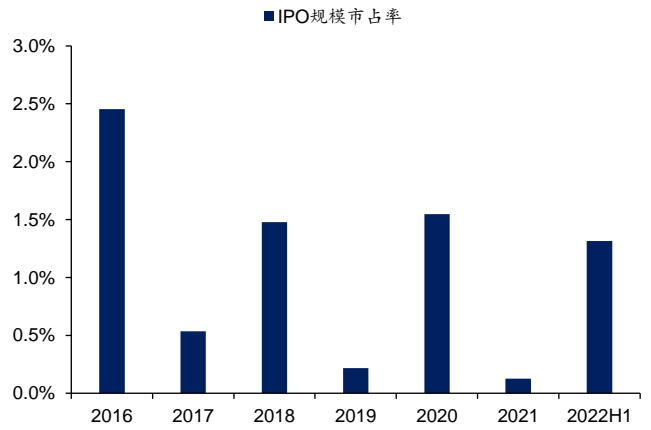
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表28: 2016-2022H1 中国银河 IPO 规模



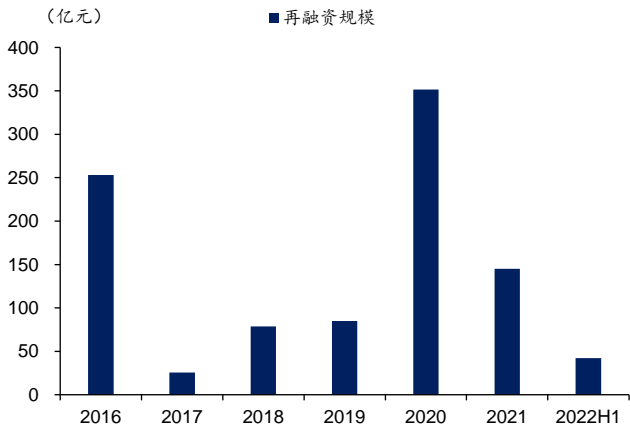
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表29: 2016-2022H1 中国银河 IPO 规模市占率



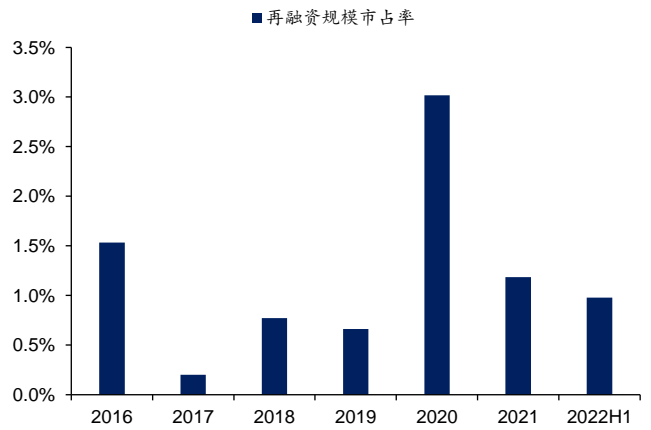
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表30: 2016-2022H1 中国银河再融资规模



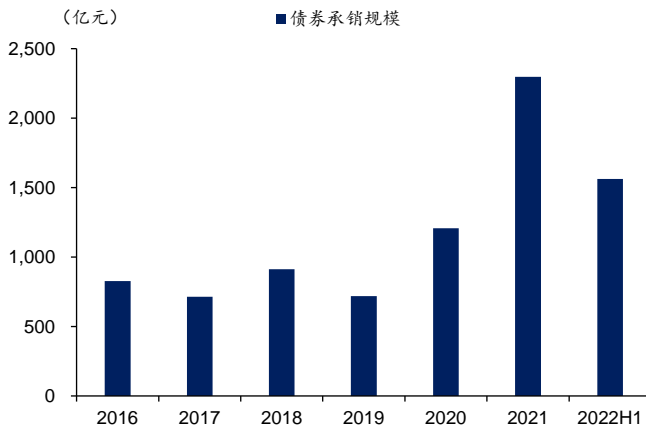
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表31: 2016-2022H1 中国银河再融资规模市占率



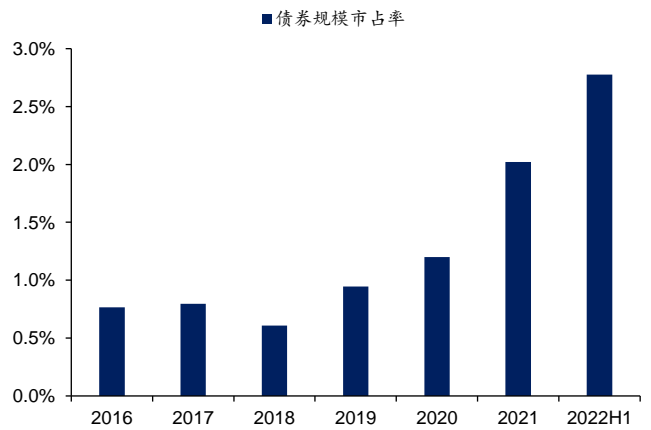
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表32: 2016-2022H1 中国银河债券承销规模



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表33: 2016-2022H1 中国银河债券承销规模市占率

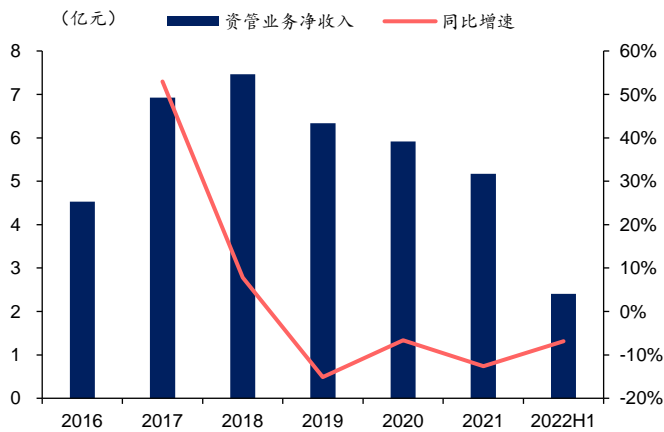


资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 资管业务：规模持续压降，导致收入下滑

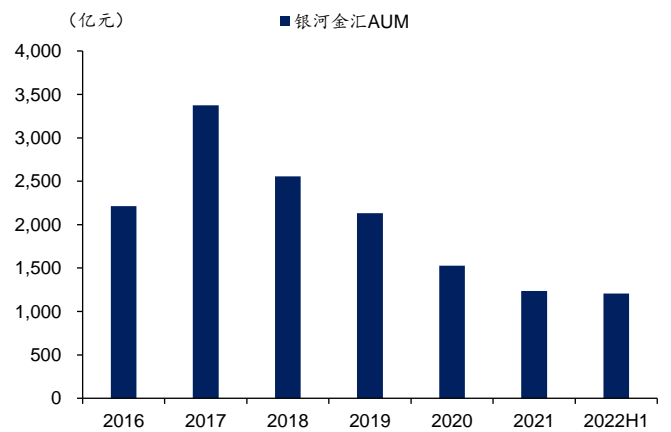
资管 AUM 持续压降，收入呈下滑趋势。受资管新规压降存量通道规模影响，中国银河资管子公司银河金汇资产管理规模持续压降，由 2017 末 3375 亿元压降至 22H1 末的 1208 亿元。同时，公司资管业务收入自 2018 年起逐年下滑，由 2018 年的 7.5 亿元下降至 2021 年的 5.2 亿元，22H1 资管收入 2.4 亿元，同比-7%。

图表34：2016-2022H1 中国银河资管业务收入及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

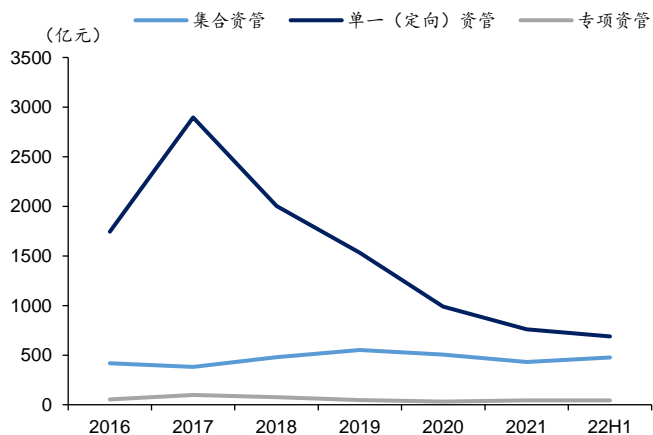
图表35：2016-2022H1 中国银河子公司银河金汇 AUM



资料来源：公司公告，华泰研究

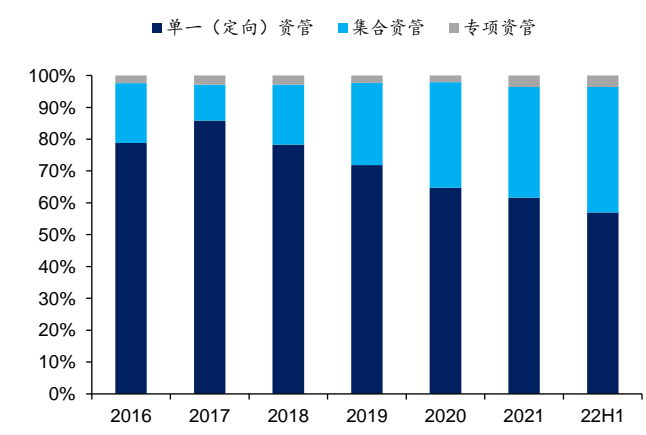
单一资管持续压降，集合资管占比提升。中国银河资管子公司银河金汇受托管理资产主要包括单一资产管理产品和集合资产管理产品，22H1 分别占比 57%和 39%。资管新规以来，单一资管产品规模呈现出持续压降趋势，而集合资管产品规模较为平稳，围绕 500 亿元波动，因此占比逐年抬升。

图表36：2016-2022H1 银河金汇资管产品规模



资料来源：公司公告，华泰研究

图表37：2016-2022H1 银河金汇资管规模结构



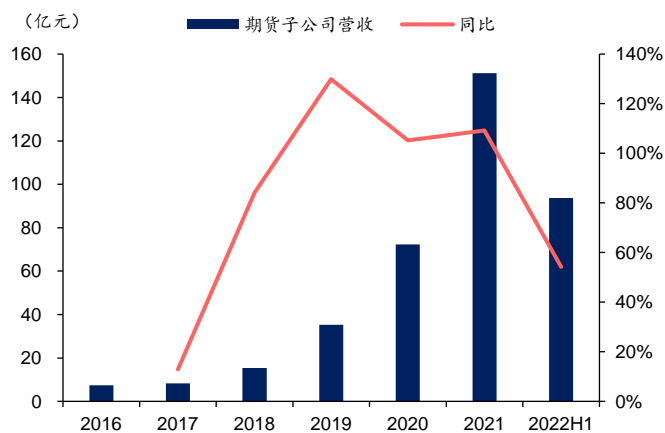
资料来源：公司公告，华泰研究

## 其他业务：期货快速增长，国际业务波动

### 期货业务：业务快速发展，营收贡献度提升

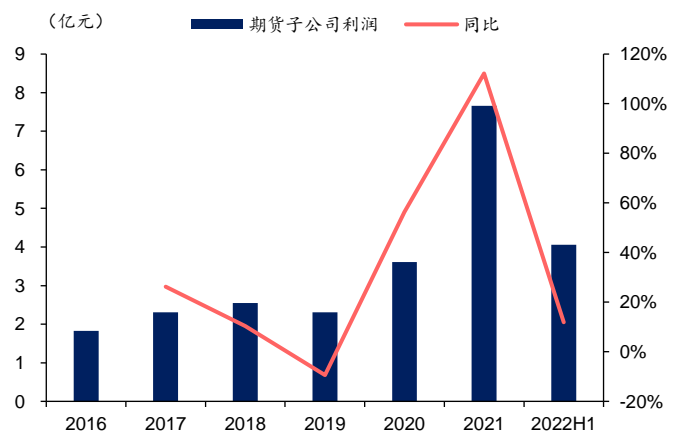
通过银河期货展业，22H1 营收排名头部券商首位。全资子公司银河期货以产业客户、金融机构业务、交易型客户及互联网业务为抓手，做大客户规模，在期货经纪业务市场保持领先地位。22H1 营收为 94 亿元，同比+54%，排名头部券商第一位，营收贡献度逾 50%，大幅领先于同业。截至 22H1，银河期货日均客户权益 582.77 亿元，同比增长 60%；客户累计交易量 0.85 亿手（单边），累计交易额人民币 6.68 万亿元（单边），同比分别下降 6.9% 和 7%。其中，银河期货子公司银河德睿业务发展迅速，其大宗商品销售业务为公司其他业务收入的主要贡献，公司其他业务收入占总营收比例实现大幅增长，由 2016 年的 0.4% 上升至 22H1 的 46%。此外，公司在特色业务方面发展成效显著，根据中国期货业协会业务专项评价结果，银河期货“保险+期货”业务排名行业第 1 名。

图表38：2016-2022H1 中国银河期货业务营业收入及同比



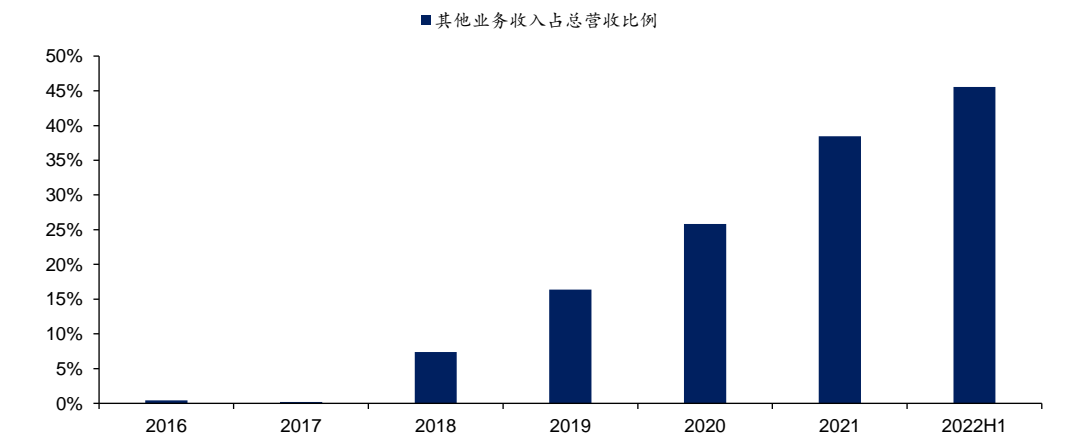
资料来源：公司公告，华泰研究

图表39：2016-2022H1 中国银河期货业务净利润及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表40：2016-2022H1 其他业务收入占总营收比例

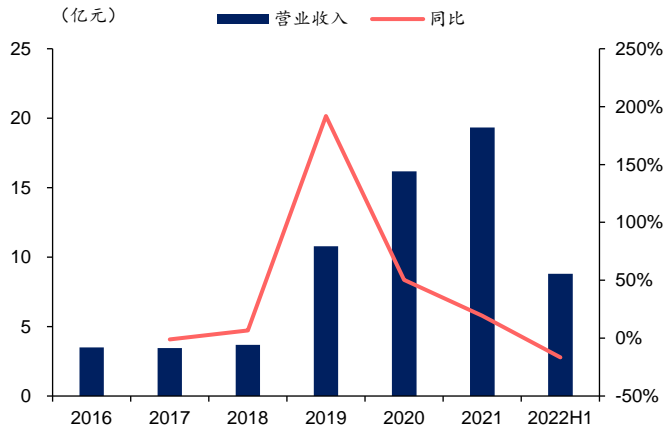


资料来源：公司公告，华泰研究

### 国际业务：营收相对稳健，利润波动较大

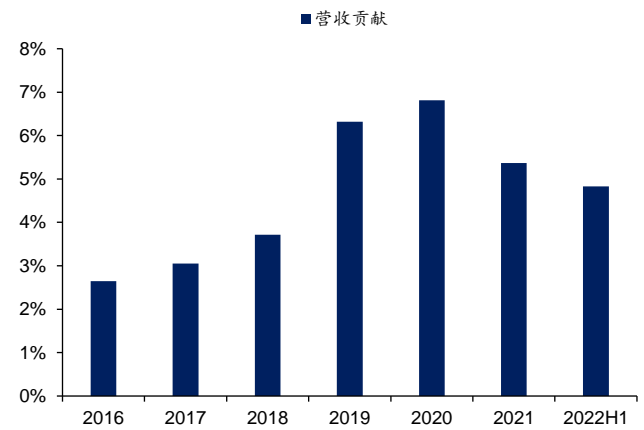
营收保持稳健增长，净利润波动较大。公司通过银河国际控股在香港地区的平台以及银河-联昌控股在东盟地区的业务网络，业务布局全球。公司自 2019 年 4 月起将银河-联昌纳入合并报表范围后，营收保持快速增长，2021 年银河国际控股营收 19.32 亿，过去 5 年 CAGR 达 41%。近年来银河国际的营收贡献度维持在 3%-7% 区间。2021 年银河国际净利润 1.88 亿元，过去 5 年 CAGR 达 8%，22H1 净利润 0.41 亿元，同比-71%，净利润波动较大。从贡献看，近年利润贡献率在 2% 左右，对集团整体利润贡献较小。

图表 41：2016-2022H1 银河国际控股收入及同比



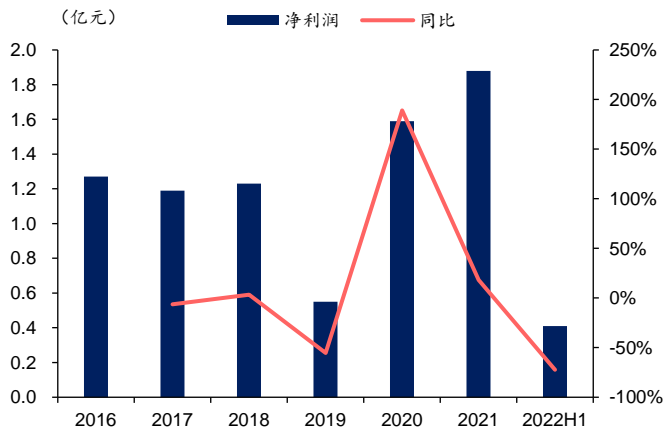
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 42：2016-2022H1 银河国际控股营收贡献



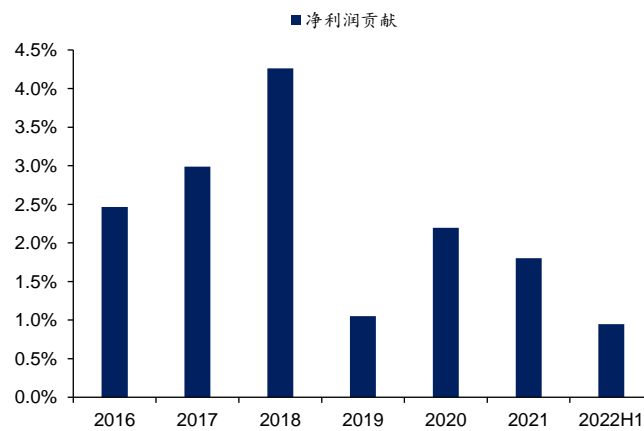
资料来源：公司公告，华泰研究

图表 43：2016-2022H1 银河国际控股净利润及同比



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 44：2016-2022H1 银河国际控股利润贡献



资料来源：公司公告，华泰研究

## 盈利预测与估值：目标价 10.49 元，给予“增持”评级

根据当前证券市场的发展趋势，我们对中国银河 2022-2024 年业绩进行预测，分别作出以下主要假设：

- 1. 经纪业务：**2022 年至今全市场股票基金日均成交额 9651 亿元（截至 9 月 22 日），综合考虑当前市场交投活跃度和未来市场情况、以及全面注册制稳步推进下的市场扩容效应，假设 2022-2024 年市场股票基金日均交易量（单边）分别为 10000 亿元、12000 亿元、12000 亿元。公司营业网点广布，渠道优势显著，预计股基市场份额稳步提升，假设公司 2022-2024 年股基市场份额为 3.2%、3.3%、3.4%。我们测算公司 2021 年佣金率为 0.031%，考虑到公司经纪客群基础雄厚、渠道能力较强，未来将保持现有佣金水平，假设公司 2022-2024 年佣金率为 0.031%、0.031%和 0.031%。预计 2022-2024 年经纪业务净收入 79、85、87 亿元，同比-4%、+8%、+3%。
- 2. 投行业务：**公司投行业务业绩波动较大，我们认为伴随全面注册制改革持续推进，未来业务规模将在现有趋势上稳步增长。假设 2022-2024 年公司 IPO 业务承销规模同比增速分别为 10%、5%和 5%，再融资业务规模增速分别为 20%、3%和 3%，债券业务规模增速分别为 3%、15%和 14%。假设 IPO 承销费率保持相对平稳，但在市场竞争加剧下有所调整，预计 2022-2024 年分别为 6%、5%、5%；再融资、债券承销费率因市场竞争小幅下滑，2022-2024 年分别为 0.50%、0.48%、0.46%，0.30%、0.29%、0.28%。预计 2022-2024 年投行业务净收入 6.5、7.1、7.7 亿元，同比+5%、+8%、+9%。
- 3. 投资业务：**公司投资业务以债券投资为主，兼顾收益和风险平衡，历史表现相对稳健。假设 2022-2024 年债券类投资规模分别为 1895 亿元、1913 亿元和 1971 亿元，权益投资规模分别为 521 亿元、573 亿元和 630 亿元。公司投资收入表现相对稳健，假设 2022-2024 年投资收益率分别为 3.6%、3.5%、3.5%。预计 2022-2024 年投资业务收入 80、85、89 亿元，同比+12%、+7%、+5%。
- 4. 资管业务：**伴随资管新规推进，公司加快产品改造进度，主动压降通道业务规模。根据公司公告，2021 年末集团全口径集合资管规模 431 亿元，定向资管规模 762 亿元，专项资管规模 45 亿元。预计 2022-2024 年集合资管规模为 435 亿元、479 亿元、527 亿元，定向资管规模为 770 亿元、777 亿元和 785 亿元，专项资管规模为 43 亿元、41 亿元、39 亿元。考虑到公司资管主动管理转型成效显著，假设资管业务费率保持相对稳定，2022-2024 年定向、集合、专项费率均为 0.2%、0.7%、0.5%。预计 2022-2024 年资管净收入 4.8、5.1、5.5 亿元，同比-8%、+7%、+7%。
- 5. 资本中介业务：**两融业务规模与市场风险偏好及交投活跃度密切相关，2021 年末公司两融业务市占率为 5.12%，公司两融业务客群基础扎实、渠道资源广阔，假设 2022-2024 年市占率将维持现有水平，对应两融规模分别为 954、962、969 亿元；股票质押持续压降，分别为 308、302、298 亿元，且两融业务、股票质押利率分别为 6.0%、5.9%、5.8%。预计 2022-2024 年利息净收入 55、59、62 亿元，同比+2%、+6%、+5%。
- 6. 管理费率：**券商管理费用具有一定刚性。公司 2021 年管理费用率 27%，2020 年管理费用率 33%。我们认为未来伴随收入增长，尤其是期货类业务收入占比提升（该业务主要系大宗商品贸易业务，收入规模高，但实际利润贡献低），管理费率将维持稳中有降趋势。假设公司 2022-2024 年管理费率分别为 23%、21%和 20%。

图表45：中国银河盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经纪业务</b>						
日均基金交易额 (亿元)	5,765	9,072	11,370	10,000	12,000	12,000
公司股票基金份额	3.18%	-	-	3.20%	3.30%	3.40%
经纪佣金费率	0.040%	0.037%	0.031%	0.031%	0.031%	0.031%
经纪业务净收入 (亿元)	45.51	69.21	82.31	78.87	84.87	87.44
同比增速	31%	52%	19%	-4%	8%	3%
<b>投行业务</b>						
IPO 承销金额 (亿元)	5.49	72.69	6.84	7.52	7.90	8.30
IPO 承销规模增速	-73%	1224%	-91%	10%	5%	5%
IPO 承销费率	-	-	-	6%	5%	5%
再融资承销金额 (亿元)	84.87	351.56	145.38	174.46	179.69	185.08
再融资承销费率	-	-	-	0.50%	0.48%	0.46%
债券承销金额 (亿元)	719.10	1,206.72	2,298.33	2,367.28	2,722.37	3,103.50
债券承销规模增速	-21%	68%	90%	3%	15%	14%
债券承销费率	-	-	-	0.30%	0.29%	0.28%
投行业务净收入 (亿元)	4.80	9.50	6.19	6.52	7.05	7.71
同比增速	-10%	98%	-35%	5%	8%	9%
<b>投资业务</b>						
权益类规模 (亿元)	251.52	486.02	486.02	520.53	572.58	629.84
固定收益类规模 (亿元)	768.24	1,082.74	1,517.13	1,894.54	1,913.49	1,970.89
投资收益率	4.8%	3.7%	4.0%	3.6%	3.5%	3.5%
投资业务收入 (亿元)	48.97	48.28	71.31	79.52	84.75	89.00
同比增速	418%	-1%	48%	12%	7%	5%
<b>资管业务</b>						
集合资管规模 (亿元)	551.83	506.62	431.00	435.31	478.84	526.73
定向资管规模 (亿元)	1,532.78	988.02	762.00	769.62	777.32	785.09
专项资管规模 (亿元)	48.64	31.75	45.00	42.75	40.61	38.58
集合资管费率	1.0%	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
定向资管费率	0.1%	0.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
专项资管费率	0.1%	0.2%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%
资管业务净收入 (亿元)	6.34	5.92	5.17	4.76	5.12	5.46
同比增速	-15%	-7%	-13%	-8%	7%	7%
<b>资本中介业务</b>						
两融市场占有率	5.76%	5.07%	5.12%	5.12%	5.12%	5.12%
利息净收入 (亿元)	34.92	41.78	54.56	55.42	58.56	61.73
同比增速	1%	20%	31%	2%	6%	5%
<b>指标项目</b>						
管理费率	41%	33%	27%	23%	21%	20%
有效税率	23%	20%	18%	18%	18%	18%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

预计 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 107 亿元、119 亿元和 125 亿元，同比分别+3%、+11%和+5%。2022-2024 年 EPS 分别为 1.06 元、1.17 元和 1.24 元。2019-2021 年公司分红比例分别为 31%、31%、30%，假设 2022-2024 年维持 30%不变，则 2022-2024 年 BPS 分别为 8.74 元、9.56 元和 10.43 元。A 股可比公司 2022 年 Wind 一致预期 PB 估值均值为 0.9x，考虑到公司零售业务底蕴深厚、投资收入表现稳健，给予公司 2022 年 PB 估值 1.2 倍，对应目标价 10.49 元，给予“增持”评级。

**图表46：中国银河 A 股可比公司 PE、PB Wind 一致预期**

机构	代码	EPS(2022E)	BPS (2022E)	PE (2022E)	PB (2022E)
国泰君安	601211 CH	1.52	16.96	8.93	0.80
海通证券	600837 CH	0.80	13.05	10.73	0.66
广发证券	000776 CH	1.28	14.78	11.16	0.96
招商证券	600999 CH	1.12	12.64	11.05	0.98
<b>中位数</b>				<b>11.05</b>	<b>0.96</b>
<b>平均数</b>				<b>10.98</b>	<b>0.87</b>

注：按 2022 年 9 月 29 日收盘价计算，2022 年估值为 Wind 一致预期  
资料来源：Wind，华泰研究

**相较板块估值保持折价，22H1 财务表现突出导致阶段性行情。**中国银河因传统业务占比较高、财富管理转型进展相对落后、投行及资产管理业务发展相对欠缺，整体估值相较券商指数基本保持折价。但其整体财务表现相对稳健，如 22H1 在龙头券商中逆势实现归母净利润同比正增长，业绩利好催生阶段性行情。目前 PB (lf) 估值为 1.1 倍（券商指数 1.2 倍），处于 2019 年以来 2.3% 分位数。

**图表47：中国银河与券商指数涨跌幅**

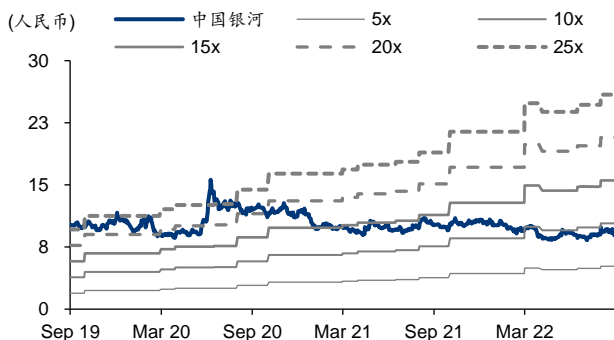

资料来源：Wind，华泰研究

**图表48：中国银河与券商指数 PB (lf) 估值**

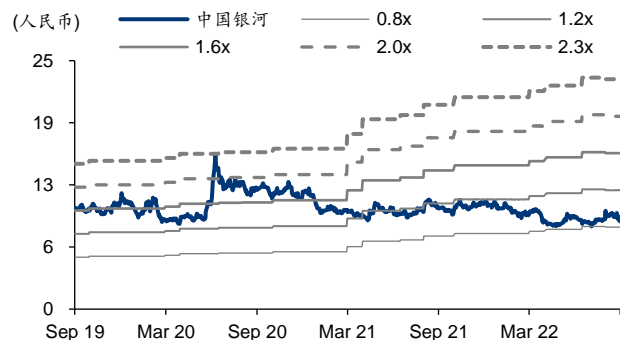

资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

- 1) 政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2) 市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

**图表49：中国银河 PE-Bands**


资料来源：Wind，华泰研究

**图表50：中国银河 PB-Bands**


资料来源：Wind，华泰研究

## 盈利预测

### 损益表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	23,749	35,984	42,299	47,261	50,339
手续费及佣金净收入	8,521	9,420	8,974	9,659	10,014
经纪业务手续费净收入	6,921	8,231	7,887	8,487	8,744
投资银行业务手续费净收入	950.31	619.24	651.61	705.24	770.55
资产管理业务手续费净收入	591.56	516.90	476.32	511.64	545.74
利息净收入	4,178	5,456	5,542	5,856	6,173
投资净收益	4,991	6,079	7,512	7,373	7,536
对联营企业和合营企业的投资收益	60.64	46.60	585.76	585.76	585.76
公允价值变动净收益	(102.39)	1,099	1,026	1,687	1,950
汇兑净收益	(7.52)	26.95	422.99	472.61	503.39
其他收益	28.94	63.29	422.99	472.61	503.39
其他业务收入	6,136	13,838	18,400	21,740	23,659
<b>营业支出</b>	14,571	23,062	29,060	32,563	34,835
税金及附加	145.00	160.62	422.99	472.61	503.39
管理费用	7,817	9,840	9,729	9,925	10,068
减值损失	497.14	(60.53)	549.89	472.61	654.41
其他业务成本	6,113	13,105	18,358	21,693	23,609
<b>营业利润</b>	9,178	12,922	13,240	14,698	15,505
营业外收入	50.33	4.95	5.06	5.62	5.93
营业外支出	71.57	135.65	138.82	154.11	162.56
<b>利润总额</b>	9,157	12,791	13,106	14,550	15,348
所得税	1,845	2,274	2,304	2,557	2,698
<b>净利润</b>	7,312	10,517	10,802	11,992	12,650
少数股东损益	68.47	86.72	88.94	98.74	104.16
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	7,244	10,430	10,713	11,893	12,546
<b>EPS (人民币, 摊薄后)</b>	0.71	1.03	1.06	1.17	1.24

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>总资产</b>	445,730	560,135	638,731	688,683	741,376
金融资产投资	184,435	256,830	188,574	191,774	195,038
融资融券	82,018	93,800	95,395	96,158	96,927
买入返售金融资产	31,863	21,975	35,090	35,090	35,090
<b>总负债</b>	363,722	461,157	532,276	573,903	617,814
<b>权益合计</b>	81,255	98,956	106,455	114,781	123,563

### 估值分析

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>归属母公司净利润</b>	7,244	10,430	10,713	11,893	12,546
分红率 (%)	30.79	30.13	30.00	30.00	30.00
<b>归属母公司所有者权益</b>	81,255	98,956	106,455	114,781	123,563
股本 (百万股)	10,137	10,137	10,137	10,137	10,137
PB (倍)	1.29	1.17	1.11	1.01	0.93
PE (倍)	13.55	9.41	9.16	8.25	7.82
BVPS (人民币, 摊薄后)	7.53	8.29	8.74	9.56	10.43
EPS (人民币, 摊薄后)	0.71	1.03	1.06	1.17	1.24
ROE (%)	9.84	11.58	10.43	10.75	10.53

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 沈娟、王可, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司