



Research and
Development Center

进击，以机构业务打造大投行

—中国银河(601881)公司首次覆盖报告

2023年11月8日

王舫朝 非银金融行业首席 行业分析师	冉兆邦 非银金融行业分析 师
S1500519120002	S1500523040001
010-83326877	18966729660
wangfangzhao@cindasc.com	ranzhaobang@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

公司首次覆盖报告

中国银河 (601881)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	13.00
52周内股价波动区间(元)	14.51-9.12
最近一月涨跌幅(%)	19.27
总股本(亿股)	105.52
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,371.78

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

进击，以机构业务打造大投行

2023年11月8日

报告内容摘要：

- ◆ **公司隶属汇金系，集团治理先进。**同为中央汇金系的券商公司包括中金公司、国泰君安、中信建投、申万宏源，中国银河作为汇金公司旗下重要的证券金融平台及证券行业和资本市场的“国家队”，公司可以及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。
- ◆ **新任总裁曾任中金投行部门负责人，有望带动短板投行业务发展。**公司新任总裁王晟曾在中金公司负责投行业务20余年，2022年加入中国银河后参与制定了公司新的三年规划，管理层清楚地认识到当前银河证券市场化体制机制改革不到位、投行文化积淀不深，后续或将推动完善市场化体制机制建设，促进内部资源整合，提升投行实力。
- ◆ **近年业绩成长性明显，ROE水平居券商前列，主要受自营债券业务驱动。**2018年以来，公司归母净利润同比增速均领先行业，业绩成长性凸显。截至2023H，公司上半年ROE 5.1%，仅次于中信建投，位居行业第二。
- ◆ **资产规模领先，营业网络覆盖广泛。**公司2013年在香港上市，2017年在A股上市。当前公司总资产/净资产规模分别为6904/1176亿，位列行业第5/7。公司成立初期在合并原四大行、人保及中经开旗下证券业务部门基础上，不断扩大营业部覆盖，当前境内营业部达487家，覆盖国内31个省市地区，具备行业内最多的营业部布局。境外通过国际子公司布局至20+个国家/地区。
- ◆ **用表水平领先，自营固收贡献明显业绩增量。**2023H，公司杠杆率水平仅次于中金公司位居行业第二。2018-2023H，公司金融投资资产规模增长319%，其中债权资产规模贡献主要增量，增长327%，也是杠杆使用的主要方向。后续监管对证券行业风控监管指标的放松或将推动公司基本面良性发展。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计中国银河2023-2025年营业收入分别为347.5/405.3/455.6亿元，同比+3.3%/16.7%/12.4%；归母净利润分别为89.18/121.72/147.18亿元，同比+14.9%/36.5%/20.9%；对应EPS分别为0.85/1.15/1.39元/股。我们认为，中国银河盈利能力较强，且投行、自营业务发展潜力较大，具备ROE持续提升潜力。基于PB-ROE方法预测，给予公司1.60倍PB估值，对应目标股价17.6元，首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**公司战略发展受阻；市场占有率下滑；市场竞争加剧；净资本充足率较低；债券市场波动。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	35983.99	33641.99	34746.96	40531.68	45562.01
增长率YoY%	51.52	-6.51	3.28	16.65	12.41
归属母公司净利润(百万元)	10430.24	7760.54	8918.18	12171.92	14717.53
增长率YoY%	43.99	-25.60	14.92	36.48	20.91
毛利率%	0.29	0.23	0.26	0.30	0.32
净资产收益率ROE	0.11	0.08	0.08	0.10	0.11
EPS(摊薄)(元)	1.03	0.77	0.85	1.15	1.39
市盈率P/E(倍)	13.15	17.68	15.38	11.27	9.32
市净率P/B(倍)	1.39	1.34	1.18	1.13	1.05

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年11月08日收盘价

目录

一、老牌券商背景强大，业务触达能力领先	5
1、成立于金融机构业务整合，资本实力不断壮大	5
2、汇金公司旗下，公司高管经验丰富	6
3、公司组织架构扁平，业务条线清晰	7
4、受益于杠杆使用，资产规模稳定增长，ROE 成长性明显	7
二、“五位一体”，弱链补强	11
1、财富管理业务	11
1) 经纪业务：线下布局领先，具备较强客户资源	11
2) 信用业务：两融市占率稳定，股票质押风险可控	12
2、自营业务：围绕固收债权类资产加杠杆，或受益于监管指标放松	13
3、投行业务：作为核心战略推进改革，规模有望抬升	14
4、资管业务：产品结构优化，主动管理能力提升	15
5、国际业务：业绩表现稳定，东南亚为发展重点	16
6、机构业务：服务体系搭建完成，打造机构客户依赖的全链条服务商	16
三、盈利预测、估值与投资评级	17
3.1 盈利预测及假设	17
3.2 估值与投资评级	18

表目录

表 1：中国银河历史发展情况	5
表 2：中国银河核心管理层履历	6
表 3：公司行业排名	8
表 4：公司金融资产结构及增量	13
表 5：中国银河营收预测	18
表 6：可比公司估值对标	18

图目录

图 1：银河证券股权结构	6
图 2：中国银河组织结构	7
图 3：公司总资产及同比增速	8
图 4：公司净资产及同比增速	8
图 5：头部券商杠杆率情况	8
图 6：公司营业收入增速领先行业	9
图 7：公司归母净利润增速领先行业	9
图 8：公司收入结构	9
图 9：公司净稳定资金率	9
图 10：公司资本杠杆率	9
图 11：上市券商资产端结构	10
图 12：中国银河资产端结构	10
图 13：上市券商负债端结构	10
图 14：中国银河负债端结构	10
图 15：公司 ROE 水平	11
图 16：公司经纪业务收入	11
图 17：公司经纪业务收入结构	11
图 18：2022 年公司营业网点布局情况	12
图 19：公司经纪业务代买证券款情况	12
图 20：信用业务收入及同比增速	12
图 21：公司衍生金融资产规模	12
图 22：公司股票质押业务规模	12
图 23：公司信用减值情况	12
图 24：自营业务收入及同比增速	13
图 25：金融投资资产规模及增速	13
图 26：公司存续衍生品名义本金	13
图 27：公司衍生金融资产规模	13
图 28：投行业务收入及同比增速	14
图 29：IPO 规模及市占率	14
图 30：再融资规模及市占率	14
图 31：公司投行业务收入	14

图 32: 部分头部券商保荐代表人规模.....	15
图 33: 公司资产管理业务及市占率	15
图 34: 传统资产管理业务规模	15
图 35: 银河国际控股营收及净利润	16
图 36: 银河国际控股总资产及净资产	16
图 37: “银河天弓”机构业务平台服务体系	17
图 38: 中国银河历史 PB (TTM)	19

一、老牌券商背景强大，业务触达能力领先

1、成立于金融机构业务整合，资本实力不断壮大

中国银河证券股份有限公司，是中国证券行业领先的综合金融服务提供商。2000年，由原中国华融信托投资公司、原中国长城信托投资公司、原中国东方信托投资公司、原中国信达信托投资公司、原中国人保信托投资公司等金融机构所属的证券业务部门和证券营业部共同组建成立中国银河证券有限责任公司，而后“中国银河证券”逐步广为人知，成为境内证券行业著名品牌。2007年由中国银河金融控股作为主发起人，联合四家国内机构投资者共同设立中国银河证券股份有限公司，收购了银河有限的证券类业务和相关资产。

公司以营业网点众多被市场熟知，营业部数量稳居行业首位，且集中于经济发达地区。由于合并了原国有银行证券营业部，截至2005年银河有限重组当年，其下设营业部已有167家。随后，公司营业部数量继续快速增加，截至2022年末，公司已具备行业规模最大的营业网点，分公司数量37家，营业部数量已达487家，形成对全国31个省市地区的全面覆盖。

2013年5月，公司首先在香港联交所上市，至超额配售选择权行使完毕，共发售16.06亿股H股；2015年5月，公司配售发行20亿股H股；2017年1月，公司于上交所首次公开发行6亿股A股；2022年3月，公司于A股发行78亿元可转换公司债券，自2022年9月30日起至2023年二季度末，累计共有20.84亿元的“中银转债”转为A股普通股，因转股形成的A股普通股票共2.09亿股。截至2023年三季度末，公司总股本为105.52亿股。

表 1：中国银河历史发展情况

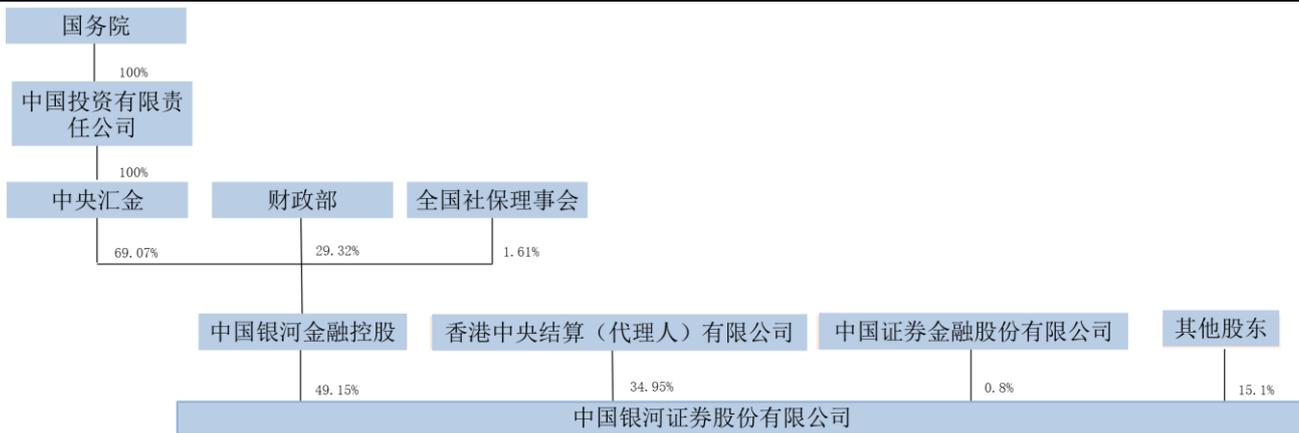
时间	内容
2000年8月	经国务院批准，在合并原工行、农行、中行、建行、人保及中经开所属信托投资公司证券业务部门和证券营业部的基础上，组建成立中国银河证券有限责任公司，性质为国有独资证券公司。
2005年8月	中央汇金公司与财政部共同出资设立中央直属国有大型金融企业——中国银河金融控股有限责任公司。
2007年1月	中国银河证券股份有限公司成立并收购了原中国银河证券有限责任公司的证券经纪业务、投行业务及相关资产，旗下拥有银河期货经纪有限公司。原中国银河证券有限责任公司正式更名为“中国银河投资管理有限公司”。
2009年10月	公司设立银河创新资本管理有限公司。
2011年2月	公司在香港设立中国银河国际金融控股有限公司。
2013年5月	公司在香港联合交易所上市（股票代码：06881.HK）。
2014年4月	公司设立银河金汇证券资产管理有限公司。
2015年5月	公司完成H股配售。
2015年12月	公司设立银河源汇投资有限公司。
2017年1月	公司在上海证券交易所上市（股票代码：601881.SH）。
2017年6月	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	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	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、美国和英国等地。报告期内，银河-联昌证券业务网络进一步覆盖至毛里求斯。
2020年5月	银河证券收购苏皇金融期货亚洲有限公司所持有的银河期货16.68%股权，完成工商变更登记，银河期货成为公司全资子公司。
2021年10月	聚焦服务“一带一路”国家战略，公司作为唯一一家参与承销的证券公司，助力波兰共和国国库“2021年度第一期人民币债券（债券通）”成功上市。
2021年12月	公司获得首批开展账户管理功能优化试点资格，为首批获得该试点资格的十家券商之一。联昌并购项目第一次期权行权完成交割，银河国际持有新加坡合资公司和马来西亚合资公司的股份分别增至74.99%和75%。
2022年3月	成功发行78亿元A股可转换公司债券。
2022年5月	对银河期货完成增资，注册资本增至45亿元，资本实力跃居行业第一梯队。

资料来源：中国银河官网，信达证券研发中心

2、汇金公司旗下，公司高管经验丰富

公司第一大股东为中国银河金融控股有限责任公司，由汇金公司控股投资。截至 2023 年 9 月 30 日，银河金控持有公司已发行股本的 49.15%，除 H 股占比 34.95%，其他股东占比均低于 1%，公司股权较为集中。中央汇金通过在中国银河持股 69.07%，间接持股公司股份比例 34.62%。同为中央汇金系的券商公司包括中金公司、国泰君安、中信建投、申万宏源，中国银河作为汇金公司旗下重要的证券金融平台及证券行业和资本市场的“国家队”，公司可以及时把握国家发展大政方针，享受资源协同便利。

图 1：银河证券股权结构（截至 2023 年三季度末）



资料来源：公司官网、公司招股说明书、信达证券研发中心

公司董事会主要成员均来自汇金系，管理层具备丰富的行业背景。公司代董事长、执行董事王晟曾在中金公司工作多年，三位非执行董事具备汇金系公司背景，在股东单位担任重要职务，公司董事会决策权集中。管理层方面，公司代董事长王晟兼任执委会主任及副主任，公司集中决策效率较高。公司高管成员具备丰富的行业背景，在行业协会、上交所理事会等机构兼任职务，行业经验及资源丰富。

表 2：中国银河核心管理层履历

姓名	职位	履历	近期其他单位任职
王晟	代董事长，执行董事、副董事长、执行委员会副主任委员、总裁、代董事会秘书	2002 年加入中金公司，历任股本组牵头人、业务开发委员会负责人、战略型客户组 C 组负责人、投资银行部运营协调人、中金公司投资银行部执行负责人、中金公司总裁助理、投资银行部执行负责人，中金公司管理委员会成员、投资银行部负责人、中金公司党委委员。	上交所理事会科创板发展委员会--副主任/中国证券业协会第七届协会人才发展委员会--副主任委员/北交所证券发行承销自律委员会--委员
薛军	副总裁、执行委员会委员	曾任职于京都会计师事务所、中国证券监督管理委员会发行监管部。历任国信证券有限公司总裁助理；齐鲁证券有限责任公司副总经理；申银万国证券股份有限公司总经理助理；申万宏源证券有限公司总经理助理，兼任合规总监。	中国证券业协会--场外市场与衍生品业务委员会副主任委员/北京证券业协会--固定收益业务委员会副主任委员/新三板--复核委员会委员/北交所--复核委员会委员/上交所--第五届理事会国际化发展委员会委员/中国金融会计学会--第六届理事会副会长
罗黎明	副总裁、执行委员会委员、首席信息官	历任在中国证券监督管理委员会任规划发展委员会研究员，中证机构间报价系统公司历任技术开发部总监兼系统运维部总监、信息技术部总监、执行委员会委员，在中泰证券股份有限公司任 IT 总监。	中国证券业协会--证券经纪与财富管理委员会副主任委员/全国金融标准化技术委员会--证券分技术委员会委员、数据模型专业工作组和信息披露专业工作组专家、证券专业工作组首席专家/中国计算机用户协会--副理事长/北京资本市场金融科技创新试点专家委员会--委员/亚洲金融合作协会财富管理委员会--副主任/中国金融学会--第八届理事会常务理事/中国证券投资基金业协会--第二届金融科技委员会委员/北京证券业协会--第五届理事、财富管理委员会主任委员

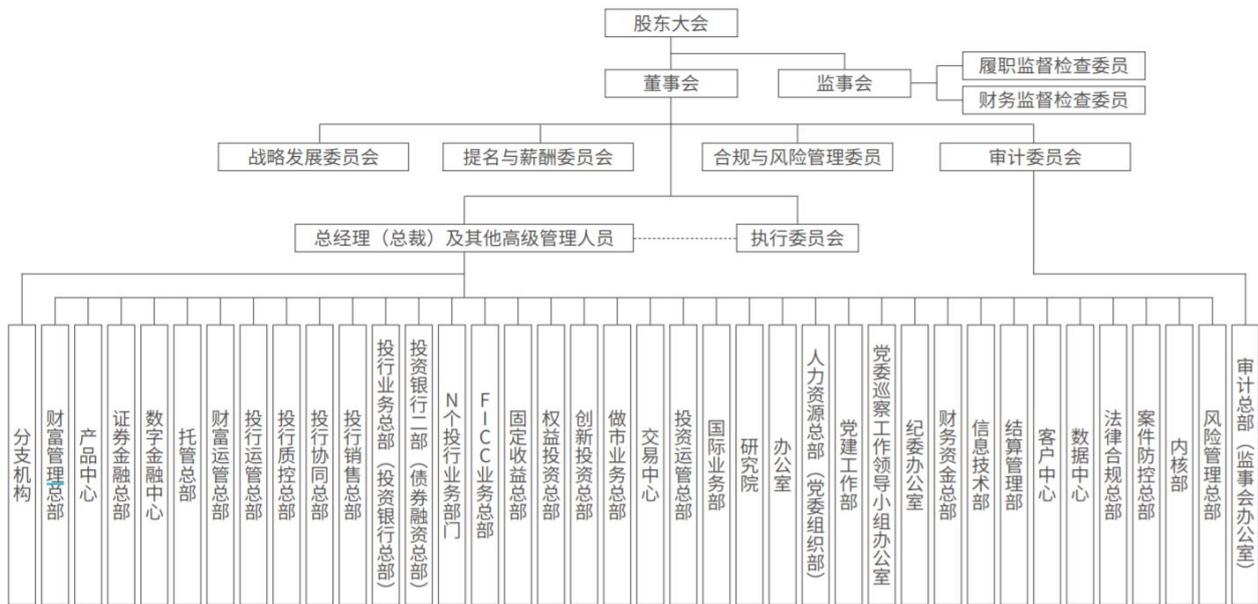
吴国栋	执行委员会委员、业务总监	曾任职于全国人大常委会法制工作委员会、中国证监会，历任中国证监会法律部处长，兼任创业板股票发行审核委员会委员，发行监管部处长，挂职任北京市中关村管委会主任助理，中国证监会法律部副主任。
梁世鹏	执行委员会委员、合规总监、首席风险官	曾任职于海南省证券公司投资银行部、青海省证券管理办公室；中国证监会西宁特派员办事处；中国证监会西宁特派员办事处机构监管处；曾任中国证监会青海监管局机构监管处处长；中国证监会西藏监管局党委委员、副局长；中国证监会青海监管局党委委员、纪委书记、副局长；中国证监会青海监管局党委书记、局长 中国证券业协会--证券行业文化建设委员会委员、合规管理与廉洁从业委员会委员/北京证券业协会--证券业合规委员会副主任委员

资料来源：公司年报、信达证券研发中心

3、公司组织架构扁平，业务条线清晰

公司管理扁平，下辖 6 大业务板块。公司董事会下设执行委员会、战略发展委员会等五大委员会，公司具体运营由管理层直接统筹，并向董事会和执委会负责。业务管理较为扁平，主要分为财富管理业务、投资银行业务、机构业务、国际业务、投资交易业务和其他母子公司一体化业务 6 大板块。主要子公司银河期货、银河创新资本、银河国际控股、银河金汇、银河源汇分别主要负责公司的期货业务、私募业务、国际业务、资产管理业务、另类投资业务，均为公司 100%控股。

图 2：中国银河组织结构



资料来源：WIND、信达证券研发中心

4、受益于杠杆使用，资产规模稳定增长，ROE 成长性明显

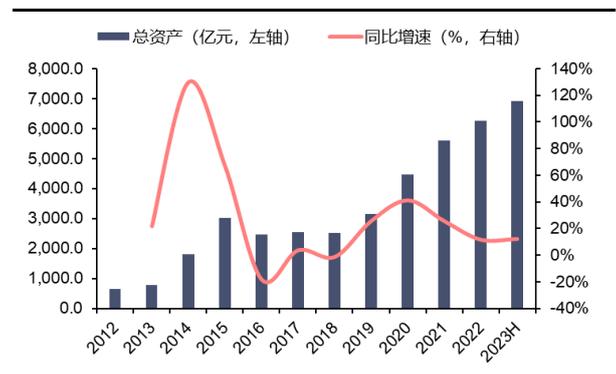
近年来公司行业排名保持前列，ROE 表现突出。从证券业协会排名来看，公司总资产、净资产、净利润水平保持行业前 10 水平，ROE 排名提升明显。分业务角度下，融资类业务、证券投资收入排名均见稳步增长。

表 3：公司行业排名

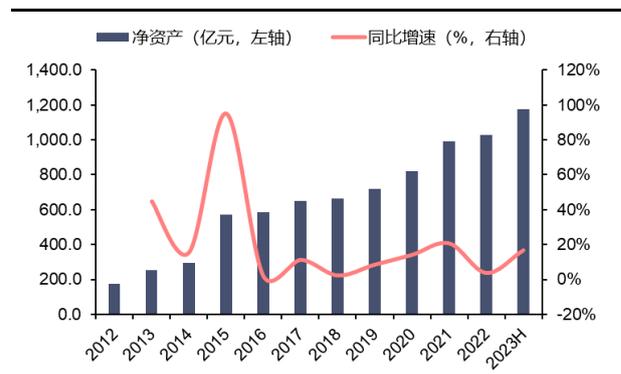
行业排名	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	8/98	8/98	8/98	8/98	6/98
净资产	7/98	8/98	8/98	8/98	8/98
净利润	10/98	10/98	9/98	9/98	8/98
净资产收益率	36/96	20/96	17/49	14/51	8/53
证券经纪业务收入	3/95	3/95	3/95	6/100	6/104
投资银行业务收入	28/97	23/98	30/96	23/99	30/104
客户资产管理业务收入	14/47	9/47	14/46	15/46	18/47
融资类业务利息收入	6/94	6/95	4/94	4/91	4/98
证券投资收入	14/98	28/98	7/96	10/102	8/106

资料来源：证券业协会、信达证券研发中心

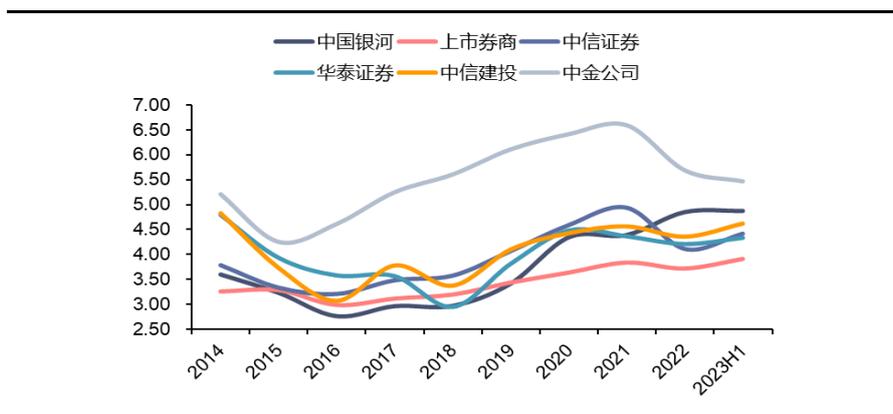
资产规模增长稳健，用表水平持续提升。2019 年以来，公司除可转债发行 78 亿外，资产规模提升明显，截至 2023H，公司总资产/净资产规模分别为 6904.9 亿元/1175.9 亿元，位列上市公司第 5/7 名，较 2018 年的 2513.6 亿和 663.4 亿分别增长 174.7%/77.3%，主要由于公司主动抬升杠杆所致。同行业相比，公司当前杠杆倍数 4.88 倍，仅次于中金 的 5.47，领先于中信证券（4.42）、华泰证券（4.33）等，且领先行业 3.91 倍的平均杠杆水平。

图 3：公司总资产及同比增速


资料来源：中基协，信达证券研发中心

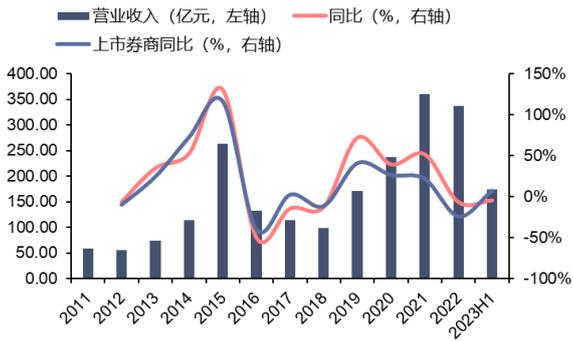
图 4：公司净资产及同比增速


资料来源：中基协，信达证券研发中心

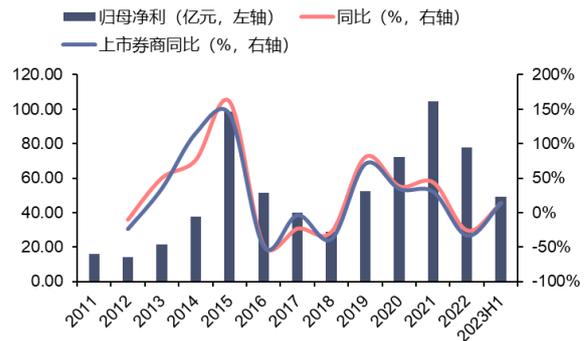
图 5：头部券商杠杆率情况


资料来源：wind，信达证券研发中心

从成长性来看，公司业绩连续多年增速好于行业，综合实力稳步攀升。公司 2023H 营业收入 174.1 亿元，同比-4.4%，归母净利润 49.4 亿元，同比+14.2%。营收、净利润均位于行业第四。2018-2022 年，近五年营收 cagr 达 35.7%，领先行业 22pct。公司归母净利润 cagr28.0%，增速领先行业 9.5pct。

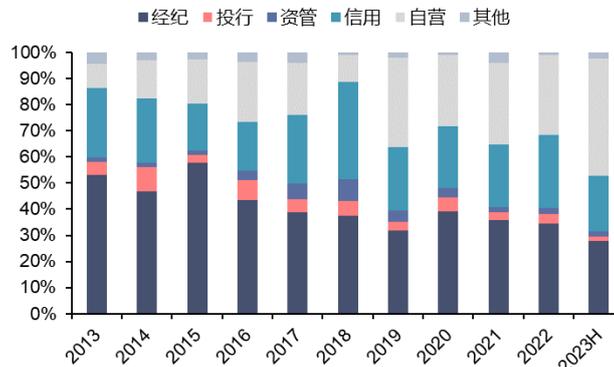
图 6：公司营业收入增速领先行业


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 7：公司归母净利润增速领先行业


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司收入较为均衡，经纪、信用、自营为主要收入来源，自营业务收入占比近年明显提升。从公司收入结构来看，2023H，公司经纪、投行、资管、信用、自营收入（除其他业务支出）分别占比 27.7%、1.8%、2.1%、21.2%、44.8%，2018 年以来，自营收入占比明显提升。

图 8：公司收入结构


资料来源: wind, 信达证券研发中心

从公司风险监管指标来看，近年来公司用表水平提升明显，公司资本杠杆率、净稳定资金率均位于历史低位。2023H，公司资本杠杆率仅 10.82%，临近 9.6%的预警线，净稳定资金率为 130%，反映公司具备较高的用表水平。

图 9：公司净稳定资金率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

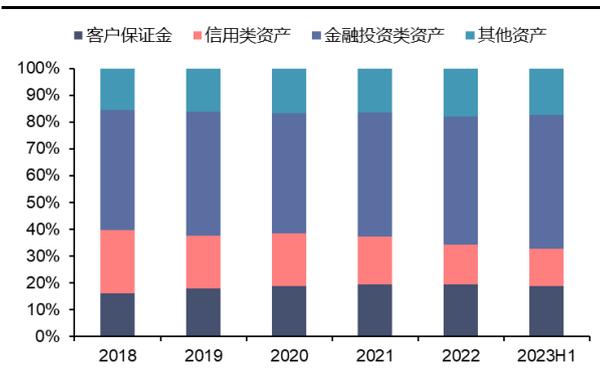
图 10：公司资本杠杆率


资料来源: wind, 信达证券研发中心

具体而言，从资产端来看，公司近年来用表集中于金融投资资产。2018-2023H1，公司金

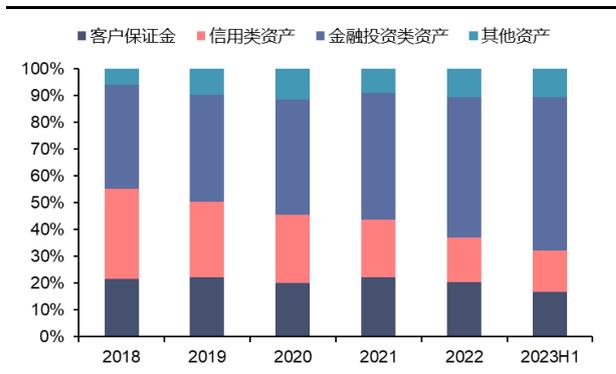
融投资类资产规模从在资产负债表中占比从 38.8%提升至 57.2%，而同期上市券商金融投资资产规模占比从 44.9%提升至 50.2%。其中债权类资产为主要的扩容方向，2023H 达 2512 亿元，较 2018 年增长 327%

图 11：上市券商资产端结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

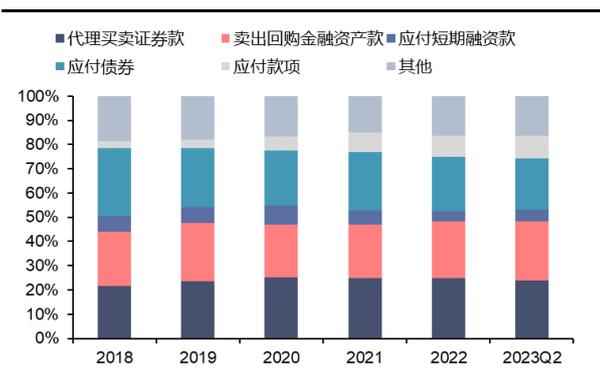
图 12：中国银河资产端结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

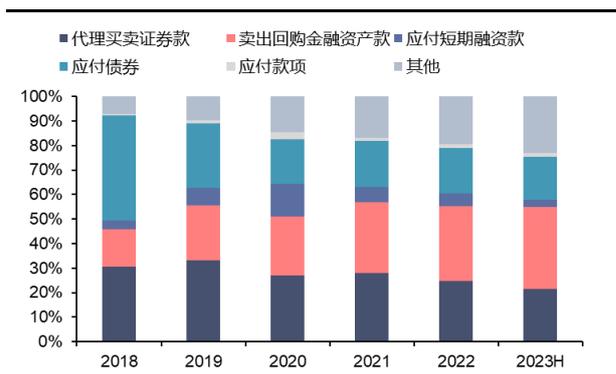
从负债端来看，卖出回购为主要的加杠杆方式。2018-2023H1，公司卖出回购金融资产在负债端占比从 15.2%提升至 33.5%，而同期上市券商卖出回购金融资产规模占比从 22.7%提升至 24.2%。

图 13：上市券商负债端结构



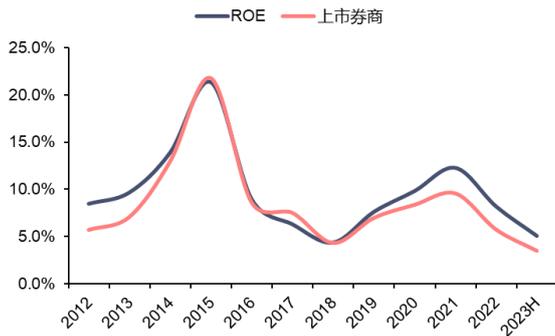
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 14：中国银河负债端结构



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2018 年以来，受益于公司的杠杆使用，公司 ROE 明显提升。2018-2023H，公司 ROE 水平持续领先于行业，2023H，公司上半年 ROE 为 5.1%，行业排名第二，仅次于中信建投。同期，公司除客户资金杠杆率从 2.97 倍提升至 4.88 倍，在上市券商中亦位列第二，仅次于中金公司。

图 15：公司 ROE 水平


资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、“五位一体”，弱链补强

公司董事会最新通过的三年战略发展规划，清晰描述将打造“五位一体”的业务模式，构建国际一流现代投资银行。公司过去一年大刀阔斧进行业务架构调整，成立机构业务条线，推出面向机构客户的一站式金融服务平台——银行天弓，着力布局机构业务。

1、财富管理业务

1) 经纪业务：线下布局领先，具备较强客户资源

受益于营业网点数量领先行业，公司经纪业务收入亦保持行业领先，代销金融产品收入贡献稳步提升。2023 上半年，公司经纪业务收入 28.8 亿元，同比-12.4%，在上市券商中排名第 6。其中代理买卖证券业务净收入占比 80.1%，贡献主要收入来源。尽管 2022 年以来，受市场下行影响，公司代销金融产品业务收入同比下滑，但相较 2019 年的 1.79 亿元仍有明显提升。2018-2023H 公司代销金融产品业务收入占比从 3.9%提升至 8.9%。

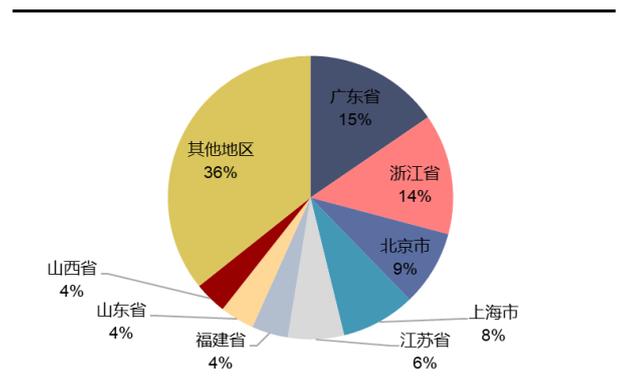
图 16：公司经纪业务收入


资料来源: wind, 信达证券研发中心

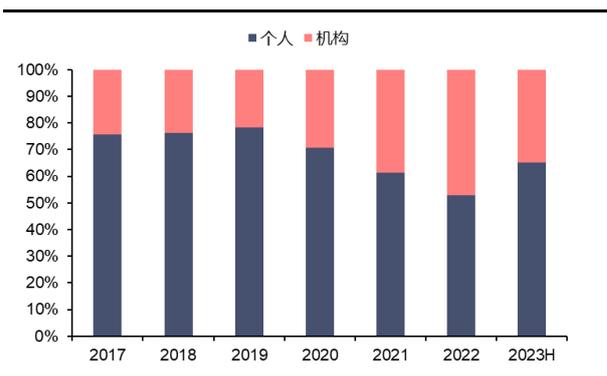
图 17：公司经纪业务收入结构


资料来源: wind, 信达证券研发中心

从公司营业部分布来看，其主要集中于广东省、浙江省、北京市、上海市、江苏省等经济发达地区。广泛的线下布局造就规模庞大且持续增长的个人经纪客户基础。截至 2022 年末，公司客户总数超过 1400 万户，2022 年新开立客户数 110.84 万户，开户市占率 7.48%，创七年新高。从经纪业务代买证券款占比来看，2023H，个人客户贡献达 65.1%。

图 18：2022 年公司营业网点布局情况


资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 19：公司经纪业务代买证券款情况


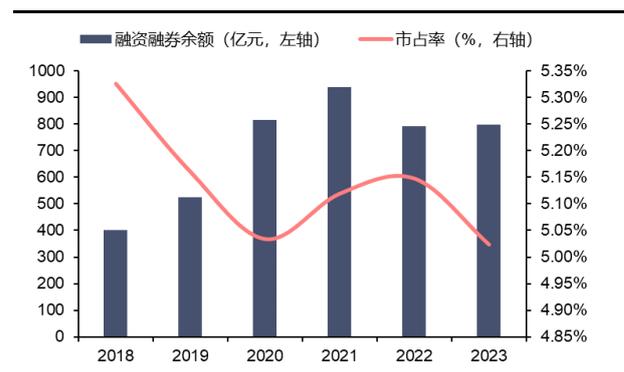
资料来源: wind, 信达证券研发中心

2) 信用业务：两融市占率稳定，股票质押风险可控

公司信用业务收入近年来稳中有升。2018-2022 年，公司信用业务收入从 34.5 亿元增长至 51.6 亿元，CAGR 为 10.6%。2023H，公司信用业务收入为 22.05 亿元，同比-17.5%，主因卖出回购金融资产利息支出增加及融资融券利息收入减少。公司融资融券业务市占率整体较为稳定，截至 2023 H，公司融资融券余额人民币 798 亿元，市场占有率 5.02%。

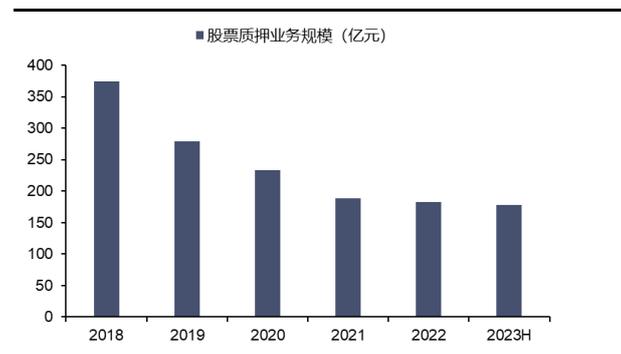
图 20：信用业务收入及同比增速


资料来源: wind, 信达证券研发中心

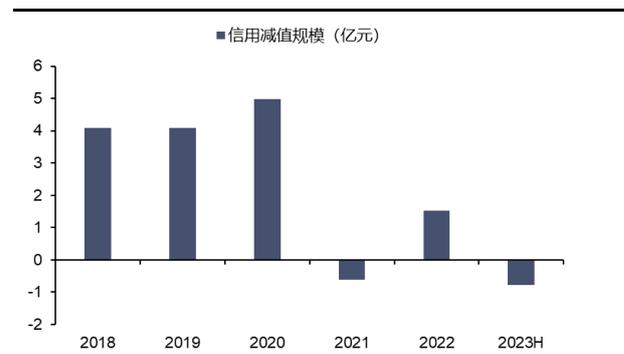
图 21：公司融资融券余额规模


资料来源: wind, 信达证券研发中心

股票质押业务规模持续收缩，信用风险整体可控。2023H，公司股票质押余额业务待回购余额 178 亿元，规模较年初-2.7%，较 2018 年已下降 52.4%。减值方面，近年来减值水平明显下降，2023H，公司信用减值转回 0.79 亿元，我们认为公司业务风险整体可控。

图 22：公司股票质押业务规模


资料来源: wind, 信达证券研发中心

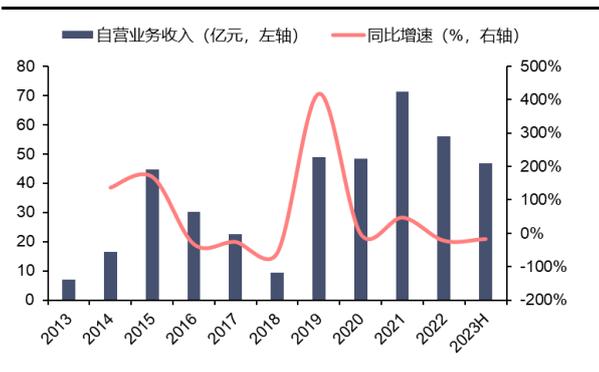
图 23：公司信用减值情况


资料来源: wind, 信达证券研发中心

2、自营业务：围绕固收债权类资产加杠杆，或受益于监管指标放松

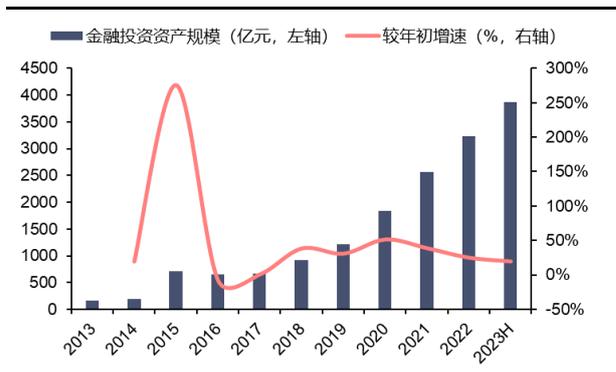
公司自营业务收入稳健，金融投资资产规模持续快速提升。近年来公司自营投资收益保持稳健增长，2023H，合并利润表口径下，公司自营业务收入 46.65 亿元，同比+37.1%。其主要得益于 2019 年以来公司金融投资资产规模快速增长。固定收益投资方面。公司坚持稳健投资理念，优化固定收益量化交易策略，持续追求低波动、低风险的投资收益，取得较好的业绩，2023H，公司金融投资资产规模达 3871.63 亿元，较 2018 年增长 319%。其中固收债权资产规模贡献主要增量，2023H 达 2512 亿元，较 2018 年增长 327%。

图 24： 自营业务收入及同比增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 25： 金融投资资产规模及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

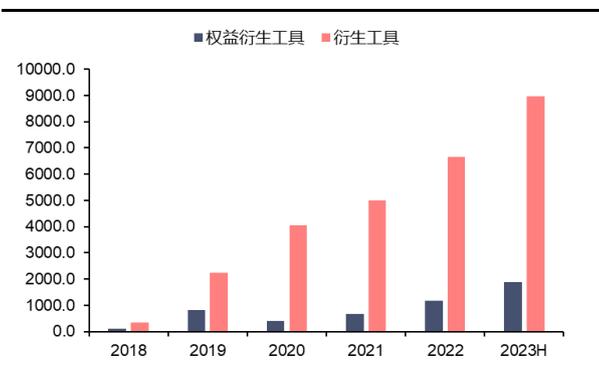
表 4： 公司金融资产结构及增量（亿元）

金融资产分类	2018	2019	2020	2021	2022	2023H	2018-2023H 增量
债权类	588.8	768.2	1082.7	1517.1	2042.5	2512.0	1923.2
股票	57.7	58.0	147.3	198.8	147.6	168.6	110.9
资管产品	160.7	140.3	184.7	238.1	352.1	412.8	252.1
其他	117.6	247.8	429.6	614.3	681.4	778.2	660.6

资料来源: wind, 信达证券研发中心

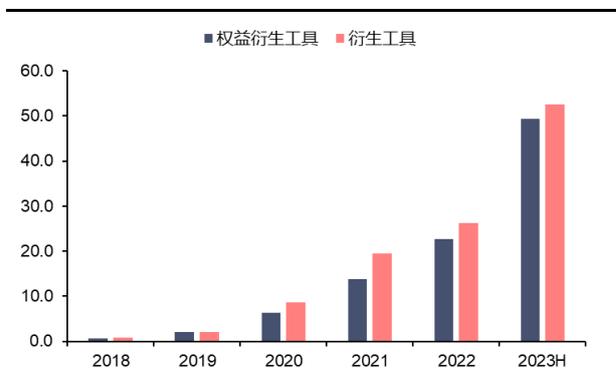
场外衍生品业务方面，公司积极落实业务创新发展理念，不断完善衍生品业务交易策略及品种，不断拓展场外衍生品业务，聚焦指数类产品并深耕产品结构创新与客户交易服务，满足不同客户个性化金融服务需求。2022 年新增规模人民币 1,453.01 亿元，同比增长 53.80%，2022 年末存续规模人民币 686.83 亿元，同比增长 45.05%。2018-2023H，公司衍生金融资产规模已从 0.76 亿元增长至 52.57 亿元。

图 26： 公司存续衍生品名义本金（亿元）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 27： 公司衍生金融资产规模（亿元）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

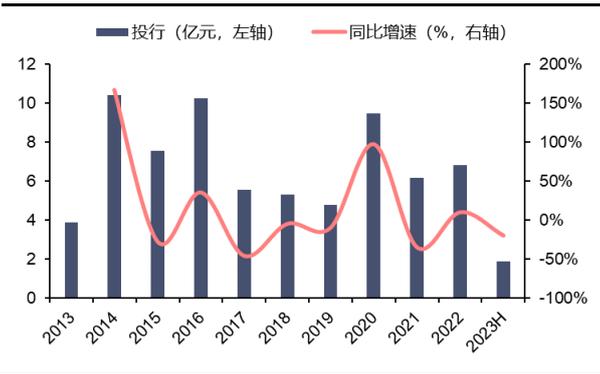
当前公司杠杆使用已逼近监管上限，在 8 月 18 日证监会答记者问时，已有放开头部券商杠

杆率监管指标的指引，11月3日，证监会进一步对《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见，拓展优质证券公司资本空间。后续风险监管指标放松有望进一步推动公司基本面良性发展。

3、投行业务：作为核心战略推进改革，规模有望抬升

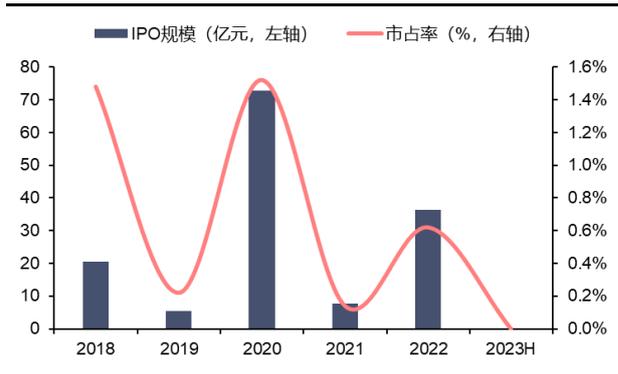
公司历史上投行业务收入占比较低，债权融资强于股权融资。2018-2022年，公司投行业务收入在调整后营收中平均占比仅4.2%，据万得统计，公司IPO、再融资规模整体位于行业中上水平，2022年，公司IPO规模/再融资规模分别为36.4/82.8亿元，市占率分别为0.62%和0.75%，行业排名24/24位。债权融资方面，2022年，公司债权融资规模2540.3亿元，市占率为2.37%，排名行业12位。

图 28：投行业务收入及同比增速



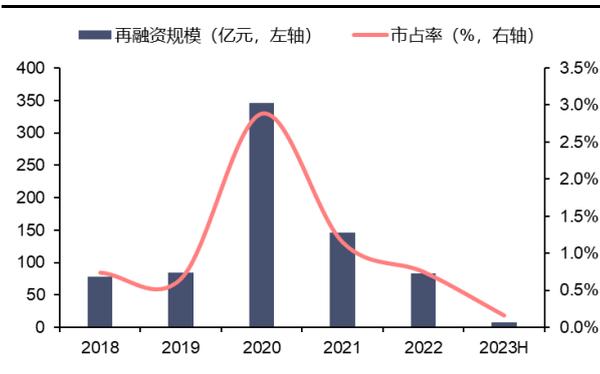
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 29：IPO 规模及市占率



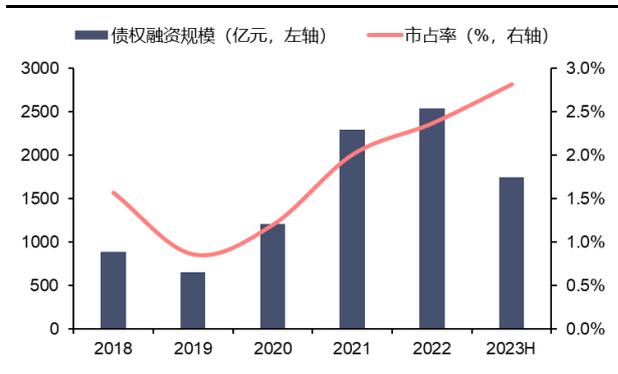
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 30：再融资规模及市占率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 31：债权融资规模及市占率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司具备领先的线下触达，在具备多年头部平台投行领导经验的新任总裁带领下，公司投行业务增量值得期待。

1) 领导层及战略方面，2022年7月，具备近20年投行工作经验的原中金公司投行部负责人王晟加入银河证券，并参与制定了新的三年规划，推动公司由“传统券商”向“现代投行”转变，为各类型企业客户提供全生命周期金融服务。公司管理层清楚地认识到当前银河证券市场化体制机制改革不到位、投行文化积淀不深等问题。2023年，公司投行业务线贯彻落实公司新三年战略规划部署，以打造企业家信任的投资银行专家为关键业务战略，深入推进投行专业化改革，优化调整团队设置和人员配备，完善管理体制机制，协同拓展客户资源，扎实提升专业能力。

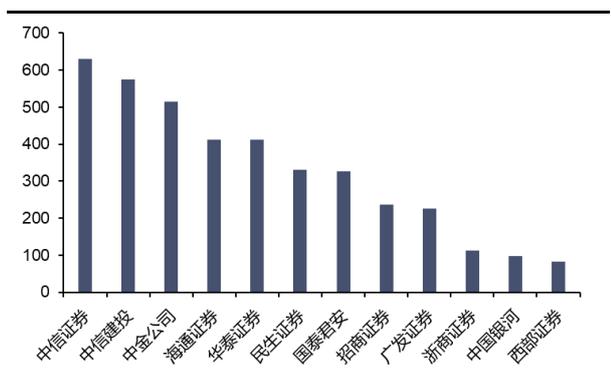
2) 机制方面，公司管理层明确“人才机制要理顺，要让好的人才进来，差异化的激励策略是人才战略的核心要义”，公司已逐步在各主要条线建立了对标市场、符合业务特点的薪酬激励机制，并提出“弱周期下就越是要加大人才储备，等待市场机会”。

3) 人员团队方面, 公司当前投行业务人员规模持续增加, 与头部券商仍有一定差距, 具备较大提升空间。据证券业协会数据, 截至 2023 年 10 月, 公司保荐代表人数量达到 98 人, 较此前有所提升, 但与头部券商差距仍大。

具体业务而言, 提升项目储备和加强业务协同为重要发力点。2023 年上半年, 公司一方面在股权融资业务加强项目储备, 提高项目的承揽承做标准及综合服务能力, 实现 2 单 IPO 项目通过交易所上市委会议、2 单再融资项目注册生效、1 单再融资项目通过交易所审核; 另一方面在债券融资业务加强业务协同, 进一步发掘地方政府债、金融债、短期融资券、定向工具和中期票据业务机会。2023H1, 公司债券承销金额人民币 1,762.58 亿元, 同比增长 25.25%, 市场排名第 10。

预计未来公司在“三化一同、五位一体”的新战略指导下, 持续推进专业化改革, 扎实提升专业能力, 深化团队建设, 加大人才储备, 促进内部资源整合, 提升投行整体实力。股权融资业务方面, 在不断强化团队方案设计与实施能力的同时, 全面提升行业研究、资源整合、价值发掘等综合金融服务水平, 力求扩大重点行业、重点区域的 IPO 业务市场份额, 稳步扩大再融资业务储备, 巩固发展北交所业务优势特色, 恢复提升并购重组业务竞争力。债融业务方面, 把握国家产业政策调整带来的公司债、企业债机遇; 探索开拓创新债券品种; 强化资产证券化和 REITs 业务资源投入。

图 32: 部分头部券商保荐代表人规模

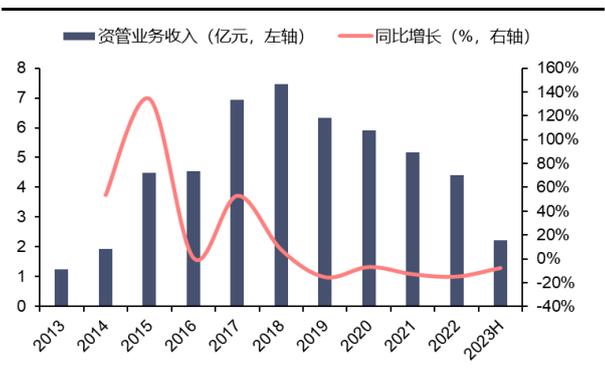


资料来源: 证券业协会, 信达证券研发中心

4、资管业务: 产品结构优化, 主动管理能力提升

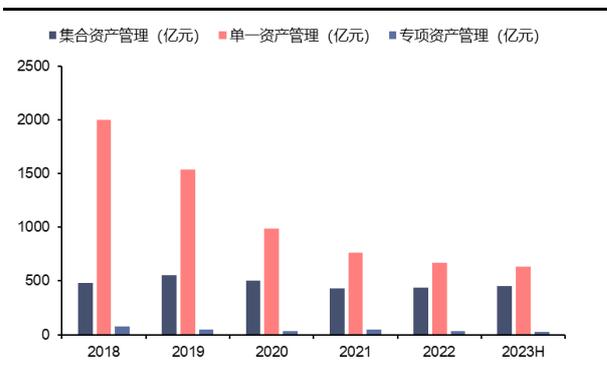
公司资管业务主要分为资产管理和私募股权业务, 主要由全资控股子公司银河金汇和银河创新资本负责。从营收规模来看, 由于近年来公司积极推动资管业务主动管理转型, 压降通道类业务, 资管业务收入下行。

图 33: 公司资产管理业务及市占率



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 34: 传统资产管理业务规模



资料来源: wind, 信达证券研发中心

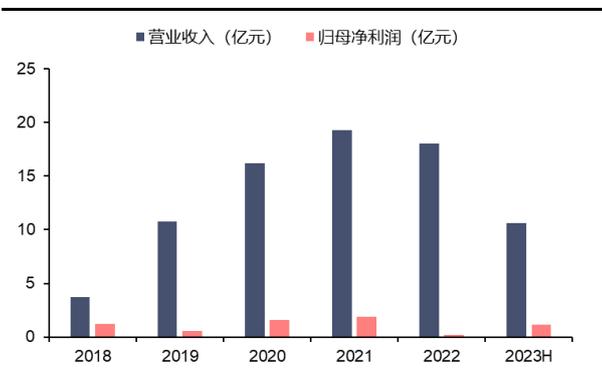
1) 传统资产管理业务方面,公司在产品端巩固固收产品优势,积极丰富产品品类,加快主动管理业务布局,提升主动管理能力,加速形成资管产品矩阵,初步形成了以发展“固收+”产品为核心,权益、混合类产品等为重点的多元化产品体系。在客户端积极拓展内外部销售渠道,建立健全营销体系和激励约束机制,2022年固收小集合产品规模同比实现翻倍,有力地推动了公司产品结构、收入结构的优化。2023H,银河金汇受托资产管理规模为人民币1,108.45亿元,其中单一资产管理产品规模为人民币632.29亿元,近年来规模明显收缩。

2) 银河创新聚焦高质量发展主题,以推动资产管理规模增长为主线,以提升投资能力为重点。截至2023H,银河创新在管私募基金17只,认缴规模合计人民币250.04亿元,实缴规模合计人民币29.67亿元。

5、国际业务：业绩表现稳定，东南亚为发展重点

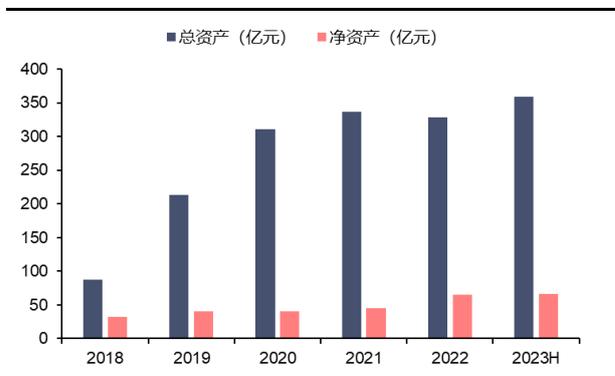
业绩表现稳定，资产规模持续增长。公司主要通过银河国际控股、银河-联昌等业务平台,为全球机构客户、企业客户和零售客户提供经纪和销售、投资银行、研究和资产管理等服务。2018年以来业绩及规模增长明显,2023H,银河国际控股总资产已达358.6亿元,较年初增长9.1%。归母净利润1.18亿元,同比+188%。

图 35：银河国际控股营收及净利润



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 36：银河国际控股总资产及净资产



资料来源: wind, 信达证券研发中心

2018年国际业务向东南亚拓展，持股比例持续提升。公司将东南亚地区作为国际业务的发展重点,打造完善的国际服务链条,证券经纪业务在新加坡、马来西亚等重点区域市场份额位居前三,海外业务成熟度逐步提升,有望成为未来重要的增长点。2018年1月,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。2021年12月7日,银河国际以对价人民币6.49亿元完成对银河-联昌控股25%股权的收购交割。交割完成后,银河国际持有银河-联昌控股75%的股权。2022年,银河-联昌证券、银河-联昌控股在东盟核心市场保持绝对领先,其股票经纪业务在新加坡市场继续排名第1,在马来西亚市场由第3升至第1。

6、机构业务：服务体系搭建完成，打造机构客户依赖的全链条服务商

列入五位一体战略，成为未来重点发力方向。在公司“2023-2025战略发展规划”中,机构业务被列为“五位一体”的重要发展方向之一。主要定位是为机构客户提供主经纪商、席位租赁、托管外包及投资研究、销售与交易等。2023年上半年,公司着力打造“机构客户依赖的全链条服务商”,设立了机构业务管理委员会,从策略服务、交易服务、专业服务等方面,打造“同业、私募、企业”三个机构业务生态链。

1) 服务策略方面,依托“机构投研交易服务平台”和“企业综合金融服务平台”两大业务平台,围绕投研交易、股份回购、股权激励、员工持股计划和股份增减持等业务抓手,全方位提升机构客户综合服务能力。围绕资金、交易、运管服务、投研支持、品牌建设与咨询五

个维度为私募基金管理人提供专业服务；持续推进“服务、渠道、客户”三位一体生态体系，通过算法向机构及高净值个人客户提供科技赋能，客户聚集效应不断增强。

2) 业务基础方面，截至 2023H，公司机构客户数 2.97 万户，较 2022 年末增加 4.32%；PB（主经纪商）业务规模 2733 亿元，服务客户数 5166 户，股基交易量 12876 亿元。

3) 产品方面，8 月 8 日，公司正式面向机构客户推出一站式金融服务平台“银河天弓”，标志着机构业务条线正式成立。公司致力成为机构客户“护航者”，未来将聚焦机构客户综合需求，整合业务链条、形成集群作业，以专业化为核心、以定制化为指引、以数字化为突破，打造机构业务生态平台，构建机构业务与投行、财富及国际业务良性互促的协同机制，形成银河特色的敏捷化服务范式。

图 37：“银河天弓”机构业务平台服务体系



资料来源：WIND、信达证券研发中心

三、盈利预测、估值与投资评级

3.1 盈利预测及假设

1) 经纪业务方面，考虑公司未披露股基成交情况，假设公司股基交易额市占率保持稳定，随市场环境改善，市场股票日均成交额保持小幅增长。

2) 投行业务方面，考虑公司已制定三年战略，将投行业务明确列为发展重点，以打造企业家信任的投资银行专家为关键业务战略，深入推进投行专业化改革。预计后续股权融资规模有望提升。

3) 信用业务方面，公司近年来两融规模市占率较稳定，考虑随股票市场交易端制度改善，两融标的扩容等影响，两融市场规模扩容有望驱动公司融资融券业务利息收入提升。

4) 自营业务方面，考虑公司近年来以自营资产规模扩容为主要的用表发展方向，明显加大了债权类金融资产投资和衍生品业务发展。公司自营业务业绩表现稳健，预计随市场修复，自营投资收益有望提升。

表 5：中国银河营收预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	23,749	35,984	33,642	34,747	40,532	45,562
YOY (%)		51.5%	-6.5%	3.3%	16.6%	12.4%
经纪业务（百万元）	6,460	6,464	6,468	6,067	6,628	7,241
YOY (%)		0.1%	0.1%	-6.2%	9.2%	9.3%
投行业务（百万元）	950	619	683	433	629	955
YOY (%)		-34.8%	10.4%	-36.7%	45.4%	51.8%
资管业务（百万元）	592	517	441	459	480	505
YOY (%)		-12.6%	-14.8%	4.1%	4.7%	5.2%
信用业务（百万元）	4,178	5,456	5,163	4,753	4,329	4,137
YOY (%)		30.6%	-5.4%	-7.9%	-8.9%	-4.4%
自营业务（百万元）	4,888	7,178	5,591	8,505	12,482	15,142
YOY (%)		46.8%	-22.1%	52.1%	46.8%	21.3%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

我们预计中国银河 2023-2025 年营业收入分别为 347.5/405.3/455.6 亿元，同比 +3.3%/16.6%/12.4%；归母净利润分别为 89.18/121.72/147.18 亿元，同比 +14.9%/36.5%/20.9%；对应 EPS 分别为 0.85/1.15/1.39 元/股。

3.2 估值与投资评级

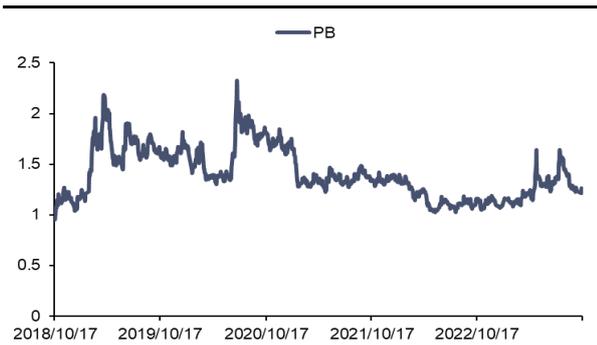
估值对标方面，我们以资产规模、杠杆率、ROE 为参考指标选取中信证券、中金公司、中信建投、东方证券四家券商作为估值对标公司。截至 2023 年 11 月 8 日，四家公司 2023 年 PB/ROE 平均值为 20.77 倍，我们认为，中国银河盈利能力较强，且投行、自营业务发展潜力较大，具备 ROE 持续提升潜力。基于公司 2023 年 ROE 预测，给予公司 1.60 倍 PB 估值，对应目标股价 17.6 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值对标

证券名称	预测 PB_2023	预测摊薄 ROE_2023	PB/ROE
中信证券	1.28	8.78%	14.55
中金公司	1.84	7.56%	24.41
东方证券	0.98	5.25%	18.72
中信建投	2.67	10.50%	25.40
平均			20.77
中国银河	1.60	7.70%	

资料来源: wind, 信达证券研发中心 注: 可比公司预测来自万得一致预期, 选取时间截至 11 月 8 日; 中国银河 2023 预测 PB 为目标估值

图 38：中国银河历史 PB（TTM）



资料来源: wind, 信达证券研发中心

四、风险因素

- 1、公司战略发展受阻。若公司新的三年发展战略推进受阻，则或将不利于业务发展和业绩实现。
- 2、市场占有率下滑。近年来线下营业网点经营难度加大，若公司营业部规模大幅收缩则或对公司经纪业务市占率产生不利影响
- 3、市场竞争加剧。公司营业网点集中于经济发达地区，处于较激烈的市场竞争中，若市场竞争加剧则不利于公司业务费率稳定。
- 4、净资本充足率较低。公司当前净资本充足率临近监管预警线，若后续资本补充不及时或一定程度上制约重资产业务发展战略。
- 5、债券市场波动。若债券市场利率波动可能会导致公司自营债券业务投资收益浮盈变化。

合并损益表		百万元 RMB				资产负债表		百万元 RMB			
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E		
货币资金	115995	116968	121338	125216	营业收入	33,642	34,747	40,532	45,562		
其中：客户资金存款	97230	98203	99185	100176	手续费及佣金净收入						
结算备付金	39811	37589	40936	42116	其中：代理买卖证券业务净收入	6,468	6,067	6,628	7,241		
其中：客户备付金	29856	27634	29183	28832	证券承销业务净收入	683	433	629	955		
融出资金					资产管理业务净收入	441	459	480	505		
	84329	88546	97400	107140	利息净收入	5,163	4,753	4,329	4,137		
交易性金融资产	171923	272686	311546	352126	投资净收益	5,591	8,505	12,482	15,142		
衍生金融资产	1247	1247	1472	1664	其他业务收入	15,296	14,531	15,984	17,582		
买入返售金融资产	20293	17518	15159	13154	营业支出	25,695	25,530	27,966	30,412		
可供出售金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	140	319	372	418		
持有至到期投资	0	0	0	0	管理费用	10,224	10,603	11,311	12,072		
长期股权投资	62	62	73	82	信用减值损失	153	174	405	456		
应收利息	0	0	0	0	其他业务成本	15,191	14,432	15,875	17,462		
存出保证金	16070	16230	16393	16557	营业利润	7,947	9,217	12,566	15,150		
固定资产	579	579	683	772	加：营业外收入	16	32	21	29		
无形资产	750	750	886	1001	减：营业外支出	-8	89	85	63		
其他资产	21950	21950	24603	27082	利润总额	7,971	9,160	12,502	15,116		
总资产	625216	700778	771399	857295	减：所得税	209	241	328	397		
短期借款	8390	10068	11075	12183	净利润	7,761	8,919	12,173	14,719		
拆入资金	19033	22840	27408	32889	减：少数股东损益	1	1	1	2		
交易性金融负债	33638	40365	48438	58126	归属于母公司所有者的净利润	7,761	8,918	12,172	14,718		
衍生金融负债	2598	3897	5845	8768							
卖出回购金融资产款	158495	177515	195266	214793							
代理买卖证券款	129646	130942	132252	133574							
代理承销证券款	0	0	0	0							
应付职工薪酬	5677	5888	6281	6704	基本比率和每股指标						
应付债券	96918	111455	122601	134861	净利率	23%	26%	30%	32%		
长期借款	0	0	0	0	总资产收益率	1.2%	1.3%	1.6%	1.7%		
总负债	522603	584969	649633	727054	净资产收益率	7.6%	7.7%	10.0%	11.3%		
总股本	10137	10552	10552	10552	市盈率(倍)	17.7	15.4	11.3	9.3		
所有者权益合计	102613	115809	121765	130241	市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.1		
少数股东权益	23	26	28	29	每股净利润(元/股)	0.8	0.8	1.2	1.4		
归属于母公司所有者权益合计	102590	115783	121738	130211	每股净资产(元/股)	9.7	11.0	11.5	12.3		

研究团队简介

王舫朝，信达证券研发中心金融地产中心总经理、非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心。

武子皓，中小盘分析师，西安交通大学学士，悉尼大学硕士，ACCA，五年研究经验，曾就职于民生证券，国泰君安证券，2022年加入信达证券从事中小市值行业研究工作，2019年“新浪金麒麟行业新锐分析师”。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾就职于天风证券，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。