

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国银河(601881)

投资评级 买入

上次评级 买入

王舫朝 非银金融行业首席分析师

执业编号: S1500519120002

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

冉兆邦 非银金融行业分析师

执业编号: S1500523040001

邮箱: ranzhaobang@cindasc.com

相关研究

业务战略体系纵深推进, 固收业务保持领先

进取, 以机构业务打造大投行

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

短期投资波动致业绩承压, 自营驱动大幅扩表

2024年04月30日

事件: 中国银河发布 2023 年一季报。2023 年公司实现营收/归母净利润 72.14/16.31 亿元, 同比-17.06%/-27.46%, 加权平均 ROE 1.30%, 同比减少 1.06 个百分点。

点评:

- **投行、资管增长亮眼, 自营业绩承压。**2024Q1, 公司调整后营收 40.80 亿元, 同比-21.2%, 经纪/投行/资管/信用/自营业务累计收入分别为 12.56/0.95/1.09/9.30/16.29 亿元, 同比-9.8%/+65.2%/+7.3%/-16.9%/-32.5%。自营业绩波动主因投资收益项下滑, 2024Q1 公司投资收益-22.80 亿元, 同比减少 38.64 亿元。
- **杠杆率进一步提升, 资产规模大幅向上, 金融投资资产仍为主要的扩表方向。**公司 2023 年 Q1 除客户资金杠杆率 4.55, 较年初提升 0.34 倍, 我们预计主要由于公司 2023 年积极补充净资本, 当前具备较好的扩表基础并在 Q1 实施扩表所致。2024Q1 公司资产规模 7688.50 亿元, 较年初+15.9%。其中金融投资资产规模 4147.20 亿元, 较年初+18.1%。此外, 2024Q1 公司卖出回购金融资产款 2059.14 亿元, 较年初+27.6%, 预计主因公司自营债券投资加杠杆水平提升。
- **管理费用小幅下滑, 费用率水平略有提升。**2024Q1 公司管理费用 23.95 亿元, 同比-5.97%, 管理费用下滑幅度较小。以调整后营收为基数, 公司 2024Q1 管理费用率 58.7%, 同比提升 9.5pct。预计主要由于员工人数增长。2023 年母公司员工总数 10468 人, 同比+6.9%。
- **盈利预测与投资评级:** 2023 年, 公司正式实施新一轮战略发展规划, 明确“金融报国、客户至上”的使命和“打造国内一流、国际优秀现代投行”的目标, 纵深推进“五位一体”战略。投行、机构业务有望迎来自发力, 头部优势或将进一步稳固。公司作为头部券商未来或受益于监管层支持券商通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强的政策。我们预计 2024-2026E 归母净利润分别为 84.53/97.32/107.38 亿元, 对应 2024-2026E PB 为 1.04/1.01/0.98X, 维持“买入”评级。

风险因素: 市场竞争加剧, 政策落地不及预期, 市场波动加剧等。

➤

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	33641.99	33644.08	35968.11	38814.01	41524.69
增长率 YoY %	-6.51	0.01	6.91	7.91	6.98
归属母公司净利润(百万元)	7760.54	7878.77	8453.22	9731.53	10737.92
增长率 YoY%	-25.60	1.52	7.29	15.12	10.34
净利润率%	0.23	0.23	0.24	0.25	0.26
净资产收益率 ROE%	0.08	0.06	0.06	0.07	0.08

EPS(摊薄)(元)	0.70	0.67	0.77	0.89	0.98
市盈率 P/E(倍)	17.54	17.28	16.10	13.99	12.68
市净率 P/B(倍)	1.33	1.04	1.04	1.01	0.98

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		百万元 RMB				合并损益表		百万元 RMB			
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	113,625	114,570	117,606	121,312	营业收入	33,644	35,968	38,814	41,525		
其中：客户资金存款	94,508	95,453	96,408	97,372	手续费及佣金净收入						
结算备付金	27,900	32,718	31,633	34,372	其中：代理买卖证券业务净收入	5,502	6,010	6,566	7,174		
其中：客户备付金	18,521	23,339	21,233	22,627	证券承销业务净收入	548	530	766	986		
融出资金	91,218	100,340	110,374	121,411	资产管理业务净收入	457	480	505	534		
交易性金融资产	206,183	297,988	330,424	373,174	利息净收入	4,163	4,886	5,371	5,844		
衍生金融资产	8,405	8,405	9,320	10,526	投资净收益	7,656	7,977	8,716	9,254		
买入返售金融资产	22,749	20,390	18,385	16,681	其他业务收入	15,319	16,085	16,889	17,734		
可供出售金融资产	0	0	0	0	营业支出	25,428	27,169	28,720	30,363		
持有至到期投资	0	0	0	0	营业税金及附加	150	160	173	185		
长期股权投资	245	245	271	307	管理费用	10,372	11,052	11,781	12,565		
应收利息	0	0	0	0	信用减值损失	34	360	388	415		
存出保证金	22,261	22,484	22,709	22,936	其他业务成本	14,852	15,595	16,374	17,193		
固定资产	535	535	593	670	营业利润	8,216	8,799	10,094	11,162		
无形资产	821	821	910	1,028	加：营业外收入	3	9	11	8		
其他资产	8,518	8,518	9,259	10,146	减：营业外支出	86	81	58	85		
总资产	663,205	720,891	789,950	873,939	利润总额	8,134	8,727	10,046	11,085		
短期借款	10,052	11,057	12,163	13,379	减：所得税	250	268	308	340		
拆入资金	6,905	8,286	9,943	11,932	净利润	7,884	8,459	9,738	10,745		
交易性金融负债	39,654	47,585	57,102	68,522	减：少数股东损益	5	6	6	7		
衍生金融负债	5,516	8,274	12,411	18,616	归属于母公司所有者的净利润	7,879	8,453	9,732	10,738		
卖出回购金融资产款	161,353	177,488	195,237	214,760							
代理买卖证券款	120,262	121,464	122,679	123,906							
代理承销证券款	0	0	0	0							
应付职工薪酬	6,044	6,439	6,865	7,321	基本比率和每股指标						
应付债券	100,546	110,600	121,660	133,826	净利率	23%	24%	25%	26%		
长期借款	0	0	0	0	总资产收益率	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%		
总负债	532,711	589,378	655,221	734,984	净资产收益率	6.0%	6.4%	7.2%	7.7%		
总股本	10,934	10,934	10,934	10,934	市盈率（倍）	17.3	16.1	14.0	12.7		
所有者权益合计	130,495	131,514	134,729	138,955	市净率（倍）	1.0	1.0	1.0	1.0		
少数股东权益	28	29	29	30	每股净利润（元/股）	0.7	0.8	0.9	1.0		
归属于母公司所有者权益合计	130,466	131,485	134,699	138,924	每股净资产（元/股）	11.9	12.0	12.3	12.7		

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。

张晓辉，信达证券研发中心银行资深分析师，悉尼大学硕士，曾就职于中国邮政集团研究院金融研究中心、西部证券等。2023年加入信达证券研究所，从事金融业研究工作，主要覆盖银行业，包括上市银行投资逻辑、理财行业及理财子、资产负债、风控、相关外部环境等。

廖紫苑，硕士，新加坡国立大学硕士，浙江大学学士，入选竺可桢荣誉学院、金融学试验班。工作经历涉及租赁、私募、银行和证券业。曾从事金融、家电和有色行业相关研究。曾就职于中国银行、民生证券、天风证券。2022年11月加入信达证券研发中心，从事银行业研究工作。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。