中国银河 (6881 HK)

今年首季盈利高增速但并非高质量

- **今年首季净利润环比同比均增长 51%。**受惠于 A 股市场年初至今的显著复苏，今年首季中国银河录得营业净收入 36 亿元（人民币，下同），环比/同比增长 24%/37%，净利润则环比同比均增长 51%至 15 亿元。年化平均股本回报率环比提升 3 个百分点至 9.2%。净利润占我们/市场一致预期 2019 年全年盈利预测的 41%/37%。不过，我们认为这一业绩表现并未带来惊喜，因为净利润的同比反弹幅度小于公司在月度母公司财务数据中披露的数字（2019 年首三个月同比增长 67%）。

- **业绩正面因素：**1）根据新的会计准则，中国银河的自营收益同比大幅增长 7.3 倍（季度数据不可比），主要是由于中国股市反弹（沪深 300 指数/创业板指数在 2019 年一季度上升 29%/35%）和公司扩大投资规模（环比增长 17%，同比增长 31%）；2）净经纪佣金环比增长 57%，主要受市场股票和基金日均成交额环比增长 76%所推动；3）由于股市回升，信用风险缓解，信用减值回拨 5,400 万元；4）成本收入比环比下降 7 个百分点/同比下降 5 个百分点至 45%，达到 2016 年四季度以来单季最低水平。

- **业绩负面因素：**1）净利息收入同比下降 26%（季度数据不可比），因来自融资融券业务的利息收入减少，这可能部分源自融出资金规模同比缩小（环比增长 14%/同比下降 11%）以及今年融资利率定价在火热的市场需求下存在一定下行压力，此外更高的利息支出（债务同比增长 30%）也对净利息收入形成挤压；2）投行和资产管理的净收入仍然低迷（环比下降 9%/7%），显示中国银河在这些业务领域的竞争力仍然疲弱。

- **高速增长但非高质量增长；维持「持有」评级。**中国银河目前估值为 0.68 倍 2019 年预测市帐率，低于其历史平均水平（自 2013 年 5 月上市以来）的 0.84 倍。公司的股价月初至今再上涨 4.5%，属 4 月同业中表现最好（行业平均-1.1%）。我们认为主要归因于 1）估值偏低（相对行业平均的 0.96 倍）和 2）临近季度业绩公布，市场看好其对日均成交额的高敏感性，因而期待更好的盈利回升。然而，我们认为今年一季度的整体业绩仅仅达到市场预期，并缺乏增长质量。A 股市场的乐观情绪似乎将会持续，而由于 2018 年二至四季度的低基数，中国银河可能在未来几个季度实现更高的同比增长。但我们认为公司在经纪业务以外其他业务的竞争力较弱，在 A 股机构化和直接融资市场发展的趋势（例如目前科创板的 92 个申请人中尚未有中国银河保荐的项目）中难以取得更好的发展机遇，因此缺乏中长期增长潜力。我们维持中国银河的「持有」评级和 4.80 港元目标价不变，目标价对应 0.61 倍 2019 财年预测市帐率。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	11,304	9,239	10,585	11,928	13,215
净利润(百万人民币)	3,981	2,887	3,701	4,368	4,988
每股收益(人民币)	0.39	0.28	0.37	0.43	0.49
每股收益变动(%)	(27)	(28)	28	18	14
市盈率(x)	11.8	16.3	12.7	10.8	9.4
市帐率(x)	0.73	0.71	0.68	0.65	0.62
股息率(%)	2.6	1.9	2.4	2.8	3.2
权益收益率(%)	6.5	4.4	5.5	6.2	6.7
财务杠杆(x)	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1

资料来源：公司、彭博及招银国际证券预测

持有（维持）

目标价	HK$4.80
(此前目标价	HK$4.80)
潜在升幅	-10.9%
当前股价	HK$5.39

隋晓萌
电话：(852) 3761 8775
邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

孙明，CFA
电话：(852) 3900 0836
邮件：terrysun@cmbi.com.hk

中国证券业

市值(百万港元)	117,971
3 月平均流通量(百万港元)	219.95
52 周内股价高/低(港元)	6.06/3.21
总股本(百万)	10,137.3

资料来源: 彭博

股东结构

中国银河金融控股有限责任公司	50.91%
BlackRock, Inc.	2.41%
中国证券金融股份有限公司	0.83%

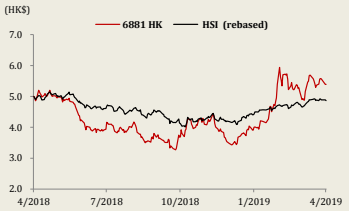
资料来源: 公司、彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 个月	4.5%	1.5%
3 个月	37.9%	24.3%
6 个月	46.5%	23.9%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师: 德勤
公司网站: www.chinastock.com.cn

图 1: 中国银河 2019 年一季度业绩概要

（百万元人民币）					
损益表	4Q18	1Q19	**QoQ**	1Q18	**YoY**
净佣金及手续费收入	1,026	1,429	39%	1,428	0%
经纪业务	730	1,145	57%	1,074	7%
投行业务	112	103	-9%	147	-30%
资管业务	174	163	-7%	206	-21%
净利息收入*	370	742	100%	1,006	-26%
自营收益*	1,493	1,430	-4%	171	734%
营业收入	**2,916**	**3,602**	**24%**	**2,621**	**37%**
营业支出	(1,551)	(1,654)	7%	(1,362)	21%
拨备前利润	**1,365**	**1,948**	**43%**	**1,258**	**55%**
减值拨备	(92)	54	N/A	(23)	N/A
税前利润	**1,273**	**2,001**	**57%**	**1,235**	**62%**
所得税	(245)	(459)	87%	(208)	121%
净利润	**1,018**	**1,533**	**51%**	**1,014**	**51%**
资产负债表	4Q18	1Q19	**QoQ**	1Q18	**YoY**
融出资金	44,632	51,060	14%	57,502	-11%
金融投资	92,477	108,275	17%	82,461	31%
买入返售金融资产	39,967	38,982	-2%	42,863	-9%
代理买卖证券款	56,695	83,594	47%	68,275	22%
股东权益	65,982	67,966	3%	65,564	4%
比率	4Q18	1Q19	**QoQ**	1Q18	**YoY**
平均净资产回报率	6.2%	9.2%	3.0ppt	6.2%	2.9ppt
平均总资产回报率	1.6%	2.2%	0.6ppt	1.5%	0.7ppt
杠杆倍数	3.0x	3.2x	0.2x	3.1x	0.1x
投资收益率	6.8%	5.7%	-1.1ppt	0.9%	4.8ppt
成本收入比	52%	45%	-7ppt	51%	-6ppt

资料来源：公司及招银国际证券

*：由于会计准则变更，1Q19 净利息收入与自营收益与 4Q18 数字不可比，因为来自以公允价值且其变动计入其他综合收益的债务工具和按摊余成本计量的债务工具的利息收入被从投资收益重分类至利息收入，导致本期实际自营收入减少及净利息收入增加；1Q18 数字已经过重述。

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净手续费及佣金收入	**6,085**	**4,805**	**5,803**	**6,428**	**7,098**
经纪业务	4,757	3,464	4,412	4,905	5,452
投行业务	557	531	563	642	719
资管业务	700	747	761	814	880
其他	72	64	67	67	48
净利息收入	**2,986**	**2,267**	**2,518**	**2,773**	**3,055**
自营净收益	2,256	2,123	2,268	2,730	3,065
其他收入及收益净额	(24)	43	(4)	(4)	(4)
经营收入	**11,304**	**9,239**	**10,585**	**11,928**	**13,215**
经营支出	**(5,813)**	**(5,149)**	**(5,605)**	**(6,192)**	**(6,739)**
拨备前利润	**5,491**	**4,090**	**4,980**	**5,735**	**6,475**
减值拨备	(682)	(408)	(307)	(219)	(178)
所得税前利润	**4,809**	**3,682**	**4,673**	**5,517**	**6,297**
所得税费用	(790)	(750)	(926)	(1,099)	(1,259)
年度利润	**4,019**	**2,932**	**3,747**	**4,417**	**5,038**
少数股东权益	(38)	(45)	(47)	(49)	(50)
净利润	**3,981**	**2,887**	**3,701**	**4,368**	**4,988**

资料来源：公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
客户存款	50,777	42,529	57,884	63,708	70,050
结算备付金	12,538	12,687	13,842	15,573	17,513
融出资金	60,064	44,632	49,095	52,532	56,209
金融投资	71,250	92,477	104,499	113,904	121,877
衍生金融资产	23	76	114	149	193
买入返售金融资产	38,256	39,967	41,166	43,636	46,254
长期股权投资	0	877	877	877	877
其他资产	21,906	18,119	10,188	9,084	9,412
总资产	**254,815**	**251,363**	**277,665**	**299,463**	**322,385**
代理买卖证券款	64,787	56,695	73,513	80,910	88,263
短期负债及借款	50,095	39,833	44,165	48,553	53,148
长期负债及借款	62,881	79,501	81,886	88,437	95,512
其他负债	12,166	8,996	8,947	9,121	9,312
总负债	**189,929**	**185,025**	**208,510**	**227,021**	**246,235**
股东总权益	**64,513**	**65,982**	**68,781**	**72,049**	**75,737**
少数股东权益	373	356	374	392	412
总权益	**64,887**	**66,338**	**69,154**	**72,441**	**76,149**

资料来源：公司、招银国际证券预测

主要比率

年结：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营收入结构					
净手续费及佣金收入	54%	52%	55%	54%	54%
经纪业务	42%	37%	42%	41%	41%
投行业务	5%	6%	5%	5%	5%
资管业务	6%	8%	7%	7%	7%
净利息收入	26%	25%	24%	23%	23%
自营净收益	20%	23%	21%	23%	23%
总计	100%	100%	100%	100%	100%
同比增速					
净手续费及佣金收入	-21%	-21%	21%	11%	10%
经纪业务	-22%	-27%	27%	11%	11%
投行业务	-46%	-5%	6%	14%	12%
资管业务	54%	7%	2%	7%	8%
净利息收入	21%	-24%	11%	10%	10%
自营净收益	-25%	-6%	7%	20%	12%
经营收入	-15%	-18%	15%	13%	11%
拨备前利润	-20%	-26%	22%	15%	13%
净利润	-23%	-27%	28%	18%	14%
经营效率指标					
成本收入比	51%	55%	52%	51%	50%
净利润率	35%	31%	35%	37%	38%
杠杆水平					
财务杠杆（倍）	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1
回报率					
平均权益回报率	6.5%	4.4%	5.5%	6.2%	6.7%
平均资产回报率	1.6%	1.1%	1.4%	1.5%	1.6%
每股数据					
每股净利润（元人民币）	0.39	0.28	0.37	0.43	0.49
每股股息（元人民币）	0.12	0.09	0.11	0.13	0.15
每股账面值（元人民币）	6.36	6.51	6.78	7.11	7.47

资料来源：公司、招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入 : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有 : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出 : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级 : 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼　　电话: (852) 3900 0888　　传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司("招银证券")为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便做出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺做出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显着区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者
本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令("金融服务令")第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者
本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的"主要机构投资者"，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。