

分析师: 张洋  
 登记编码: S0730516040002  
 zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

## 债权融资保持快速增长, 固收自营布局客需驱动

——中国银河(601881)2024 年中报点评

### 证券研究报告-中报点评

增持(维持)

#### 市场数据(2024-09-24)

收盘价(元)	12.04
一年内最高/最低(元)	13.74/9.81
沪深 300 指数	3,351.91
市净率(倍)	1.26
总市值(亿元)	1,316.50
流通市值(亿元)	1,316.50

发布日期: 2024 年 09 月 25 日

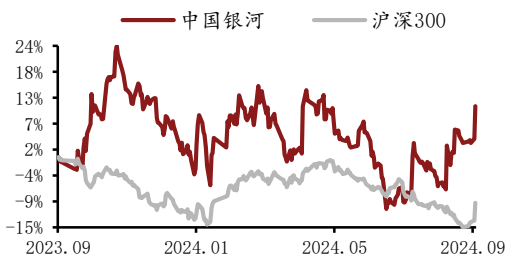
#### 基础数据(2024-06-30)

每股净资产(元)	9.52
总资产(亿元)	7,663.09
所有者权益(亿元)	1,339.32
净资产收益率(%)	3.63
总股本(亿股)	109.34
H 股(亿股)	36.91

**2024 年中报概况:**中国银河 2024 年上半年实现营业收入 170.86 亿元, 同比-1.88%; 实现归母净利润 43.88 亿元, 同比-11.16%; 基本每股收益 0.35 元, 同比-22.22%; 加权平均净资产收益率 3.63%, 同比-1.47 个百分点。2024 年半年度拟 10 派 0.84 元(含税)。

**点评:** 1.2024H 公司投资收益(含公允价值变动)占比出现提高, 资管业务净收入占比基本持平, 经纪、投行、利息、其他收入占比出现下降。2.经纪业务随市略有承压, 合并口径经纪业务手续费净收入同比-12.97%。3.债权融资规模保持快速增长, 合并口径投行业务手续费净收入同比+42.25%, 低基数下实现逆市增长。4.券商资管规模企稳回升, 合并口径资管业务手续费净收入同比+2.24%。5.固定收益投资全面布局客需驱动型创新业务, 合并口径投资收益(含公允价值变动)同比+5.52%。6.两融规模小幅下滑, 质押规模微幅下降, 合并口径利息净收入同比-16.60%。7.各项排名稳中有进, 国际业务收入同比-1.08%。

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 聚源、中原证券研究所

#### 相关报告

《中国银河(601881)年报点评: 经纪自营双轮驱动, 国际业务实现差异化竞争》 2024-04-09

《中国银河(601881)中报点评: 投资收益快速改善, 国际业务增势喜人》 2023-09-06

《中国银河(601881)年报点评: 自营探索中性策略, 国际业务实现差异化竞争》 2023-04-06

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

**投资建议:**报告期内公司经纪业务虽受市场环境有所波动, 但整体仍保持行业领先; 债权融资规模连续多年保持快速增长, 股权融资业务加强专业能力和项目储备; 权益自营积极发展中低风险投资业务, 固收自营全面布局客需驱动型创新业务, 投资收益(含公允价值变动)同比稳中有升; 国际业务实现差异化竞争, 各项排名稳中有进。作为中央汇金控股的券商, 公司经营聚焦服务国家重大战略及实体经济, 未来有望在扶优限劣以及建设一流投资银行的政策导向中持续受益。预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.56 元、0.60 元, BVPS 分别为 9.62 元、10.08 元, 按 9 月 24 日收盘价 12.04 元计算, 对应 P/B 分别为 1.25 倍、1.19 倍, 维持“增持”的投资评级。

**风险提示:** 1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑; 2.市场波动风险; 3.资本市场改革的政策效果不及预期

	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入(亿元)	336.42	336.44	323.57	337.70
增长比率	-7%	0%	-4%	4%
归母净利(亿元)	77.61	78.79	66.63	71.84
增长比率	-26%	1%	-15%	8%
EPS(元)	0.70	0.67	0.56	0.60
市盈率(倍)	9.94	16.63	21.50	20.07
BVPS(元)	8.55	9.20	9.62	10.08
市净率(倍)	1.08	1.38	1.25	1.19

资料来源: Wind、中原证券研究所

## 中国银河 2024 年中报概况：

中国银河 2024 年上半年实现营业收入 170.86 亿元，同比-1.88%；实现归母净利润 43.88 亿元，同比-11.16%；基本每股收益 0.35 元，同比-22.22%；加权平均净资产收益率 3.63%，同比-1.47 个百分点。2024 年半年度拟 10 派 0.84 元（含税），分派红利总额占上半年合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 20.93%。

### 点评：

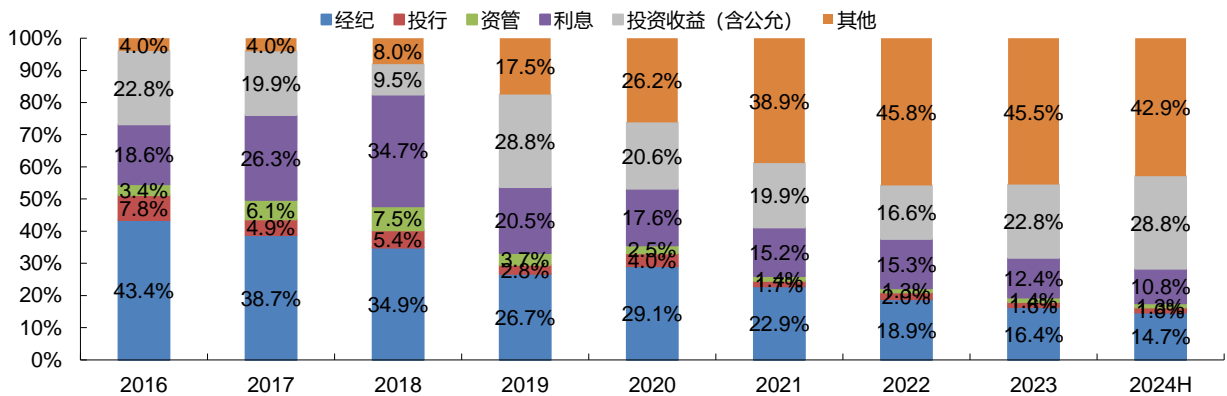
#### 1. 投资收益（含公允价值变动）占比提高的幅度较为明显

2024H 公司经纪、投行、资管、利息、投资收益（含公允价值变动）和其他业务净收入占比分别为 14.7%、1.6%、1.3%、10.8%、28.8%、42.9%，2023 年分别为 16.4%、1.6%、1.4%、12.4%、22.8%、45.5%。

2024H 公司投资收益（含公允价值变动）占比出现提高，资管业务净收入占比基本持平，经纪、投行、利息、其他收入占比出现下降。其中，投资收益（含公允价值变动）占比提高的幅度较为明显。

根据公司 2024 年中报披露的相关信息，报告期内公司其他收入主要为大宗商品销售、租赁收入及其他，本期合计 72.84 亿元，同比+1.58%。

图 1：2016-2024H 公司收入结构



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

注：其他收入包括汇兑损益、资产处置收益、其他收益、其他业务收入等

#### 2. 经纪业务随市略有承压

2024H 公司实现合并口径经纪业务手续费净收入 25.10 亿元，同比-12.97%。

报告期内公司零售经纪业务不断优化“客户分类、投顾分级、服务分层、产品多元、科技支撑”体系，持续提供“专业+陪伴+敏捷”的财富管理服务。截至报告期末，公司客户总数突破 1600 万户，较 2023 年底+50 万户。报告期内公司实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）21.49 亿元，同比-12.24%。

代销金融产品业务方面，截至报告期末，公司代销金融产品保有规模 1985.08 亿元，较 2023 年底+1.3%。报告期内公司实现代销金融产品业务净收入 1.54 亿元，同比-40.17%。

机构经纪业务方面，截至报告期末，公司托管与基金服务业务规模 2259.29 亿元，较 2023 年底-20.08%；PB 业务规模 2606.25 亿元。

期货经纪业务方面，报告期内公司实现期货经纪业务手续费净收入 2.07 亿元，同比+15.99%。

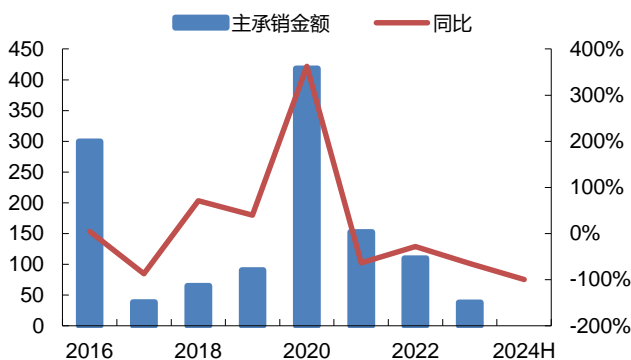
### 3. 债权融资规模保持快速增长，投行业务低基数下实现逆市增长

2024H 公司实现合并口径投行业务手续费净收入 2.66 亿元，同比+42.25%。

股权融资业务方面，报告期内公司完成 2 单上市公司收购财务顾问项目、3 单新三板推荐挂牌项目、2 单新三板定向发行项目。截至 2024 年 9 月 25 日，公司 IPO 项目储备 3 个（不包括辅导备案登记项目），排名行业第 27 位。

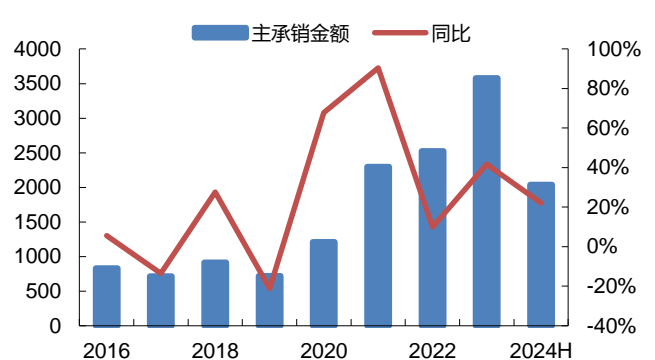
债权融资业务方面，报告期内公司各类债券主承销金额 2035.44 亿元，同比+22.1%；排名行业第 7 位，较 2023 年底+5 位。

图 2：公司股权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 3：公司债权融资规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

### 4. 券商资管规模企稳回升

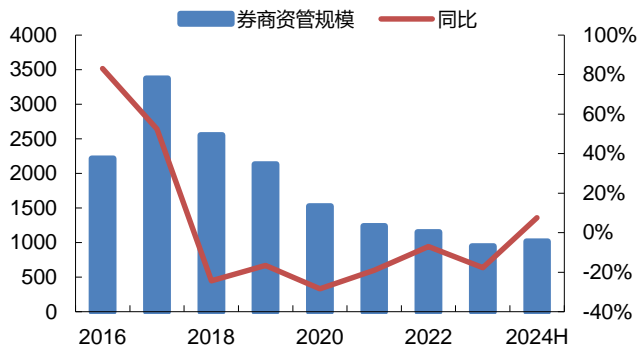
2024H 公司实现合并口径资管业务手续费净收入 2.28 亿元，同比+2.24%。

券商资管业务方面，报告期内公司资管子公司银河金汇产品整体业绩稳健，产品谱系和类

型结构不断优化。截至报告期末，银河金汇资产管理总规模 1017.44 亿元，较 2023 年底 +7.59%。其中，集合、单一、专项资管规模分别为 557 亿、453 亿、8 亿，同比分别+150 亿、-69 亿、-9 亿。报告期内银河金汇实现营业收入 2.38 亿元，同比+9.17%。

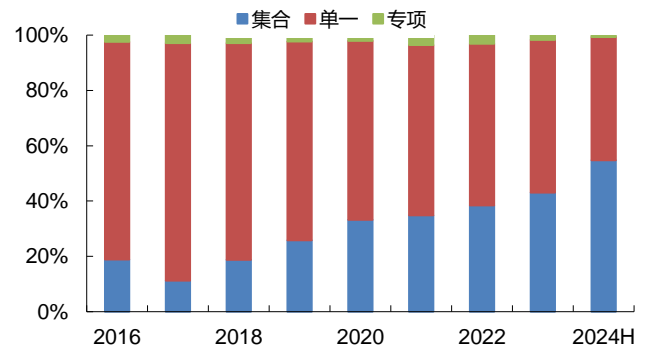
私募基金业务方面，截至报告期末，银河创新资本在管基金认缴规模 277.24 亿元，实缴规模 33.59 亿元。报告期内银河创新资本实现营业收入-0.30 亿元，同比+66.67%。

图 4：公司券商资管规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 5：公司券商资管业务结构（亿）



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

## 5. 固定收益投资全面布局客需驱动型创新业务

2024H 公司实现合并口径投资收益（含公允价值变动）49.15 亿元，同比+5.52%。

权益类自营业务方面，报告期内公司积极发展中低风险投资业务，稳扎稳打做好权益组合投资交易。

固定收益类自营业务方面，报告期内公司全面布局客需驱动型创新业务，以打造 FICC 领域的核心竞争力。

另类投资业务方面，报告期内公司全资子公司银河源汇聚科技自立自强，聚焦对科创龙头企业的支持服务；继续强化“协同”定位，持续探索 IPO、并购重组业务机会。报告期内银河源汇实现营业收入-1.03 亿元，同比-142.56%。

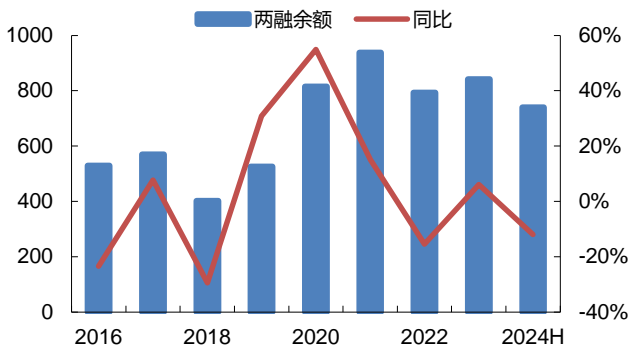
## 6. 两融规模小幅下滑，质押规模微幅下降

2024H 公司实现合并口径利息净收入 18.39 亿元，同比-16.60%。

融资融券业务方面，截至报告期末，公司两融余额为 740 亿元，较 2023 年底-12.01%。

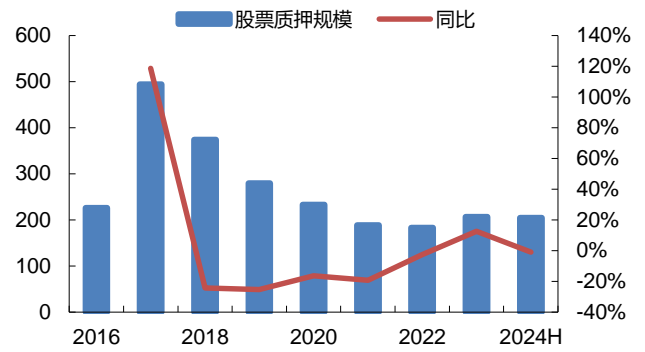
股票质押业务方面，截至报告期末，公司股票质押待购回余额 290 亿元，较 2023 年底-0.97%。

图 6：公司两融余额（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

图 7：公司股票质押规模（亿）及同比增速



资料来源：Wind、公司财报、中原证券研究所

## 7. 国际业务各项排名稳中有进

2024H 公司实现国际业务收入 10.49 亿元，同比-1.08%。

报告期内公司全资子公司银河国际控股各项业务排名稳中有进。其中，香港市场经纪业务市场排名较 2023 年+2 位；债权承销规模在中资券商中排名第 6 位，股权承销规模在中资券商中排名第 7 位。

报告期内银河-联昌完成品牌重塑后更名为银河海外。银河海外在东南亚核心市场持续保持领先地位，经纪业务市场排名较 2023 年持稳上升。

## 投资建议

报告期内公司经纪业务虽受市场环境有所波动，但整体仍保持行业领先；债权融资规模连续多年保持快速增长，股权融资业务加强专业能力和项目储备；权益自营积极发展中低风险投资业务，固收自营全面布局客需驱动型创新业务，投资收益（含公允价值变动）同比稳中有升；国际业务实现差异化竞争，各项排名稳中有进。作为中央汇金控股的券商，公司经营聚焦服务国家重大战略及实体经济，未来有望在扶优限劣以及建设一流投资银行的政策导向中持续受益。

预计公司 2024、2025 年 EPS 分别为 0.56 元、0.60 元，BVPS 分别为 9.62 元、10.08 元，按 9 月 24 日收盘价 12.04 元计算，对应 P/B 分别为 1.25 倍、1.19 倍，维持“增持”的投资评级。

**风险提示：1.权益及固收市场环境转弱导致公司业绩出现下滑；2.市场波动风险；3.资本市场改革的政策效果不及预期**

**财务报表预测和估值数据汇总**
**表 1: 资产负债表预测 (亿元)**

	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>资产:</b>	<b>6252.16</b>	<b>6632.05</b>	<b>7758.99</b>	<b>8129.06</b>
货币资金	1159.95	1136.25	1707.40	1772.46
融出资金	843.29	912.18	775.35	852.89
金融投资	3223.51	3510.13	4097.66	4302.54
买入返售金融资产	202.93	227.49	238.86	214.97
应收利息及款项	104.81	129.43	155.32	163.09
长期股权投资	0.62	2.45	2.70	2.84
固定及无形资产	13.29	13.56	12.20	12.81
商誉	10.46	10.33	10.25	10.25
其他资产合计	693.62	690.23	759.25	797.21
<b>负债:</b>	<b>5226.03</b>	<b>5327.11</b>	<b>6408.06</b>	<b>6728.47</b>
流动负债	555.31	433.67	260.20	273.21
交易性金融负债	336.38	396.54	674.12	707.83
卖出回购金融资产款	1584.95	1613.53	1854.74	1947.48
代理买卖证券款	1296.46	1202.62	1803.93	1894.13
应付款项	139.83	149.11	156.57	164.40
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	969.18	1005.46	1106.01	1161.31
其他负债	343.90	526.18	552.49	580.11
<b>所有者权益:</b>	<b>1026.13</b>	<b>1304.95</b>	<b>1350.93</b>	<b>1400.59</b>
股本	101.37	109.34	109.34	109.34
其他权益工具	159.36	298.28	298.28	298.28
资本公积金	250.52	322.24	322.24	322.24
库存股	0.00	0.00	0.00	0.00
存留收益	362.76	407.25	439.83	475.02
一般风险准备	151.88	167.55	180.95	195.43
少数股东权益	0.23	0.28	0.29	0.28

资料来源: Wind、中原证券研究所



**表 2：利润表预测（亿元）**

	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>营业收入：</b>	<b>336.42</b>	<b>336.44</b>	<b>323.57</b>	<b>337.70</b>
手续费及佣金净收入	75.17	65.55	55.65	60.89
其中：经纪业务	63.65	55.02	44.02	48.42
投行业务	6.83	5.48	6.03	6.63
资管业务	4.41	4.57	4.80	5.04
利息净收入	51.63	41.63	33.30	36.63
投资收益（含公允）	55.91	76.56	80.39	84.41
其他收入	153.71	152.70	154.23	155.77
<b>营业支出：</b>	<b>256.95</b>	<b>254.28</b>	<b>254.83</b>	<b>263.59</b>
管理费用	102.24	103.72	104.76	110.00
其他成本	154.71	150.56	150.07	153.59
<b>营业外收入：</b>	<b>0.24</b>	<b>(0.83)</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>利润总额：</b>	<b>79.71</b>	<b>81.34</b>	<b>68.74</b>	<b>74.11</b>
所得税	2.09	2.50	2.11	2.27
<b>净利润：</b>	<b>77.61</b>	<b>78.84</b>	<b>66.63</b>	<b>71.84</b>
少数股东损益	(0.01)	(0.05)	(0.00)	(0.00)
<b>归母净利：</b>	<b>77.61</b>	<b>78.79</b>	<b>66.63</b>	<b>71.84</b>

资料来源：Wind、中原证券研究所

**表 3：每股指标与估值**

	2022A	2023A	2024E	2025E
EPS	0.70	0.67	0.56	0.60
ROE（加权）	8.21%	7.52%	5.58%	5.78%
BVPS	8.55	9.20	9.62	10.08
P/E	9.94	16.63	21.50	20.07
P/B	1.08	1.38	1.25	1.19

资料来源：Wind、中原证券研究所

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。