安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 03 月 03 日

公司深度分析

证券研究报告

证券

中国银河（601881.SH）

银河巨舰扬帆起航，综合实力行业前列

■**公司概况：**银河证券成立于 2007 年，并于 2013 年在香港 IPO 上市。公司第一大股东为中国银河金融控股公司，实际控制人为汇金公司。2015 年银河证券净资本排名行业第 5 名，公司营业收入及净利润排名分别为第 6 名及第 8 名，均处于领先地位。公司业务收入结构较为稳定，近五年以来经纪业务占比均为 50%左右。随着公司在 A 股上市进一步补充资本，综合业务实力将继续得以增强。

■**经纪业务：网点布局完善，佣金率下降相对缓慢。**2015 年公司经纪业务实现收入 152 亿元，同比增长 184%。银河证券经纪业务方面始终保持优势，股基交易规模行业排名维持在前 3 名，2016 年上半年银河证券经纪业务佣金率为万分之四点五四，下降幅度低于行业下降幅度。**（1）高市占率、高佣金率得益于营业网点布局完善。**截至 2016 年 6 月 30 日公司设立了 396 家分支机构，经济发达地区的证券营业部占总营业部数量的 51%。**（2）公司客户粘性较大。**公司经纪客户粘性较大，开户年限超过 3 年的客户占比约 77.10%，开户年限超过 10 年的客户占比约 41.15%。**（3）布局互联网金融，扩大竞争优势。**互联网金融浪潮下，公司自主开发了移动证券、移动商城，开通了微信公众号。同时公司未来还将重点打造轻型营业部，实现线上线下联动。资本金补充之后公司将巩固经纪业务优势，预计 2017 年经纪业务市场占有率将达到 5.2%，佣金率维持在万分之四点二左右。

■**信用交易业务：融资融券业务客户资源丰富。**2016 年末公司融资融券余额达到 529 亿元，市场占有率达到 5.6%。公司经纪业务积累了大量的客户资源，同时较强的净资本实力保证了融资融券业务的发展规模，市场占有率始终处于行业前列。股票质押业务方面，2016 年上半年公司股票质押回购业务的待回购市值为 29 亿元，行业排名 34 位，与行业可比上市券商相比，公司股票质押业务仍有发展空间。预计 2017 年公司融资融券余额市场份额达到 5.8%左右。

■**自营业务：主动管理严控风险。**2015 年自营规模达到 711 亿元，同比增长 276%；市场大幅波动的情况下公司仍取得较高投资收益，2015 年投资收益达到 47 亿元，同比增长 366%。2016 年 1 月至 6 月公司实现投资收益 16 亿元，其中金融工具持有期间的分红和利息较高，主要由于自营债券规模增加导致了较高的利息收入。市场波动剧烈，公司通过主动管理、降低风险敞口等方式控制风险，预计 2017 年公司自营业务收入同比增长 20%。

■**资管业务：资管规模增长迅速。**资管业务方面，2015 年公司实现资管业务净收入 4.5 亿元，同比增长 134%；受托资产管理规模增长迅速，同比增长 193%。截至 2016 年 6 月 30 日公司证券资产管理业务 185 只，其中包括 64 只集合资产管理品、116 只定向资产管理品和 5 只专项资产管理品。预计 2017 年公司将提高主动管理比例，提升资管业务盈利能力。

■**投行业务：承销业务行业领先。**2016 年上半年公司实现投行收入 5 亿元，主承销 2 个 IPO 项目、6 个非公开发行股票项目以及 1 个可转债项目；9 个企业债项目以及 17 个公司债项目发行，企业债承销保持行业前列。近年来公司主承销规模呈稳健上涨趋势，2015 年主承销规模达到 1046 亿元。预计 2017 年公司投行业务收入增速约为 25%。

■**金融产业多元布局，海外业务发展稳健。**银河证券旗下控股的公司包括银河期货、银河创新资本、银河国际控股、银河金汇以及银河源汇投资。此外公司还参股了多家股权交易中心，在金融产业实现多元化布局。公司通过银河国际控股开展海外业务，提供经纪、投行、资产管理、保险经纪等多项服务，2016 年上半年为公司贡献营业收入 1.5 亿元。

■**股东实力雄厚，金融资产丰富。**银河证券第一大股东为中国银河金融控股有限公司，持股比例为 50.91%，实际控制人为汇金公司。银河金控经营范围覆盖了证券、基金、保险、信托、银行等行业。公司实际控制人中央汇金旗下参控股金融机构则包括 6 家银行、3 家保险公司、6 家证券公司以及资产管理等金融资产，股东金融实力雄厚，有助于促进业务协同，提升公司发展空间。

■**“A+H”股上市，资本金规模增长。**银河证券成为第 12 家 A+H 股券商，此次 A 股上市募集资金约 40 亿元，资本金得到补充，有助于公司扩大现有的经纪业务优势，同时提高自营、资管、投行业务规模及实力。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 15.98 元。2017 年至 2019 年 EPS 分别为 0.75 元/0.89 元/1.02 元。

■**风险提示：市场交易量萎缩，政策监管风险，信用违约风险**

摘要(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
主营收入	26260	15362	18995	21964	25242
净利润	9877	6089	7590	9056	10406
每股收益(元)	1.03	0.64	0.75	0.89	1.02
每股净资产(元)	5.97	5.8	6.45	7.11	7.68
盈利和估值					
市盈率(倍)	13	21	18	15	13
市净率(倍)	2.28	2.35	2.11	1.91	1.77
净利润率	38%	40%	40%	41%	41%
净资产收益率	17%	11%	12%	12%	13%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

首次评级

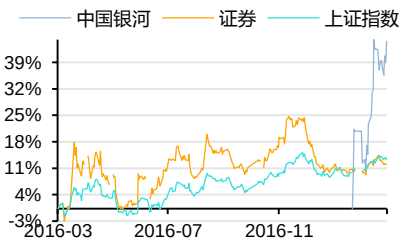
6 个月目标价： **15.98 元**

股价（2017-03-02） **14.15 元**

交易数据

总市值（百万元）	143,442.21
流通市值(百万元)	8,490.00
总股本（百万股）	10,137.26
流通股本(百万股)	600.00
12 个月价格区间	9.81/14.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.47	0.43	-13.35
绝对收益	19.71		

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaoxh3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

檀天 报告联系人
tantian@essence.com.cn
021-35082392

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 公司概况 4
1.1. 公司发展沿革 4
1.2. 股东结构 4
2. 公司综合实力行业领先 4
3. 公司业务全面发展，经纪业务位居前列 6
3.1. 经纪业务线上线下联动 6
3.1.1. 营业网点布局完善，市场占有率位居前列 6
3.1.2. 高净值客户带来转型基础 8
3.1.3. 布局互联网金融，扩大竞争优势 9
3.2. 信用交易业务客户资源丰富 9
3.3. 自营业务以固定收益为主 11
3.4. 投行承销发展稳健 11
3.5. 资产规模增长迅速 13
4. 国资背景实力雄厚，两地上市提升资本规模 14
4.1. 金融产业多元布局，海外业务发展稳定 14
4.2. 股东实力雄厚，金融资产丰富 15
4.3. “A+H”股上市，资本规模大增 15
5. 盈利预测与估值 16
5.1. 盈利预测 16
5.2. 估值 16

图表目录

图 1：银河证券营业收入及增速 4
图 2：银河证券归母净利润及增速 5
图 3：业务结构稳定，经纪业务为主 5
图 4：公司经纪业务表现突出 6
图 5：公司市场份额保持在 5%左右 7
图 6：公司股基交易规模行业前三 7
图 7：公司营业网点布局完善 8
图 8：佣金率平稳下滑 8
图 9：公司证券经纪用户黏性大 9
图 10：信用交易业务发展迅速 9
图 11：2016 年公司融资融券余额稳定在 500 亿元左右 10
图 12：公司两融规模及市场排名居于行业前列 10
图 13：自营规模大幅提升 11
图 14：投资收益大幅增长 11
图 15：投行业务发展稳健 12
图 16：主承销规模稳步提升 12
图 17：资产管理业务发展迅速 13
图 18：银河证券受托管理资金规模提升迅速（亿元） 13
图 19：银河金控金融资产丰富 15

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：A 股发行前后公司股东情况 4
表 2：银河证券规模及业务排名均位于行业前列 6
表 3：融资融券利息收入在可比公司中处于较高水平 10
表 4：公司股权承销情况 12
表 5：公司债券承销情况 13
表 6：资产管理业务类型 14
表 7：银河国际控股全资子公司 14
表 8："A+H"股券商统计 16
表 9：可比公司 PE 16
表 10：可比公司 PB 17
表 11：财务报表预测和估值数据汇总 18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公司概况

1.1. 公司发展沿革

2007 年 1 月 26 日银河证券由中国银河金融控股有限责任公司作为主发起人，联合 4 家国内机构投资者现金出资 60 亿元共同发起正式成立。2013 年公司在境外首次公开发行 150,000 万股 H 股股票，于 2013 年 5 月 22 日在香港联交所上市交易，并于 2013 年 6 月 13 日行使部分超额配售选择权，额外发行 3,725.88 万股 H 股股票。2017 年 1 月 23 日公司在 A 股上市，成为一家“A+H”股上市的券商。

1.2. 股东结构

公司第一大股东为中国银河金融控股有限公司，持股比例为 50.91%，实际控制人为汇金公司。截至 2016 年 6 月 30 日，汇金公司持有银河金控 78.57%的股权，为国有独资公司。

表 1：A 股发行前后公司股东情况

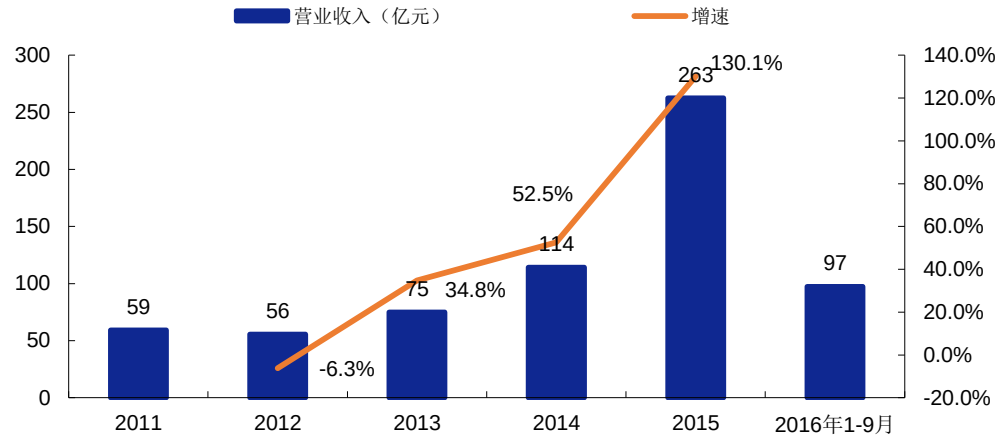
股东名称	股份类别	A 股发行前		A 股发行后	
		持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
中国银河金融控股有限责任公司	内资股	5,217,743,240	54.71%	5,160,610,864	50.91%
中国人民财产保险股份有限公司	内资股	114,381,147	1.20%	114,381,147	1.13%
上海农村商业银行股份有限公司	内资股	110,000,000	1.15%	110,000,000	1.09%
兰州银行股份有限公司	内资股	90,514,398	0.95%	90,514,398	0.89%
社保基金理事会	内资股	-	-	58,726,267	0.58%
其他内资股股东	内资股	313,635,339	3.29%	912,041,448	9%
H 股股东	H 股	3,690,984,633	38.70%	3,690,984,633	36.41%
合计		9,537,258,757	100%	10,137,258,757	100%

资料来源：招股说明书

2. 公司综合实力行业领先

2013 年至 2015 年银河证券营业收入及归母净利润保持增长态势。公司经纪业务优势明显，2015 年在市场交投活跃的大背景之下，公司营业收入达到 263 亿元，同比增长 130%；实现归母净利润 98 亿元，同比增长 161%。2016 年前三季度，受到市场遇冷的影响，营业收入出现下滑，前三季度实现营业收入 97 亿元，同比下降 50%；归母净利润 35 亿元，同比下降 52%。

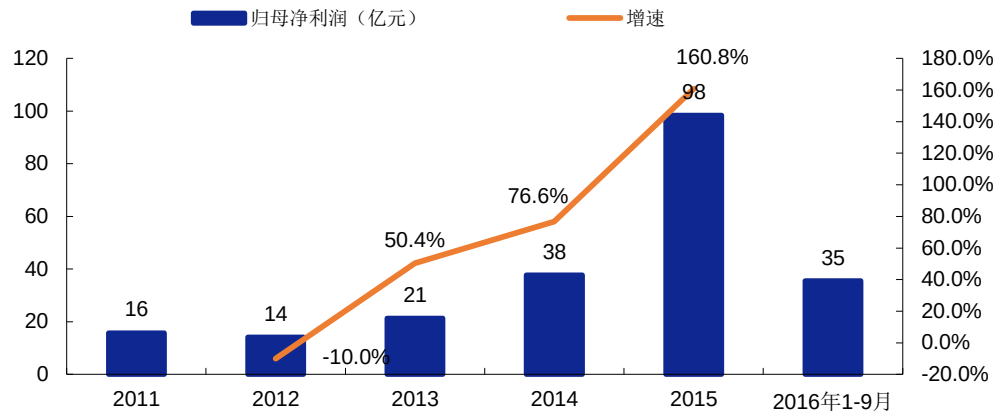
图 1：银河证券营业收入及增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

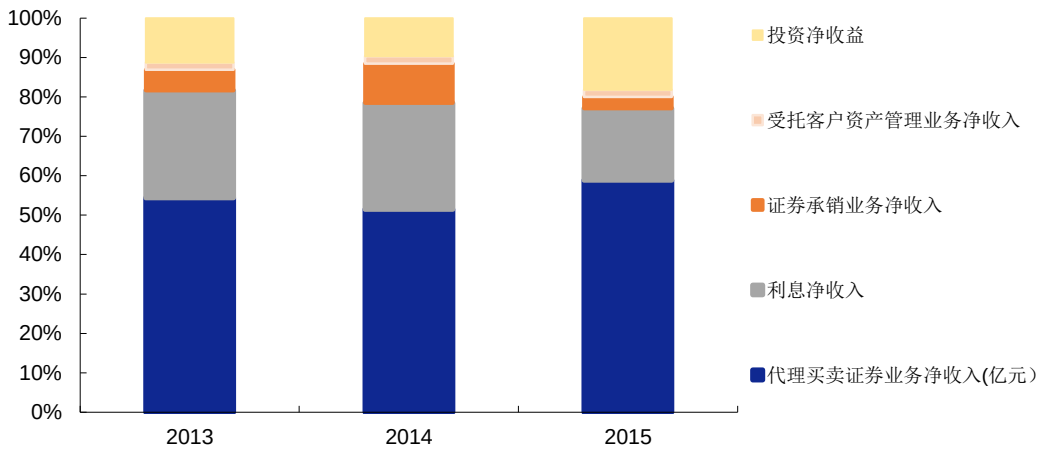
图 2：银河证券归母净利润及增速



资料来源：Wind,安信证券研究中心

银河证券业务收入结构较为稳定。经纪业务为公司营业收入的主要来源，近五年以来经纪业务占比均为 50%左右。

图 3：业务结构稳定，经纪业务为主



资料来源：Wind,安信证券研究中心

银河证券规模排名及业务排名均位于行业前列。2015 年公司净资本排名行业第 5 名，在资本密集型行业中，净资本规模在一定程度上代表了公司实力。公司营业收入及净利润排名分别为第 6 名及第 8 名，均处于领先地位。雄厚的资本实力也推动了经纪业务、融资融券业务及自营业务的发展，2015 年公司经纪业务及融资融券业务收入排名均位列第三名。随着公司在 A 股的上市，进一步补充了公司资本，业务实力将继续得以增强。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 2：银河证券规模及业务排名均位于行业前列

指标	总额（万元）	排名
总资产	28,262,382	6
净资产	5,625,773	6
净资本	6,063,800	5
营业收入	2,492,428	6
净利润	955,845	8
代理买卖证券业务净收入	1,410,552	3
融资融券业务利息收入	735,677	3
受托资产管理业务净收入	42,649	23
投资银行业务净收入	72,055	25
证券投资收入	428,119	10

资料来源：证券业协会

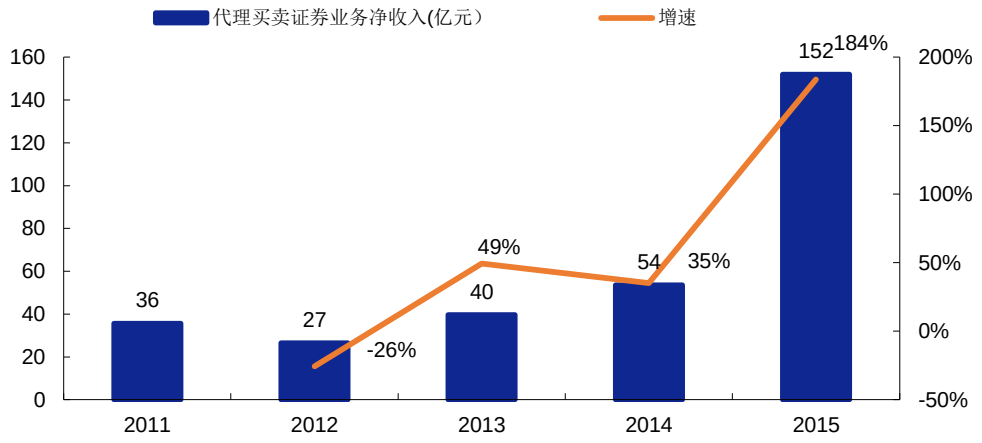
3. 公司业务全面发展，经纪业务位居前列

3.1. 经纪业务线上线下联动

3.1.1. 营业网点布局完善，市场占有率位居前列

银河证券在经纪业务方面始终保持优势。2015 年公司经纪业务实现收入 152 亿元，同比增长 184%。2016 年公司股基交易额为 13.6 万亿元，由于市场交易活跃度降低相比 2015 年出现大幅下滑，但公司对市场仍保持较强的掌控度，市场份额维持在 5%左右，行业排名维持在前三名。

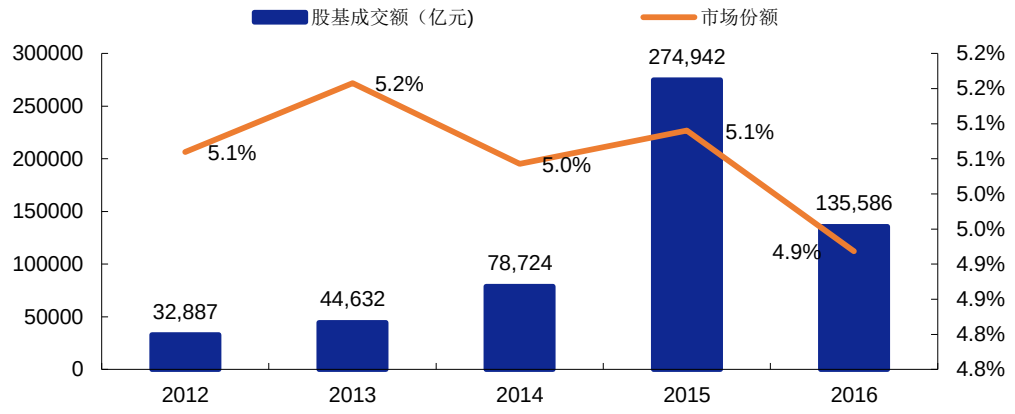
图 4：公司经纪业务表现突出



资料来源：Wind,安信证券研究中心

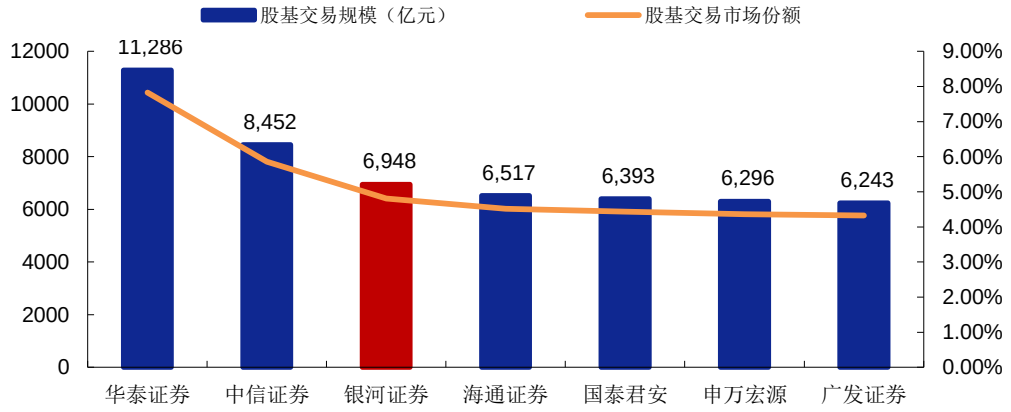
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 5：公司市场份额保持在 5%左右



资料来源：Wind,安信证券研究中心

图 6：公司股基交易规模行业前三



资料来源：choice

经纪业务市占率高得益于营业网点布局完善。截至 2016 年 6 月 30 日，公司设立了 396 家分支机构，其中在 31 个省、自治区和直辖市设立了 36 家分公司、360 家证券营业部。公司营业部集中在经济发达地区，北京、广东、浙江、上海、深圳、江苏等地区的证券营业部有 183 家，占总营业部数量的 50.83%。

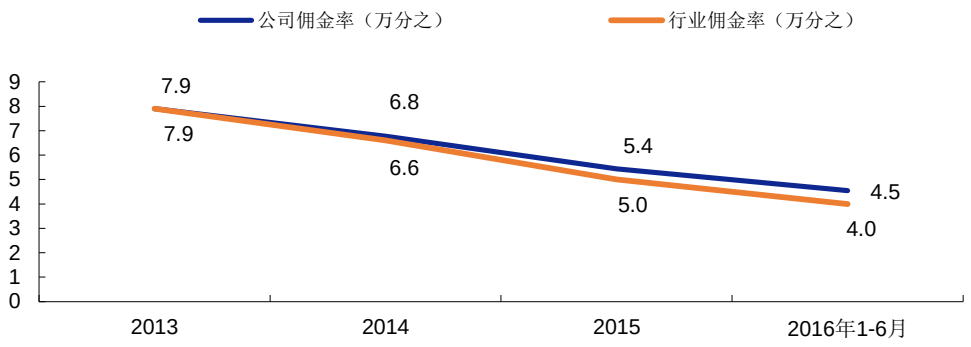
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 7：公司营业网点布局完善

资料来源：招股说明书

随着互联网券商的加入以及一人多户的放开，证券行业经纪业务佣金率持续下滑。在此大背景之下，2016 年上半年银河证券经纪业务佣金率下滑至万分之四点五四，仍高于行业平均水平。经济发达地区营业部是公司重点发展对象，有成立时间早、客户基数大及客户粘性高等特点，再加上公司经纪业务加快转型，因此佣金率下滑态势较为稳定，未出现大幅下滑的情况。

图 8：佣金率平稳下滑



资料来源：招股说明书

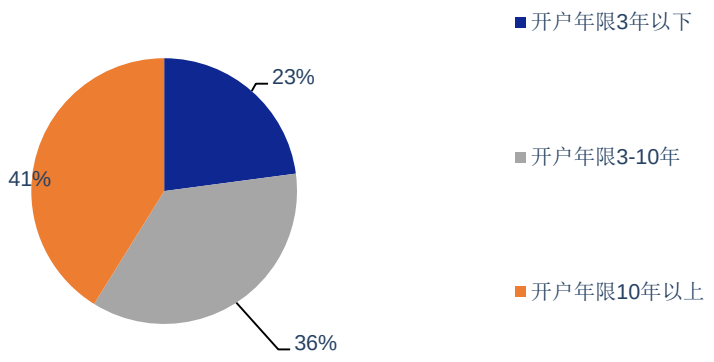
3.1.2. 高净值客户带来转型基础

银河证券客户群庞大，用户黏性大。公司将经纪客户按照 12 个月内净佣金达到 1 万元或 6 个月内日均客户资产达到 50 万元作为划分界限，将客户分为普通客户和高端客户。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有 815.57 万证券经纪客户及 10.44 万名期货经纪客户，其中证券经纪高端客户为 33.59 万名，期货经纪高端客户有 0.38 万名。公司证券经纪客户黏性较大，开

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

户年限超过 3 年的客户占比约 77.10%，开户年限超过 10 年的客户占比约 41.15%。

图 9：公司证券经纪用户黏性大



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

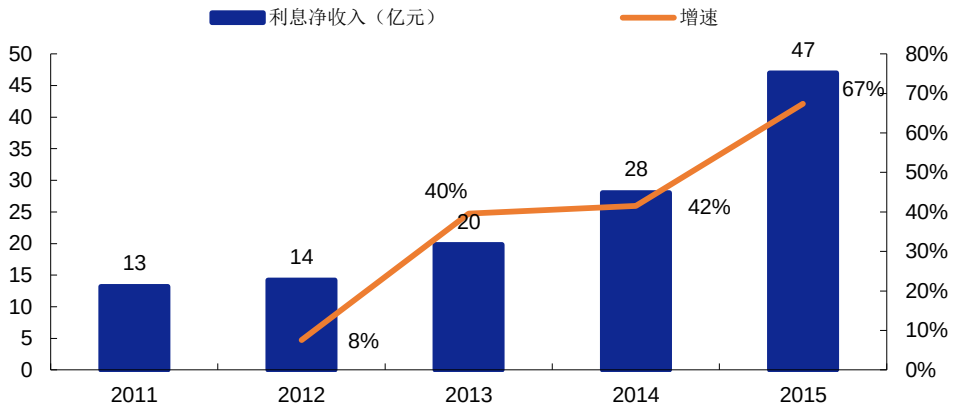
3.1.3. 布局互联网金融，扩大竞争优势

“实体+虚拟”并进，扩大竞争优势。互联网金融近年来发展迅猛，公司也在实体营业部布局优势的基础上大力发展互联网金融业务。在互联网金融浪潮下，公司自主开发了移动证券、移动商城，开通了微信公众号，关注微信即可查看行情、进行委托、办理业务等，解放了人力资源，实现个性化服务。互联网金融给行业产品及营销模式带来较大变化，但融资融券业务、创业板开户等业务仍需要在实体营业部开展，因此公司未来还将重点打造轻型营业部，既能控制成本又能立足当地开发客户资源、成为综合性服务窗口，扩大公司的竞争优势。

3.2. 信用交易业务客户资源丰富

银河证券于 2010 年起开展融资融券业务，自开展以来发展迅速，规模与收入均出现高速增长。自 2012 年来公司利息净收入增长速度逐年递增，2015 年公司利息净收入达到 47 亿元，同比增长 67%。截至 2017 年 1 月，公司融资融券余额达到 285 亿元，市场占有率达到 5.59%，行业排名第四位。2015 年公司融资融券利息收入占总营业收入的 28.62%，在可比上市公司中比例最高。公司经纪业务积累了大量的客户资源，同时强大的净资本实力保证了融资融券业务的发展规模，信用业务收入市场占有率始终处于行业前列。随着互联网金融的进一步发展，公司将逐步搭建互联网金融平台，节约服务成本、提升服务效率。

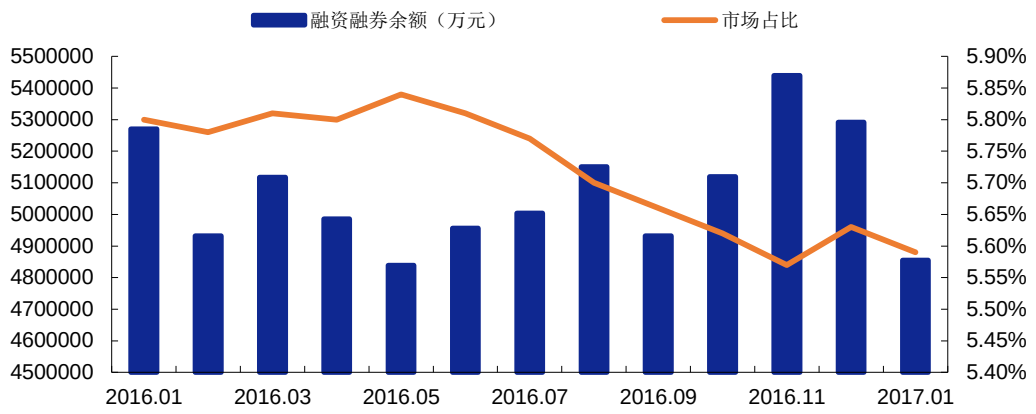
图 10：信用交易业务发展迅速



资料来源：Wind,安信证券研究中心

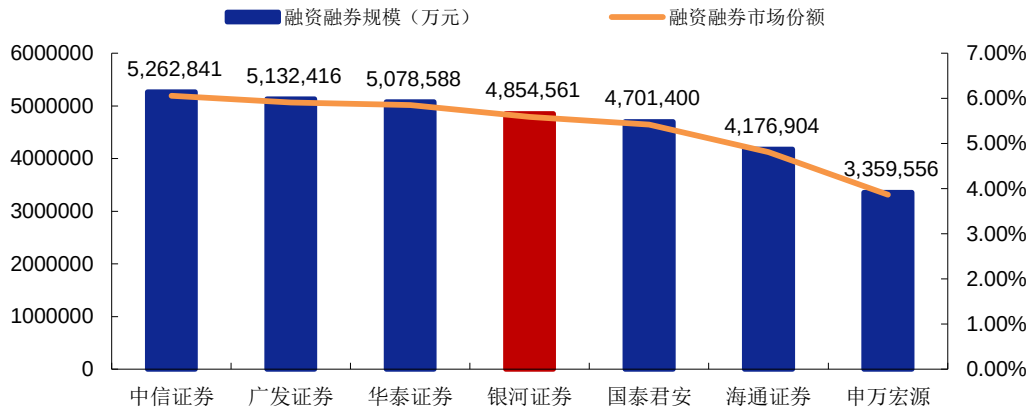
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 11：2016 年公司融资融券余额稳定在 500 亿元左右



资料来源：choice

图 12：公司两融规模及市场排名居于行业前列



资料来源：choice

表 3：融资融券利息收入在可比公司中处于较高水平

（亿元）	融资融券利息收入	营业收入	占比
银河证券	75.14	262.6	28.62%
招商证券	67.04	252.92	26.51%
华泰证券	68.88	262.62	26.23%
申万宏源	69.73	304.63	22.89%
广发证券	75.94	334.47	22.70%
海通证券	79.64	380.86	20.91%
国信证券	59.34	291.39	20.36%
中信证券	74.67	560.13	13.33%
合计	570.38	2649.62	21.53%

资料来源：wind，招股说明书

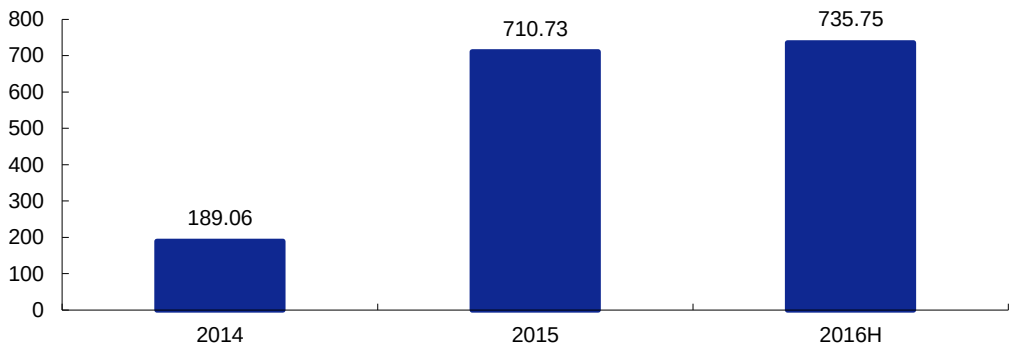
股票质押业务产品丰富。公司于 2013 年 7 月获得质押式回购业务资格，随后启动了“鑫时雨”、“鑫易雨”、“鑫新雨”等系列产品。截至 2016 年 6 月 30 日，“鑫易雨”、“鑫新雨”系列产品存续规模达到 5.35 亿元；股票质押回购业务的待回购市值为 29 亿元，行业排名 34 位，与行业可比上市券商相比，公司股票质押业务仍有发展空间。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.3. 自营业务以固定收益为主

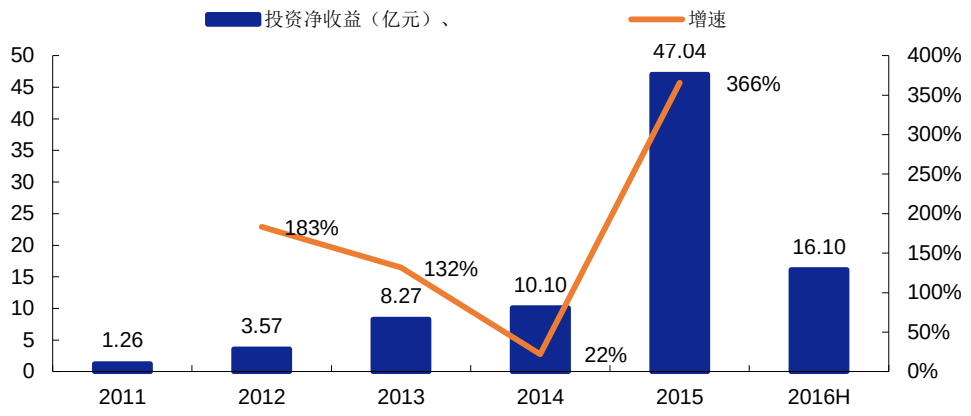
公司自营业务以固定收益为主。公司自营规模增长迅速，2015 年交易性金融资产、衍生金融资产、可供出售金融资产合计达到 711 亿元，同比增长 276%；市场大幅波动的情况下公司取得较高投资收益，2015 年投资收益达到 47 亿元，同比增长 366%。2016 年上半年，公司自营规模与 2015 年末基本持平，投资收益为 16 亿元，其中金融工具持有期间的分红和利息较高，这主要是由于自营债券规模的增加导致了较高的利息收入。证券市场的大幅波动对公司自营业务形成了挑战，公司通过主动管理以及降低风险敞口等方式控制风险。

图 13：自营规模大幅提升（亿元）



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 14：投资收益大幅增长



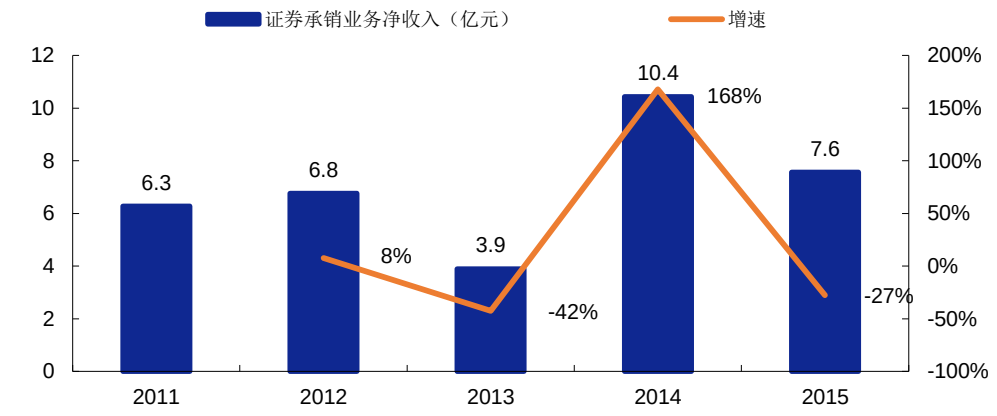
资料来源：wind

3.4. 投行承销发展稳健

2013 年公司投行业务收入出现大幅下滑，之后两年逐步企稳回升，2014 年公司投行业务实现净收入同比增长 168%。2016 年上半年公司投行实现收入 5 亿元，其中证券承销业务净收入 3.9 亿元，占总营业收入的 8%。银河证券主承销规模呈稳健上涨趋势，2015 年公司主承销规模达到 1046 亿元。2016 年上半年，公司主承销 2 个 IPO 项目、6 个非公开发行股票项目以及 1 个可转债项目；9 个企业债项目以及 17 个公司债项目发行。

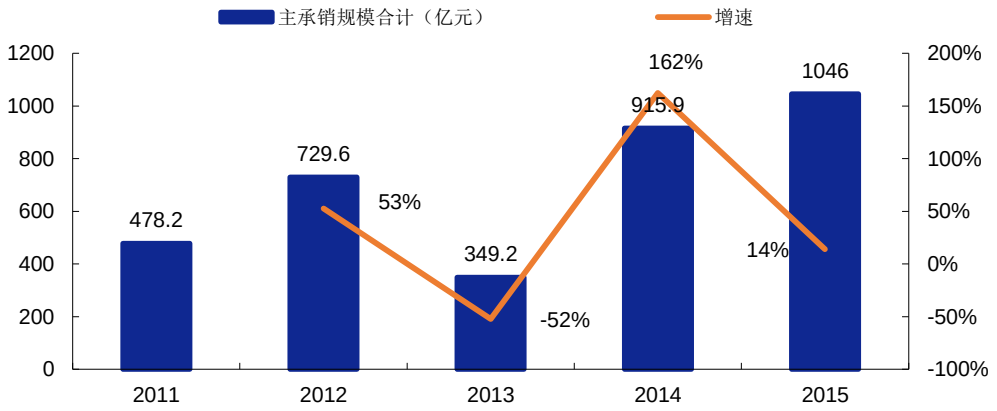
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 15：投行业务发展稳健



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 16：主承销规模稳步提升



资料来源：choice,安信证券研究中心

表 4：公司股权承销情况（百万元）

		2013	2014	2015	2016H
首次公开发行	承销次数		2	1	2
	承销金额		1604.24	15499.58	746.17
	承销收入		70.49	172.51	53.95
优先股发现	承销次数		1	2	-
	承销金额		5000	9000	-
	承销收入		2.4	4.46	-
非公开发行	承销次数	6	11	9	6
	承销金额	8,268.94	29718.71	4287.53	6329.6
	承销收入	77.52	369.53	61.56	75.18

资料来源：招股说明书

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 5：公司债券承销情况（百万元）

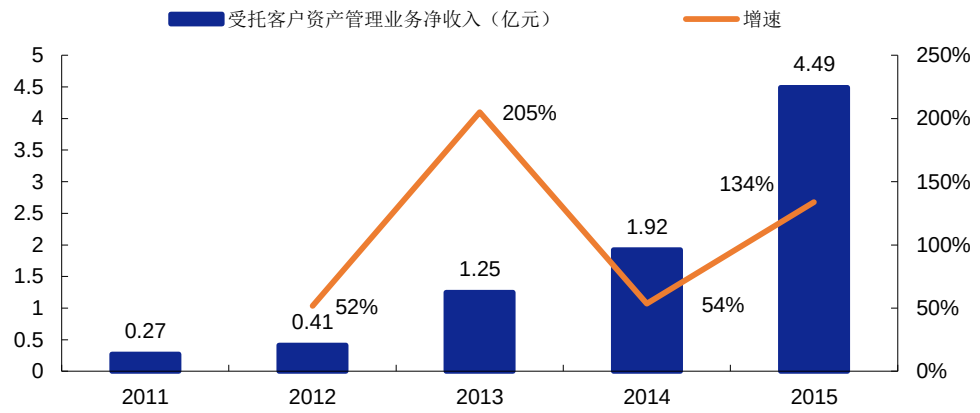
万元		2013	2014	2015	2016H
主承销	承销次数	26	60	46	32
	承销金额	4503699	9383000	7829800	4467900
	承销收入	25310.52	47458.94	27733.6	26065.16
副主承销	承销次数	6	6	-	-
	承销金额	466000	23000	-	-
	承销收入	466	50.5	-	-

资料来源：招股说明书

3.5. 资产规模增长迅速

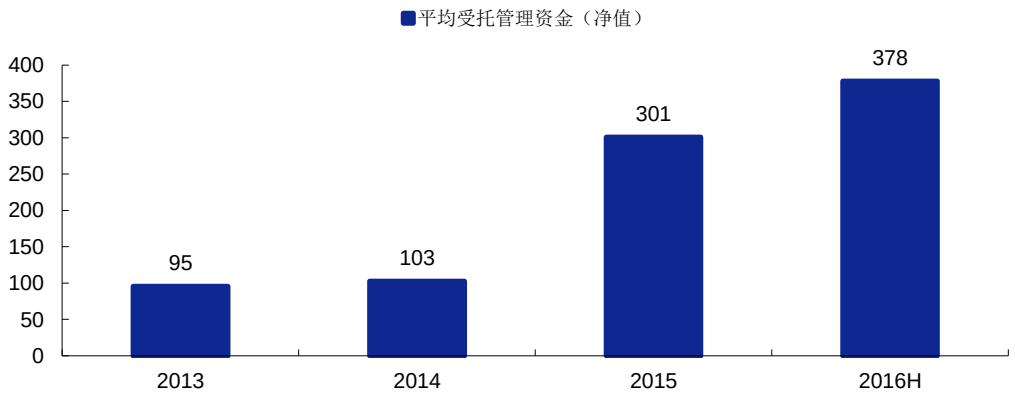
资管业务发展迅速。从 2011 年以来，公司受托客户资产管理业务净收入持续增长，2013 年及 2015 年两年公司收入增幅较大，分别为 205%、135%。规模来看，公司 2015 年受托资产管理规模增长迅速，同比增长 193%。产品结构方面，截至 2016 年 6 月 30 日，公司证券资产管理业务 185 只，其中包括 64 只集合资产管理品、116 只定向资产管理品和 5 只专项资产管理品。

图 17：资产管理业务发展迅速



资料来源：wind,安信证券研究中心

图 18：银河证券受托管理资金规模提升迅速（亿元）



资料来源：招股说明书

表 6：资产管理业务类型

		集合资产管理业务	定向资产管理业务	专项资产管理业务
2013	产品只数	31	33	-
	受托资金（亿元）	76.52	187.53	-
2014	产品只数	21	97	2
	受托资金（亿元）	110.53	159.95	26
2015	产品只数	96	122	2
	受托资金（亿元）	330.81	879.53	25.67
2016H	产品只数	161	146	5
	受托资金（亿元）	489.4	1135.23	58.46

资料来源：招股说明书

4. 国资背景实力雄厚，两地上市提升资本规模

4.1. 金融产业多元布局，海外业务发展稳定

银河证券旗下控股的公司包括银河期货、银河创新资本、银河国际控股、银河金汇以及银河源汇投资。此外公司还参股了中关村股权交易服务集团有限公司、证通股份有限公司和江西联合股权交易中心有限公司，在金融产业实现多元化布局。

（1） 银河期货有限公司

银河期货有限公司前身为银河期货经纪有限公司，成立于 1995 年。公司持有银河期货 833.32%的股权，苏格兰皇家银行持有银河期货 16.68%的股权，是国内第一家中外合资的期货公司。截至 2016 年 6 月 30 日银河期货未经审计合并口径的总资产为 168 亿元，净资产为 16 亿元；2016 年上半年银河期货实现净利润 9053 万元。

（2）银河创新资本管理有限公司

银河创新资本管理有限公司成立于 2009 年，是银河证券的全资子公司。截至 2016 年 6 月 30 日银河创新资本未经审计合并口径的总资产为 13 亿元，净资产为 9.4 亿元；2016 年上半年银河创新资本实现净利润 101 万元。

（3）中国银河国际金融控股有限公司

中国银河国际金融控股有限公司成立于 2011 年，是银河证券的全资子公司。公司通过银河国际金控开展海外业务，下设多家子公司经营证券交易、期货、资产管理、财富管理、保险代理等多项业务。截至 2016 年 6 月 30 日银河国际控股未经审计合并口径的总资产为港币 60 亿元，净资产为港币 13 亿元；2016 年上半年银河国际控股实现税后净利润港币 7372 万元。

表 7：银河国际控股全资子公司

子公司名称	注册时间	注册地
中国银河国际证券（香港）有限公司	2011 年 3 月 2 日	香港
中国银河国际期货（香港）有限公司	2011 年 3 月 2 日	香港
中国银河国际财务（香港）有限公司	2012 年 1 月 10 日	香港
中国银河国际资产管理（香港）有限公司	2012 年 6 月 28 日	香港
银河金岩投资咨询（深圳）有限公司	2012 年 7 月 24 日	深圳
中国银河国际财富管理（香港）有限公司	2012 年 10 月 30 日	香港

资料来源：招股说明书

（4）银河金汇证券资产管理有限公司

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

银河金汇证券资产管理有限公司成立于 2014 年，是银河证券的全资子公司。截至 2016 年 6 月 30 日银河金汇未经审计合并口径的总资产为 29 亿元，净资产为 6 亿元；2016 年上半年银河金汇实现净利润 2845 万元。

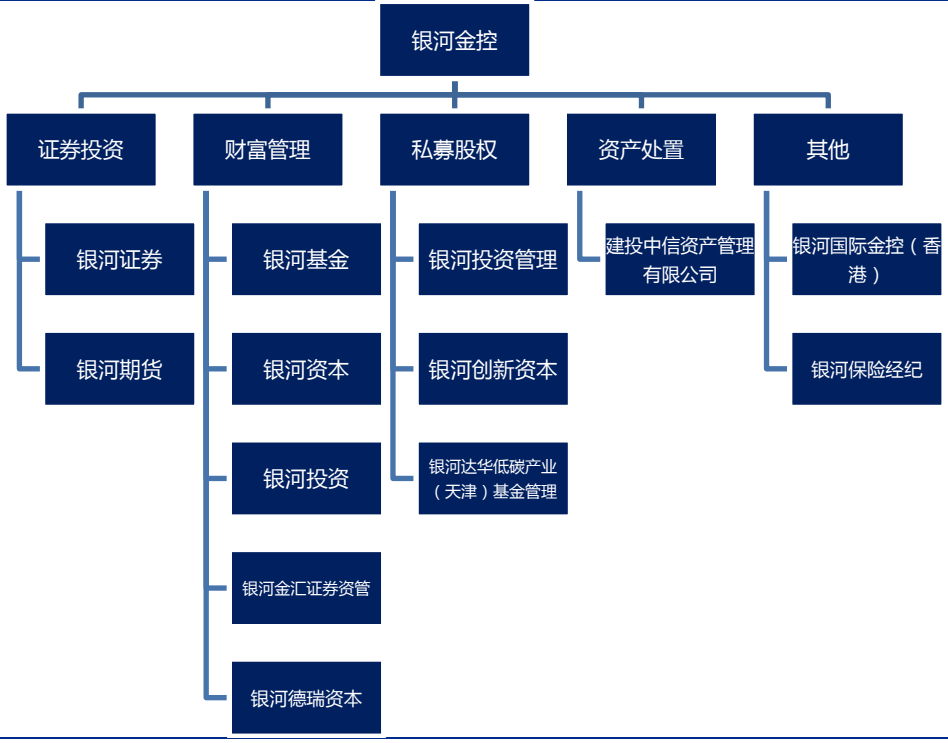
（5）银河源汇投资有限公司

银河源汇投资有限公司成立于 2015 年，是银河证券的全资子公司。截至 2016 年 6 月 30 日银河源汇未经审计的总资产为 3.5 亿元，净资产为 3.5 亿元；2016 年上半年银河源汇实现净利润 117 万元。

4.2. 股东实力雄厚，金融资产丰富

公司第一大股东为中国银河金融控股有限公司，是由财政部和中央汇金投资有限责任公司共同发起，成立于 2005 年，注册资本 70 亿元，其中中央汇金投资有限公司出资 55 亿元，出资比例为 78.57%，财政部出资 15 亿元，占比为 21.43%。中央汇金公司为银河证券实际控制人。银河金控经营范围覆盖了证券、基金、保险、信托、银行等行业。截至 6 月 30 日，公司实际控制人中央汇金旗下参控股金融机构众多，包括 6 家银行、3 家保险公司、6 家证券公司以及资产管理等金融资产。

图 19：银河金控金融资产丰富



资料来源：公司官网

4.3. “A+H”股上市，资本规模大增

银河证券在 H 股上市后回归 A 股，成为第 12 家 A+H 股券商，资本规模大幅增长。银河证券此次发行 6 亿股，发行完成后总股本为 10,137,258,757 股，其中 A 股总股本 6,446,274,124 股，H 股总股本 3,690,984,633 股。此次公开发行新股募集资金 408,600 万元，资本规模增长将带动融资融券业务、经纪与财富管理业务、投行业务及资产管理业务能力的提高，推动海外业务发展等。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 8：“A+H”股券商统计

券商	“A+H"时间
中信证券	2011 年
海通证券	2012 年
申万宏源	2015 年
广发证券	2015 年
国泰君安	2015 年
华泰证券	2015 年
东方证券	2016 年
光大证券	2016 年
招商证券	2016 年
兴业证券	2016 年
中原证券	2017 年
银河证券	2017 年

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

核心假设：

（1）经纪业务：预计 2017 年市场日均股基交易额 8000 亿元左右，考虑到银河证券在资本金补充之后将加快“线上+线下”的联动，巩固经纪业务优势，预计经纪业务市场占有率将达到 5.2%，佣金率维持在 0.042%左右。

（2）信用业务：考虑到银河证券在资本金补充之后，扩大信用业务规模，预计 2017 年市场融资融券余额回升至 1.2 万亿元，银河证券融资融券余额的市场占有率达到 6%左右。

我们预计公司 2017 年至 2019 年营业收入分别为 190 亿元/220 亿元/252 亿元，同比增长 24%/16%/15%。公司 2017 年至 2019 年净利润分别为 76 亿元/90 亿元/104 亿元，同比增长 25%/19%/15%。

5.2. 估值

我们根据营收水平、市值水平等因素，选取了五家可比公司，申万宏源、光大证券、华泰证券、招商证券、中信证券。

（1）PE 法

PE 法：可比公司 PE 倍数平均值约为 20，考虑到次新股估值溢价，我们给银河证券 23 倍 PE。根据 PE 估值法，我们认为银河证券目标股价在 17.14 元。

表 9：可比公司 PE

	PE
申万宏源	23
光大证券	18
华泰证券	19
招商证券	19
中信证券	19
平均	19.6

资料来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

（2）PB 法

PB 法：可比公司 PE 倍数平均值约为 1.9，考虑到次新股估值溢价，我们给银河证券 2.3 倍 PB，我们认为银河证券目标股价在 14.83 元。

表 10：可比公司 PB

	PB
申万宏源	2.5
光大证券	1.6
华泰证券	1.6
招商证券	2.3
中信证券	1.4
平均	1.88

资料来源：Wind,安信证券研究中心

综上，我们给予银河证券目标价为 15.98 元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 11：财务报表预测和估值数据汇总

损益表（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E	资产负债表（百万元）	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,412	26,260	15,362	18,995	21,964	25,242	总资产	180,026	300,656	265,760	299,551	353,884	391,209
手续费及佣金净收入	6,934	16,833	8,588	10,727	11,506	12,548	客户资金存款	44,158	93,896	64,433	80,465	97,895	108,670
其中：代理买卖证券业务净收入	5,360	15,204	6,854	8,526	8,778	9,275	自有货币资金	7,654	8,686	8,564	9,069	12,023	16,283
证券承销业务净收入	1,044	757	1,060	1,326	1,591	1,909	交易性金融资产	7,322	38,924	31,139	40,481	48,577	58,292
资产管理业务收入	192	449	673	875	1,137	1,365	可供出售金融资产	11,584	32,125	28,913	37,586	46,983	56,380
利息净收入	2,805	4,695	3,040	3,828	4,950	6,138	长期股权投资	20	-	-	-	-	-
投资净收益	1,010	4,704	3,763	4,516	5,645	6,774	固定资产	266	340	374	412	453	498
公允价值变动收益	643	-251	-175	-228	-296	-385	无形资产	355	363	363	363	363	363
汇兑收益	0	249	125	131	137	144	商誉	223	223	223	223	223	223
其他业务收入	20	29	25	26	26	26	其他资产	340	316	321	313	411	444
营业支出	6,428	13,137	7,464	9,272	10,646	12,226	总负债	150,690	243,406	210,118	233,791	281,334	312,871
营业税金及附加	590	1,657	922	1,178	1,318	1,515	代理买卖证券款	78,408	117,992	99,265	112,444	143,827	155,853
管理费用	5,798	11,338	6,452	7,978	9,225	10,602	应付职工薪酬	2,933	5,544	3,549	4,144	4,933	5,588
资产减值损失	41	142	91	116	104	110	其他负债	1,047	4,466	6,963	19,512	33,082	52,241
其他业务成本	-1	-0	-0	-0	-1	-1	所有者权益	29,336	57,249	55,642	65,761	72,550	78,338
营业利润	4,985	13,123	7,897	9,723	11,318	13,016	股本	7,537	9,537	9,537	10,137	10,137	10,137
加：营业外收入	27	23	28	35	43	52	归属于母公司所有者权益合计	29,024	56,914	55,276	65,359	72,115	77,868
减：营业外支出	8	12	18	27	41	62	少数股东权益	312	336	366	402	435	470
利润总额	5,003	13,134	7,907	9,731	11,319	13,007	每股及估值指标（元）						
减：所得税费用	1,213	3,257	1,819	2,141	2,264	2,601	每股盈利	0.50	1.03	0.64	0.75	0.89	1.02
净利润	3,790	9,877	6,089	7,590	9,056	10,406	每股净资产	3.85	5.97	5.80	6.45	7.11	7.68
归属于母公司所有者的净利润	3,771	9,836	6,058	7,554	9,022	10,371	市盈率	27	13	21	18	15	13
减：少数股东损益	20	41	30	36	33	34	市净率	3.54	2.28	2.35	2.11	1.91	1.77

资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。