

中国银河(601881)

公司研究/新股定价报告

依托国资背景，老牌综合券商回归 A 股

新股定价报告

2017-01-17

报告摘要：

● 国资背景强大，实现A+H上市

A 股发行前，银河金控是银河证券的控股股东，持股比例为 54.71%；汇金公司持有银河金控 78.57% 的股权，是公司的实际控制人。

作为最后 A 股上市的总资产排名前十的券商，银河证券资本实力排名第六位，先于 2013 年 H 股上市，再回归 A 股。

● 资本实力和盈利水平行业领先，业绩快速增长

2013 年以来，公司资本规模逐年增长，盈利规模不断扩大，行业排名领先，均保持在前十名以内；公司业务快速增长，2013-2015 年，公司营业收入和净利润的复合增长率分别为 87.3% 和 114.6%。

● 网点和客户基础稳固，经纪业务优势显著

营业网点众多，客户资源丰富。截至 2016 上半年，公司拥有 360 家证券营业部和 28 家期货营业部，并已有 127 个证券营业部获得了期货 IB 业务的资格；公司经纪客户总数超过 800 万，且以长期客户为主。

公司收入以经纪、投资和利息收入为主，经纪业务近三年在总收入中的占比均高于 45%；投资收益和利息净收入占比为第二、第三位，2016 年上半年分别贡献收入 25.17% 和 17.07%；投资银行和资产管理业务收入占比相对较低。

经纪业务优势明显，保持行业领先，截至 2016 年 6 月，公司代理买卖证券业务净收入行业排名第二、股基交易金额始终保持行业排名前三；债权承销的承销金额和承销收入多年来处于行业领先地位；投行、资管业务快速增长。

● 合理估值：10.13-13.65 元/股

我们认为，A 股上市将是银河证券一个新的里程碑，上市募集的资金提升公司资金实力，为其业务扩张提供资金支持。基于营业网点和客户基础的传统优势，银河证券在零售经纪、财富管理业务及资金中介业务上的实力将进一步增强。

采用可比公司估值法以及 AH 股价对比法对公司估值，综合两种估值方法，我们认为 10.13-13.65 元/股较为合理，建议买入。

● 投资风险

1、资本市场大幅单边下滑；2、公司经纪业务市占率大幅下滑；3、公司佣金率超预期下滑；4、市场投资情绪持续低迷，资本中介业务增速放缓。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（亿元）	262.59	153.20	162.54	173.22
增长率（%）	130.10	(41.66)	6.10	6.57
归属母公司股东净利润（亿元）	98.35	53.09	56.33	60.03
增长率（%）	160.88	(46.02)	6.11	6.58
每股收益（元）	1.11	0.56	0.56	0.59

资料来源：公司公告、民生证券研究院

合理估值： 10.13-13.65 元

公司基本数据

发行前总股本（百万股）	9537.26
首次发行（百万股）	600.00
发行后总股本（百万股）	10137.26
大股东持股比例%	50.91
发行占总股本比例%	5.92

财务数据 2017-01-16

股东权益（亿元）	567.31
每股净资产（元）	6.21
净资产收益率%	9.14
净利润（亿元）	35.73
基本每股收益（元）	0.56

分析师：李锋

执业证号： S0100511010001
电话： 010-85127632
邮箱： lifengyjs@mszq.com

研究助理：周晓萍

执业证号： S0100115090033
电话： 010-85127528
邮箱： zhouxiaoping@mszq.com

研究助理：王一川

执业证号： S0100115110024
电话： 010-85127528
邮箱： wangyichuan@mszq.com

相关研究

目录

一、公司发展历程及股东背景	3
（一）历史悠久的老牌券商	3
（二）股东背景	4
（三）先海外再国内，成第九家 A+H 券商股	5
二、公司发展及行业地位	6
三、公司业务特点及竞争优势	6
（一）综合实力行业领先，经纪业务突出	7
（二）经纪业务：行业排名靠前，业务优势明显	7
（二）投行业务：债券承销行业领先，收入占比有待提升	9
（三）自营业务：自营规模提升，固收类资产占比较大	10
（四）信用业务：业务稳定发展，业绩贡献逐步加大	11
（五）资管业务：规模快速提升，定向占比较大	11
四、投资建议：建议申购，合理价值区间 10.13-13.65 元/股	12
（一）盈利预测	12
（二）估值及投资建议	13
（三）投资风险	14
插图目录	16
表格目录	16

一、公司发展历程及股东背景

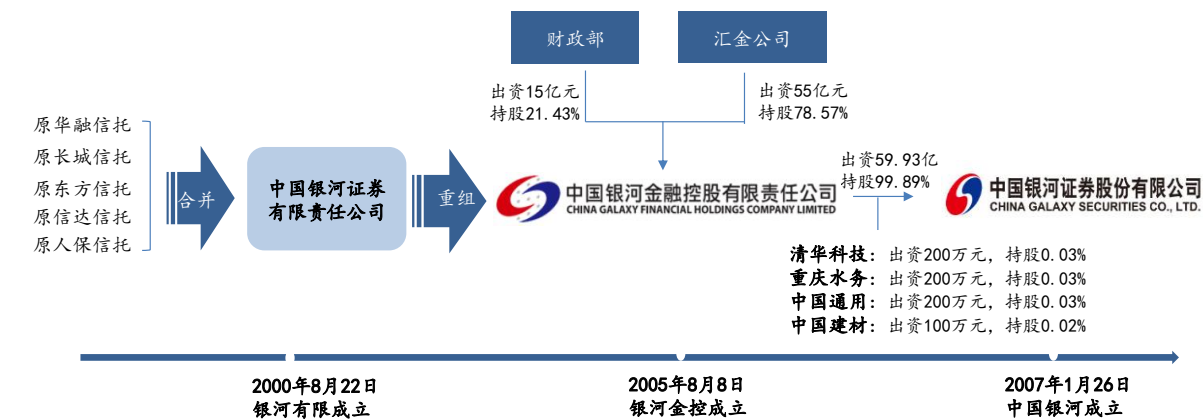
（一）历史悠久的老牌券商

1、历史沿革

银河有限：整合五家信托公司证券业务。中国银河证券有限责任公司（银河有限）成立于 2000 年 8 月 22 日，是在合并原中国华融、原中国长城、原中国东方、原中国信达和原中国人保五家信托投资公司所属的证券业务及证券营业部的基础上组建的国有独资证券公司，注册资本金 45 亿元。

银河证券：经历重组、由银河金控发起设立。2005 年，银河有限重组，汇金公司和财政部共同出资 70 亿设立中国银河金融控股有限责任公司。2007 年 1 月 26 日，由银河金控作为主发起人，联合 4 家国内机构投资者共同发起成立中国银河证券股份有限公司，收购原中国银河有限的经纪、投行及相关资产，注册资本金为 60 亿元。其中，银河金控认购 59.93 亿股，持股比例为 99.89%。

图 1：银河证券发展历程



资料来源：公司招股意向书，民生证券研究院

2、股权变更

公司成立以来，经历了股份受让、股权处置、H 股上市、H 股增发以及 A 股上市等一系列股权变更：

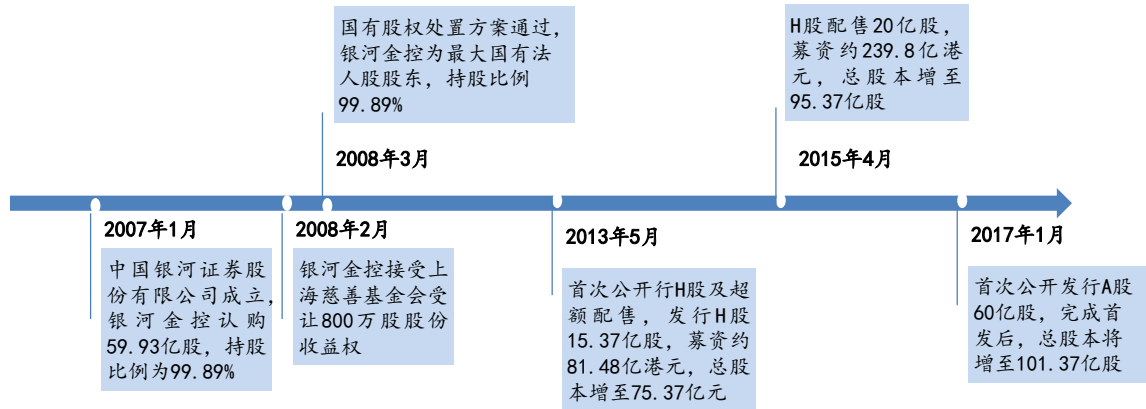
2008 年 2 月，银河金控接受上海慈善基金会受让其所持有的 800 万股股份收益权。

2008 年 3 月 25 日，公司国有股权处置方案通过，确认总股本 60 亿股，均为国有法人股，银河金控为公司最大国有法人股股东，持股 59.93 亿股，占股份总数 99.89%。

2013 年 5 月 22 日，首次公开发行 H 股以及超额配售，总计发行 H 股 15.37 亿股，发行价 5.3 港元每股，共计募资约 81.48 亿港元。同时，国有股减持 15.37 亿股，其中 5% 由全国社保基金理事会持有。H 股发行后，公司总股本增至 75.37 亿股。

2015年4月，H股配售20亿股，配售价格为11.99元，募资约239.8亿港元。配售完成后，公司股份总数增加至95.37亿股。

图2：银河证券股权变动历史



资料来源：公开资料、民生证券研究院

2017年1月，A股首次发行6亿股后，公司总股本增加至101.37亿股。本次发行前股东持股情况以截至2016年6月30日为计，本次发行前后股权变化情况如下：

表1：银河证券发行前后股权结构

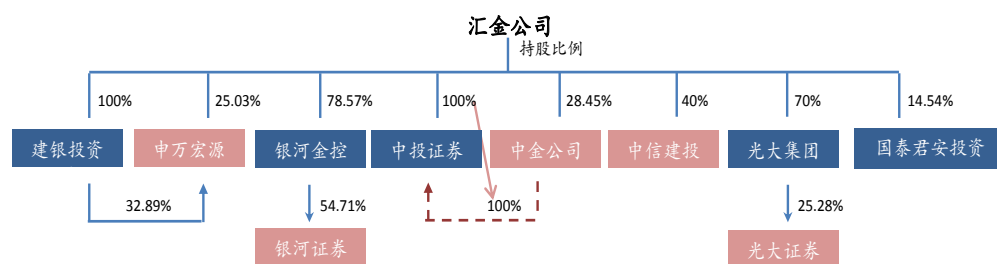
股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	比例（%）	持股数（万股）	比例（%）
中国银河金融控股有限责任公司	521,774.32	54.71	516,061.09	50.91
中国人民财产保险股份有限公司	11,438.11	1.20	11,438.11	1.13
上海农村商业银行股份有限公司	11,000.00	1.15	11,000.00	1.09
兰州银行股份有限公司	9,051.44	0.95	9,051.44	0.89
社保基金理事会	-	-	5,872.63	0.58
其他内资股股东	31,363.53	3.29	91,204.14	9.00
H股股东	369,098.46	38.70	369,098.46	36.41
合计	953,725.88	100	1,013,725.88	100

资料来源：公司招股意向书，民生证券研究院

（二）股东背景

银河证券是汇金系的核心券商。本次A股发行前，银河金控是银河证券的控股股东，持股比例为54.71%。汇金公司持有银河金控78.57%的股权，是公司的实际控制人。作为汇金公司旗下的上市券商，银河证券与申万宏源、拟重组中投证券的中金公司、中信建投，以及通过光大集团控股的光大证券共同构成汇金系的券商平台。

图 3：汇金系券商关系图



资料来源：中央汇金投资有限责任公司官网，公司招股意向书，民生证券研究院

（三）先海外再国内，成第九家 A+H 券商股

银河证券是最后登陆 A 股的总资产排名前十的券商。根据中国证券业协会公布的数据，截至 2016 年上半年，银河证券总资产 2315.27 亿元，净资产 538.65 亿元，在 126 家券商中均排名第六位。自此，总资产规模排名前十的券商均完成 A 股上市。

表 2：总资产排名前十券商

总资产排名	证券公司	代码	上市日期
1	中信证券	600030	2003-01-06
2	海通证券	600837	1994-02-24
3	广发证券	000776	1997-06-11
4	国泰君安	601211	2015-06-26
5	华泰证券	601688	2010-02-26
6	中国银河	601881	-
7	申万宏源	000166	2015-01-26
8	招商证券	600999	2009-11-17
9	国信证券	002736	2014-12-29
10	东方证券	600958	2015-03-23

资料来源：wind，中国证券业协会，民生证券研究院

注：数据截至 2016 年 6 月 30 日

实现两地上市，成第九家 A+H 券商股。A 股上市后，中国银河成为第九家实现 A+H 上市的券商，与海通证券、广发证券、中信证券等券商先在国内 A 股上市，再申请港交所 H 股上市步骤不同，中国银河则先于 2013 年 H 股上市，2017 年再回归 A 股。与中国银河情况类似的只有中原证券（H 股名称为中州证券），于 2014 年登陆 H 股，2016 年 12 月 A 股挂牌上市。

表 3：券商 A+H 上市格局

A 股			H 股		
代码	名称	上市日期	代码	名称	上市日期
600837.SH	海通证券	1994-02-24	6837.HK	海通证券	2012-04-27
000776.SZ	广发证券	1997-06-11	1776.HK	广发证券	2015-04-10
600030.SH	中信证券	2003-01-06	6030.HK	中信证券	2011-10-06
601788.SH	光大证券	2009-08-18	6178.HK	光大证券	2016-08-18
600999.SH	招商证券	2009-11-17	6099.HK	招商证券	2016-10-07
601688.SH	华泰证券	2010-02-26	6886.HK	HTSC	2015-06-01
600958.SH	东方证券	2015-03-23	3958.HK	东方证券	2016-07-08
601375.SH	中原证券	2017-01-03	1375.HK	中州证券	2014-06-25
601881.SH	中国银河	-	6881.HK	中国银河	2013-05-22

资料来源：wind，民生证券研究院

二、公司发展及行业地位

资本实力和盈利水平行业领先。2013 年以来，公司资本规模逐年增长，盈利规模不断扩大，行业排名领先，均保持在前十名以内。根据证券业协会公布的数据，截至 2016 年上半年，公司净资本行业排名第五位，营收和净利行业排名第七位。

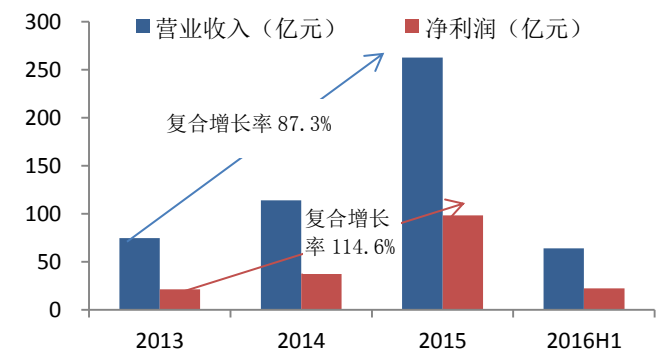
表 4：2013-2016H1 银河证券各项经营指标行业靠前

	2013	2014	2015	2016H1
总资产	8	7	6	7
净资产	7	9	6	6
净资本	5	5	5	5
营业收入	5	6	6	7
净利润	5	8	8	7

资料来源：招股意向书，民生证券研究院

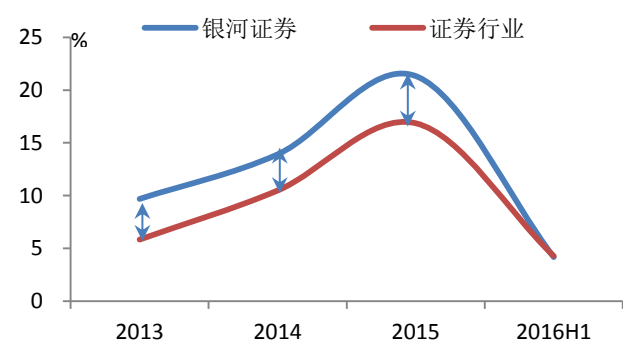
业绩快速增长。公司业务快速增长，2013-2015 年，营业收入从 74.82 亿增长至 262.60 亿，净利润从 21.35 亿增长至 98.36 亿。三年营业收入和净利润的复合增长率分别为 87.3% 和 114.6%。从增速来看，公司营业收入和净利润的增长略好于或相当于行业水平。

图 4：2013-2016H1 银河证券业绩快速增长



资料来源：招股意向书，民生证券研究院

图 5：2013-2016H1 银河证券净资产收益率高于行业



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

三、公司业务特点及竞争优势

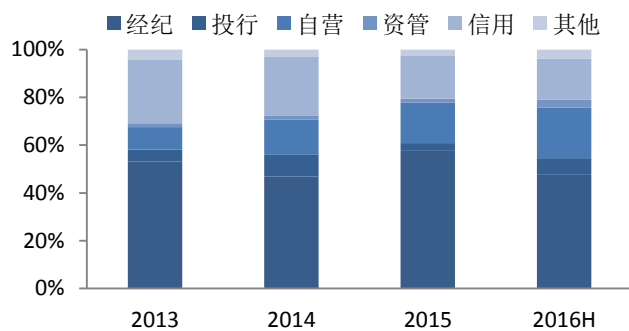
公司一直是我国最大的证券及期货经纪服务提供商之一，代理买卖证券业务净收入、股票和基金交易金额、客户托管证券市值、客户保证金余额和客户规模连续多年位居行业前列。

（一）综合实力行业领先，经纪业务突出

收入结构以经纪、投资和利息收入为主。公司经纪业务收入占比最高，数据显示，2013年至今银河证券的经纪业务收入在总收入中的占比均高于 45%；投资收益和利息净收入占比为第二、第三位，2016 年上半年分别贡献收入 25.17%和 17.07%；投资银行和资产管理业务收入占比相对较低，投行业务收入贡献率不足 10%，资管业务收入占比低于 5%。

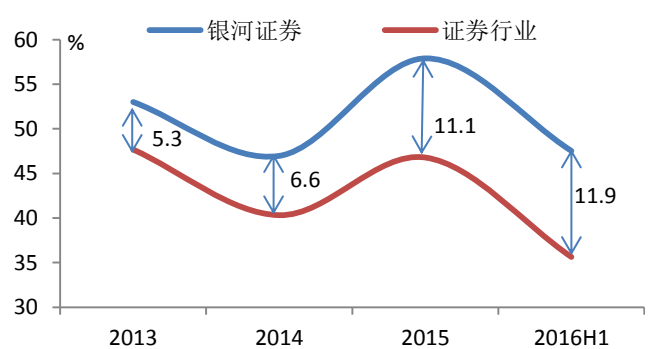
经纪业务收入贡献度高于行业。与行业平均相比，银河证券收入对经纪业务收入的依赖度一直高于行业水平。数据显示，2013-2016 年上半年，银河证券经纪业务收入占比均高于行业平均 5 个百分点以上，且差距呈扩大趋势。

图 6：2013-2016H1 银河证券业务收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2013-2016H1 银河证券经纪业务收入占比高于行业



资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

（二）经纪业务：行业排名靠前，业务优势明显

经纪业务优势明显，保持行业领先。根据中国证券业协会的统计，2008-2013 年，公司代理买卖证券业务净收入连续六年排名行业第一位；2014 年，由于互联网券商崛起加剧行业竞争，排名下滑至第 4 位。随后公司积极应对，推动经纪业务发展，行业排名逐年回升，至 2016 年上半年行业排名第二。

表 5：2013-2016H1 代理买卖证券业务净收入及排名（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016H1
代理买卖证券业务净收入	37.45	50.62	144.45	26.82
行业排名	1	4	3	2

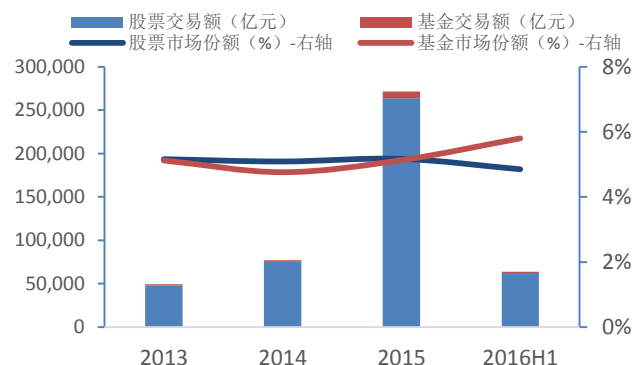
资料来源：招股意向书，民生证券研究院

市占率行业领先，佣金率高于行业。公司股基交易金额始终保持行业排名前三。2013-2015 年，公司股票和基金交易额逐年提升，尤其是 2015 年牛市期间，公司股基交易额同比提升 2.5 倍，股票市占率 5.17%，基金市占率 5.13%。2016H1，由于资本市场震荡，成交量下滑但仍处于历史高位，基金交易市场市场份额提高至 5.8%，创近年来新高。

从佣金率来看，2013-2016H1，公司佣金率与行业变动趋势保持一致，但下滑幅度小于

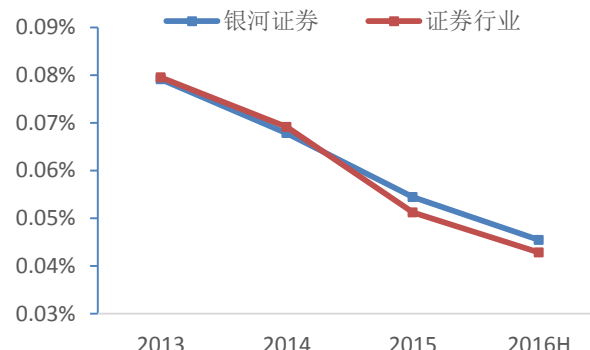
行业平均水平。截至 2016 上半年, 公司佣金率为万分之 4.5, 略高于行业平均水平。

图 8: 2013-2016H1 银河证券股基市场交易额及市场份额



资料来源: 招股意向书, 民生证券研究院

图 9: 2013-2016H1 银河证券与行业佣金率对比



资料来源: 招股意向书, 民生证券研究院

营业网点众多, 客户资源丰富。截至 2016 上半年, 公司在 31 个省、自治区和直辖市共计拥有 360 家证券营业部和 28 家期货营业部, 并已有 127 个证券营业部获得了期货 IB 业务的资格。公司经纪客户总数超过 800 万, 且以长期客户为主。其中, 证券经纪客户中, 开户年限超过 3 年和 10 年的客户占比分别高达 77.10% 和 41.15%。

图 10: 银河证券营业网点布局 (截至 2016 年 6 月 30 日)



资料来源: 招股意向书, 民生证券研究院

客户分层, 差异化服务提升客户粘性。公司将客户分为普通客户和高端客户两种, 其中 12 个月内净佣金达到 1 万元或者 6 个月内日均客户资产达到 50 万元的客户为高端客户, 其他客户为普通客户。截至 2016H1, 公司证券经纪拥有约 33.59 万户高端客户, 高端客户账户资产总额为 1.47 万亿元。针对不同的客户群体, 公司经纪业务线设置零售客户部门和财富管理部门为客户提供差异化的服务。同时, 针对不同类型客户的风险偏好, 提供 10 个风险等级的产品供客户选择, 从而提升客户粘性。

期货业务稳步发展, 收入水平行业领先。公司通过银河期货开展境内期货业务, 持有银河期货股权 83.32%。2013-2016H1, 公司期货经纪业务营业收入分别为 62,221.50 万元、

67,627.12 万元、87,172.12 万元和 33,017.71 万元，占公司营业收入的 8.32%、5.93%、3.32% 和 5.16%。2013 和 2014 年，以手续费和佣金收入计算，公司行业排名分别为第二、三位。

(二) 投行业务：债券承销行业领先，收入占比有待提升

投行收入占比低于行业水平，未来提升空间较大。公司的投资银行业务主要包括股权承销、债权承销和财务顾问。2013-2015 年，公司投行业务收入均在 10% 以下，低于行业平均水平，未来有待进一步提升。截至 2016H1，公司投行业务实现净收入 4.51 亿元，占比 7.05%。

股权承销稳健发展，收入贡献逐年提升。公司的股权承销业务自成立以来稳健发展，近年来逐步加强中小企业股权承销服务力度，先后为高科技、军工、消费品、通信、生物制药和品牌连锁等行业的中小企业提供股权承销服务。2013-2016H1，公司股权承销业务净收入分别为 0.66 亿元、4.32 亿元、3.21 亿元和 2.07 亿元，占公司证券承销业务净收入的比例分别为 25.28%、48.59%、61.37% 和 53.29%，收入占比逐年提升。

2013-2016H1，公司 IPO 承销单数较少，报告期内承销单数分别为 0、2、1、2，但由于利润率较高，收入贡献保持高位。优先股发行数量较少，2014-2015 年共发行 3 单，合计金额 140 亿元，但收入贡献有限。非公开发行数量以及收入较为稳定，报告期内承销单数分别为 6、11、9、6，除 2015 年外，其余年份均为股权承销收入最大贡献。

表 6：2013-2016H1 银河证券股权承销（单位：百万元）

		2013	2014	2015	2016H1
首次公开发行	承销次数	-	2	1	2
	承销金额	-	1,604.24	15,499.58	746.17
	承销收入	-	70.49	172.51	53.95
优先股发行	承销次数	-	1	2	-
	承销金额	-	5,000.00	9,000.00	-
	承销收入	-	2.40	4.46	-
非公开发行	承销次数	6	11	9	6
	承销金额	8,268.94	29,718.71	4,287.53	6,329.60
	承销收入	77.52	369.53	61.56	75.18

资料来源：招股意向书，民生证券研究院

债权承销行业领先，企业债优势明显。公司债权承销的承销金额和承销收入多年来处于行业领先地位。2013-2016H1，公司债券承销业务净收入分别为 1.95 亿元、4.57 亿元、2.02 亿元和 1.81 亿元，占公司证券承销业务净收入的比例分别为 74.72%、51.41%、38.63% 和 46.71%，占比逐年降低。

2013-2016H1，公司债权主承销次数分别为 26、60、46、32，承销金额为 450.37 亿元、938.3 亿元、782.98 亿元和 446.79 亿元，贡献收入分别为 2.53 亿元、4.75 亿元、2.77 亿元和 2.61 亿元。自公司成立以来至 2016H1，本公司债权承销业务累计承销债权融资项目 409 个，累计承销金额约 6,179.27 亿元，排名行业第 6 位。其中，企业债券承销一直是公司传统优势业务领域，企业债券承销金额累计达到 2,937.79 亿元，位居行业第一位。

表 7：2013-2016H1 银河证券债权承销（单位：万元）

		2013	2014	2015	2016H1
主承销	承销次数	26	60	46	32
	承销金额	4,503,699	9,383,000	7,829,800	4,467,900
	承销收入	25,310.52	47,458.94	27,733.60	26,065.16
副主承销	承销次数	6	6	-	-
	承销金额	466,000	23,000	-	-
	承销收入	466.00	50.50	-	-

资料来源：招股意向书，民生证券研究院

公司的财务顾问业务收入主要来自于并购、重组、私募股权投资的撮合交易和资产证券化业务等。2013-2016H1，公司财务顾问业务净收入分别为 9,219.44 万元、5,954.15 万元、18,111.03 万元和 2,514.03 万元，贡献较小。目前，我国的经济处于转型期，大量企业需要通过并购重组以实现行业整合并提高经营效率。凭借强大的分销网络和客户资源，公司将大力发展产业整合、跨境并购和私募股权投资财务顾问业务，在为客户创造价值的同时，为公司谋求更好的业绩表现。

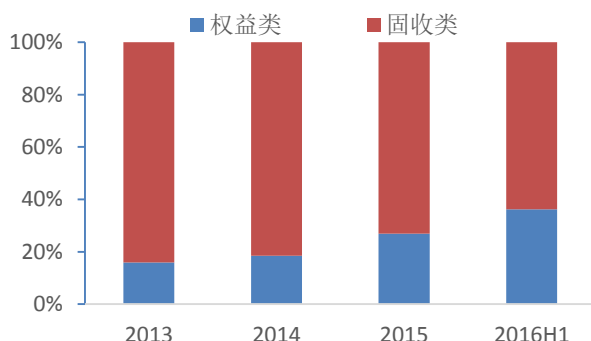
（三）自营业务：自营规模提升，固收类资产占比较大

自营业务稳健，收入占比逐年提高。2013-2016H1，公司自营业务净收入占比逐年提高，分别为 9.32%、14.48%、16.96%、21.16%。

自营规模提升，收益率下滑。随着公司资本规模的不断扩张，公司自营规模快速提升。2013-2016H1，公司自营规模由 164.36 亿元提升至 733.89 亿元，两年半的时间内提升约 3.5 倍。2013-2015 年自营收益率逐年提升，2015 年牛市收益率高达 10.53%。2016 年上半年，受资本市场异常波动影响，收益率仅为 1.6%。

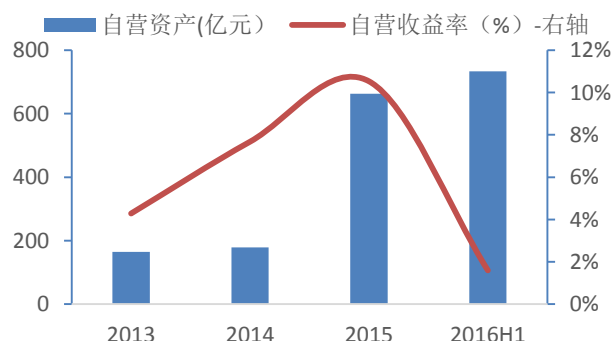
从资产结构来看，公司自营资产以固收类资产为主，但占比逐年降低。截至 2016H1，公司固收类资产占比 63.78%，权益类资产占比 36.22%。

图 11：2013-2016H1 固收类资产占比较高，但占比下降



资料来源：招股意向书，民生证券研究院

图 12：2013-2016H1 银河证券自营规模不断提升



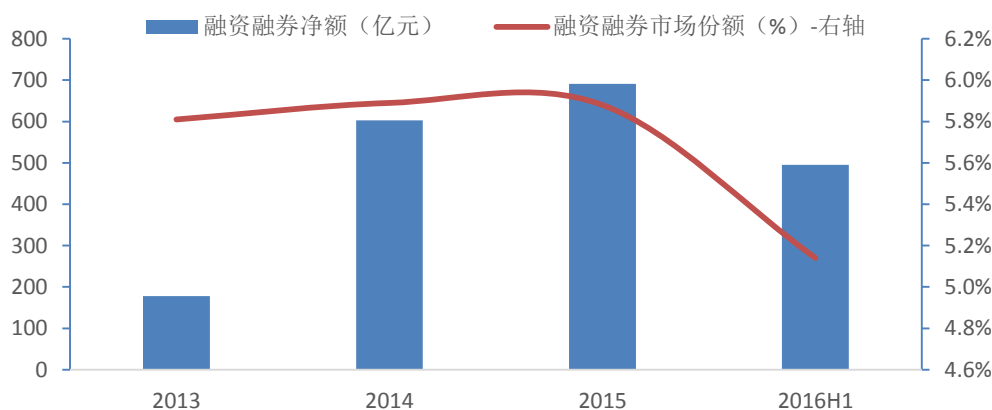
资料来源：招股意向书，民生证券研究院

（四）信用业务：业务稳定发展，业绩贡献逐步加大

业务先发优势明显，业绩贡献不断提升。公司于 2010 年 6 月获得中国证监会授予的融资融券业务资格，同年 7 月开始开展融资融券业务，属于首批 6 家试点券商。2013-2015 年，公司两融净额逐年提升，市场份额不断扩大。

伴随两融规模的提升，公司两融营业收入（母公司口径）2013 年以来分别为 156,812.94 万元、356,476.88 万元、1,160,098.39 万元和 283,873.02 万元，占公司营业收入（母公司口径）的比例分别为 22.91%、33.72%、46.54%和 49.25%，对公司的营业收入贡献度日益提高，未来将逐步成为本公司收入和利润的重要来源。截至 2016H1，公司两融净额为 495.64 亿元，市场份额 5.14%。

图 13: 2013-2016H1 银河证券两融净额及市场份额不断提升



资料来源：招股意向书，民生证券研究院

公司于 2013 年 7 月 1 日获得了股票质押式回购业务资格，针对机构客户和超高净值个人客户的大额融资，公司开展个性化质押融资业务。截至 2016H1，融资融券部负责的股票质押业务待购回初始交易金额为 28.28 亿元。2011 年 10 月和 2013 年 1 月分别获得上交所以及深交所股票约定式购回业务资格，截至 2016H1，约定购回式证券交易的累计未到期余额为 0.25 亿元，规模较小。

（五）资管业务：规模快速提升，定向占比较大

资管收入快速提升，占比低于行业水平。公司目前通过子公司银河金汇开展证券资产管理业务，主要业务包括集合资产管理业务、定向资产管理业务和专项资产管理业务。2013-2015 年，公司资管业务收入不断提升，但占比均在 2% 以下，低于行业平均水平。截至 2016H1，公司资管业务实现净收入 2.13 亿元，占比 3.33%。

资管规模扩大，以定向资管为主。伴随居民财富管理需求提升，公司资管业务快速发展，产品数量以及管理规模大幅提升。2013-2015 年，公司集合资管受托资金由 76.52 亿元增长至 330.81 亿元，两年内增长 3.3 倍。定向资管受托资金由 187.53 亿元增长至 879.53 亿元，两年符合增长率 116.56%。截至 2016H1，公司集合资管产品已达 161 只，管理规模 489 亿元。

定向资管产品 146 只，管理规模 1,135 亿元。专项资管产品 5 只，管理规模 58 亿元。

表 8：2013-2016H1 资管产品数量及规模（单位：亿元）

		集合资管	定向资管	专项资管
2013	产品只数	31	33	-
	受托资金	76.52	187.53	-
2014	产品只数	21	97	2
	受托资金	110.53	159.95	26.00
2015	产品只数	96	122	2
	受托资金	330.81	879.53	25.67
2016H1	产品只数	161	146	5
	受托资金（亿元）	489.40	1,135.23	58.46

资料来源：招股意向书，民生证券研究院

四、投资建议：建议申购，合理价值区间 10.13-13.65 元/股

（一）盈利预测

我们认为，A 股上市将是银河证券一个新的里程碑，上市募集的资金提升公司资金实力，为其业务扩张提供资金支持。基于营业网点和客户基础的传统优势，银河证券在零售经纪、财富管理业务及资金中介业务上的实力将进一步增强。2016-2018 年，影响公司业绩的核心变量假设如下：

- 1、日均股基成交额：5,185、6,000、7,260 亿元；
- 2、公司佣金率：0.042%、0.040%、0.038%；
- 3、市场 IPO 规模：1,388、2,497、2,586 亿元；
- 4、市场再融资规模：15,100、12,080、17,110 亿元；
- 5、配股规模：173、174、199 亿元；
- 6、两融规模：8,982、9200、10,191 亿元。

我们预计银河证券 2016、2017、2018 年归母净利润分别为 53.09、56.33、60.03 亿元，同比增速分别为-46%、6%、7%。

表 9：银河证券盈利预测

项目（亿元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	262.59	153.20	162.54	173.22
手续费及佣金净收入	168.33	97.84	105.68	112.03
其中：代理买卖证券业务净收入	152.04	64.19	70.56	73.75
证券承销业务净收入	7.57	10.22	10.42	12.63
受托客户资产管理业务净收入	4.49	4.95	6.08	6.92
利息净收入	46.95	22.70	19.72	23.14
投资收益及公允价值变动净收益	44.53	32.36	36.84	37.75
营业支出	131.37	82.06	87.06	92.77
营业税金及附加	16.57	8.43	8.94	9.53
管理费用	113.38	73.53	78.02	83.15
营业利润	131.22	71.14	75.48	80.45
营业外净收入	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	131.33	71.14	75.48	80.45
所得税	32.57	17.78	18.87	20.11
净利润	98.76	53.35	56.61	60.34
归属于母公司所有者的净利润	98.35	53.09	56.33	60.03
少数股东损益	0.41	0.27	0.28	0.30

资料来源：招股意向书，民生证券研究院

（二）估值及投资建议

我们使用可比公司估值法以及 AH 股价对比法对公司估值，综合两种估值方法，我们认为 10.1-13.65 元/股较为合理，建议买入。

1、可比公司估值法：

由于银河证券资本实力位于行业第六位，我们选取资产规模前十、全国性综合性券商为可比券商，对应估值 PE（TTM）与 PB（LF）均值分别为 18.12X 与 1.97X。参考该估值水平，并给予新股上市 10% 的溢价空间，银河证券每股合理估值为 11.16 元和 13.65 元左右。

表 10：可比券商估值统计

证券公司	PE (TTM)	PB (LF)
中信证券	16.86	1.42
海通证券	17.12	1.76
广发证券	14.40	1.70
国泰君安	12.71	1.48
华泰证券	18.94	1.58
申万宏源	16.48	2.48
招商证券	18.41	2.27
国信证券	18.94	2.62
东方证券	29.21	2.37
均值	18.12	1.97

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、AH 股价对比估值法：

目前我国 AH 两地上市的股票，A 股一般相对 H 股存在一定溢价。参考 8 只 A+H 券商股表

现而言，A股相对于H股都有不同程度的溢价，以1月16日收盘价计算，AH股溢价平均为53.92%。其中，中信证券A股相对于H股溢价率最低，为134.09%；东方证券A股相对于H股溢价率最高，达到129.83%；最近A股上市的中原证券AH股溢价高达108.51。

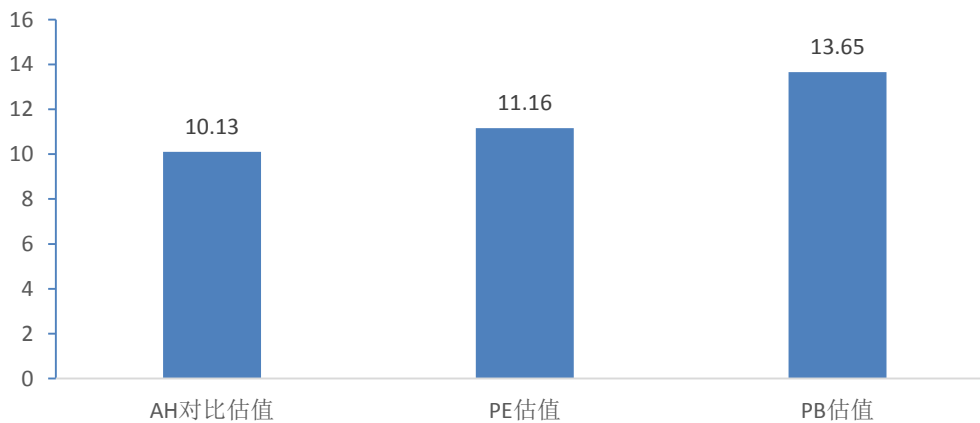
公司目前H股，1月16日股价为7.16港元，折合6.36元，参考券商板块平均AH股溢价53.92%，并给予新股10%的溢价空间，银河证券每股合理估值为10.13元。

表 11：8 家券商 AH 股平均溢价近 54%

股票名称	A 股价格（元）	H 股价格（元）	A 股溢价率（%）
中信证券	16.36	14.47	13.09
广发证券	17.00	14.73	15.39
海通证券	16.58	12.56	31.96
华泰证券	18.16	13.63	33.22
光大证券	15.97	11.25	41.96
招商证券	16.64	10.57	57.43
中原证券	7.93	3.80	108.51
东方证券	15.46	6.73	129.83
均值			53.92

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14:银河证券估值（PE/PB/AH 股对比）



资料来源：招股意向书，民生证券研究院

（三）投资风险

- 1、资本市场大幅单边下滑；
- 2、公司经纪业务市占率大幅下滑；
- 3、公司佣金率超预期下滑；
- 4、市场投资情绪持续低迷，资本中介业务增速放缓。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (亿元)	2015A	2016E	2017E	2018E	项目 (亿元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	262.59	153.20	162.54	173.22	货币资金	1,025.82	706.38	875.40	980.57
手续费及佣金净收入	168.33	97.84	105.68	112.03	结算备付金	232.60	216.43	244.66	265.75
其中：代理买卖证券业务净收入	152.04	64.19	70.56	73.75	融出资金	701.38	518.35	530.93	588.10
证券承销业务净收入	7.57	10.22	10.42	12.63	交易性金融资产	389.24	397.02	404.96	413.06
受托客户资产管理业务净收入	4.49	4.95	6.08	6.92	买入返售金融资产	217.91	65.37	68.64	72.07
利息净收入	46.95	22.70	19.72	23.14	可供出售金融资产	321.25	333.13	343.12	353.59
投资收益及公允价值变动净收益	44.53	32.36	36.84	37.75	存出保证金	43.89	50.95	52.20	53.49
营业支出	131.37	82.06	87.06	92.77	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	16.57	8.43	8.94	9.53	资产总计	3,006.56	2,382.09	2,617.70	2,827.95
管理费用	113.38	73.53	78.02	83.15	拆入资金	0.00	2.00	0.00	0.00
营业利润	131.22	71.14	75.48	80.45	卖出回购金融资产款	448.53	327.56	335.60	343.85
营业外净收入	0.11	0.00	0.00	0.00	代理买卖证券款	1,179.92	837.20	968.80	1,065.67
利润总额	131.33	71.14	75.48	80.45	负债合计	2,434.06	1,785.75	1,974.68	2,141.49
所得税	32.57	17.78	18.87	20.11	股本	95.37	95.37	101.37	101.37
净利润	98.76	53.35	56.61	60.34	归属于母公司所有者权益	569.14	592.71	639.12	682.25
归属于母公司所有者的净利润	98.35	53.09	56.33	60.03	少数股东权益	3.36	3.63	3.91	4.21
少数股东损益	0.41	0.27	0.28	0.30	负债和所有者权益合计	3,006.56	2,382.09	2,617.70	2,827.95

盈利预测及财务指标					盈利预测及财务指标				
项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E	项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (亿元)	262.59	153.20	162.54	173.22	每股收益	1.03	0.56	0.56	0.59
增长率 (%)	130.10	(41.66)	6.10	6.57	每股净资产	5.97	6.21	6.30	6.73
归属于母公司股东净利润 (亿元)	98.35	53.09	56.33	60.03	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
增长率 (%)	160.88	(46.02)	6.11	6.58	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
ROA (%)	4.11	1.98	2.26	2.22	ROE (%)	22.89	9.14	9.15	9.09

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1：银河证券发展历程.....	3
图 2：银河证券股权变动历史.....	4
图 3：汇金系券商关系图.....	5
图 4：2013-2016H1 银河证券业绩快速增长.....	6
图 5：2013-2016H1 银河证券净资产收益率高于行业.....	6
图 6：2013-2016H1 银河证券业务收入结构.....	7
图 7：2013-2016H1 银河证券经纪业务收入占比高于行业.....	7
图 8：2013-2016H1 银河证券股市场交易额及市场份额.....	8
图 9：2013-2016H1 银河证券与行业佣金率对比.....	8
图 10：银河证券营业网点布局（截至 2016 年 6 月 30 日）.....	8
图 11：2013-2016H1 固收类资产占比较高，但占比下降.....	10
图 12：2013-2016H1 银河证券自营规模不断提升.....	10
图 13：2013-2016H1 银河证券两融净额及市场份额不断提升.....	11
图 14：银河证券估值（PE/PB/AH 股对比）.....	14

表格目录

表 1：银河证券发行前后股权结构.....	4
表 2：总资产排名前十券商.....	5
表 3：券商 A+H 上市格局.....	6
表 4：2013-2016H1 银河证券各项经营指标行业靠前.....	6
表 5：2013-2016H1 代理买卖证券业务净收入及排名（单位：亿元）.....	7
表 6：2013-2016H1 银河证券股权承销（单位：百万元）.....	9
表 7：2013-2016H1 银河证券债权承销（单位：万元）.....	10
表 8：2013-2016H1 资管产品数量及规模（单位：亿元）.....	12
表 9：银河证券盈利预测.....	13
表 10：可比券商估值统计.....	13
表 11：8 家券商 AH 股平均溢价近 54%.....	14

分析师与研究助理简介

李锋，研究院执行副院长，曾供职于国家经委、国家物资部、国家贸易部、中国信达信托投资公司、中国银河证券有限责任公司。

周晓萍，中级经济师，西安交通大学经济学硕士，曾任职于经济研究机构、大型国企战略与发展部，负责宏观经济及行业研究。2015年加入民生证券。

王一川，非银行业研究助理，美国福特汉姆大学金融学硕士，一年股权投资工作经验，2015年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。