



山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

非银金融上市公司深度报告

新股研究

评级：买入

2017 年 2 月 9 日

分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

Tel：0351-8686794

E-mail：liuli2@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

更多研究报告请访问山西证券主页

<http://www.i618.com.cn>

中国银河（601881）：

经纪航母，王者归来

事件：中国银河证券股份有限公司（股票简称“中国银河”，证券代码：601881）于 2016 年 12 月 7 日获证监会核准首发上市，并于 2017 年 1 月 23 日正式登陆上交所，每股发行价 6.81 元/股，发行数量为 6 亿股。

摘要：

中国银河实际控制人是汇金公司，2015 年公司实现营业收入 249.24 亿元，市场份额为 4.33%；净利润 95.58 亿元，市场份额为 3.91%，竞争力稳居行业第一梯队。

经纪、销售和交易：

公司的经纪、销售和交易业务对营业收入的贡献度为 90%以上，占据绝对优势。公司代理买卖证券业务净收入自 2008 年起连续六年排名行业第一位。2014 年、2015 年，公司代理买卖证券业务净收入排名行业第 4 位、第 3 位。截至 2016 年 6 月 30 日，公司在 31 个省、自治区和直辖市共计拥有 360 家证券营业部，公司拥有经纪客户总数约为 825.80 万，2014 年

下半年公司加强对佣金水平管控，积极向财富管理业务转型，努力提升客户服务水平，佣金下滑得到了有效控制。2015 年、2016 年 1-6 月，公司佣金率高于行业平均水平。2016 年中期，融资融券业务对营业收入的贡献度提升至 49.25%，迅速成为新的利润增长点。自营及其他证券交易业务，整体保持稳健。

投行业务：

公司股权承销业务全部参与了下列我国证券市场融资规模排名前十位的首次公开发行项目。企业债券承销金额累计达到 2,937.79 亿元，位居行业第一位。债券业务长期保持行业领先地位。

资管业务：

2016 年中期，资产管理业务对营业收入的贡献度大幅提升，从 2015 年的 1.78%提高至 4.64%。截至 2016 年 6 月 30 日，公司证券资产管理业务共管理产品 185 只。截至 2016 年 6 月 30 日，公司累计投资了 9 个股权投资项目（其中 1 个项目已完成退出）和 3 个债权类投资项目（其中 3 个项目均已完成退出），行业覆盖制造业、消费品、通信、文化、矿业和房地产。

海外业务：

公司于 2011 年 2 月在香港注册成立银河国际控股。银河国际控股自成立以来通过其控股子公司先后取得在香港提供多元化金融证券服务所需的多个业务牌照，未来银河国际控股将充分发挥其连接境内外资本市场的作用，使之成为本公司国内客户“走出去”及国际客户“走进来”的双向桥梁。

竞争优势：独特的历史、品牌和股东背景优势；客户数量和托管资产规模优势；领先的风控体系优势；经验丰富且市场化的聘任机制优势。

盈利预测与估值

预计 2017 年公司营业收入 150.88 亿元，归属于母公司的净利润为 49.38 亿元。预计 2016-2018 年，公司 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元和 0.67 元，对应目标价 14.40 元/股。

风险：二级市场走势不及预期

正文目录

1. 公司概况 1

1.1. 国务院批示的 A+H 股证券公司 1

1.2. 汇金公司为实际控制人 2

1.3. 中国银河行业竞争力稳居第一梯队 2

2. 以经纪业务为基础，推动业务持续优化 3

2.1. 公司对传统业务依赖性强 3

2.2. 经纪、销售和交易：占有绝对优势 5

2.2.1 经纪业务：营业网点、客户和资产规模优势明显 5

2.2.2 融资融券业务：迅速成为新的利润增长点 6

2.2.3 自营及其他证券交易：整体保持稳健 7

2.3. 投行业务：债券承销长期保持行业领先地位 7

2.4. 资管业务：对营业收入的贡献度提升 8

2.5. 海外业务：获取多个业务牌照，成为双向桥梁 9

3. 公司竞争优势 10

3.1 独特的历史、品牌和股东背景优势 10

3.2. 客户数量和托管资产规模优势 10

3.3. 领先的风控体系优势 11

3.4. 经验丰富且市场化的聘任机制优势 11

4. 盈利预测与估值 11

图表目录

图表 1：中国银河历史沿革	1
图表 2：中国银河股东持股情况	2
图表 3：2015 年中国银河经济指标排名	3
图表 4：2015 年公司营业收入和归母公司净利润均创下历史新高	3
图表 5：中国银河业务构成情况	4
图表 6：2013 年至 2016 年中期中国银河收入结构	4
图表 7：中国银河拥有 360 家营业部，券商中排名第一	5
图表 8：中国银河 2013 年以来股票基金平均总佣金费率与行业比较情况	6
图表 9：中国银河融资融券业务情况	7
图表 10：中国银河投行业务情况	8

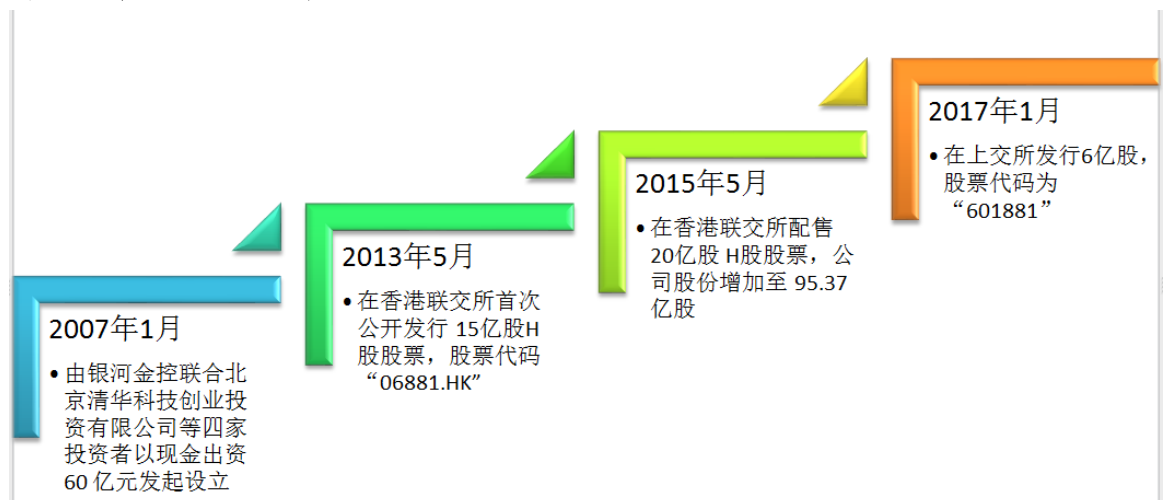
事件：中国银河证券股份有限公司（股票简称“中国银河”，证券代码：601881）于 2016 年 12 月 7 日获证监会核准首发上市，并于 2017 年 1 月 23 日正式登陆上交所，每股发行价 6.81 元/股，发行数量为 6 亿股。

1. 公司概况

1.1. 国务院批示的 A+H 股证券公司

中国银河证券股份有限公司成立于 2007 年 1 月，是经国务院批示同意，由银河金控联合北京清华科技创业投资有限公司、重庆水务控股（集团）有限公司、中国通用技术（集团）控股有限责任公司和中国建材股份有限公司等四家投资者以现金出资 60 亿元发起设立的。2013 年 5 月 22 日中国银河在香港联交所上市交易，股票代码“06881.HK”。2017 年 1 月 23 日中国银河正式登陆上交所，成为国务院批示的 A+H 股证券公司，每股发行价 6.81 元/股，发行数量为 6 亿股。

图表 1：中国银河历史沿革



来源：招股说明书，山西证券研究所

1.2. 汇金公司为实际控制人

中国银河实际控制人是汇金公司，汇金公司是一家根据国务院授权，对国有重点金融企业进行股权投资的国有独资公司。中国银河的控股股东为银河金控，此次发行上市后，银河金控持股比例为 50.91%。银河金控成立于 2005 年 8 月 8 日，由财政部和汇金公司共同发起设立，其中汇金公司出资 55 亿元，持股比例 78.57%，财政部出资 15 亿元，持股比例 21.43%。本次发行前，中国银河内资股占比为 61.3%，外资股占比为 38.7%。

图表 2：中国银河股东持股情况

股东名称	股份类别	本次 A 股发行前		本次 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	9.00%
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%

来源：招股说明书，山西证券研究所

1.3. 中国银河行业竞争力稳居第一梯队

2015 年公司实现营业收入 249.24 亿元，市场份额为 4.33%；净利润 95.58 亿元，市场份额为 3.91%。根据证券业协会公布的母公司口径排名数据，截至 2015 年末，公司总资产位列行业第 6 位，净资产位列行业第 6 位，净资本位列行业第 5 位。营业收入位列行业第 6 位，净利润位列行业第 8 位。

公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）和融资类业务净收入稳居行业第一梯队，分别排名第 3 位和第 6 位。

图表 3：2015 年中国银河经济指标排名

规模指标	数值（亿元）	排名
总资产	2,826.24	6
净资产	562.58	6
净资本	606.38	5
经营指标		
营业收入	249.24	6
净利润	95.58	8
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	147.81	3
投资银行业务净收入	5.39	24
证券投资收入	42.81	10
受托客户资产管理业务净收入	4.26	23
融资类业务净收入	75.95	6

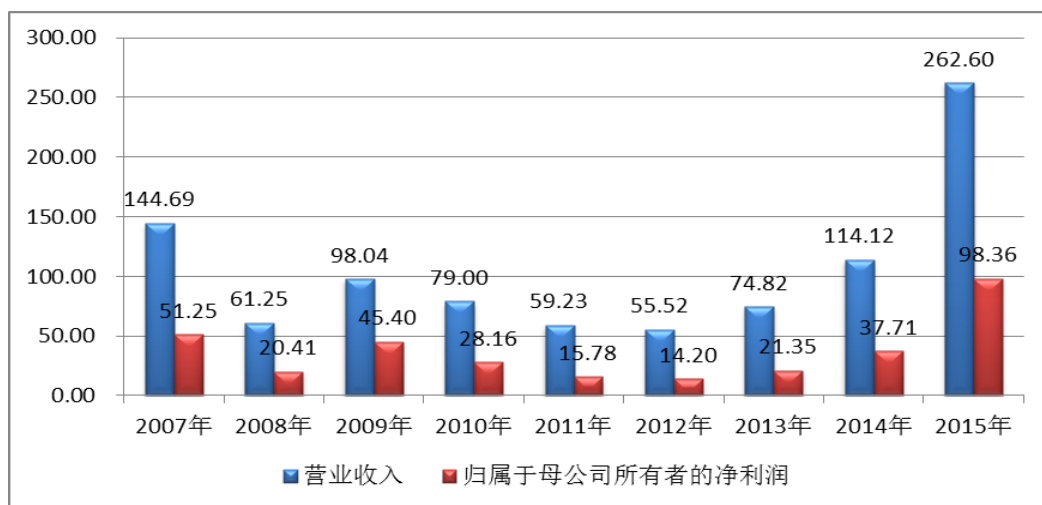
来源：中国证券业协会，山西证券研究所

2. 以经纪业务为基础，推动业务持续优化

2.1. 公司对传统业务依赖性强

2012 年至 2015 年公司营业收入和归母公司净利润连续四年实现同比增长，其中 2015 年公司营业收入和归母公司净利润均创下历史新高。

图表 4：2015 年公司营业收入和归母公司净利润均创下历史新高



来源：wind，山西证券研究所

公司是我国证券行业领先的综合性金融服务提供商，业务线组成情况如下：

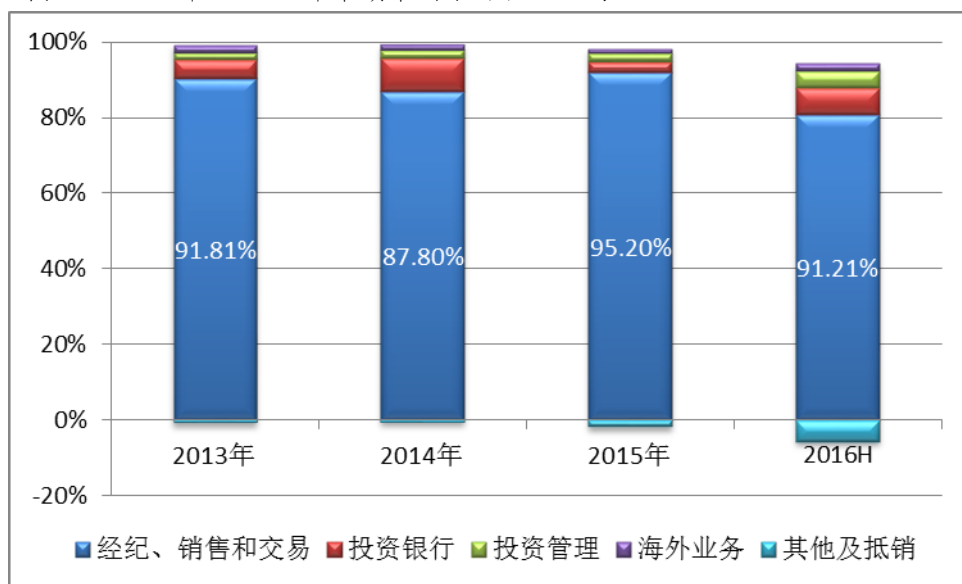
图表 5：中国银河业务构成情况

经纪、销售和交易	投资银行	投资管理	海外业务
经纪和财富管理	股权承销	资产管理	经纪和销售
机构销售和投研究	债权承销	私募股权投资	投资银行
融资融券	财务顾问		资产管理
自营和其他证券交易服务			

来源：招股说明书，山西证券研究所

从收入结构来看，经纪、销售和交易业务从 2013 年至 2016 年中期占营业收入的比例分别为 91.81%、87.80%、95.20%、91.21%，占据绝对优势，公司对传统业务依赖性强。

图表 6：2013 年至 2016 年中期中国银河收入结构



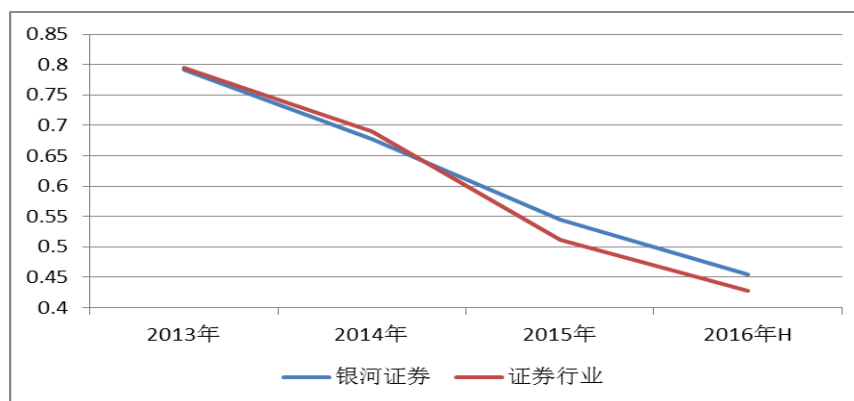
来源：招股说明书，山西证券研究所

注：抵消包括合并报表扣除分部间手续费及佣金净收入，以及分部间投资收益

公司拥有经纪客户总数约为 825.80 万，其中证券经纪客户 815.36 万名，期货经纪客户 10.44 万名。证券经纪业务包括约 813.57 万名个人客户和 1.79 万名机构客户；期货经纪客户包括约 10.06 万名个人客户和 0.38 万名机构客户。

公司佣金水平调整基本与行业保持一致。2014 年下半年公司加强对佣金水平管控，积极向财富管理业务转型，努力提升客户服务水平，佣金下滑得到了有效控制。2015 年、2016 年 1-6 月，公司佣金率高于行业平均水平。

图表 8：中国银河 2013 年以来股票基金平均总佣金费率与行业比较情况



来源：招股说明书，山西证券研究所

2.2.2 融资融券业务：迅速成为新的利润增长点

2013 年至 2016 年中期，公司融资融券业务的营业收入（母公司口径）分别为 15.68 亿元、35.65 亿元、116 亿元和 28.39 亿元，占营业收入（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。融资融券业务已经成为推动经纪业务未来增长的重要因素，并将逐步成为公司收入和利润的重要来源。

图表 9：中国银河融资融券业务情况

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016H
两融客户开户数量（个）	74,176	227,746	288,794	295,896
开户占比（市占率）	5.47%	7.57%	7.17%	7.14%
融资融券净额（亿元）	177.95	603.19	691.27	495.64
融资融券净额市场份额	5.14%	5.88%	5.89%	5.81%

来源：招股说明书，山西证券研究所

2.2.3 自营及其他证券交易：整体保持稳健

公司高度重视自营及其他证券交易业务风险，持续加强风险管理机制，并依托衍生金融工具业务的先发优势，主动管理并降低风险敞口，有效监控风险，自营及其他证券交易业务整体表现稳健。2013 年至 2016 年中期，公司自营和其他证券交易业务的收入占公司营业收入的比例分别为 6.38%、7.78%、12.55%和 7.17%，

2.3. 投行业务：债券承销长期保持行业领先地位

公司投资银行贯彻市场化经营理念，实大中小项目并举策略致力于服务大客户的同时，重点培育具有高成长潜力中小企业。公司股权承销业务全部参与了下列我国证券市场融资规模排名前十位的首次公开发行项目。

2013 年至 2016 年中期，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%。截至 2016 年 6 月 30 日，公司拥有 43 名保荐代表人，累计承销股权融资项目 99 个，累计主承销金额约 2,385.83 亿元，主承销金额位居行业第六。

2013 年至 2016 年中期，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%。公司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。公司企业债券承销金额累计达到 2,937.79 亿元，位居行业第一位。

图表 10：中国银河投行业务情况

金额和收入单位：百万

		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 H
股权融资	首次公开发行	主承销次数	2	1	2
		主承销金额	1,604.24	15,499.58	746.17
		承销收入	70.49	172.51	53.95
	优先股发行	主承销次数	1	2	—
		主承销金额	5,000.00	9,000.00	—
		承销收入	—	2.4	—
	非公开发行	主承销次数	6	11	9
		主承销金额	8,268.94	29,718.71	4,287.53
		承销收入	77.52	369.53	61.56
债券融资	主承销	承销次数	32	463	602
		承销金额	4,679.00	78,298.00	93,830.00
		承销收入	260.65	277.34	474.59
	副主承销	承销次数	—	—	6.00
		承销金额	—	—	230.00
		承销收入	—	—	0.51

来源：招股说明书，山西证券研究所

2.4. 资管业务：对营业收入的贡献度提升

2013 年至 2016 年中期，公司实现资产管理业务营业收入分别为 1.34 亿元、1.90 亿元、4.66 亿元和 2.97 亿元，占营业收入的比例分别为 1.79%、1.67%、1.78%和 4.64%。截至 2016 年 6 月 30 日，公司证券资产管理业务共管理产品 185

只，包括 64 只集合资产管理产品、116 只定向资产管理产品和 5 只专项资产管理产品。其中 64 只主要的集合理财计划产品，分为量化型、指数型、货币型、Fund of Funds 型和混合型等。

公司通过成立于 2009 年 10 月的控股子公司银河创新资本开展私募股权投资业务。截至 2016 年 6 月 30 日，公司累计投资了 9 个股权投资项目（其中 1 个项目已完成退出）和 3 个债权类投资项目（其中 3 个项目均已完成退出），行业覆盖制造业、消费品、通信、文化、矿业和房地产。

2.5. 海外业务：获取多个业务牌照，成为双向桥梁

公司于 2011 年 2 月在香港注册成立银河国际控股。银河国际控股自成立以来通过其控股子公司先后取得在香港提供多元化金融证券服务所需的多个业务牌照，包括证券交易 1 号牌照、期货合约交易 2 号牌照、就证券提供意见 4 号牌照、就机构融资提供意见 6 号牌照、提供资产管理 9 号牌照、受香港法例第 163 章放债人条例监管的放债人牌照、香港专业保险经纪会员资格、RQFII 资格和韩国投资顾问业务及全权托管投资管理业务资格等，2013 年至 2016 年中期，海外业务营业收入分别为 1.54 亿元、1.71 亿元、3.28 亿元和 1.49 亿元。未来银河国际控股将充分发挥其连接境内外资本市场的作用，使之成为本公司国内客户“走出去”及国际客户“走进来”的双向桥梁。

3. 公司竞争优势

3.1 独特的历史、品牌和股东背景优势

公司的证券经纪和投资银行业务的历史可追溯至上世纪 90 年代初我国证券市场刚刚建立之时。银河有限由原中国华融信托投资公司等五家金融机构所属的证券业务部门和证券营业部于 2000 年合并设立。银河有限设立后，“中国银河证券”品牌成为境内证券行业广为人知的著名品牌，在我国资本市场有着很高的知名度和影响力。公司控股股东为银河金控，由汇金公司控股投资。公司的历史、品牌和股东背景有助于增强客户信心，巩固和拓展客户基础，亦有助于公司获取业务机会、巩固政府关系和领导行业整合。

3.2 客户数量和托管资产规模优势

根据中国证券业协会的统计，本公司代理买卖证券业务净收入从 2008 年至 2013 年在国内证券公司中始终名列第一。截至 2016 年中期，公司拥有 360 家证券营业部、28 家期货营业部、825.80 万客户、2.68 万亿元客户托管证券市值、894.98 亿元客户保证金余额，巨大的客户数量和客户托管资产将为公司业绩增长带来巨大潜力，为公司发展融资融券、大额交易、机构销售和现金管理等业务提供巨大动力。

同时基于本公司拥有的庞大客户基础，公司各项业务之间有着显著的协同营销增长潜力而且能抓住机会迅速开展新业务。

基于广泛的营业网点，诸如融资融券、创业板开户和复杂金融产品投资等需要依托实体营业网点的业务，公司拥有很强的竞争优势。

3.3. 领先的风控体系优势

公司高度重视内部控制建设，致力于建立完善的公司治理结构、严密的内部控制制度和合规管理的企业文化，自 2010 年至 2015 年连续六年被中国证监会授予 AA 级分类评价结果。

3.4. 经验丰富且市场化的聘任机制优势

公司高级管理团队平均拥有超过二十年的证券和金融相关领域的管理经验，公司是国内少数几家开始实行在国内国际范围内市场化招聘管理人员的国有证券公司，这样的聘任机制有助于提高公司管理团队的专业能力和国际视野。

4. 盈利预测与估值

核心假设：

- 经纪业务：预计 2017 年市场日均股基交易额 6000 亿元。

● 融资融券业务：考虑到中国银河在 A 股上市后，扩大融资业务规模，预计 2017 年公司两融业务继续稳中有升，两融余额规模平均水平为 550 亿元。

● 投行业务：IPO 逐步常态化，直接融资比例提高。

预计 2017 年公司营业收入 150.88 亿元，归属于母公司的净利润为 49.38 亿元。预计 2016-2018 年，公司 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元和 0.67 元。

我们按照净资本把上市证券公司分为三类，净资本在 400 亿元以上的为大型券商，净资本在 150—400 亿元之间的为中型券商，净资本在 150 亿元之下的为小型券商。中国银河净资本为 464.34 亿元，属于大型券商。目前，大型券商平均估值为 1.63xPB，18.14xPE。公司作为次新股，我们给予 30%的溢价空间，对应目标价 14.40 元/股。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现 20%以上

增持：相对强于市场表现 5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。