



中国银河证券(6881 HK) - 买入

2013年7月8日
始发报告

评级: 买入
目标价: HK\$6.20

主要数据

股价 (HK\$)	4.60
目标价(HK\$)	6.20
上行空间 (%)	34.7
52 周高/低(HK\$)	5.9/4.02
发行股数 (百万)	7,537
市值 (HK\$百万)	34,671
30 天平均成交额 (HK\$百万)	233.42
主要股东(%):	
银河金控	69.18
审计师	德勤

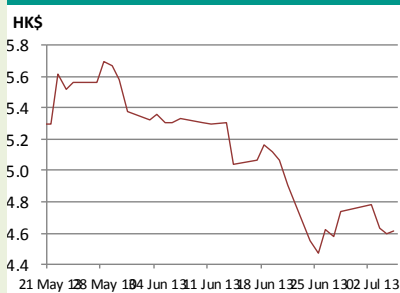
来源: 公司和彭博

收入组成 (%)

2012	
收入:	
证券经纪	68.5
期货经纪	8.7
自营投资	6.7
投资银行	11.5
资产管理	0.8
私募股权投资	0.4
海外业务	0.6
其他收入	2.8
总计	100.0

来源: 公司

上市后股价表现



来源: 彭博

分析员

欧宇恒
电话: (852) 2147 8802
电邮: johannesau@abci.com.hk

拥有广阔前景的杰出券商

中国银河证券是中国券商行业的先驱者。就用户规模而言,银河是中国最大的券商之一,强大的客户基础将助其保持高市场份额和高股本回报率。集团未来的增长不仅来自传统的经纪业务,创新业务和资产管理将给其注入新的动力。受益于中国资本市场增长势头回升,我们预测 2012-15 年间银河证券净利润的复合增长率将达到 34%。我们首次评估该股,评级买入,目标价 6.2 港元,从现价计上升空间为 35%。

拥有最大的分销网络,高股本回报率: 拥有 229 家证券网点,银河证券是中国最大的券商。此外,相对均衡的网点分布助银河证券成功获取了 5.6 百万的用户及 5.2% 的市场份额(按照 2012 年经纪净收入计算)。值得强调的是其客户忠诚度,82% 的客户已经跟集团保持了超过 3 年的业务往来。银河证券高于市场的单一营业网点收入及单一员工收入均反映了集团的高营运效率,助集团取得 2012 年行业最高的股本回报率 8.5%。

两大增长动力: 除了稳健的传统佣金收入,融资融券和资产管理业务将是集团未来两大新的增长动力来源。我们预测 2012-15 年间融资融券业务收入的复合增长为 52%。市场对杠杆和做空产品的需求增长以及银河证券强大的客户托管基础是融资融券业务增长的驱动因素,我们预测该业务对集团的利润贡献比重将从 2012 年的 9.2% 上升到 2015 年的 17%。受益于中国财富的快速积累,资产管理业务同样具有巨大的增长空间。我们预期该业务 2012-15 年间复合增长达到 89%。

受惠于中国资本市场广阔的发展空间: 假设中国股票一级市场发行于今年 3 季度恢复,同时日均交投气氛好转,我们预测 2015 年的周转速度将上升到 170%。加上非银行贷款融资渠道的不断发展,我们相信中国的股本和债券市场都将见证高速增长。券商,尤其是拥有强大先发优势的银河证券将受益于持续的行业自由化和产品发展。

首次评级买入: 我们首次覆盖银河证券,评级买入,目标价为 6.2 港元,对应的 2013 年预测市盈率为 17.9 倍,2013 年预测市账率为 1.5 倍。从现在股价计算,我们的目标价代表的上升空间为 35%。

风险因素: 市场成交量大幅下跌,股本停发期延长,中国经济增长放缓。

财务数据概览

(财年截至 31/12)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入 (人民币百万元)	6,431	5,962	7,284	9,141	10,853
同比变化(%)	(24.0)	(7.3)	22.2	25.5	18.7
净利润 (人民币百万元)	1,578	1,420	1,918	2,771	3,390
同比变化(%)	(43.2)	(10.0)	35.1	44.5	22.3
每股盈利 (人民币)	0.26	0.24	0.28	0.37	0.45
每股净资产 (人民币)	2.67	2.90	3.32	3.63	4.00
每股股息 (人民币)	-	-	0.12	0.13	0.16
市盈率(倍)	-	15.6	13.2	10.0	8.2
市账率(倍)	-	1.27	1.11	1.01	0.92
平均股本回报率 (%)	10.3	8.5	9.0	10.5	11.7

来源: 公司, 农银国际证券估算



目录

内容概要	3
投资亮点	6
最赚钱的龙头券商	6
两大增长动力	10
投行业务在逆势之中为集团带来防守性	15
行业先驱	19
规模带来竞争优势	20
中国资本市场的前景正面	23
资本市场高速发展的时代	23
资本市场结构发展的新趋势	28
杠杆势必上升	29
低集中度促发行业整合	30
商业模式分析	32
企业战略 - “一核两翼”	32
经纪业务为核心	32
成长中的投资银行和投资管理业务	38
其他业务板块	41
低估值高增长 - 买入	45
风险因素	48
附录 I - 公司背景	53
附录 II - 管理团队	57
附录 III - 中国证券业的监管	59
资本要求	60
净资本	60
风险资本准备	62
权益披露	64



内容概要

五大差异化竞争优势

中国银河证券股份有限公司（“银河”或“集团”）是中国证券业务领域内一家领先的综合金融服务提供商。集团提供全方位的金融服务，拥有业内最大的分销网络和最具规模的客户群。我们认为银河证券拥有五大差异化优势，包括领先的分销网络和客户基础、来自融资融券和资产管理业务的强大增长动力、具有可提供防守性的投资银行业务组合、新业务的先行者优势和高于同业的经营效率。我们相信，这五大优势将引领集团走向更辉煌的未来。

分销网点数目最多，客户规模最大

银河拥有 229 家证券网点，是拥有网点最多的券商，庞大的分销网络令集团可以保持其在证券和期货经纪领域的领先市场地位。按净营业收入，银河在该领域拥有 5.2% 的市场份额。银河证券的网点进行在不同区域均衡的布局，成功地助其获取了 5.6 百万客户，其是业内拥有最多客户的券商。而这些客户的忠诚度更令人注目，有近一半的客户已经跟集团有超过 10 年的业务往来。此外，集团的成本效率优势明显，其交易的 80% 通过其在线平台完成。这些因素令集团在 2012 年取得 8.5% 股本回报率，为行业内最高。

两大快速增长引擎

除了稳健的传统佣金收入，我们预计未来有两大新业务对集团的利润贡献将加速。第一个是融资融券业务，依托银河庞大的客户群体，融资融券余额在 2011 年和 2012 年分别同比增长了 80% 和 110%，在该领域内的市场份额为 6.8% 或排名第六位。2012 年，该业务对集团的收入贡献大幅上升至 9.2%。我们预计融资融券业务将继续增长，在 2015 年对集团的收入贡献将达到 17%。

受益于中国财富的快速积累，集团另一个利润增长的动力将是资产管理业务。该业务目前的渗透率很低，而且证监会正在努力丰富投资产品线，这都将推动集团资产管理业务的快速发展。尽管目前来讲该业务对银河来讲仍然比较新，市场份额仅为 1.2%，但允许券商参与该业务已经令银河的资产管理规模在 2012 年上升了几乎 8 倍。随着前期高投入成本阶段的结束，我们预期资产管理业务将在 2013 年开始为集团盈利做出贡献。

投资银行业务助分散风险

2012 年，投资银行业务贡献了集团利润的 15%。尽管中国股票一级市场的发行功能被暂时停止，但我们预计首次公开招股(IPO)即将今年 3-4 季度开始重启，而在此期间，集团排名第一的债券承销业务将弥补股票业务的低迷。2012 年，股本承销和经纪业务收入分别下降了 24% 和 17%，但债券承销业务却见证了 101% 的增长。



在多个业务领域属于先驱者

凭借与监管机构密切的关系往来和强大的股东背景(汇金公司和国家财政部为主要股东)，银河证券得以积极地参与一些在中国证券行业中具有里程碑意义的项目，如银河证券多次率先参与一些试验计划，也曾多次担任新产品的承销角色，包括交易所报价的债券回购合同、现金管理产品、指数式资产管理产品、混合型资产管理产品、不良资产证券化产品以及首次的由证券公司担当主承销的商业银行次级债券。我们相信，银河证券将会继续受益于先发优势，在创新业务领域能够更快地抢占市场份额和打造专业优势。

高运营效率

以单一营业网点收入及单一员工收入作为参照，银河证券拥有行业内最高的运营效率，超过其主要的对手中信证券(中信)和海通证券(海通)。此外，银河证券正在对营业网点进行转型，以促进创新业务特别是理财产品的发展。同时，因为有越来越多的客户通过网络来进行交易，集团倾向于建立小型的网点以降低固定成本开支。也因为上述因素，集团取得了行业内最高的 8.5% 的股本回报率，在 2010-12 年间集团的股本回报率比行业首五位券商的股本回报率高 3-7%。我们相信，如果市场交投量回升，银河证券的规模优势将得以扩大。我们预测，2015 年其股本回报率将会回升到 11.7%，甚至略高于 2011 年的水平。

中国资本市场广阔的发展空间

我们注意到中国的证券市场开始出现上升势头，日均交易量在今年 1 季度达到 2,400 亿元(人民币，如未特别标明下同)，同时，我们预计股本发行市场(一级市场)将在今年 3-4 季度重启。我们保守地估计交易流通速度在 2015 年将上升到 170%。同时，国内的债券市场仍然处于起步阶段，2012 年，债券只占国内生产总值的 9.2% 以及全国社会融资量的 30%。随着更多的债券品种的出现，我们预计 2013 年的债券发行量将会上升 25%。

此外，我们相信行业的业务结构将向下述两个方向发展，1) 投资者组合将更加成熟，将有更多的机构投资者和高资产净值客户参与市场，2) 传统的经纪业务贡献度将会逐渐地下降，而创新业务比重将会上升。同时，随着监管的放松，券商会加大其杠杆以及通过拓展如融资融券等高利润率的业务来提升股本回报率。另一方面，目前国内前十位券商的总市场份额为 42.8%，相对于其他金融行业前十位参与者 75%-90% 市场份额，这样低的市场集中度暗示着未来具有行业整合的可能性。

“一核两翼”的商业模式

集团将会专注于发展其“一核两翼”的商业模式，充分发挥核心经纪业务与两大成长中的投资银行和投资管理业务的协同效应。由于经纪佣金率竞争的日趋激烈，券商应该转战至下述领域 1) 拓展具有高利润率的新业务，如高端客户和融资融券业务，2) 提高传统的经纪业务的交易量发



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国银河证券股份有限公司

挥其防守性，打造并利用规模优势 3) 探寻成本降低的方法，从而抵消佣金率的压力。

首次评级买入

得益于庞大的分销网点，银河证券将录得持续的经纪业务收入，加上我们对经济温和复苏的假设和资产管理及融资融券两大增长引擎的驱动，我们预测 2012-15 年间银河证券净利润的复合增长率将达到 33.7%。因此，我们首次评级为买入。根据三阶段股息贴现模型，我们评估银河证券的价值为 6.2 港元，并设为目标价，对应的 2013 年预测市盈率为 17.9 倍或 2013 年预测市账率为 1.5 倍。从现在股价计算，我们的目标价代表的上升空间为 35%。

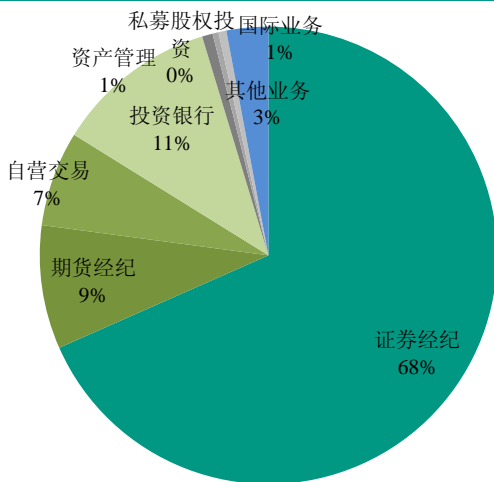


投资亮点

中国银河证券股份有限公司，是中国最大的投资银行之一。其提供全方位的金融服务，如经纪业务、销售和交易、投资银行和投资管理。2012年，包括证券及期货在内的经纪业务贡献了总收入的 77%，其次是投资银行和自营交易，分别贡献 11%和 7%。银河证券的投资管理业务包括了资产管理、私募股权投资和在香港的海外业务，由于营运时间比较短，这些业务目前的规模较小。

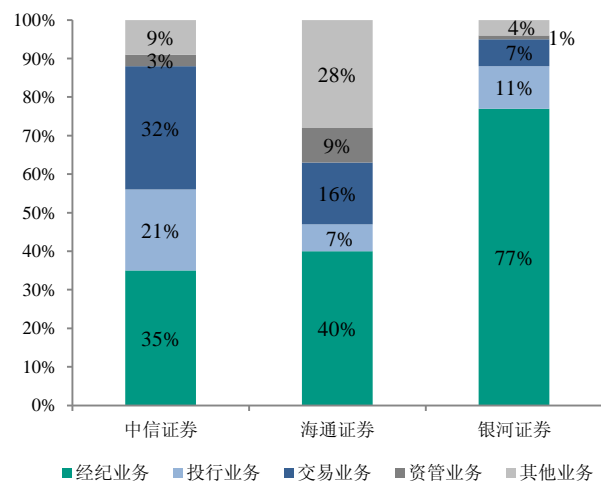
将银河证券的业务结构和另两家 H 股券商中信、海通相比，可以看出银河的不同——银河的增长更明显的是由经纪业务驱动，2012 年经纪业务占其总收入的比重高达 77%，而中信和海通经纪业务则分别占比 35%和 40%。我们的分析显示银河证券具有五大差异化竞争优势，令我们相信其将可以在激烈的同业竞争之中和在行业自由化的背景之下胜出。

银河证券收入组成(2012)



来源：公司，农银国际证券

H 股券商收入组成(2012)



来源：公司，农银国际证券

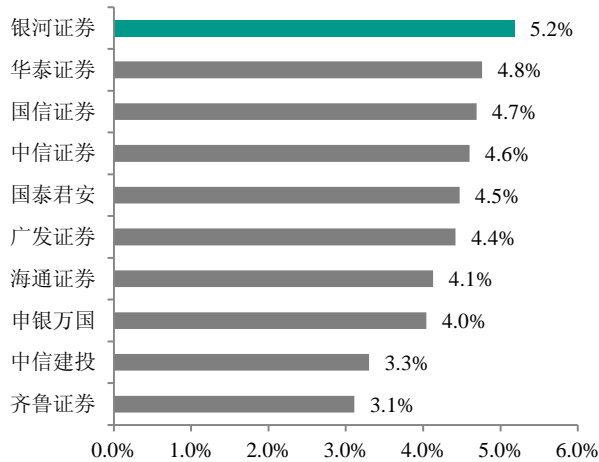
最赚钱的龙头券商

证券及期货业务均位列前茅

银河证券用其证券经纪业务净收入在 2008-12 年间持续领先的排名证明了其在中国券商业内显著的龙头地位。2012 年，银河证券按证券经纪业务净收入计算的市场份额稳定在 5.2%，排名居首位，比排名在第二位的券商高 0.4 个百分点。2012 年，银河证券的客户证券托管市值数额为 18 亿元，市场份额为 7.5%。同期，其客户保证金余额达到 332 亿元，市场份额为 5.53%。

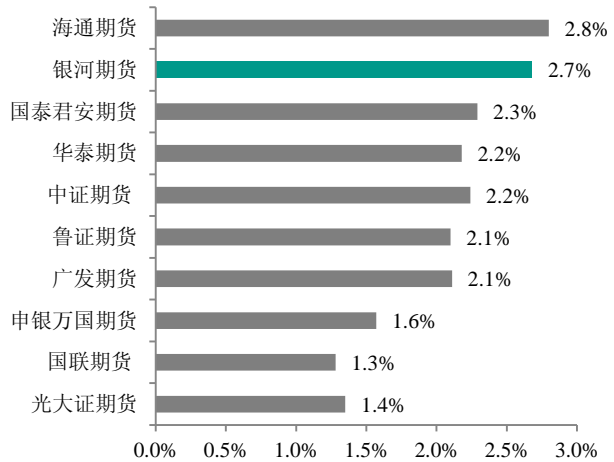


按证券经纪业务净收入计算的市场份额(2012)



来源: 公司, Wind, 农银国际证券

按期货经纪业务净收入计算的市场份额(2012)



来源: 公司, Wind, 农银国际证券

对于期货经纪业务, 银河证券的表现同样杰出—2010-11 年的同业排名分别位列首位, 2012 年位列第二位。按照期货佣金和手续费收入计算(据中国期货业协会公布的数据), 2012 年银河证券在中国的期货公司中排名第五位。证券及期货, 因此共同组成了银河证券的经纪业务板块, 2012 年分别贡献其总收入的 68% 和 9%。

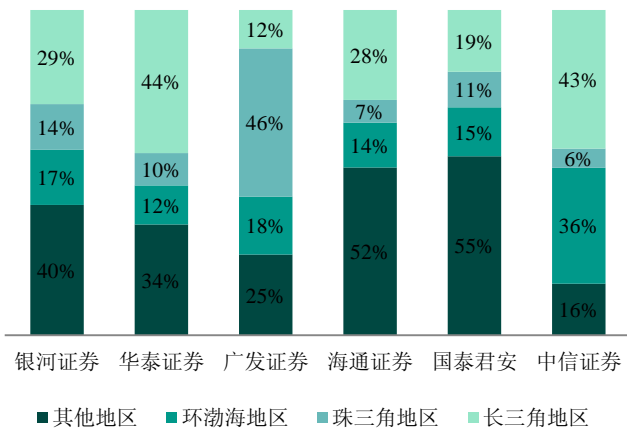
分销网络战略性布局, 客户规模同业最大

我们相信, 是广泛的营销网络, 是战略性的营销网络布局, 成就了银河证券领先的市场地位。银河拥有 229 家证券网点和 22 家期货网点, 是业内拥有网点最多的券商, 这些网点广泛的分布于中国的 30 多个省市。同时, 银河证券将其网点战略性的布局, 其中有三之二分布于中国主要的金融服务区域如珠江三角洲、长江三角洲和环渤海等地, 其他网点遍布其他省份。

相比其他券商, 银河证券的网点分布广泛且均衡。同业之中, 华泰有 44% 的网点位于长三角, 广发有 46% 位于珠三角而国泰君安则有一半以上位于非沿海区域和小部分位于珠三角, 中信则侧重在长三角和环渤海区域, 仅有 6% 位于珠三角和 16% 位于其他区域。银河证券广泛且均衡的网点分布令其可以争取到各种类型的客户, 因而成就了业内最大规模的客户资源。2012 年底, 银河证券拥有 5.6 百万经纪客户, 而同业中信和海通的经纪客户规模分别为 3 百多万和 4 百多万。

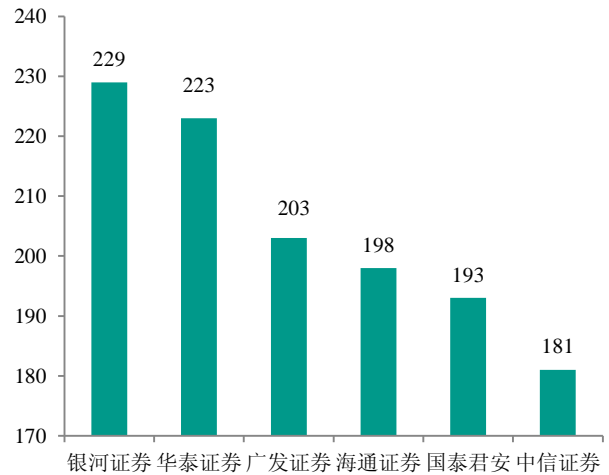


分销网络的区域分布 (2012)



来源: 公司, 农银国际证券

证券网点数目 (2012)

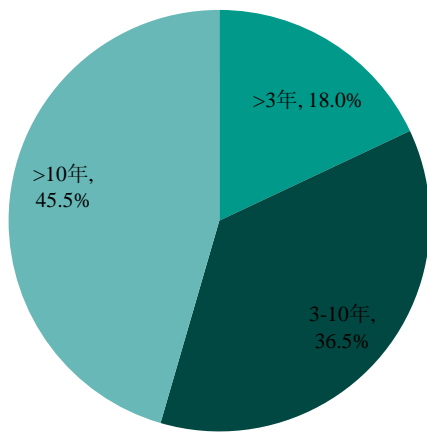


来源: 公司, 农银国际证券

高客户忠诚度支持新业务增长

银河证券服务 5.6 百万个经纪客户, 其中 5.5 百万为证券用户, 5.9 万为期货用户。在证券用户中, 有 1.6 万个机构客户, 19 万个高资产净值投资者和 500 个专业投资者。

客户账户持有时间



来源: 公司, 农银国际证券

银河证券客户组成

客户类型	数量
散户投资者	5,498,000
机构投资者	16,000
股票客户总数	5,514,000
期货客户总数	59,000
客户总数	5,573,000
散户投资者总数	5,557,000
其中:	
高资产净值投资者	190,000
专业投资者	500

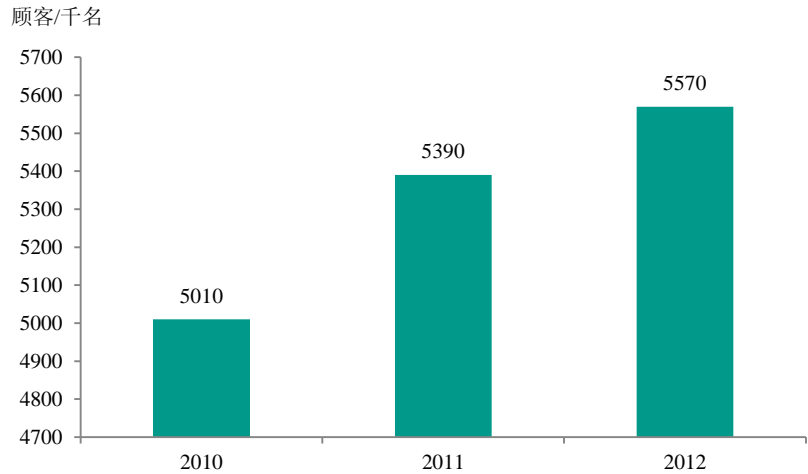
来源: 公司, 农银国际证券

除了客户规模的庞大, 我们认为另一点值得强调的是银河证券的客户忠诚度—82%的客户已经跟集团保持了超过 3 年的业务往来, 而且更有 45.5% 的客户跟集团的业务关系已经保持超过了 10 年。庞大的客户规模和高忠诚度将使集团可以迅速开拓新业务。我们预期集团未来的业务重点将逐步转移至财富管理—向零售客户交叉销售其理财产品。



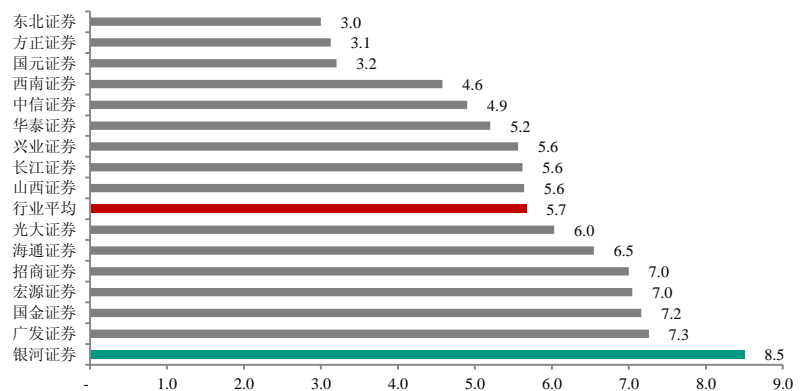
2012年，银河证券的经纪交易有80%是通过在线平台完成，而据我们估算，同业中信和海通证券大概为75-80%。所以，银河证券的优势在于，一方面广泛的销售网点令其能够不断吸收新的客户，而另一方面较高在线平台交易的使用比例给其带来成本效益。

银河证券客户数量增长



来源：公司，农银国际证券

平均股本回报率比较(2012) (%)



来源：公司，农银国际证券

中国证券行业是零散且高度竞争的。2012年底，券商业大概有110个市场参与者，而价格竞争是主要的竞争方式。尽管过去几年经营环境严峻，银河证券仍然实现了客户规模的稳健增长，其客户数量从2010年的5百万上升到2012年的5.6百万。同时，凭借规模优势和网上交易平台带来的成本优势，银河证券能够取得高于同业的股本回报率。2012年，银河证券的股本回报率达到8.5%，而同业均值为5.7%，两大竞争对手中信和海通分别为4.9%和5.6%。包括我们实地考察在内的多方渠道调查均显示，凭借综合性的服务和更可靠的交易平台，大的券商通常可以拥有更好的定价能力因而得到高佣金率。鉴于规模优势、高成本效益和新的收入增长空间，我们预测银河的高股本回报率将可以持续，2013年将



达到 9.0%，而 2015 年会进一步提升至 11.7%，回到和 2011 年相近的水平。

两大增长动力

除了传统的核心业务，即经纪服务，我们认为在中国个人财富迅速增长的背景下，集团未来还将拥有另外两大增长引动力—融资融券和资产管理业务。

融资融券为主要增长引擎

2010 年 3 月，中国证监会首次推出了融资融券的试点工程。同年 7 月，银河证券开始发展自己的融资融券业务—向希望增加财务杠杆的经纪客户提供抵押融资和将自己账户下的股票借给经纪客户为其提供做空的机会。2012 年 8 月，银河证券是试点方案下被允许开展此项业务的 11 家券商之一。此外，2013 年 2 月，银河证券成为第一家可以使用第三方拥有的股票进行融券业务的券商。

不同证券抵押品的利率折扣

不同证券抵押品	利率折扣
财政部债券	95%
交易所买卖基金(ETFs)	90%
非 ETF 的上市证券投资基金和非财政部债券	80%
上证 180 指数和深证 100 指数成分股	70%
非 ST 个股	65%
ST 个股	0%

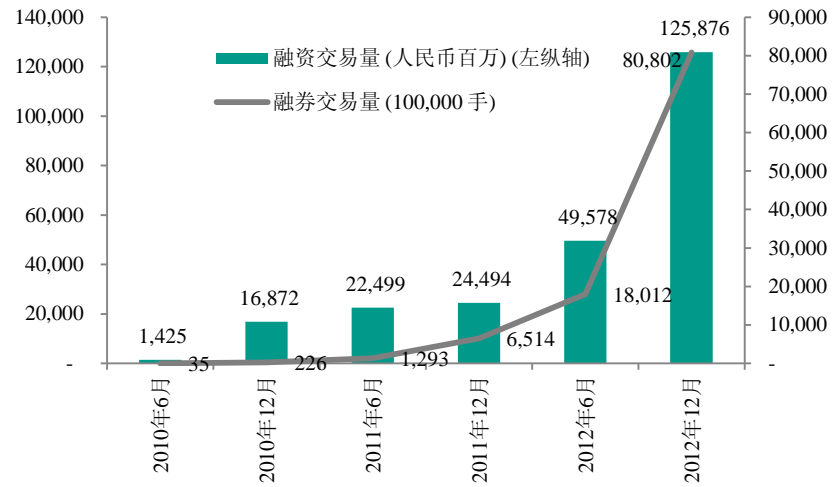
来源：公司，农银国际证券

融资融券业务不仅给券商带来利息收入，也带来因交易而产生的传统佣金收入。目前银河证券融资融券业务的利率较央行设定的 6 个月借贷的基准利率高出 3-5 个百分点。不同的抵押品将享有 65-95% 不等的利率折扣。

在过去几年中，行业整体的融资和融券业务增长分别超过了 270% 和 11 倍，而同一时期融资和融券业务余额分别上升了 128% 和 480%，在 2012 年底达到 857 亿和 38 亿。而在今年 1 季度，融资业务的余额相比去年底则进一步上升了 74%。尽管经历了快速增长，中国的融资融券交易实际上只占 A 股市场的 8%，相比台湾的 20-40%、日本的 15% 和美国的 16-20%，中国的融资融券市场尚有巨大的增长空间。随着中国证监会对包括融资融券在内的资金中介业务的持续自由化，我们相信创新业务将继续见证高速增长。



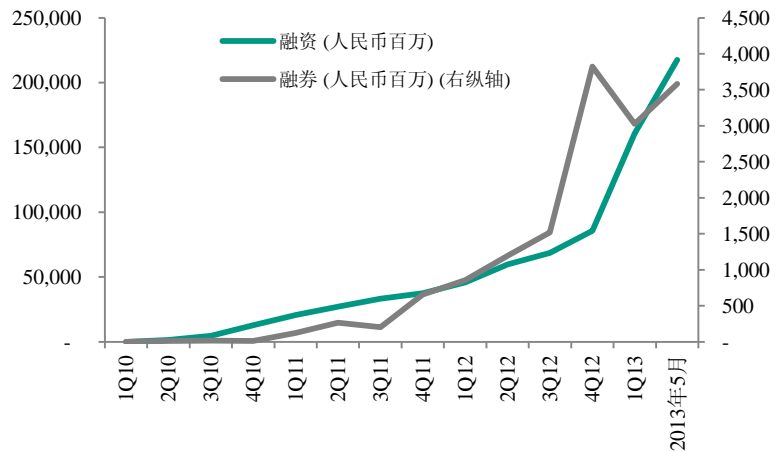
融资融券总交易量



来源: Wind, 农银国际证券

对于银河证券，我们相信庞大的客户规模和广泛的营销网点将为其创造巨大的竞争优势，令其在中国的金融改革之中，尤其是在类似融资融券的资金中介业务中持续的取得杰出业绩。银河证券的融资融券余额在2011年和2012年分别同比增长了80%和110%，在2012年底达到5.377百万，在该领域内的市场份额为6.01%。同时，就融资融券的净收入而言，银河证券的融资融券业务市场份额为6.8%，同业之中排名第六位。

融资融券总余额

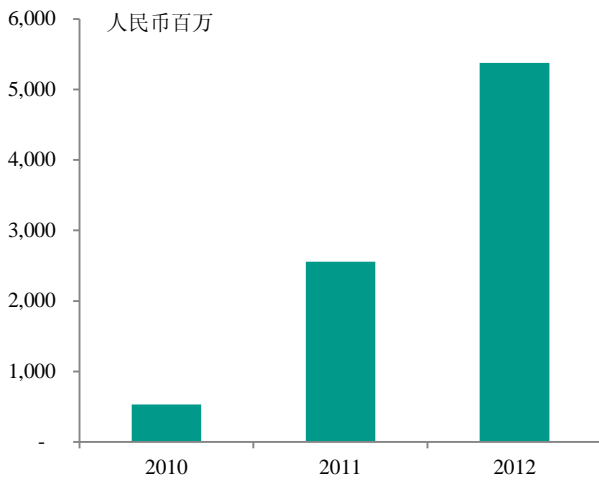


来源: Wind, 农银国际证券

同时，融资融券业务对银河证券总收入的贡献度已经从2011年的3.6%大幅飙升到2012年的9.2%。在2012年同比上升120%之后，我们预测，受益于持续的监管放松、对卖空工具的强劲需求和中国投资者的低杠杆，2012-15年间银河证券融资融券业务收入将以52%的复合增长率上升。因此，2013-15年间融资融券业务对银河证券总收入的贡献度将达到13-17%。

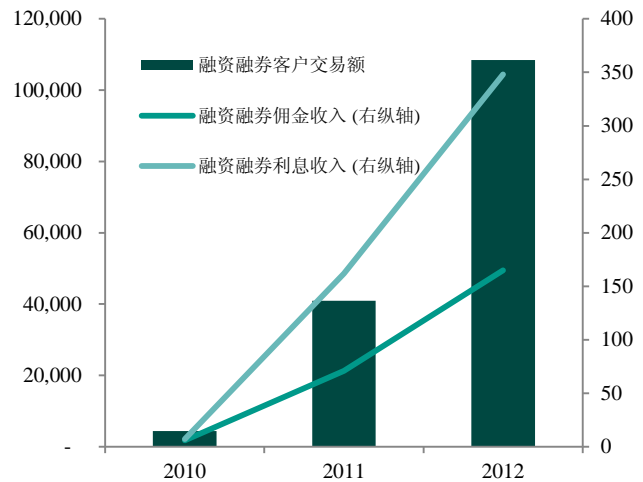


银河证券融资融券余额(年底值)



来源: 公司, 农银国际证券

银河证券融资融券交易额和收入(人民币百万)

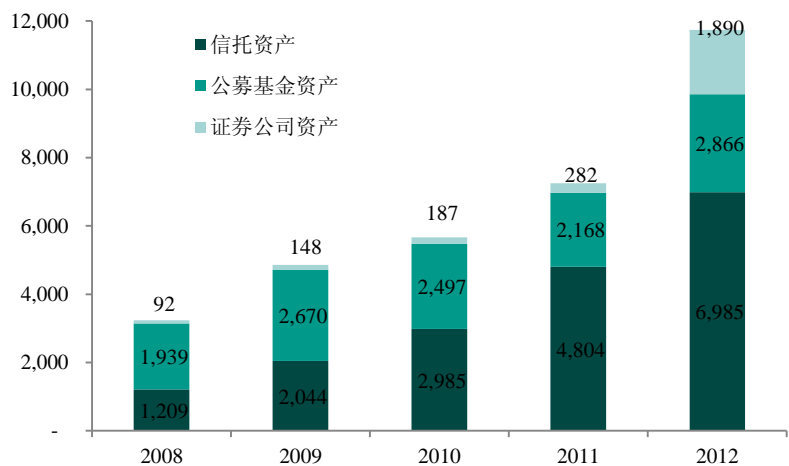


来源: 公司, 农银国际证券

资产管理业务已经起航

受益于个人财富的急速增长并凭借金融市场自由化的有利背景, 在过去三年中中国资产管理行业经历了快速增长。据中国信托业协会的数据, 来自信托、互惠基金及券商的资产管理规模在 2010-12 年之间的复合增长达到了 44% , 2012 年底的资产规模上升至 117,410 亿元。

中国资产管理规模增长(人民币十亿)



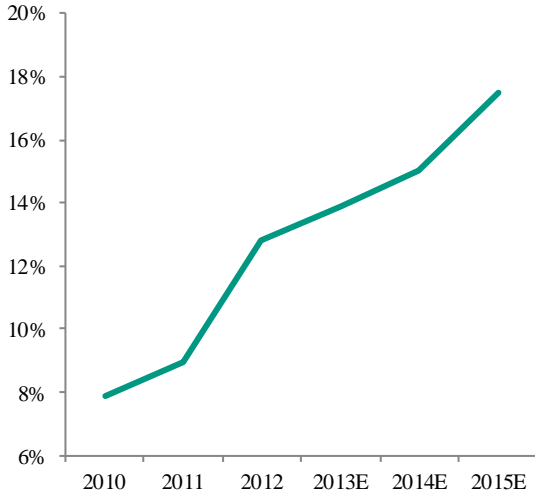
来源: Wind, 证监会, 农银国际证券

相应的, 行业内的资产管理总额和存款总额的比值也在提高, 从 2010 年的 7.9% 上升至 2012 年的 12.8%。我们预测该比例将逐步上升, 在 2015 年达到 17.5%。同时, 来自券商的资产管理规模更是见证了指数级的增长—2012 年达到了 18,900 亿, 是 2011 年的 6.7 倍。鉴于中国证监会持续促进基金产品多样化和使券商更大程度参与的努力, 我们预计券商的资产管理规模占行业总资产管理规模的份额将继续上升, 在 2015 年底至



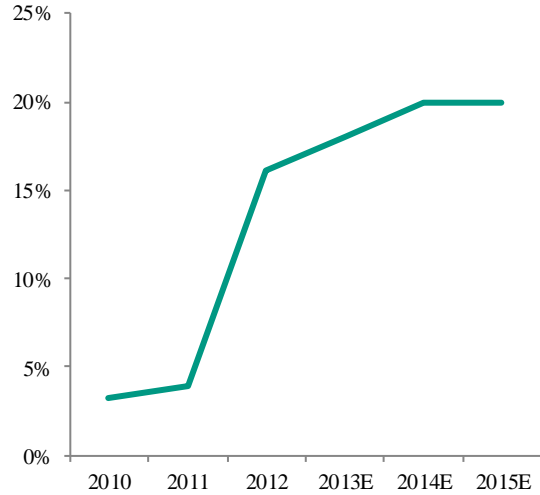
少达到 20%

中国信托资产和总存款比值



来源: Wind, 证监会, 农银国际证券估算

券商资产管理规模与总资产管理规模比值

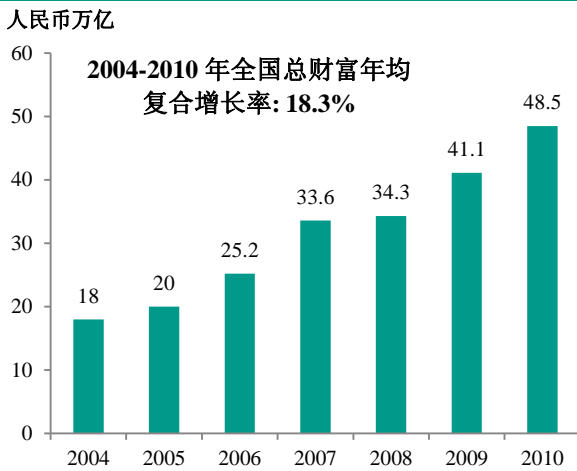


来源: Wind, 证监会, 农银国际证券估算

财富的累积正带来商业机会

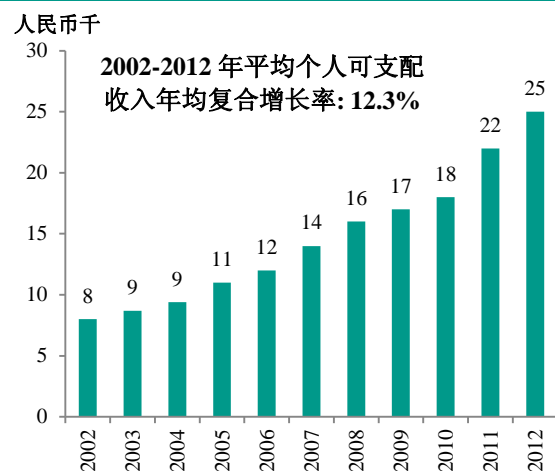
在财富快速累积的背景下, 我们认为中国资产管理行业将继续保持高速增长。来自国家统计局及人民银行的数据显示, 2004-11 年间中国的财富复合增长率达到 18.3%, 在 2011 年底上升至 49.5 万亿; 2002-2012 年间中国城市人口的年可支配收入复合增长率达到 12.3%, 在 2012 年底上升至 25,000 元。资本市场的发展和个人财富的增长其实是高度相关的, 因为可支配收入或可投资资产的增加则意味着更强劲的资本市场投资需求。

中国财富的增长



来源: 国家统计局, 央行, 农银国际证券

中国城市人口的可支配收入

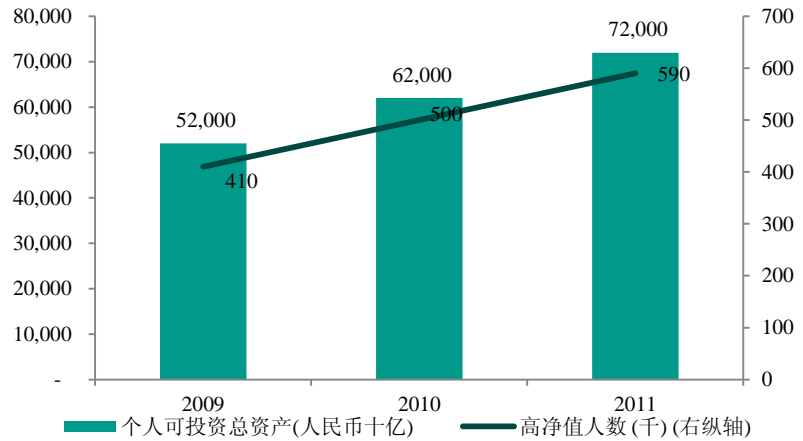


来源: 国家统计局, 央行, 农银国际证券



根据招商银行 2011 年的财富报告显示，中国高资产净值人士的数量从 2009 年的 410,000 增加至 2011 年的 590,000，而同一年，中国的可投资资产总额也已经从 2009 年的 52 万亿上升，达到了 72 万亿。由于中国的财富管理行业在近年才开始展开，渗透率较低，因此这也预示着未来广阔的发展空间。

中国可投资资产总额和高资产净值人士数量



来源：招商银行 2011 年财富报告，农银国际证券

巨大的增长空间

银河证券的资产管理业务成立于 2009 年。目前，该业务对银河来说仍然较新，对整体收入的贡献也不明显，按净收入计算，银河证券的资产管理业务仅有 1.2% 的市场份额，业内排名第 24 位。但是，如上文所述我们看到了该业务的巨大潜力，而银河证券本身也已经开始对业务进行战略调整，强化销售网点对资产管理业务的推广。

除了早年建立的集合资产管理计划业务，2012 年银河证券将资产管理业务范畴拓展至定向资产管理计划，这对银河有着里程碑式的意义。银河已经签署了 22 份关于提供定向资产管理计划的合同，而其中有 10 份已经进入实质运作阶段，并在 2012 年的资产管理总额达到了 130 亿元，拉动银河证券的整体资产管理规模迅速上升，从 2011 年的 18 亿增加至 161 亿。由于早年资产管理业务前期的高启动成本和集合资产管理计划 3000 万的减值损失，银河的资产管理业务在 2012 年亏损 2900 万。但是，我们预期该业务的发展即将提速，并在将从 2013 年为集团做出盈利贡献。

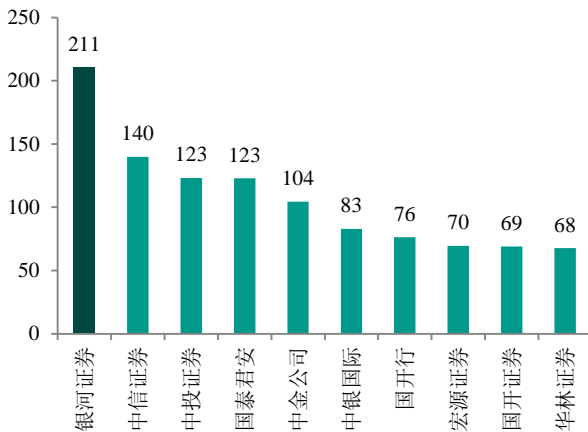


投行业务在逆势之中为集团带来防守性

承销业务可圈可点

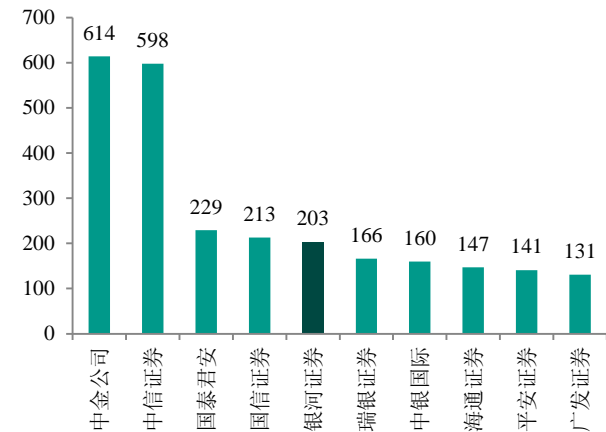
承销业务，一直都是中国证券行业的重要组成部分。尽管在这一领域，银河证券并不是市场领导者，但成绩值得肯定—按投资银行业务收入计算，2012年银河证券市场份额为3%，同业排名第十一位，其服务于350家企业用户。2012年，该业务占集团总收入的11%，净利润的15%。

自成立以来的债券承销额（人民币十亿）



来源：公司，Wind，农银国际证券

自成立以来的股本承销额（人民币十亿）



来源：公司，Wind，农银国际证券

具体来说，投资银行业务可以分为两个部分—股本承销和债券承销。债券承销是银河证券的强项，保持了自成立之后持续排名第一的骄人业绩，而股本承销业务排在第五位。中金和中信在股本承销领域具有龙头的地位。

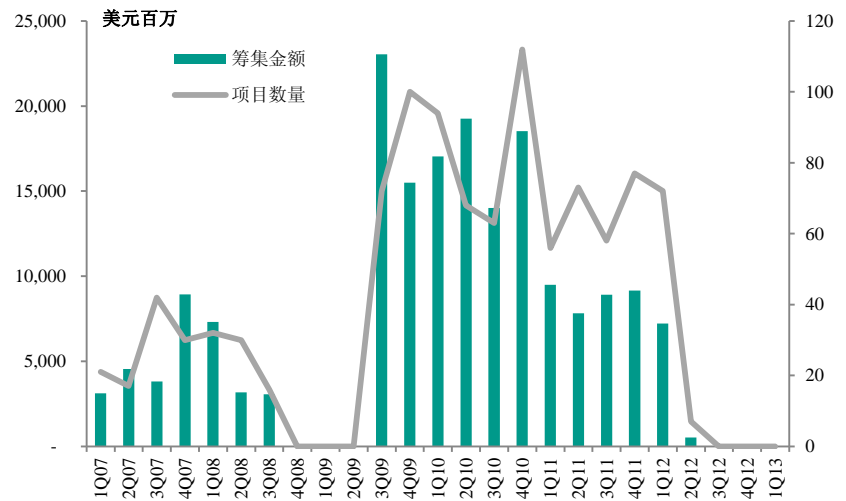
股本发行市场的发展暂时放缓

2011年和2012年中国股本市场持续调整，日均成交额在2011年同比下跌23%之后于2012年同比又下跌了25%至1,290亿。一级市场也相应的疲软，交易数目和金额从2010年的337单和690亿美元分别下跌至2011年的264单和350亿美元，而在2012年则进一步缩减至79单和80亿美元。

首次公开招股(IPO)活动自2012年2季度以来也一直疲软，证监会在去年初放缓了其审批进度，随后在3季度又完全暂停了审批。2008年4季度曾发生过类似的事情。证监会从2008年开始减少了IPO的审批，同年4季度则进一步暂停审批，审批活动直到2009年3季度才被恢复。但IPO在长时间暂停而又被恢复之后，可以明显看到的是市场对资金的极度饥渴—2009年3季度，IPO数量和融资额分别同比上升350%和654%。



中国 IPO 趋势



来源: 彭博, 农银国际证券

在我们的基本情形假设下, 我们预期证监会将在今年 3-4 季度恢复股本发行, 意味着对 2013 年全年来讲我们并不预期股本承销会有令人振奋的表现。但由于银河证券在股本承销领域并不是市场领导者, 这样的发行暂停则恰好为集团提供时间加强企业客户关系, 以在未来更好地把握企业的股本融资的机遇。

集团背景提供优势

2012 年, 银河证券在 68 个股权融资项目中担任主承销商的角色, 这些项目的总融资额为 2,030 亿元, 其中煤炭开采行业的项目融资额 546 亿元, 金融业 709 亿元, 运输和仓储业 309 亿元。

银河证券主要投资银行客户

年	公司名称
2010	中国农业银行中国有限公司
	杭州宋城旅游发展有限公司
	广州海格通信集团股份有限公司
	重庆水务集团有限公司
	中国国家电网公司
2011	浙江森马服饰有限公司
	山煤国际能源集团股份有限公司
	大连港 (PDA) 有限责任公司
	中山大洋电机有限公司
	常州市城市建设有限公司
2012	德豪润达国际有限公司
	中国石油天然气集团公司
	北京飞利信科技有限公司
	常州市武进城市建设投资有限公司
	济南市城市建设投资有限公司

来源: 公司, 农银国际证券



在开拓股本融资业务上，我们认为银河证券的股东背景将利于其开发客户资源。银河证券成立于 2000 年，通过整合中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行、中国人寿和中国经济发展有限公司旗下的证券业务部门及证券营业部而成立的，汇金公司和财政部分别持股 78.57% 和 21.43% (H 股 IPO 后，银河金控持有银河证券 69.2% 的股权)。我们相信，银河证券同中国主要金融机构良好的关系可以帮助其争取项目资源，捕捉来自汇金和财政部相关公司的商业机会。

中国首十大 IPO (截至 2013 年第一季度)

排名	发行公司	集资额 (人民币十亿)	行业
1	中国农业银行	68.5	银行
2	中国石油天然气	66.8	石油和天然气
3	中国神华	66.6	煤炭
4	中国建设银行	58.1	银行
5	中国建筑	50.2	建筑
6	中国建筑	46.6	银行
7	平安保险	38.9	保险
8	中国太平洋保险	30.0	保险
9	中国人寿	28.3	保险
10	中煤能源	25.7	煤炭

来源: Wind, 农银国际证券

鉴于 IPO 重启的时间不确定，我们预测 2013 年 A 股市场的股本融资总额将下降 50% 至 1,530 亿，但是 2014 和 2015 年将分别反弹 40% 和 20% 至 2,180 亿和 2,630 亿。相应地，2013 年银河证券股本承销额将下降 50%，而我们保守预计接下来两年其股本承销额将相继反弹 40% 和 20%。这意味着 2013 年的承销费等相关收入将下滑 50%，而之后两年相继反弹 43% 和 22%。

债券承销优势提供防守性

然而，银河证券在债券承销领域的表现却异常出色，特别是企业债券发行。2009、2010 和 2011 年连续三年，银河证券在企业债券承销金额和承销费用两方面的排名中均位列第一，2012 年屈居第二。Wind 的数据显示，2012 年银河证券承销了 178 个债券发行项目，承销金额达 3,085 亿。凭借股东及公司的历史背景，银河证券拥有很丰富的国有企业客户资源，特别是在基础设施、交通运输、建筑和电力及能源行业。

我们认为中国债券市场的规模仍然比较小，毕竟其占 GDP 的比重仅有 9.2%。在过去几年之中，中国的企业严重地依赖银行贷款和股本融资，将其作为支持业务发展的核心融资渠道，导致了债券市场规模的落后。但是，在中国金融行业改革的引领下，这一情况正在好转。据人民银行的统计数据，2012 年底银行贷款占社会融资额总量的比例已从 2012 年年初的 80% 下降至 40% 以下。而替代银行贷款的融资工具，企业债券占社会融资额总量的比例却在上升，从 2012 年年初的 5% 上升至同年 7 月的 24%。

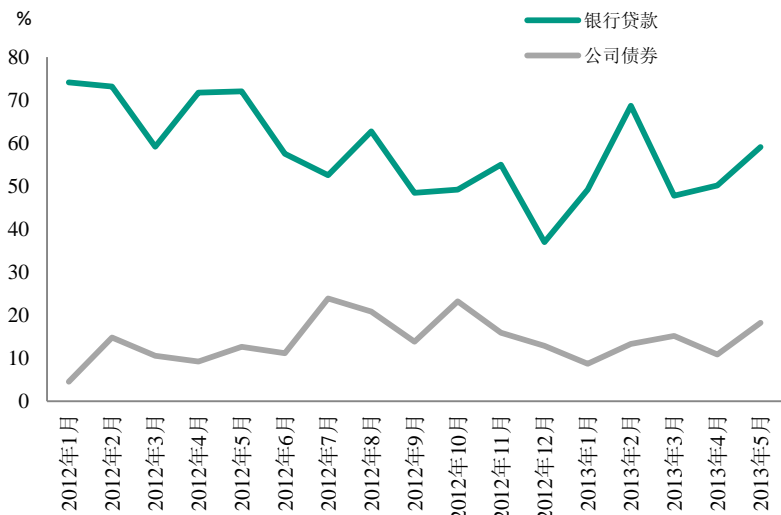


主要的长期企业债券的客户 (截至2013 年第一季度)

1. 铁道部
2. 中国国家电网公司
3. 中国南方电网有限责任公司
4. 中国石油天然气集团公司
5. 中国石油化工股份有限公司
6. 北京首都国际机场
7. 中国国电集团公司
8. 中国华电集团公司
9. 中国电力投资集团公司
10. 中国水利水电建设集团有限公司
11. 中国保利集团公司
12. 联想控股有限公司
13. 清华控股有限公司
14. 北京市基础设施投资有限公司
15. 河北建设投资集团有限责任公司
16. 上海国盛(集团)
17. 大连港(PDA)有限公司

来源: 公司, 农银国际证券

社会融资总额的组成



来源: 央行, 农银国际证券

上述数据展示了中国债券市场的持续发展, 同时我们相信监管机构将继续丰富债券品种, 完善债券市场结构, 以抓住企业转变融资渠道而给债券市场带来的发展机会。我们相信, 银河证券在这一领域的龙头地位和专业能力, 将令集团能够在债券承销业务上继续领先同业。

债券市场除了可以提供可观的增长空间, 我们深信银河证券强大的债券承销能力可以在经济周期的不同阶段有效地助其分散业务风险, 因为在市场动荡或者下行时, 债券总是被视作防守型投资。因此, 我们认为债券业务的优势将帮助银河证券抵消市场消沉时股本承销市场的疲软及其二级市场交易的低迷, 这种说法已经在 2012 年被数据充分证实。2012 年股票市场不景气, 银河证券的股票承销金额和股票经纪业务收入分别按年下降 24% 和 17%, 但是债券承销金额同比大幅增长 101%。

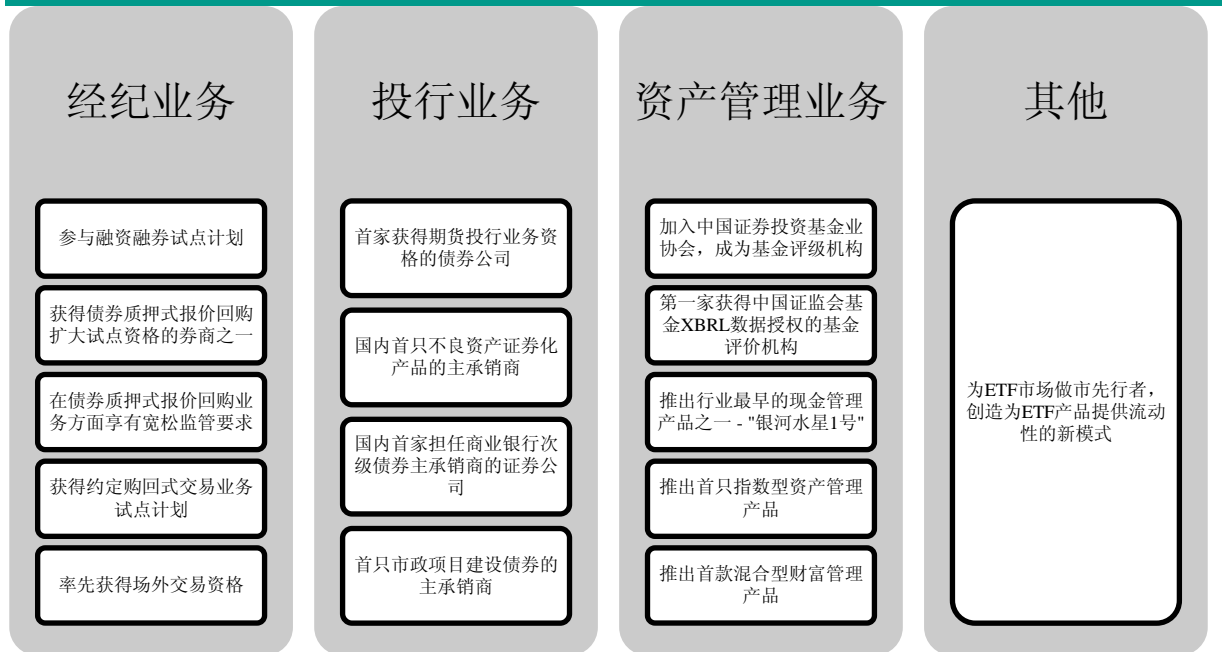


行业先驱

良好监管机构关系助其在多领域成为“先行者”

凭借进取的业务策略和丰富的管理团队，集团取得了行业监管者的信任和青睐，因此银河证券得以成为行业内很多新政策和产品较早的践行者。

“先行者”记录



来源：公司，农银国际证券

银河证券是第一批可以进行场外交易和第一批可以从事投资银行业务的券商，并享受较低的行业规管要求，而且在很多实验项目如融资融券和基于证券的借贷产品中被选为试点参与者，这些都在反映着银河证券和监管机构之间良好的关系往来。

中国证券业里程的主要参与者

与此同时，银河证券的管理层致力于不断地探索新的收入来源，并在中国证券行业取得了许多里程碑式的成就。银河证券是许多产品的首家发行商，如交易所报价的债券回购、现金管理产品（银河水星 I）、跟踪指数的资产管理产品（银河 99 指数）和混合型理财产品（央视 50 平衡集合计划）。此外，银河证券是某些新产品，如第一个不良资产证券化产品的主承销商；银河也是第一个承销商业银行次级债券的券商。

这些令人骄傲的过往记录都在说明银河证券是中国证券业发展的主要参与者，它见证了行业的成长。我们相信凭借进取的业务策略、经验丰富的管理团队和同监管者良好的关系往来，银河证券将继续在行业的产品创新上成为先行者。



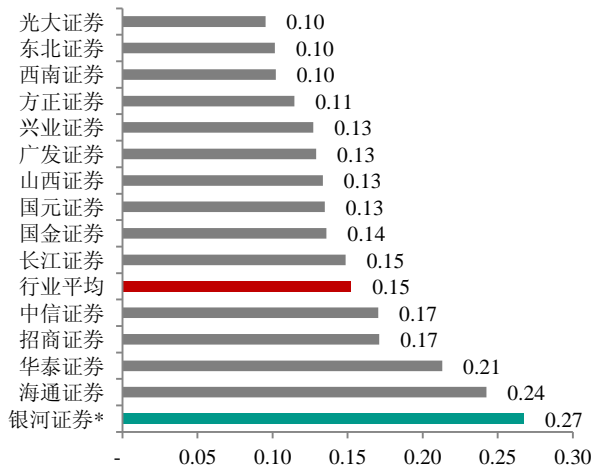
规模带来竞争优势

竞争优势铸就规模

广泛的分行网络和庞大的客户群是银河证券主要的竞争优势—成就了其市场领导地位，带给其庞大的交易量，最终带给其效率优势，尤其是当银河有 80%的交易是通过其在线平台完成的(中信和海通为 75-80%)。如果我们考量单一员工收入和单一营业网点收入，我们都可以看到银河证券的效率优势。参考 2012 年上半年业绩披露的数据，我们计算银河证券的单一员工收入为 270,000 元，在业内排名首位，远高于行业均值 150,000 元。对手海通和华泰分别以 240,000 元和 210,000 元位列第二位和第三位，另一个主要对手中信以 170,000 元排在第五位。

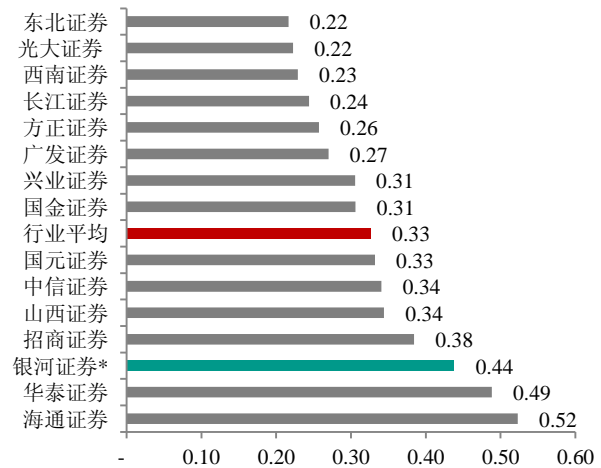
由于现有网络的稳定和客户基础的形成，行业内前三家的排名是稳定的，市场份额并没有随着时间出现大幅的波动。如果以 2011 年的数据为参考，银河、海通和华泰是中国排名前三位的券商，多年的排名仅是这三家之间的互换。

单一员工收入 (1H12) (人民币百万)



来源：公司，彭博，农银国际证券

单一员工收入(2011) (人民币百万)

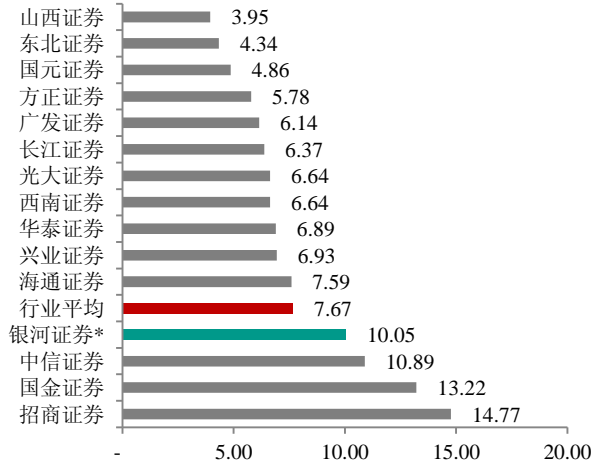


来源：公司，彭博，农银国际证券

由于银河证券拥有最多的销售网点及最广泛的分布，有些网点可能不能带来像沿海区域一样的丰厚收入，因此在考量单一营业网点收入比时，银河证券分支收入的平均值被稀释了。2011 年和 2012 年上半年，银河证券的单一营业网点收入比分别为 2,320 万和 1000 万，业内排名均位于第四，期内招商证券均位列第一，中信证券位列第三。

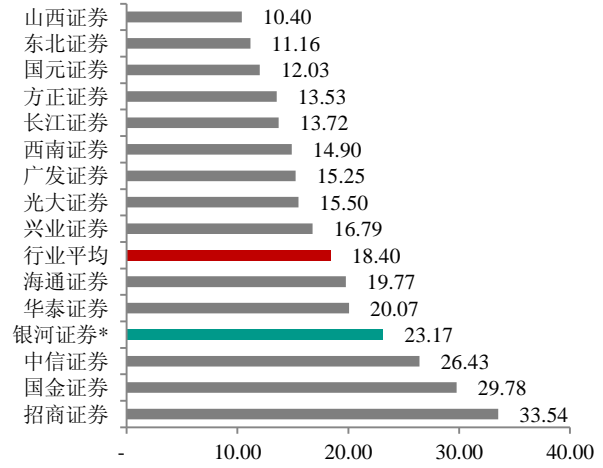


单一营业网点收入 (1H12) (人民币百万)



来源: 公司, 彭博, 农银国际证券估算

单一营业网点收入(2011) (人民币百万)

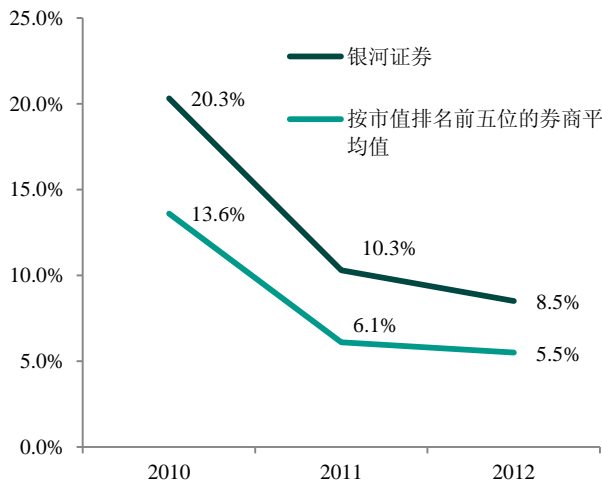


来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

一流的盈利前景

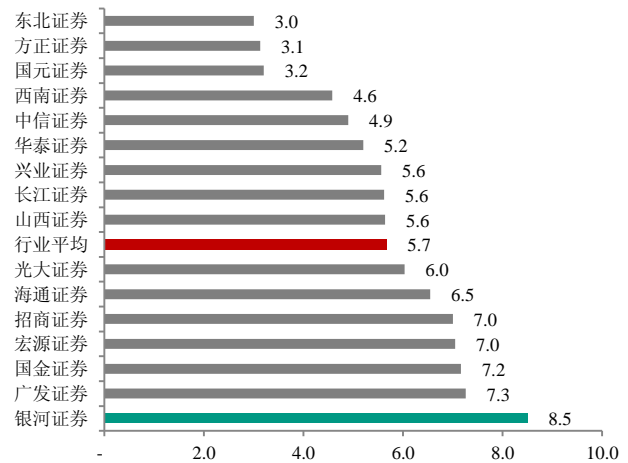
对于我们考量的 2011 年和 2012 年上半年, 银河证券的单一员工收入均排在前三位, 与此同时单一营业网点收入均排在第四位, 显示了集团的高营运效率。而集团的营运效率最终转化成其高于同业的盈利能力—2010-12 年间, 银河证券的股本回报率比按市值首五位券商的均值高 3-7 个百分点。而且, 我们相信随着市场成交量的进一步回升, 规模优势会继续提升银河证券的营运效率。

银河证券股本回报率与前五家券商股本回报率



来源: 公司, 农银国际证券

同业股本回报率比较(2012)



来源: 公司, 彭博, 农银国际证券



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国银河证券股份有限公司

2012年, 银河证券的股本回报率达到 8.5%, 高居 A 股和 H 股同业之首, 比排在第二位的广发证券高出 1.2 个百分点, 比行业平均水平 5.7% 高出 2.8 个百分点。鉴于银河证券持续促进交易自动化的决心, 我们预计 2013 年银河证券的股本回报率会维持在 9.0%, 而 2014 年和 2015 年将稳步提升, 分别至 10.5% 和 11.7%。



中国资本市场的前景正面

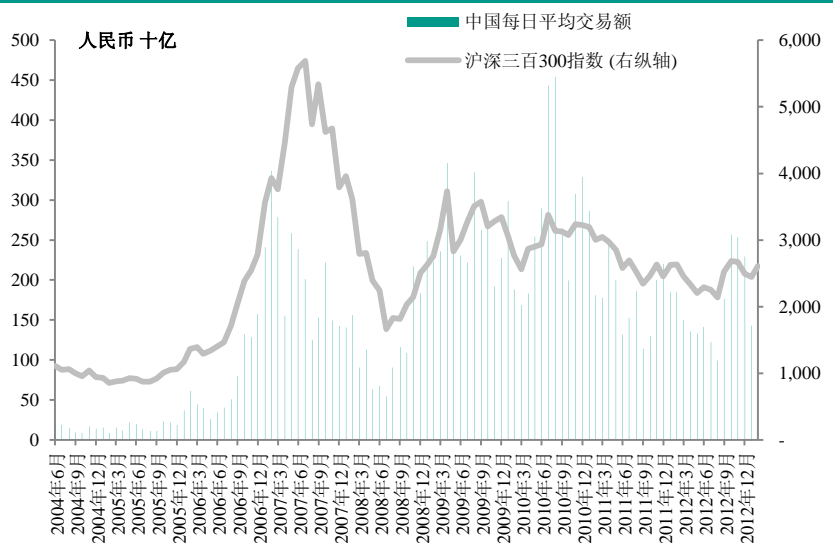
资本市场高速发展的时代

股本市场快速发展

2005 年以来，中国的股票市场经历了快速发展。上海证券交易所和深圳证券交易所上市公司的数目大幅飙升，从 2005 年的 1,381 家至 2012 年的 2,494 家，期间的复合增长率为 8.8%；而同一时期内，上述两大交易所股票的总市值也经历了 32.3% 的复合增长，从 2005 年的 3.2 万亿上升至 2012 年的 23 万亿。2012 年，按总市值和日成交额计算，中国均已成为全球第二大股票市场。

凭着 2007 年 23% 的名义 GDP 增长、证监会重新推出 1 万亿的新共同基金和始自 2005 年 5 月的非流通股股权分置改革，推动中国股票市场日均成交额在 2007 年的 2、3 季度显著增加，按季度环比分别上升 145% 和 105% 至 1,320 亿和 2,700 亿；同一时间，上海综合指数也分别按季度环比飙升 42% 和 35%。据 Wind 记载，2007 年 5 月日均成交额 3,350 亿元的记录后来在 2011 年 11 月被 4,540 亿元的数字打破。

A 股日均成交额与沪深 300 指数



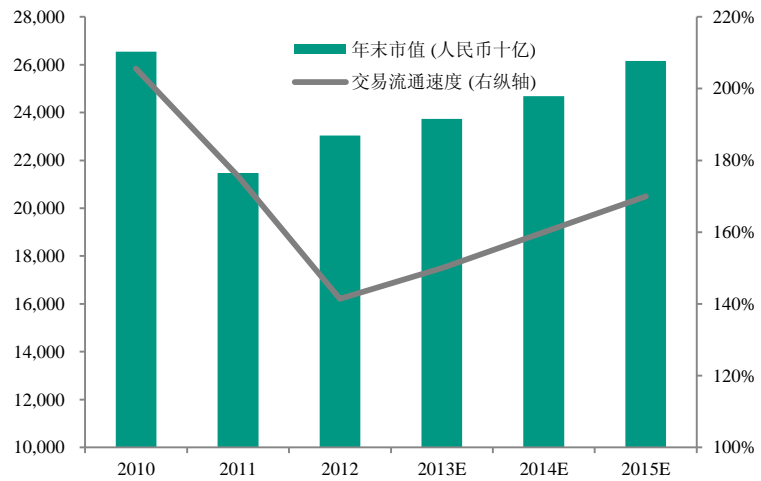
来源: Wind, 彭博, 农银国际证券

成交额、交易周转速度分析

然而自那时起，股票市场的日均成交额开始萎缩—从 2011 年 11 月的峰值下跌至 2012 年 11 月的 990 亿元，期间上海综合指数从 3,137 点下降到 2,140 点。股票市场的低迷也是导致中国券商行业利润下降的主要原因。但可喜的是，从去年 4 季度开始我们已经见到了市场成交势头回升的信号—股票市场的日均成交额在去年 4 季度触底，之后在今年 1 季度反弹至 2,470 亿，在 4 月虽然小幅回软至 1,430 亿之后，但 5 月又回升至 2,050 亿。



中国股票市场市值和交易流通速度



来源: Wind, 彭博, 农银国际证券估算

基于彭博及 Wind 数据我们计算得出中国股市的交易周转速度（即年度成交量/平均市值）已经从 2010 年的 206% 降低至 2011 年的 196%，2012 年进一步下降至 137%，尽管 2012 年沪深 300 指数上涨了 8%、中国股票市场市值上升 7%。农银国际首席经济学家林樵基预期 2013 年下半年中国经济将继续其再平衡之路，而 GDP 增长将快于上半年，通胀将被良好地控制在 2.5% 和 3% 之间。在上述经济复苏的预期的背景下，我们认为近期 A 股日均成交的反弹是可持续的。

在我们的基本情形假设下，我们预期 2013-15 年沪深 300 指数每年将上涨 3-6%，达到 2,600-2,800 点。成交势头即将好转，我们预测 A 股市场的交易流通速度将在 2013、2014 和 2015 年分别回升到 150%，160% 和 170% 的水平，这将直接促进 A 股市场的日均成交额增加 10-12%。此外，需要提出的我们认为上述预期是相当保守的，我们预测 2015 年 A 股的日均成交额将上升至 1,790 亿元，但是该值仍远低于 2010 年的峰值 2,700 亿元和 2007 年 2 季度的 2,250 亿。

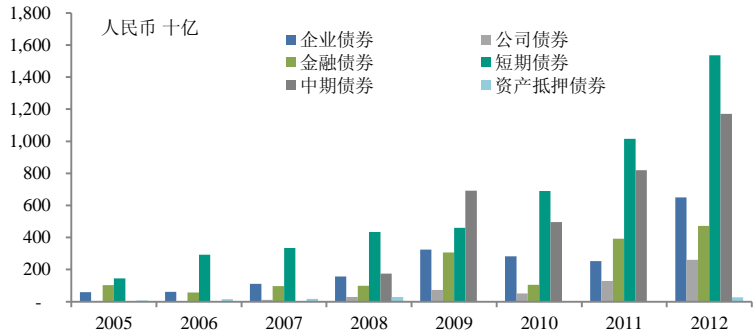
债券市场仍处于起步阶段

除了 A 股市场，2005 年以来中国债券市场在直接融资需求的带动下也经历了高速的发展。2005-12 年间，中国债券发行总额经历了 44.3% 的高复合年增长，其中企业债券增长更快，复合增长率超过 87.7%。

除了已有的债券类型，中国监管机构正在研究推出民营企业债券的配售及使其发行程序更加灵活、放松监管要求，并且扩大债券发行资质至中小企业，目前这一研究过程已接近尾声。我们相信，随着新债券品种的问道，债券市场将迎来新的增长前景。



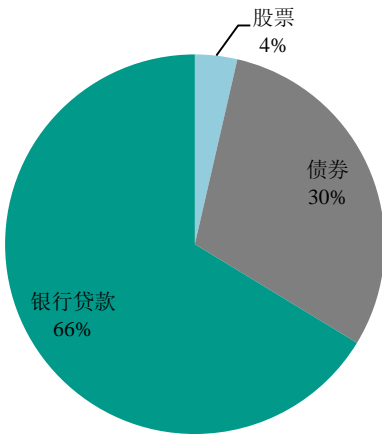
中国债券市场按类别增长



来源: Wind, 农银国际证券

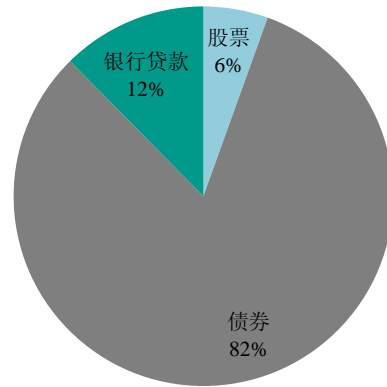
尽管中国的股票和债券市场均经历了高速增长，但是实际上目前的发行水平和发达经济体如美国相比仍然处于较低水平。2012年，中国资本市场融资额只占社会融资总额的三分之一，而美国为88%，同时，中国股票市场总市值仅占中国国内生产总值名义值的46.6%、企业债券发行总额占国内生产总值名义值的9.2%，这两个比值均明显低于美国的103.5%和34.6%。这些数据显示，中国的股票和债券市场未来的发展空间仍然巨大。

中国社会融资总额组成(2012)



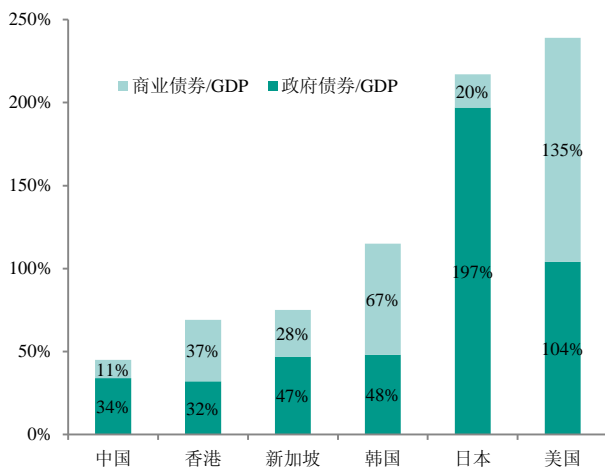
来源: Wind, 上交所, 深交所, 农银国际证券

美国社会融资总额组成(2012)



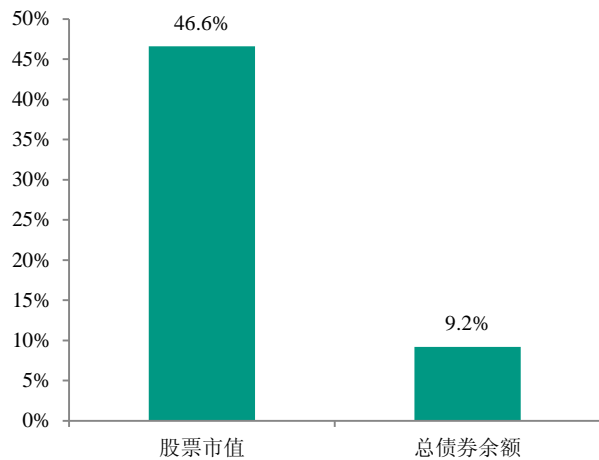
资料来源: 国际交易所联合会, 美国联邦储备局, 农银国际证券

不同国家的债券市场比较(2012)



来源: Wind, 上交所, 深交所, 农银国际证券

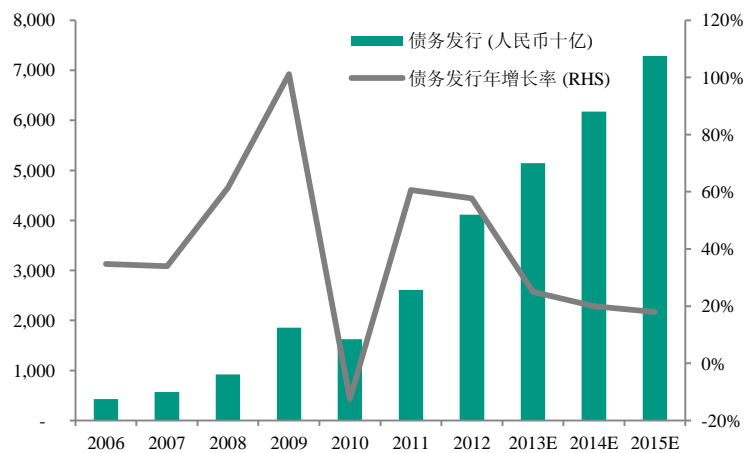
中国股票市场市值及债券余额和GDP的比值(2012)



来源: Wind, 农银国际证券

根据“十二五规划”设定的路线图，金融改革，尤其是债券市场改革将是中国未来五年其中一个关键发展重点。相关改革措施主要包括：1) 简化审批程序、信息披露要求和监管架构，2) 扩大债券市场规模和发展创新产品，3) 加强债券市场的基础设施和系统搭建工作。在我们看来，上述举措将令债券市场在未来十年继续见证高速的发展。因此，在我们的基本情形假设下我们预期 2013-15 年中国债券市场发行总额的年增长将达到 18-25%。

中国债券发行规模及同比增长



来源: Wind, 农银国际证券估算

期货市场的发展令人振奋

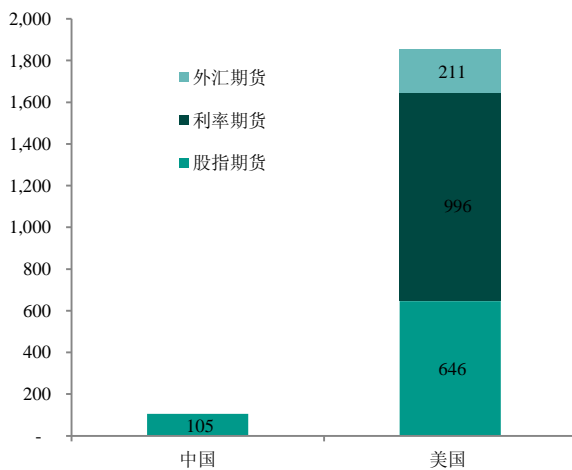
中国的期货市场已经有了相当长的历史。1992 年开始，上海证券交易所开始买卖政府债券期货。起初，国债期货是只开放给机构投资者，后来



拓展到散户投资者。在 1995 年，中国债券期货市场在世界上是最大的，当年交易额达到 5 万亿。但是由于监管的过于宽松导致市场对债券交易的操纵，政府于是在 1995 年 5 月关闭了相关项目。鉴于此次经历，我们相信政府对债券期货市场的发展将持有非常谨慎的态度。

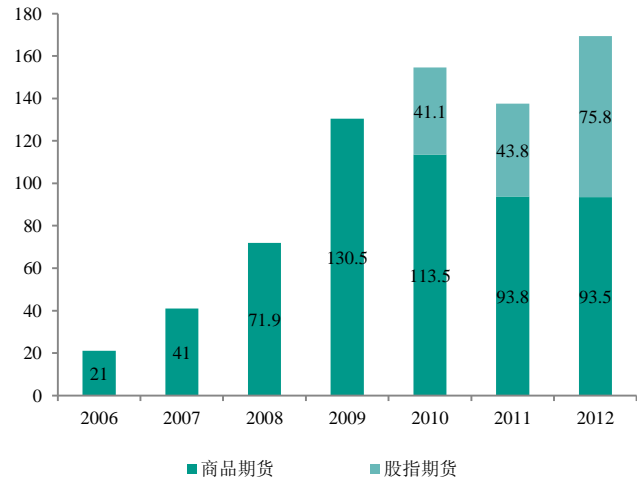
在中国于 2010 年 4 月推出股指期货后，期货市场的交易热度在 2011 年上半年开始恢复。目前，中国的期货交易通过四大交易所，中国金融期货交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所和大连商品交易所进行，交易的产品主要包括商品和股指期货。在过去几年，中国的期货交易经历的大幅的上升。中国证监会的数据显示，中国期货市场的整体交易额从 2006 年的 21 万亿增长 8 倍至 2012 年的 171 万亿，期间的复合年增长率达到 41.8%。尤其是商品期货，其已成为全球最大的商品期货市场，而股指期货推出后也受到了市场的热烈欢迎，2012 年的交易额达到 75.8 万亿，是中国股市成交额的 240% 多。

未平仓金融期货合约 (百万张) (2012)



资料来源: 国际证券交易所联合会, 农银国际证券

中国期货市场成交额(人民币万亿)



来源: 中国期货业协会, 农银国际证券

期货产品品种有限，一直是中国期货市场能否持续发展的主要障碍。可喜的是，一些新的期货产品即将问世，正在等待监管部门的批准，如原油期货和财政部债券期货。比较中国和美国的现状，世界交易所联合会的统计显示，2012 年中国仅有 105.1 百万张未平仓的股指期货合约，而同期美国有 646 百万张未平仓的股指期货合约和 995.7 百万张未平仓的利率期货合约及 210.7 百万张未平仓的外汇期货合约。这些数据无疑暗示着中国期货市场在品种和规模拓展上都存在着巨大的发展空间。中国期货业协会的数据指，在股指期货高速增长下，2012 年中国商品期货和股指期货的交易量分别占期货总交易的 55% 和 45%，而 2010 年股指期货交易仅占当时期货总交易量的 27%。随着越来越多的经纪公司参与，我们预期 2013-15 年间股指期货交易量的年增长将达到 16-25%，而商品期货的交易量增长则稳定在 5%，毕竟相对来讲商品期货面临的需求市场更为精细。对于整体的期货市场，我们预期 2013-15 年间交易量的年增长达到 11-14%。



资本市场结构发展的新趋势

散户投资者比例降低

展望未来，我们认为中国的资本市场将向两个主要的方向发展，一个为成熟投资者如机构客户、高资产净值人士和专业个人投资者的比例上升，另一个为创新业务快速增长并将抵消传统经纪业务收入放缓。目前，中国市场的参与者者中有 84.5% 是个人投资者，专业投资者占比较低，但是我们看到其比重有所提高，2011 年专业投资者交易额占市总交易的比重从 2007 年的 10.4% 上升到 14.4%。随着个人财富的累积和更多外国投资者的参与，我们预期中国市场投资者的比例将达到更加平衡的状态——从目前的散户投资者主导的市场不断向有更多成熟投资者参与的市场转变。

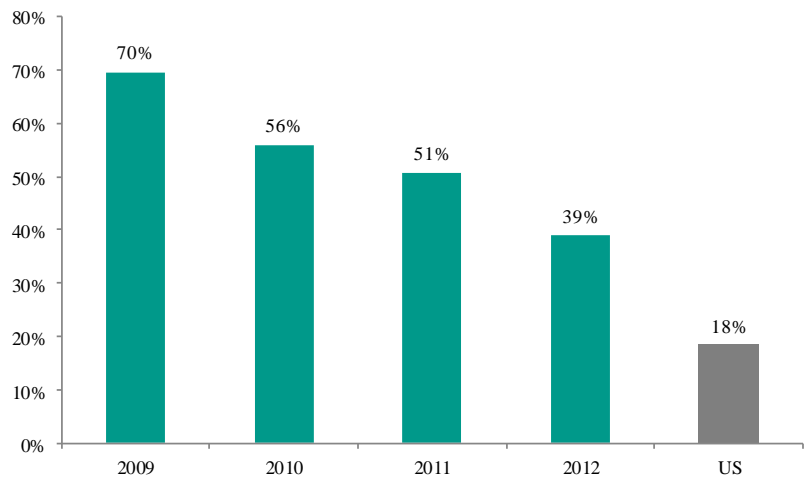
我们注意到，一些关键性的举措能够令机构投资者更大范围的参与进中国市场的投资，如 2012 年 7 月中国保监会放宽保险公司股票投资的限制，2012 年 12 月国家外汇管理局扩展 QFII 和 RQFII 额度分别至 374 亿美元和 670 亿美元及企业年金规模的上升(占中国国内生产总值的 1% 而经合组织国家平均为 68%)。投资者组成结构的转变将增加市场的多样性和刺激对复杂金融产品的需求。此外，政策的不断发展将提升市场基础设施及法规的成熟度，因此可能会吸引更多海外投资者和机构投资者的参与。虽然在未来两到三年，散户仍然是中国投资市场的主要参与者，但我们相信投资者组合将会逐步改变，而且在长远来说将给中国资本市场带来积极的影响。

传统佣金收入比例下降

为了满足成熟投资者日益增长的需求，我们看到券商行业存在丰富产品类型的必要性。为了避免传统经纪业务领域的激烈竞争，保持高增长，产品创新对中国券商来说是极为重要的。其推出的创新产品包括但不限于，股指期货、融资融券、债券回购、场外交易平台、新的财富管理及债券类产品。有了这些新产品，行业整体的经纪佣金收入占总收入的百分比从 2009 年的 70% 逐步下降到 2012 年的 39%，但是我们相信还有空间，因为在美国经纪佣金收入占比仅有 18%。



证券经纪业务收入占总收入比(中国和美国)



资料来源: 中国证监会, 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 彭博, 农银国际证券

我们注意到, 传统的经纪业务商已经开始为业务转型做准备。为了抢占商机, 银河证券已逐步升级其分支网络, 给其注入更多的财富管理功能。同时, 为了在新业务领域建立先行者优势, 银河积极参与新产品的发行和试验计划。我们相信, 新的行业发展趋势对于有着坚实的客户基础和广泛分支机构的大规模券商更为有利, 这些券商将更容易在新的竞争中实现可持续增长。

杠杆势必上升

杠杆上升带来增长空间

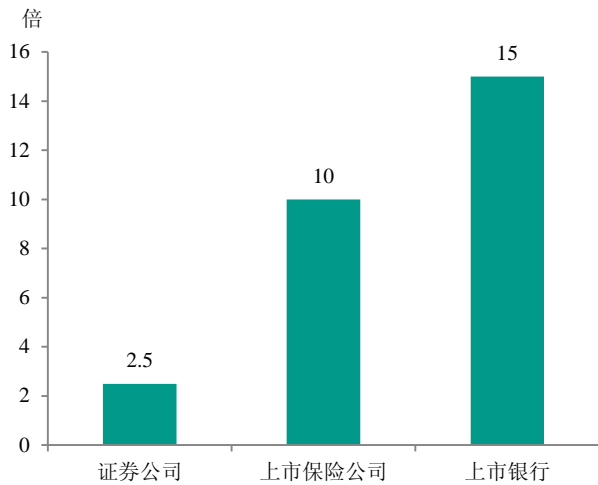
相对来讲, 中国证券行业从业者的财务杠杆(即总资产/总股本)比较低, 目前处于 2.5 倍, 而美国同业为 21.1 倍。由于严格的监管, 券商不允许在负债上过于进取, 因而导致行业低杠杆的情况。尽管最近美国和欧洲的经济危机令市场质疑中国是否应该放宽券商的负债率, 但是一旦监管放松券商得以提升杠杆, 这对于行业来说仍然暗着巨大的潜在上升空间。

风险管理是关键

上述涉及的是否因为欧美金融危机而停止放宽金融行业管制的问题, 我们认为应该讨论的不是是否应该放宽, 而是如何用谨慎的态度和积极的风险管理措施来放宽。金融部门的改革势在必行, 西方经济体的经验应该作为中国的一个借鉴, 使改革的路径更加顺畅。我们认为, 中国金融改革的重点在于监测市场行为, 提高市场参与者在产品创新活动中的自律。看到中国推出许多项目的试点并且对以往新产品都会进行试运行, 种种措施都让我们对监管机构和券商本身的风险管理意识感到满意。

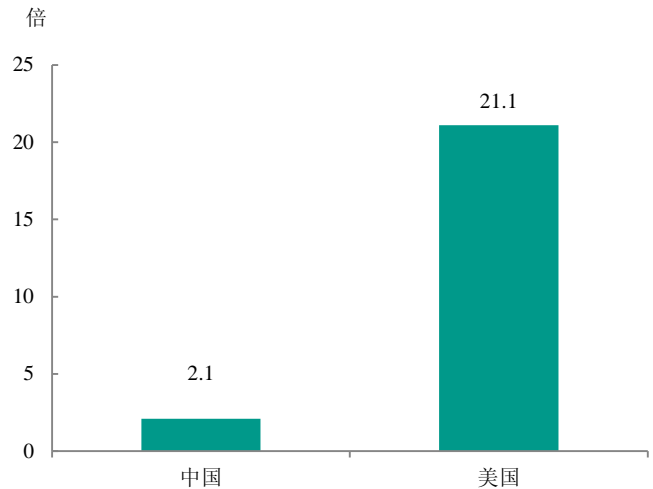


中国金融业的杠杆比率(2012)



来源: 中国期货业协会, Wind, 农银国际证券

中国和美国券商杠杆比率 (2012)



来源: 中国期货业协会, 彭博, 农银国际证券

提升股本回报率

除了监管因素外, 缺乏稳定的盈利收入和低成本融资来源均阻碍了证券行业提高其财务杠杆, 而低杠杆则限制了股本回报率的提升空间。随着监管放松, 我们相信资本中介及投资业务将见到更高速的增长。

这些放松的管制措施包括 2012 年 1 月中国证监会建议的使用新的核心资本计算方法取代目前的净资本比率。2012 年 4 月, 证监会宣布降低用于计算券商自营业务、资产管理及经纪业务的风险资本公积的加权系数, 开展杠杠业务如融资融券, 并允许券商发行债务近而延长对低成本资金的使用。我们相信, 随着监管的不断放松行业的杠杆将得以提高, 并最终提升行业的盈利能力。

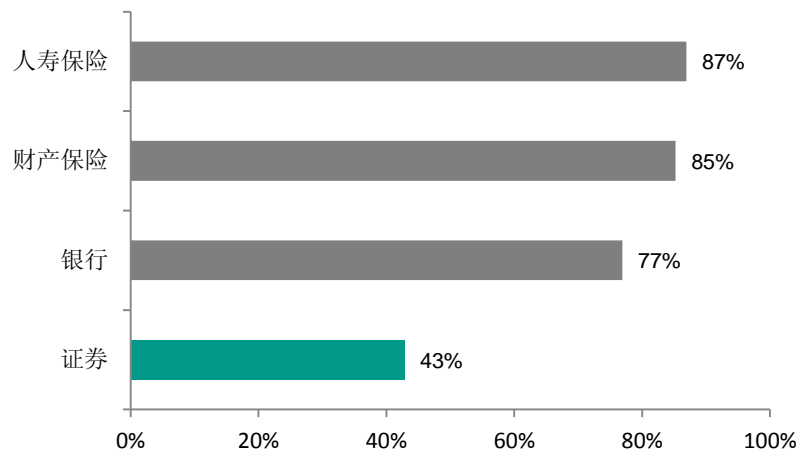
低集中度促发行业整合

低集中度行业

中国证券业协会的数据显示, 中国券商行业比较零散, 2012 年中国共有 114 家证券经纪。中国首十家券商按收入计的市场份额为 42.8%, 而首十家银行的市场份额为 76.9%, 寿险公司为 86.9%, 财险公司为 85.2%。这种低集中度的情况不同于中国其他的金融行业, 如银行和保险行业。



金融业首十位从业者的市场份额 (截至 2013 年第一季度)



来源: Wind, 农银国际证券

来自行业整合的潜在增长空间

除了内生性的增长, 中国券商行业还可以通过并购实现扩张。拥有充足资金的龙头券商可以收购规模较小的经纪公司以获取他们的客户资源和分支网络, 这是快速增加市场份额、提升营运协同效应和定价权的最有效的路径之一。相对于小型券商, 大规模券商通常拥有更稳定、更高的佣金率。我们认为银河、中信和海通等券商龙头将更有能力承担收购的角色, 受益于行业整合。虽然我们相信行业整合将提升行业的盈利前景, 但是由于目前的可见度较低, 我们尚未将这一正面因素考虑进我们的估值模型。

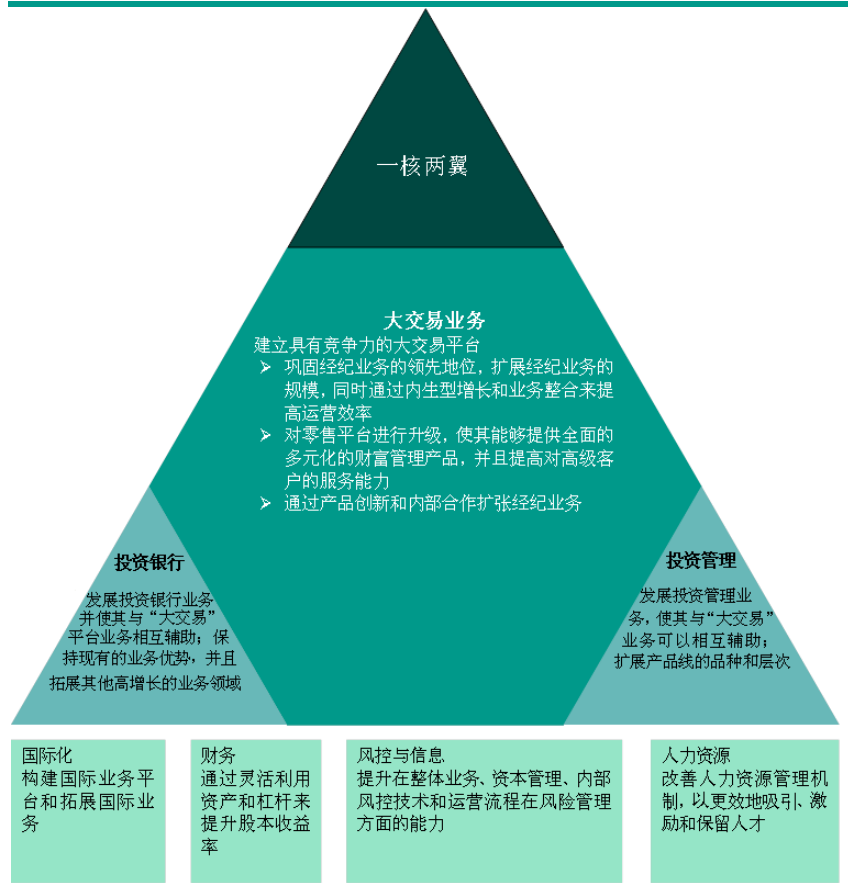


商业模式分析

企业战略 - “一核两翼”

展望未来，银河证券将会专注于“一核两翼”的商业模式，打造证券和期货经纪业务为主的核心业务，并凭借已有的规模优势培植“两翼”——投资银行和投资管理业务。

“一核两翼”的商业模式



来源：公司，农银国际证券

此商业模式的战略意图是充分发挥业务之间的协同效应：1) 依托集团已有的强大客户资源，在中国个人财富迅速累积催生大量资产管理需求的背景下，投资管理业务将为集团打造多层次的新产品。2) 投资银行业务则能够充分利用集团的核心优势-分销渠道，近而从优质客户中获取新的业务机会。

经纪业务为核心

经纪业务长期以来一直是银河证券的核心收入来源，2012 年经纪业务分别贡献银河收入和净利润的 77% 和 86%。凭借包括在规模、网点覆盖和客户资源等方面雄厚的实力以及创新业务的上升，我们预计经纪业务将

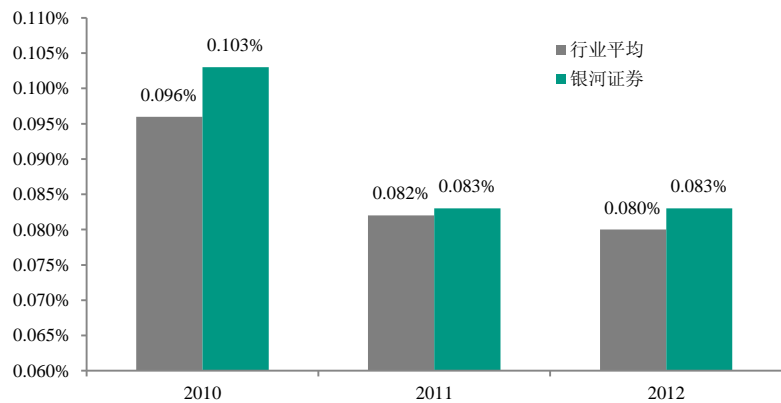


继续成为银河证券的核心收入组成，2013-15 年贡献总收入的 77-78%。我们也预期，银河证券将保持在这一领域的龙头地位，市场份额在 5.3-5.4%。

佣金率走势不佳

值得注意的是在过去几年中行业佣金率有所下降，行业平均佣金率从 2010 年的 0.096% 降到 2012 年的 0.080%。不过，可以看到银河证券在定价上有显著的优势，其佣金率在同一时期缩小的并没有同业那么明显，而且今年 1 季度出现了反弹。2010 年银河证券佣金率为 0.103%，虽然 2012 年下降到 0.083%，但今年 1 季度反弹至 0.085%。此外，在 2011 年和 2012 年银河证券的佣金率降能够保持稳定，而行业的平均值则下跌了 0.002%。

经纪佣金率趋势



来源: Wind, 中国证监会, 农银国际证券

然而，不能否认的是在竞争激烈的背景下，中国证券业的佣金率将持续面临压力，我们认为佣金率将会进一步收窄，并最终淘汰低效的券商。对于市场龙头来说，其优秀的定价能力令其具有一定的防守性，而且我们认为佣金率继续大幅收窄的空间是有限的。因此，我们预期银河证券的佣金率在 2013 年将继续收窄 0.003%，但之后将保持平稳，直至 2015 年。

经纪业务竞争的新方向

我们认为，经纪业务未来的竞争将集中在三个方向。首先，券商将积极探索具有高利润率的业务机会，如来自高端客户的商机和融资融券业务。我们注意到银河证券将焦点集中在通过提升分支机构的财富管理功能而增加其高端客户和机构客户的市场份额，希望能够更好的服务于其 190,000 位高端客户，发挥其投资银行和资产管理业务交叉销售的协同效应。与此同时，银河证券将充分利用其庞大的客户资源和排名第一的客户证券托管余额来促进高利润的融资融券业务发展。



其次，券商希望提升传统的经纪交易量，借此提高整体业务的防守性，也希望进一步提升规模优势。我们相信，通过分支机构的扩张尤其是规模较小的固定投入少的分支机构扩张，来实现更广泛的地域覆盖获取新客户将是实现上述目标的主要途径。随着 2013 年 1 月由证监会发布的证券公司分公司监管条例（公开征集意见的草案）的出台，新的分支机构设置要求将被逐步放宽，银河证券将能够扩大销售网络，同时植入更多的财富管理功能。

最后，同样重要的一点是券商将继续寻求降低成本的机会以抵消利润率的收窄。我们认为，成本控制将是下一轮竞争中最关键的制胜因素之一。凭借规模优势和通过鼓励使用替代交易平台及整合中后台职能，我们相信银河证券将能够成功实现成本削减。2012 年，银河证券有 80% 的交易是通过在线和移动平台完成，而我们估算中信和海通则为 75-80%。另一方面，尽管分支网络拓张，但 2012 年银河证券的员工数量已经从 2011 年的 12,104 减少至 8,601。这些举动显然都代表着银河证券在积极地改善成本效率。

提供高附加值的融资融券业务

在金融自由化的趋势下，融资融券很快成为业务增长的主要驱动力，2012 年占银河证券收入的 9.2%，而就在两年前其对收入的贡献近乎为零。由于高进入门槛，融资融券主要提供给机构和高端投资者。2011 年和 2012 年，银河证券的融资融券余额分别同比增长了 380% 和 110%，该增速与市场一致。凭借融资业务的进一步扩张，我们相信银河证券将实现高速增长。而对于整个行业，鉴于仍处于初始阶段，我们预期 2013 年和 2014 年融资融券余额同比增速为 70-90%。

融资融券业务增长假设

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长			
						2012	2013E	2014E	2015E
收入	233	513	922	1,397	1,808	120%	80%	51%	29%
余额	2,558	5,377	11,389	19,651	25,546	110%	112%	73%	30%
平均余额	1,546	3,968	8,383	15,520	22,598				
实际利率	15%	13%	11%	9%	8%				
市场份额	6.70%	6.01%	6.70%	6.80%	6.80%	-0.7%	0.7%	0.1%	0.0%
行业融资融券总余额	38,179	89,468	169,988	288,980	375,674	134%	90%	70%	30%

资料来源：公司，Wind，农银国际证券估算

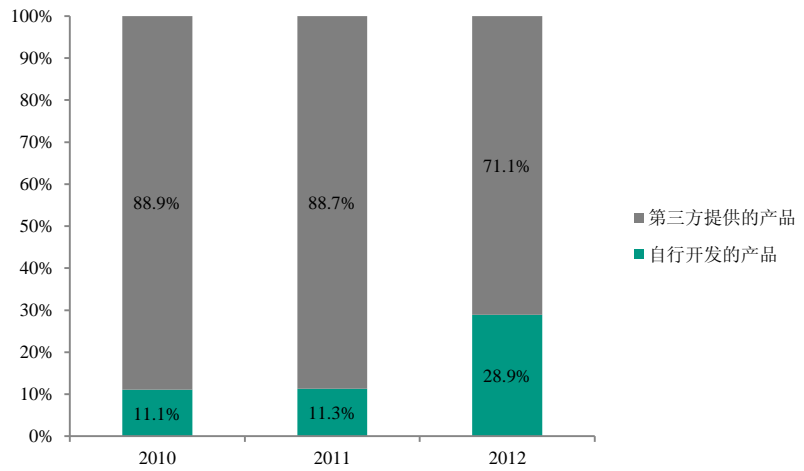
鉴于银河证券在客户资源上的核心竞争力，我们预期 2014 年银河证券融资融券业务的市场份额将增加至 6.8%。目前，券商向融资融券客户收取的利率比 6 个月的央行基准利率高 3-5 个百分点，即开展融资为 8.6%，证券借贷为 10.6%。据我们的估算，2013 年银河证券融资融券业务的有效利率为 13%。鉴于越来越多的券商进入这个市场，2013-15 年我们认为行业的融资融券业务的有效利率将回落到 8-11%。

截至 2012 年底，银河证券有 116,500 位客户具有开设保证金账户的资格，但只有 26,200 位（总客户的 0.47% 或合格客户的 22.5%）已经开设，预示着这一业务在未来数年的巨大增长潜力。鉴于集团对开拓融资融券业务的努力，我们预期 2013 年和 2014 年银河证券融资融券余额分别同比上升 112% 和 73%，而 2015 年继续上升 30%，意味着 2012-15 年融



资融券业务收入的复合增长率为 52%，占集团总收入的 13-17%。

银河证券理财产品组成



来源：公司，农银国际证券

理财产品将释放潜能

除了融资融券，理财产品是券商业务的另一大亮点，产品的低渗透率和强劲的需求是我们对该业务发展的信心来源。2010-12 年间，银河证券销售的理财产品市值的复合增长率达 75%，但其中仅有 28.9% 是银河证券自主开发，虽然它的比例已经较 2010 年的 11.1% 有所提高，但是未来我们相信仍将见到大幅的增长空间。金融产品代理销售的新法规在 2012 年 12 月发布，作为零售业务龙头的银河证券成为可以从事该业务的首家券商之一，为银河证券多元化产品线提供了先机。

市场成交额预测

经纪收入和市场成交量的走势是高度相关的。由于 2011 年和 2012 年，中国市场的日均成交额分别下降了 23% 和 25%，市值也从 2010 年的 265,420 亿下降到 2012 年的 230,360 亿，导致 2012 年大多数的中国券商都出现了利润下滑。

中国股市成交额假设

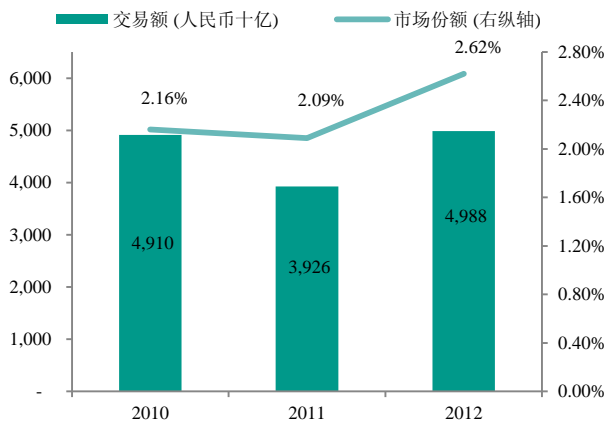
人民币十亿	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长			
						2012	2013E	2014E	2015E
日均成交额 (百万)	172,807	129,493	144,927	160,011	178,545	-25%	12%	10%	12%
年成交量	42,165	31,467	35,072	38,723	43,208	-25%	11%	10%	12%
年底市值	21,476	23,036	23,727	24,676	26,157	7%	3%	4%	6%
平均市值	24,009	22,256	23,382	24,202	25,416	-7%	5%	4%	5%
交易周转速度	176%	141%	150%	160%	170%				
沪深 300	2,346	2,523	2,599	2,703	2,865	8%	3%	4%	6%
沪深 300 均值	2,737	2,434	2,561	2,651	2,784				

资料来源：Wind，彭博，农银国际证券估算



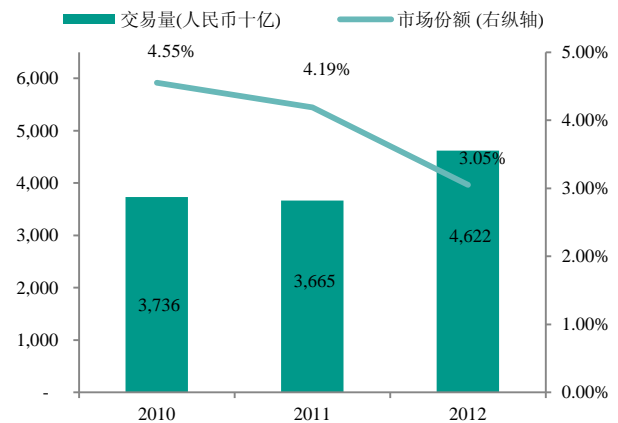
根据我们的计算，中国市场的交易流通速度已经从 2010 年的 206% 降低到 2011 年的 176%，2012 年进一步跌至 141%。鉴于近期市场成交走势和 1,400 亿左右的日均成交额，我们对沪深 300 的走势采取保守的立场，预测其 2013-15 年达到 2,600-2,865 点，2015 年市场的交易周转速度稳步回升到 170%，尽管我们相信 A 股市场的成交额在未来两年将有所改善。2013、2014 和 2015 年市场的日均成交额将分别达到 1,450 亿、1,600 亿和 1,790 亿，即每年上升 10-12%。

银河证券的商品期货业务趋势和市场份额



资料来源：公司，中国期货业协会，农银国际证券

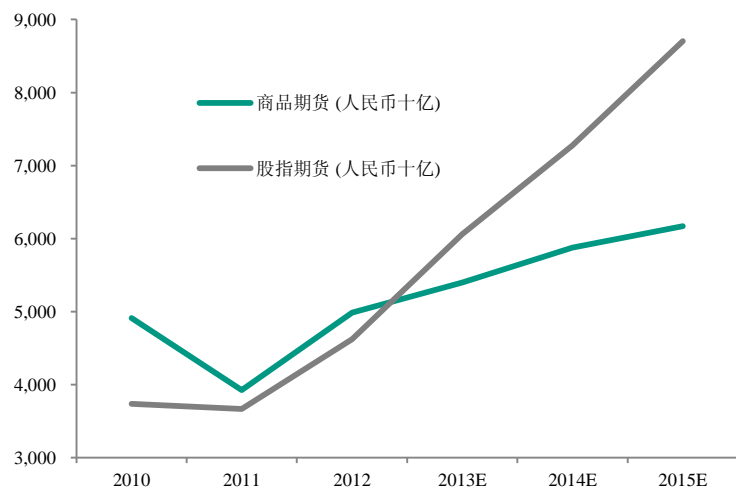
银河证券的股指期货业务趋势和市场份额



资料来源：公司，中国期货业协会，农银国际证券

截至 2012 年年底，银河证券有 59,000 个期货客户，在 2010-12 年的复合增长率为 29.8%，带动期货经纪业务收入同一阶段的复合增长率达到 31.5%。由于我们预期监管机构会鼓励增加市场上的期货品种，因此，我们预期 2013-15 年间银河证券的期货经纪业务将继续贡献总收入的 7-8%。

银河证券处理的期货交易量



资料来源：公司，Wind，农银国际证券估算



经纪业务的假设和预测

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长			
						2012	2013E	2014E	2015E
证券收入	4,895	4,055	5,037	6,290	7,556	-17%	24%	25%	20%
- 证券经纪	3,626	2,680	2,935	3,302	3,684	-26%	9%	12%	12%
- 融资融券	233	513	922	1,397	1,808	120%	80%	51%	29%
- 其他经纪	1,036	862	1,179	1,592	2,064	-17%	37%	35%	30%
证券经纪佣金率	0.083%	0.083%	0.080%	0.080%	0.080%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务佣金率	0.055%	0.021%	0.023%	0.025%	0.027%	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%
期货收入	383	517	573	658	744	35%	11%	15%	13%
期货经纪佣金率	0.005%	0.005%	0.005%	0.005%	0.005%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
银河证券处理的证券交易量 (人民币十亿)									
股票	4,369	3,230	3,669	4,127	4,605	-26%	14%	12%	12%
认股权证	81	-	-	-	-	-100%	na	na	na
基金	52	59	72	89	107	15%	22%	23%	20%
债券	1,743	4,117	5,056	6,278	7,539	136%	23%	24%	20%
期货	7,591	9,610	11,459	13,151	14,873	27%	19%	15%	13%
- 商品	3,926	4,988	5,397	5,877	6,171	27%	8%	9%	5%
- 股指	3,665	4,622	6,062	7,274	8,702	26%	31%	20%	20%
总计	13,835	17,016	20,256	23,646	27,123	23%	19%	17%	15%
市场份额									
股票	5.2%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
认股权证	11.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-11.7%	0.0%	0.0%	0.0%
基金	4.3%	3.8%	3.8%	3.9%	4.0%	-0.5%	0.0%	0.1%	0.1%
债券	4.6%	5.7%	5.6%	5.7%	5.8%	1.1%	-0.1%	0.1%	0.1%
期货									
- 商品	2.1%	2.6%	2.7%	2.8%	2.8%	0.5%	0.1%	0.1%	0.0%
- 股指	4.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.3%	-1.1%	0.2%	0.0%	0.1%
行业交易量(人民币十亿)									
股票	84,012	62,106	69,222	76,427	85,279	-26%	11%	10%	12%
认股权证	693	-	-	-	-	-100%	0%	0%	0%
基金	1,198	1,558	1,901	2,281	2,668	30%	22%	20%	17%
债券	37,885	72,228	90,285	110,148	129,974	91%	25%	22%	18%
期货	275,303	341,925	389,331	437,214	484,080	24%	14%	12%	11%
- 商品	187,828	190,374	199,893	209,887	220,382	1%	5%	5%	5%
- 股指	87,475	151,551	189,439	227,326	263,698	73%	25%	20%	16%
总计	399,090	477,817	550,739	626,069	702,002	20%	15%	14%	12%

资料来源: 公司, 彭博, Wind, 农银国际证券估算

我们假设 2013-15 年银河证券可以持续其 5.3-5.4% 的市场份额和 0.08% 的佣金率, 在此期间银河证券的证券经纪佣金应该可以录得 9-12% 的年增长。对于其他的包含在经纪板块的业务, 基金、债券、期货经纪, 2013-15 年我们预期其市场份额和佣金率都保持稳定, 并进一步预测 2013-15 年, 基金、债券和股票指数期货收入的同比增长为 16-25%, 而商品期货只有 5% 的增长, 因为该业务在国内已经相对成熟。上述业务加在一起, 2013-15 年间的银河经纪业务收入的同比增长达到 30-37%。

尽管我们并不预期传统的证券经纪业务有显著的上升空间, 但是经纪业务板块包括融资融券及财富管理产品在内的创新业务将给传统业务注入新动力。我们预计, 2012-15 年间整体证券经纪业务收入的复合增长率达到 23%, 加上期货经纪, 该板块的整体收入将占银河总收入的 76-78%, 与 2012 年的水平相当。



成长中的投资银行和投资管理业务

“一核两翼”商业模式中的“两翼”指投资银行和投资管理业务。目前，投资银行业务占集团总收入的 11%，总利润的 15%；而主要包括资产管理业务和私募股权投资在内的投资管理业务仅占总收入的 1%。

平衡发展的投行业务

银河证券的投资银行业务板块主要包括股票和债券承销。股票及债券承销的组合比例令我们印象深刻，其在经济周期的不同阶段均帮助银河证券减少了收入的波动性。这在 2012 年，随着金融改革步伐加快中国的债券市场变得更加活跃之际，其表现非常明显。2012 年股票市场不景气，银河证券的股票承销金额按年下降 24%，但是债券承销金额同比大幅增长 101%。当股市波动或交投清淡之时，投资者将转移到债券市场寻求避险，反之亦然，这是一种正常的投资逻辑。

按照“一核两翼”的战略，投资银行和经纪业务之间的协同效应主要在于优质客户资源的共享，即共享来自经纪业务和投资银行部门的企业客户。银河证券管理层指出，集团未来的发展将更加多元化，而且将在中小企业客户和项目执行上投入更多的精力，因为以往银河证券多在大型公司的股本融资中担任角色，而在运作小公司的 IPO 上相对缺乏经验（2012 年只有三单）。

2013年下半年重启IPO

股票市场自2010年开始疲软，不仅市场成交额下降，而且股本融资活动也减少，融资额在2011年和2012年分别下降43%和38%。2012年10月开始，A股的上市机制基本被暂停，拖累中国证券行业2012年的利润受压。银河证券在2012年的股票承销收入也下降了56%。

在我们的基本情形假设中，我们保守地预测中国股本发行市场最快将在2013年3-4季度重新启动。因此，我们预测2013年中国证券行业的股本融资额和银河证券的承销额都会下降50%，但会在发行活动长期被禁止而解禁后的2014年和2015年分别上升40%和20%。以上的宏观环境加上银河证券在2013-15年间的市场份额将会上升到3.4-3.5%以及平均承销费率将会在1.35-1.4%的水平，我们预计2013年银河证券承销收入将下降50%，而之后的2014和2015年则分别上升43%和22%。

债券市场内生性增长势头强劲

债券市场的自由化将使债券承销业强劲增长。国内的债券发行活动自2009年开始逐渐活跃，因此也使国内的机构减少了对银行贷款的依赖。我们有理由相信债券市场将会继续发展并且成为中国直接融资市场中重要的一部分。



投资银行业务预测

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长				
						2012	2013E	2014E	2015E	
收入	682	685	758	1,078	1,246	0%	11%	42%	16%	
股本承销										
行业股本融资总额	507,307	312,754	156,377	218,928	262,713	-38%	-50%	40%	20%	
平均佣金率(%)	4.474	4.311	4.400	4.400	4.400	-4%	2%	0%	0%	
承销金额										
主承销	11,596	9,184				-21%				
联席承销	296	-				-100%				
分包销商	449	139				-69%				
总计	12,341	9,323	4,662	6,526	7,832	-24%	-50%	40%	20%	
佣金收入										
主承销	280	125				-55%				
联席承销	0	-				-100%				
分包销商	1	0				-71%				
总计	282	125	63	90	110	-56%	-50%	43%	22%	
假设										
按金额计市场份额	2.4%	3.0%	3.4%	3.5%	3.4%	1%	0%	0%	0%	
平均佣金率	2.28%	1.34%	1.35%	1.38%	1.40%	-1%	0%	0%	0%	
债券承销										
行业债券融资总额	2,610,000	4,117,000	5,146,250	6,175,500	7,287,090	58%	25%	20%	18%	
承销金额	34,940	70,211	92,633	123,510	145,742	101%	32%	33%	18%	
佣金收入	297	503	695	988	1,137	70%	38%	42%	15%	
平均佣金率	0.85%	0.72%	0.75%	0.80%	0.78%	-16%	5%	7%	-3%	
项目数量	23	43				87%				
市场份额	1.3%	1.7%	1.8%	2.0%	2.0%	0%	0%	0%	0%	

资料来源: 公司, Wind, 彭博, 农银国际证券估算

凭借在企业债券融资市场中的龙头地位, 我们预期银河证券将拓展到已有的其他类型的债券融资业务。我们预测行业内的债券发行规模在2012年经历了58%的高增长后, 2013-2015年间每年上涨18-25%。通过扩展到其他品种的债券发行业务, 银河证券的债券承销规模将会在2013-2014年每年上升32-33%, 2015年的升幅为18%。我们假设承销费率保持在0.75-0.8%水平, 则2012-2015年间银河证券债券承销收入的复合增长率将会达到31%。股本和债券承销收入加在一起, 我们预期投资银行业务在2012-2015年将会有22%的复合增长。

投资管理业务在低基数下快速增长

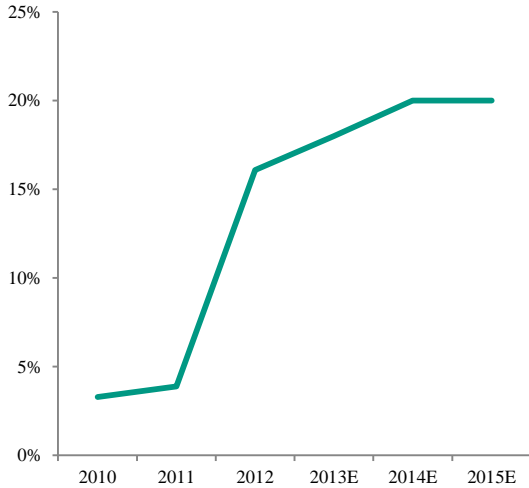
银河证券的投资管理业务由资产管理和私募股权投资两个业务组成。这两个业务都开始于2008-2009年, 因此发展历史并不长。由于这两块业务的发展都处于起步阶段并且前期需要高资本投入, 它们的收入总和在2012年只占公司收入的1%, 而其中资产管理业务出现了净亏损, 私募股权投资也只是小幅盈利。

由于中国资产管理行业的低渗透率, 我们保守估计资产管理业的资产管理规模在2012-15年间的复合增长率将会达到25%, 大概占总存款规模的13-18%。我们相信未来券商这一渠道在销售资产管理产品中的重要性将



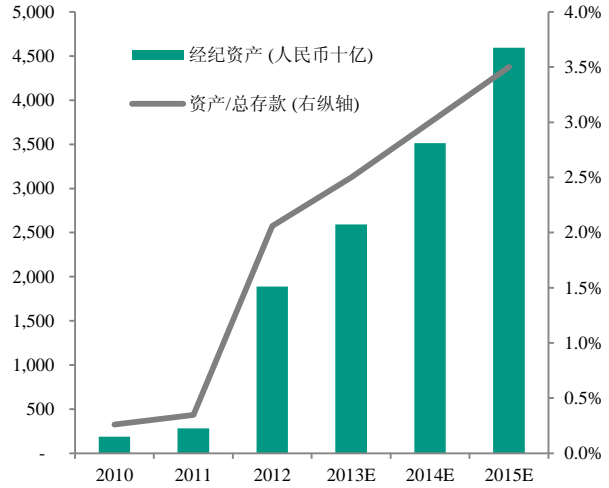
提升，因此我们预期在2015年底券商的资产管理规模将会占国内资产管理规模总额的20%。

券商资产管理规模与行业总资产管理规模比值



资料来源: Wind, 中国信托业协会, 中国证券业协会, 农银国际证券估算

券商资产管理规模与总存款比值



资料来源: Wind, 中国信托业协会, 中国证券业协会, 农银国际证券估算

资产管理业务于 2013 年开始扭亏为盈

2009 年起银河证券的资产管理业务开始活跃，集团于 2010 年和 2011 年做了大量的前期投入，业务在 2012 年出现起色。2012 年，银河证券资产管理业务的收入同比增长 44% 至 4500 万，大概有 29,000 个客户。由于市场不景气，早年银河证券给集合资产管理计划做了 3000 万的减值损失。我们认为该业务的前期搭建工作已经完成，并将在 2013 年开始做出盈利贡献。

银河证券的资产管理规模从 2010 年的 19.94 亿上升了 8 倍至 2012 年的 160.60 亿。其主要有两类理财产品，集合理财和定向理财。集合理财是把客户零散的资金集中起来进行投资，而定向理财是为单一客户专门定制的理财计划，银河于 2012 年开展此业务。

截至 2012 年底，银河证券共有 11 个开放中的集合理财产品，管理资产总规模为 29 亿元，年增长 62%。他们涵盖了不同类型的投资，如股票型、数量型，指数型，货币型，基金中的基金(FoF)和混合型。同时，2012 年银河证券签订了 21 个定向理财计划的合同，其中的 10 个的资产管理规模余额达到 131 亿。

我们注意到，国内的银行越来越多的使用定向理财产品作为资产负债表外的借贷工具，以规避银监会存贷比对贷款规模的限制。银行作为一个投资者向券商成立的定向理财产品注资，该产品实际上为银行的某个公司客户融资。尽管银监会在 2013 年 3 月宣布了新的规定控制银行理财产品的投资渠道，而这一举动可能放缓理财产品的增长，但是券商则可以在中国财富快速增长的推动下继续开展非银行合作的理财产品。我们预



测 2013-15 年，银河证券定向理财产品资产管理规模的年增长将保持在 40-52%。

资产管理业务预测

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长			
						2012	2013E	2014E	2015E
收入	31	45	135	211	303	44%	202%	56%	44%
集合理财	1,802	2,912	4,659	7,222	10,110	62%	60%	55%	40%
定向理财	-	13,148	19,966	27,927	40,410	na	52%	40%	45%
总资产管理规模	1,802	16,060	24,625	35,149	50,521	791%	53%	43%	44%
平均佣金率	1.64%	0.50%	0.55%	0.60%	0.60%				
人民币十亿									
信托资产总量	7,254	11,741	14,401	17,574	22,964	62%	23%	22%	31%
券商托管资产	282	1,890	2,592	3,515	4,593	570%	37%	36%	31%
存款总量	80,937	91,756	103,684	117,163	131,223	13%	13%	13%	12%
信托资产与存款比值	8.96%	12.80%	13.89%	15.00%	17.50%				
券商托管资产与总托管资产比值	3.9%	16.1%	18.0%	20.0%	20.0%				
市场份额	0.64%	0.85%	0.95%	1.00%	1.10%				

资料来源：公司，Wind，彭博，农银国际证券估算

加上 2013-15 年集合理财产品资产管理规模 40-60% 的年增长，我们预期银河证券的整体资产管理规模在 2015 年底将达到 500 亿元，市场份额为 1.1%，而平均管理费率将保持在 0.5-0.6% 的健康水平。2012-15 年间，银河证券资产管理业务的总收入的复合增长率将高达 89%，当然这其中有一部分因素是由于低基数。

私募股权投资业务尚需时间发展

银河证券的私募股权投资业务启动于 2009 年 10 月。截至 2012 年底，银河证券共投资了八个项目，总投资额为 4.42 亿元，涉及的行业包括制造、消费、电信、文化和采矿，其所投资的项目至今为止都没有退出。2013-15 年，我们预计银河证券将每年增加投资规模 10%，因此总投资额在 2015 年将达到 5.88 亿元。

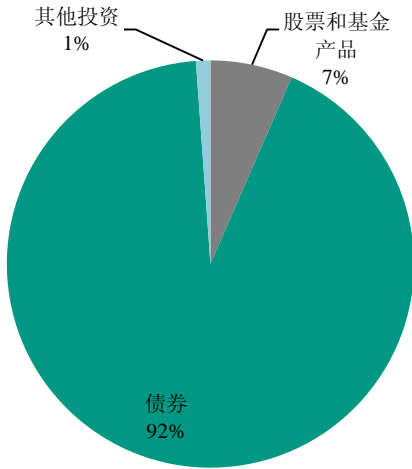
其他业务板块

自营交易

银河证券的自营交易规模相对较小，2012 年仅贡献收入的 7% 或利润的 13%。由于闲置资金有限，2012 年底的总投资额仅为 57 亿元。集团采取保守的投资策略，债券占投资组合的 77%，因此得益于 2012 年债券跑赢股票，该部分录得 238% 的收入增长。

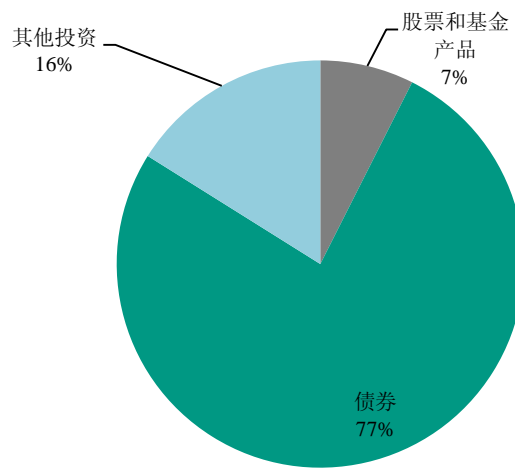


自营交易组合(2010)



来源: 公司, 农银国际证券

自营交易组合(2012)



来源: 公司, 农银国际证券

银河证券的投资组合中债券比重较高, 部分是因为要支持集团的创新产品“天天利”。该产品旨在通过抵押银河投资的债券向客户以高于银行定期存款的利率募集短期资金。我们不预期银河证券的投资组合会有大幅的改变, 2013年和2014年总投资金额分别上升13%, 2015年上升11%, 我们假设2013-15年投资收益率稳定在5.7-6%, 则2012-15年银河投资组合收入的复合增长率为15%。

自营交易组合预测

人民币百万	2011	2012	2013E	2014E	2015E	增长			
						2012	2013E	2014E	2015E
收入	119	401	487	552	610	238%	21%	14%	10%
股票和基金产品									
投资金额	729	424	508	610	701	-42%	20%	20%	15%
净营收	(126)	(6)	10	18	35	-95%	-277%	80%	92%
年化回报率	-17.2%	-1.4%	2.1%	3.0%	5.0%	16%	3%	1%	2%
债券									
投资金额	4,022	4,347	4,781	5,259	5,680	8%	10%	10%	8%
净营收	174	294	325	347	358	69%	10%	7%	3%
年化回报率	4.3%	6.8%	6.8%	6.6%	6.3%	2%	0%	0%	0%
其他投资									
投资金额	453	915	1,144	1,396	1,675	102%	25%	22%	20%
净营收	22	36	51	63	67	65%	42%	22%	7%
年化回报率	4.8%	4.0%	4.5%	4.5%	4.0%	-1%	1%	0%	-1%
总投资									
投资金额	5,204	5,685	6,433	7,265	8,056	9%	13%	13%	11%
净营收	71	325	387	428	460	359%	19%	11%	7%
年化回报率	1.4%	5.7%	6.0%	5.9%	5.7%	4%	0%	0%	0%
其他交易服务									
	48	77	100	125	150	60%	30%	25%	20%

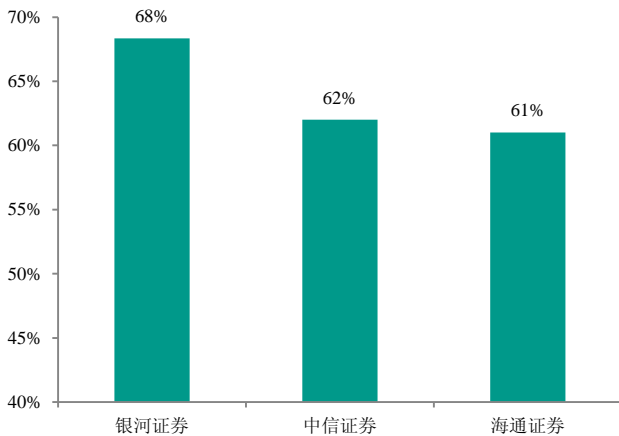
来源: 公司, Wind, 彭博, 农银国际证券估算



净利润预测

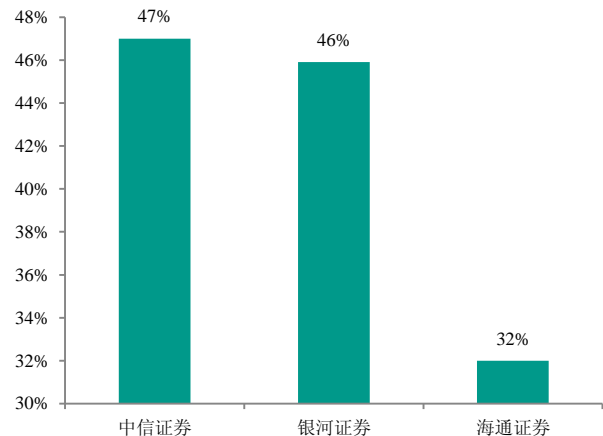
人力是开拓经纪业务的主要资源，因此券商最宝贵的资产是他们的员工和客户，也因此员工成本占总开支的比例将高于其他行业。如果我们比较同业银河证券、中信证券和海通证券的员工成本和总开支比，中信证券和银河证券的比例分别为 47% 和 46%，高于海通证券的 32%。而海通和中信具有更高的效率，他们的成本收入比分别为 62% 和 61%，低于银河证券的 68%。

成本收入比 (2012)



来源：公司，农银国际证券

员工成本与总开支比(2012)



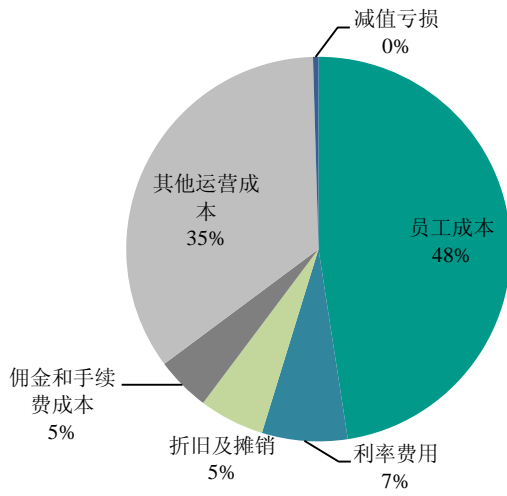
来源：公司，农银国际证券

2010-12 年，银河证券的员工成本和总开支比维持在 43-48%，我们预计总开支在 2013-15 年间每年增长 15-16%，而员工成本和总开支比则保持在 42-45%。上述估算考虑进了 2013 年上半年一次性的上市费用 2.78 亿。银河证券员工的收入大部分是基于绩效的，成本上升则预示着收入会相应的增加，因此，我们认为员工成本不会成为银河证券的负担。

我们预测在 2013、2014 和 2015 年银河证券的净利润将分别增长 35%，45% 和 22%，驱动因素如下 1) 市场氛围好转和交投活跃带动经纪收入增加，2) 融资融券业务的利润贡献提高，3) 资产管理业务快速增长，开始扭亏为盈，4) 股本融资市场恢复，带动投资银行业务反弹，5) 更合理的资产分配和杠杆的利用。上述因素将令银河证券的高股本回报率得以持续，2013 年保持在 9.0%，而 2015 年将进一步提升至 11.7%。

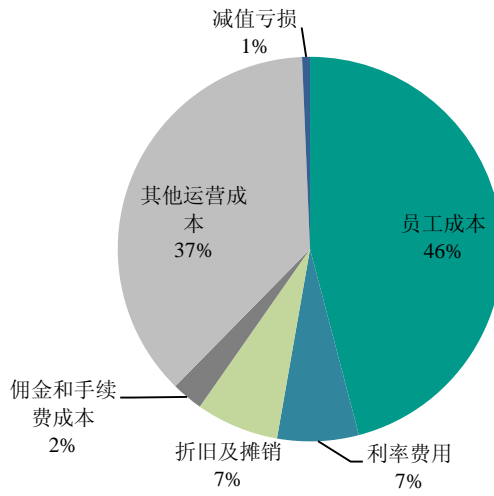


银河证券经营成本结构(2010)



来源：公司，农银国际证券

银河证券经营成本结构(2012)



来源：公司，农银国际证券



低估值高增长 - 买入

我们首次覆盖银河证券，给予买入评级，目标价格为 6.2 港元。该目标价格相当于 2013 年预测市盈率 17.9 倍，或 2013 年预测市帐率 1.5 倍，相对于目前市场价格有 35% 的上升空间。在经济温和复苏和通胀率保持平稳的预期下，相信投资氛围改善，政策风险降低，我们的基本情形假设中，2013 年、2014 年和 2015 年市场的交易流通速度分别为 150%、160% 和 170%。产品创新和杠杆上升是驱动未来盈利提升的主要因素。主要的忧虑是市场短期的波动、A 股股本融资的暂停期被延长和中国经济增长放缓。

估值方法 - 三阶段股息贴现模型

我们使用三阶段股息贴现模型评估银河证券的价值。我们认为该估值方法适合并且是传统的评估券商和股票交易所的方法。此外，股息贴现模型能够反映出短期内高增长率的特点，这符合中国资本市场的现状，我们相信在金融自由化改革的不断推进下中国资本市场将见证强劲增长。这也符合银河证券在经纪业务中的龙头地位，而且其在其他业务领域也具有一定的优势，我们相信银河证券能够持续向股东支付股息。

我们预期，在向上市前投资者派发完 5 亿元的特别股息后银河证券在 2014 年和 2015 年保持 35% 的派息率，行业的派息比例为 30-60%。支持银河证券保持上述派息率的主要原因在于其较高的净资本和净资产比值，该比值在 2012 年高达 80%，远高于监管要求的 40%。在我们的三阶段股息贴现模型中，我们预期第一阶段（2016 年-2018 年）的增长率为 25%，第二阶段（2019 年-2021 年）为 20%，第三阶段（2022 年-2026 年）为 15%，永续增长率为 6%；股权成本为 13.6%，该成本是通过使用 3.4% 的无风险利率（中国 10 年期国债收益率），1.2 的股票贝塔系数（参照在港上市的中信证券和海通证券的贝塔系数算出），以及 8.5% 的股权风险溢价计算得出。

H 股券商中优质的投资选择

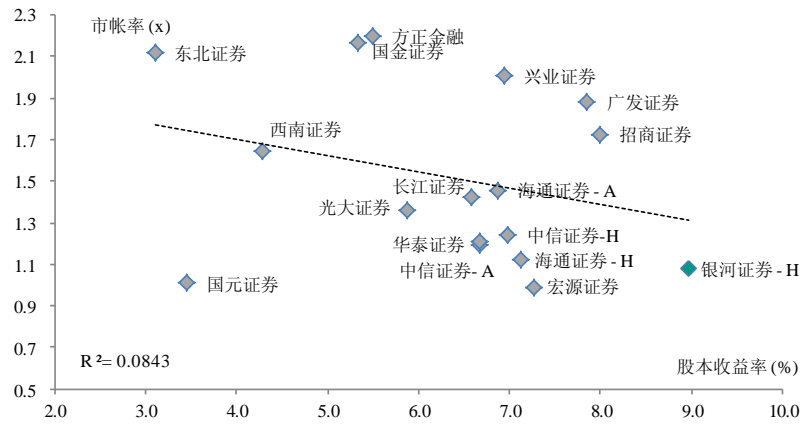
中国券商均已在 A 股或 H 股市场上市，但是我们注意到两个市场上的投资者却这个行业有不同的看法。目前 A 股市场上有 19 家券商上市，其中仅有两家同时在香港上市，即中信证券和海通证券。我们认为，银河证券是 H 股券商中优质的投资选择，其拥有国内最大的分销网络和客户群，这铸就了其在零售方面的显著优势，而且其拥有业内最高的股本回报率。

A 股和 H 股市场的估值差异

根据彭博显示的市场预期，中国证券业 A 股目前的平均估值处于 34.2 倍的 2013 年预测市盈率和 1.63 倍的 2013 年预测市帐率。然而，包括中信证券和海通证券在内的 H 股券商，目前的平均估值处于 17.2 倍的 2013 年预测市盈率和 1.18 倍的 2013 年预测市帐率。A 股的高估值主要是由于部分证券公司（如方正证券和东北证券）的定价过分偏离平均值。这两家证券公司的股本收益率都偏低，导致了它们的高市盈率。

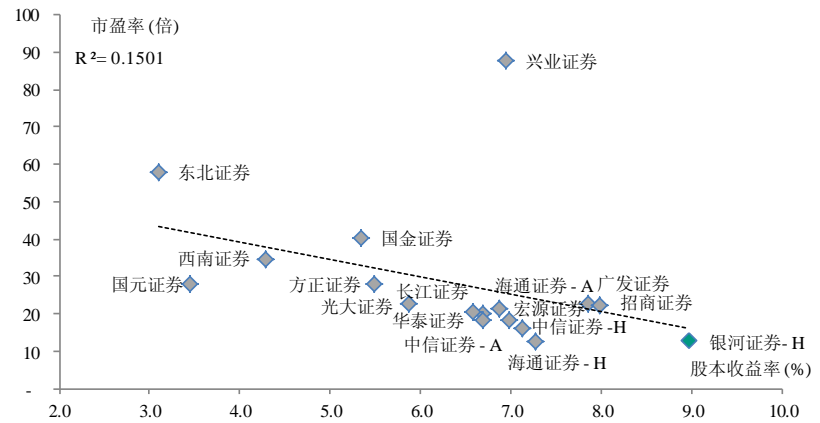


中国券商市账率估值比较 (2013E)



来源: 彭博, 农银国际证券估算

中国券商市盈率估值比较 (2013E)



来源: 彭博, 农银国际证券估算

我们还发现了另一个存在于 A 股和 H 股市场之间的有趣现象。如果我们以同在两地上市的中信证券和海通证券作为例子, 以下的表格显示出中信证券的 H 股估值高于 A 股, 而海通证券 A 股高于 H 股。我们认为这一现象反映出两个市场不同的投资偏好—H 股市场投资者喜欢在投资银行业务中更有优势的中信证券, 因为他们更看好该业务的盈利前景, 而 A 股市场投资者则喜欢在零售网络上更有优势的海通证券, 该公司在国内有更好的品牌知名度。同时, 对于该行业前景, H 股市场投资者比 A 股更加乐观, 因为我们看到 H 股市场对于每股盈利增长的预测值比 A 股高 4.6-17.6%。

中信证券和海通证券 2013 年预测市盈率和市帐率分别处于 16.2-21.5 倍和 1.12-1.46 倍, 都高于银河证券 (2013 年预测市盈率和市帐率分别为 12.9 倍和 1.08 倍)。鉴于银河证券拥有业内最高的股本回报率和融资融券及资产管理业务带来的快速增长潜力, 我们认为银河证券 H 股被低估。我们相信, 随着股本回报率持续的改善, 银河证券将被市场重估。



中信证券、海通证券 A 和 H 股估值比较(2013E)

	价格 (当地货币)	市盈率	市账率	EPS 增长(%)	股本回报率 (%)
中信证券-A	9.84	19.88	1.19	30.26	6.68
中信证券-H	12.80	18.22	1.24	47.89	6.98
A 比 H	-4%	9%	-4%	-17.63	-0.30
海通证券-A	9.34	21.47	1.46	31.82	6.87
海通证券-H	9.11	16.20	1.12	36.36	7.13
A 比 H	28%	33%	30%	-4.55	-0.26

来源: 彭博(股价截至2013年7月8日), 农银国际证券估算

内地和香港上市同业公司估值比较表

名称	彭博代码	市值 (百万美元)	价格 (当地货币)	市盈率		市账率		EPS 增长	股本回报率		派息率		股息率
				2012	2013	2012	2013	2013	2012	2013	2012	2013	2013
中国市场													
中信证券	600030 CH	17,728	9.84	25.89	19.88	1.24	1.19	30.26	4.98	6.68	78.95	55.96	2.82
海通证券	600837 CH	14,075	9.34	28.30	21.47	1.49	1.46	31.82	6.40	6.87	36.36	35.63	1.66
广发证券	000776 CH	10,625	11.01	29.76	22.56	1.92	1.88	31.89	6.67	7.86	40.54	na	na
招商证券	600999 CH	7,789	10.25	29.03	22.19	1.81	1.73	30.84	6.67	7.99	40.22	28.14	1.27
华泰证券	601688 CH	7,121	7.80	27.04	18.53	1.25	1.21	45.93	5.12	6.68	51.99	35.63	1.92
光大证券	601788 CH	5,528	9.92	34.21	22.80	1.50	1.36	50.00	5.37	5.87	31.72	36.09	1.58
方正证券	601901 CH	5,310	5.34	57.92	28.11	2.26	2.20	106.07	3.93	5.49	na	na	na
宏源证券	000562 CH	4,896	7.56	15.12	12.54	0.98	0.99	20.60	9.48	7.27	140.00	na	na
兴业证券	601377 CH	3,713	8.76	39.82	87.60	2.21	2.01	-54.55	5.56	6.94	54.55	130.00	1.48
西南证券	600369 CH	2,862	7.56	50.40	34.68	1.67	1.65	45.33	3.06	4.29	66.67	87.16	2.51
长江证券	000783 CH	2,926	7.57	26.10	20.57	1.44	1.42	26.90	6.72	6.58	68.97	na	na
国元证券	000728 CH	2,546	7.95	38.39	28.19	1.03	1.01	36.19	2.47	3.46	48.29	35.46	1.26
国金证券	600109 CH	2,325	11.02	40.22	40.37	2.22	2.17	-0.36	5.19	5.34	na	na	na
山西证券	002500 CH	2,297	5.87	97.83	65.22	2.33	2.09	50.00	2.36	na	na	na	na
东北证券	000686 CH	2,561	16.05	80.25	57.94	2.13	2.12	38.50	5.47	3.10	100.00	72.20	1.25
太平洋证券	601099 CH	1,310	4.86	113.02	44.18	na	na	155.81	na	na	na	na	na
平均				45.83	34.18	1.70	1.63	40.33	5.30	6.03	63.19	57.36	1.75
香港市场													
中信证券	6030 HK	17,728	12.80	26.95	18.22	1.30	1.24	47.89	4.90	6.98	78.95	39.50	2.17
海通证券	6837 HK	14,075	9.11	22.08	16.20	1.19	1.12	36.36	5.82	7.13	36.36	36.44	2.25
银河证券	6881 HK	4,471	4.60	15.11	12.86	1.23	1.08	16.67	8.49	8.97	-	42.54	3.26
国泰君安	1788 HK	657	2.95	15.69	12.61	1.43	1.32	24.47	9.28	10.64	53.19	44.02	3.49
海通证券	665 HK	620	3.50	12.51	17.50	1.13	na	-28.54	9.30	6.10	48.35	39.50	2.26
申银万国	218 HK	166	2.42	42.46	34.57	1.07	1.05	22.81	2.53	3.10	26.32	27.14	0.79
第一上海	227 HK	114	0.63	na	na	0.35	na	na	na	na	na	na	na
英皇证券	717 HK	112	0.34	13.73	na	0.67	na	na	6.27	na	31.15	na	na
耀才证券	1428 HK	135	1.01	11.88	na	1.49	na	na	10.23	na	20.18	na	na
平均				20.05	18.66	1.10	1.16	19.94	7.10	7.15	36.81	38.19	2.37

来源: 彭博, 农银国际证券估算

*股价截至2013年7月8日



风险因素

价格风险

中国证券业内竞争不断加剧，因此该行业的盈利能力可能受压。除了现有的 114 家券商，其他金融机构如商业银行和保险公司都在直接或间接地给券商带来竞争压力。在这样激烈竞争的市场环境下，券商可能需要通过价格竞争来保持市场份额，因此价格竞争将会持续。银河证券的佣金率，特别是经纪业务的佣金率，在最近几年一直受压。此外，资产管理费、财务顾问费和承销费都受到下行的压力。

由于银河证券的收入有很大的一部分来自于证券经纪业务，价格竞争将会对银河证券的收入和利润造成负面影响。根据银河证券的佣金率敏感性分析，如果 2012 年佣金率下降 0.005%，其收入和净利润就会分别下降 3% 和 9%，反之亦然。

银河证券佣金率敏感度

人民币百万	2010	2011	2012
增加 0.005%	282	221	164
下降 0.005%	-282	-221	-164
收入	8,460	6,431	5,962
佣金率增加 0.005% 对收入的影响	3%	3%	3%
净利润	2,777	1,578	1,420
佣金率增加 0.005% 对净利润的影响	8%	11%	9%

来源：公司，农银国际证券

市场风险

券商的业务性质使银河证券面对着证券行业内生性的风险，例如资产价格的波动、投资情绪带动下市场交易量的变化以及市场流动性。经济状况不佳以及市场的不景气都将使证券市场的日均成交量和交易流通速度下降。这将拖累银河证券的证券经纪业务和承销业务的收入。

银河证券资产价格敏感度

人民币百万	2010	2011	2012
资产价格变化			
增加 10%	84	172	156
下降 10%	-84	-172	-156
收入	8,460	6,431	5,962
资产价格增加 10% 对收入的影响	1%	3%	3%
净利润	2,777	1,578	1,420
资产价格增加 10% 对净利润的影响	2%	8%	8%

来源：公司，农银国际证券

银河证券的自营交易业务主要买卖股权证券、固定收益证券和衍生品。这些资产价格都与市场波动性高度相关。由于中国的衍生品市场还在发展阶段，银河证券并没有足够的渠道来对冲价格波动。根据银河证券的市场利率波动敏感性分析，资产价格下降 10% 会使银河证券 2012 年的收入和净利润分别下降 3% 和 8%。反之亦然。



法规风险

国内的券商不仅受到证监会制定的政策影响、人民银行、银监会、保监会以及其他监管机构制定的政策也将给其营运带来风险。因此任何在法规和政策上的改变都可能影响到银河证券的核心业务。政策法规的改变可能会引入新的竞争者，导致业务部门运营的暂停，也有可能带来新的商业机会。同时，监管机构可能会制定新的法律法规来提高运营要求、增加额外的限制、甚至终止银河证券现有的业务部门。

利率风险

利息收入、利息支付以及固定收益证券类业务都令银河证券承受利率风险。目前银河证券的利息收入主要来自于在银行以及其他金融机构的存款、融资融券以及其他买入返售金融资产。从这些渠道获得的利息收入都受到现行市场利率的影响。银河证券同时也代表客户支付其在公司存款的利息，以及与短期借款以及回购交易相关的利息。利息的收入与支付的变化和市场利率的变化成正相关。

银河证券的利率风险同时也来自于其投资组合中的固定收益证券。固定收益证券的市场价值和市场利率的变化成负相关，因此会影响到银河证券的投资收益。考量上述两大利率风险，我们的银河证券利率敏感性分析显示市场利率上升 100 个基点，银河证券 2012 年的收入和利润将会分别减少 2% 和 6%。

银河证券利率敏感度

人民币百万	2010	2011	2012
增加 100 基点	-33	-45	-117
下降 100 基点	33	45	117
收入	8,460	6,431	5,962
利率增加 100 基点对收入的影响	0%	-1%	-2%
净利润	2,777	1,578	1,420
利率增加 100 基点对净利润的影响	-1%	-2%	-6%

来源：公司，农银国际证券

摊薄风险

在银河证券完成其 H 股上市后，其计划通过 A 股上市发行 17 亿股（大概为 H 股上市后股本的 22% 或者是 H 股和 A 股上市后股本的 18%）来支持其资本中介业务的持续发展。这意味着股东的每股盈利将会被摊薄，摊薄的程度取决于最终 A 股发行的规模。但是由于我们认为 A 股市场 IPO 重启的时间还不确定，因此我们的模型并没有考虑 A 股融资。



财务报表预测

综合损益表预测(人民币百万)

截至于每年 12 月 31 日	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
佣金及手续费收入	6,869	4,664	3,831	4,718	6,052	7,237
利息收入	1,243	1,629	1,699	2,123	2,590	3,057
投资收入	314	104	395	402	453	511
其他收入	34	33	38	41	45	49
总收入	8,460	6,431	5,962	7,284	9,141	10,853
经营成本	-4,319	-3,914	-3,827	-4,448	-5,152	-6,026
除利息、税项、折旧及摊销前营运盈利	4,142	2,517	2,135	2,837	3,989	4,827
折旧	-251	-256	-248	-261	-274	-287
除利息及税项前营运盈利	3,891	2,261	1,886	2,576	3,715	4,540
税前利润	3,891	2,261	1,886	2,576	3,715	4,540
所得税费用	-1,100	-676	-454	-644	-929	-1,135
税后利润	2,790	1,585	1,433	1,932	2,786	3,405
非控制性权益应占	-13	-7	-13	-14	-15	-15
净利润	2,777	1,578	1,420	1,918	2,771	3,390
增长率 (%)						
收入	na	(24.0)	(7.3)	22.2	25.5	18.7
除利息、税项、折旧及摊销前营运盈利	na	(39.2)	(15.2)	32.9	40.6	21.0
除利息及税项前营运盈利	na	(41.9)	(16.6)	36.6	44.2	22.2
净利润	na	(43.2)	(10.0)	35.1	44.5	22.3
每股数据 (人民币)						
每股盈利	0.46	0.26	0.24	0.28	0.37	0.45
每股账面价值	2.41	2.67	2.90	3.32	3.63	4.00
每股股息	0.20	-	-	0.12	0.13	0.16
运营表现 (%)						
折旧摊销息税前运营收益率	49.0	39.1	35.8	38.9	43.6	44.5
营运利润率	46.0	35.2	31.6	35.4	40.6	41.8
净利润率	32.8	24.5	23.8	26.3	30.3	31.2
实际有效税率	28.3	29.9	24.1	25.0	25.0	25.0
派息率	43.2	-	-	42.5	35.0	35.0
平均股权收益率	na	10.3	8.4	8.4	9.4	10.6
平均资产回报率	na	2.1	2.3	2.7	3.4	3.7
股息收益率	-	-	-	2.9	3.2	3.9
收入 - 按分部分类	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
证券经纪	6,868	4,918	4,081	5,063	6,320	7,590
期货经纪	304	388	521	577	662	748
自营及其他证券交易服务	323	119	401	487	553	610
投资银行	740	682	685	758	1,078	1,247
资产管理	61	31	45	135	211	303
私募股权投资	27	28	25	29	42	43
海外业务	-	4	33	50	75	98
其他收入	136	261	169	185	199	215

来源: 公司, 农银国际证券估算

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国银河证券股份有限公司

分部损益表预测 (人民币 百万)

2013E	证券经纪	期货经纪	自营业务	投资 银行	资产 管理	私募 投资	香港	其他	调整	总计
收入	5,037	573	487	758	135	23	50	181	0	7,243
分部间收入	5	0	0	0	0	0	0	0	(5)	0
其他收入	22	4	0	0	0	5	0	10	0	41
分部总收入	5,063	577	487	758	135	29	50	190	(5)	7,284
运营成本	(3,097)	(412)	(199)	(484)	(89)	(27)	(77)	(329)	5	(4,708)
税前利润	1,967	165	287	274	47	2	(27)	(139)	0	2,576
增长率 %										
佣金及手续费收入	24	11	21	11	202	14	50	8	0	22
分部间收入	(24)	0	0	0	0	0	0	0	(24)	na
其他收入	10	5	0	0	0	10	0	10	0	9
分部收入	24	11	21	11	202	13	50	8	(24)	22
税前利润	18	15	21	20	20	16	12	(10)	(24)	16
税后利润	35	1	21	(3)	(262)	(20)	(24)	(27)	na	37
2014E	证券经纪	期货经纪	自营业务	投资 银行	资产 管理	私募 投资	香港	其他	调整	总计
收入	6,290	658	553	1,078	211	36	75	195	0	9,096
分部间收入	6	0	0	0	0	0	0	0	(6)	0
其他收入	24	4	0	0	0	6	0	11	0	45
分部总收入	6,320	662	553	1,078	211	42	75	206	(6)	9,141
运营成本	(3,592)	(474)	(241)	(605)	(106)	(31)	(86)	(296)	6	(5,426)
税前利润	2,728	188	312	474	105	10	(11)	(90)	0	3,715
增长率 %										
佣金及手续费收入	25	15	14	42	56	54	50	8	0	26
分部间收入	25	0	0	0	0	0	0	0	25	na
其他收入	10	5	0	0	0	10	0	10	0	9
分部收入	25	15	14	42	56	46	50	8	25	25
税前利润	16	15	21	25	20	16	12	(10)	25	15
税后利润	39	14	9	73	123	553	(59)	(35)	na	44
2015E	证券经纪	期货经纪	自营业务	投资 银行	资产 管理	私募 投资	香港	其他	调整	总计
收入	7,556	744	610	1,246	303	37	98	211	0	10,804
分部间收入	8	0	0	0	0	0	0	0	(8)	0
其他收入	26	4	0	0	0	6	0	12	0	49
分部总收入	7,590	748	610	1,247	303	43	98	222	(8)	10,853
运营成本	(4,167)	(550)	(294)	(786)	(125)	(36)	(96)	(266)	8	(6,313)
税前利润	3,423	198	316	460	178	7	2	(44)	0	4,540
增长率 %										
佣金及手续费收入	20	13	10	16	44	2	30	8	0	19
分部间收入	20	0	0	0	0	0	0	0	20	na
其他收入	10	5	0	0	0	10	0	10	0	9
分部收入	20	13	10	16	44	3	30	8	20	19
税前利润	16	16	22	30	18	15	11	(10)	20	16
税后利润	25	6	1	(3)	70	(32)	(120)	(51)	na	22

来源: 公司, 农银国际证券估算



合并资产负债表预测 (人民币 百万)

截止于每年 12 月 31 日	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
物业和设备	609	584	516	541	568	580
商譽	223	223	223	223	223	223
其他无形资产	322	353	363	381	400	412
可出售的金融资产	324	391	743	854	983	1,032
其他非流动资产	462	305	174	140	112	89
总非流动资产	1,940	1,857	2,019	2,140	2,286	2,336
现金及现金等价物	55,585	42,264	36,607	39,536	35,582	35,938
融资客户垫款	533	2,549	5,439	11,503	19,847	25,801
交易性金融资产	6,515	5,011	4,622	5,454	6,108	6,597
投资性金融资产	2,015	642	6,739	8,518	9,426	10,254
其他流动性资产	27,677	6,892	8,870	10,666	11,818	12,619
总流动性资产	92,325	57,358	62,277	75,677	82,782	91,210
总资产	94,265	59,215	64,296	77,816	85,068	93,546
应付账款	76,795	41,231	39,746	43,720	47,218	50,995
其他负债	2,925	1,857	6,991	8,888	10,257	12,140
总负债	79,720	43,088	46,737	52,609	57,475	63,135
流动资产净值	12,605	14,270	15,540	23,068	25,306	28,075
股本	6,000	6,000	6,000	7,537	7,537	7,537
储备	4,956	5,683	6,268	11,283	11,847	12,439
未分配利润	3,504	4,321	5,162	6,188	7,989	10,193
股东资金总额	14,460	16,004	17,430	25,008	27,373	30,169
少数股东权益	84	123	129	200	219	241
权益总额	14,545	16,127	17,559	25,208	27,592	30,411
增长率 (%)						
融资客户垫款	na	378.3	113.4	111.5	72.5	30.0
投资性金融资产	na	(68.1)	949.9	26.4	10.7	8.8
总资产	na	(37.2)	8.6	21.0	9.3	10.0
应付账款	na	(46.3)	(3.6)	10.0	8.0	8.0
总负债	na	(46.0)	8.5	12.6	9.3	9.8
权益总额	na	10.9	8.9	43.6	9.5	10.2
财务状况						
总资产/总权益 (%)	6.5	3.7	3.7	3.1	3.1	3.1
流动比率(倍)	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4

来源: 公司, 农银国际证券估算



附录 I – 公司背景

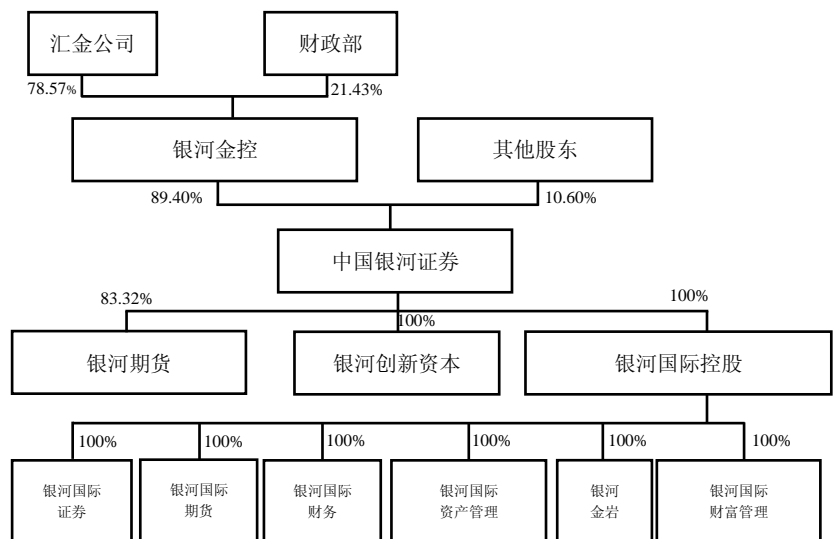
公司业务介绍

银河证券提供全面的金融服务，其中包括证券经纪业务、证券投资咨询、证券交易财务顾问、证券投资、证券承销和保荐、证券自营交易和资产管理。

股权结构

银河证券现在有两组主要的股东。银河国际 89.4%的股权由银河金控持有，其由中央汇金公司和财政部分别控股 78.57%和 21.43%。剩余 10.6%的股权由 37 位股东持有。这 37 位股东均持有少于 2%的银河证券股权，其中包括首钢总公司、重庆水务、浙江天朗投资管理有限公司、中国建材以及 30 家公司以及 3 位个人投资者。

银河证券企业架构 (IPO 前)



来源: 公司, 农银国际

银河证券旗下有 3 个子公司：银河期货有限公司（银河期货）、银河创新资本（银河资本）以及银河国际金融控股有限公司（银河国际控股）。

银河期货主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理。银河证券持有银河期货的 83.32%的股权。在 1995 年 5 月，银河期货以大连中北期货经纪公司的名称成立，注册资金为 3 千万人民币。后来该公司更名为银河期货经纪并且成为全国首家中外合资的期货公司。银河证券随后在 2007 年从银河有限购买了银河期货经纪 49.99%的股权。银河期货经纪在 2010 年 8 月更名为银河期货。

银河创新资本在 2009 年成立，注册资金为 10 亿人民币。该子公司为银河证券的全资控股子公司，主要从事资产管理、项目投资和投资管理。



银河国际控股于 2011 年 2 月在香港成立，为拥有注册资金 6 亿港币的银河证券全资控股子公司。银河国际控股主要通过旗下的全资控股子公司在香港从事证券和期货经纪、研究、投资银行和贷款等服务。

银河证券的子公司

名称	成立日期	股权结构		注册资金	主营业务
银河期货	2010 年 8 月 6 日	83.32%	中国银河证券	6 亿元人民币	金融期货经纪业务、期货投资咨询以及资产管理
		16.68%	苏皇金融期货亚洲有限公司		
银河创新资本	2009 年 10 月 21 日	100%	中国银河证券	10 亿元人民币	资产管理、项目投资和投资管理
银河国际控股及其子公司	2011 年 2 月 9 日	100%	中国银河证券	6 亿元人民币	证券和期货经纪、研究、投资银行以及贷款

来源: 公司, 农银国际

公司历史

银河证券在 2007 年 1 月成立，注册资本为 60 亿元人民币。在成立之时，银河金控提供了约 59.93 亿元人民币的注册资本并且持有银河证券 99.98% 的股本。剩余的少数股东合共提供约 7 百万元人民币的注册资金并持有余下的 0.11% 的股权。

银河有限公司

银河有限公司在 2000 年成立，注册资本为 45 亿元人民币。其业务范围包括发行及代理发行有价证券、自营和代理各种有价证券交易、有价证券的代保管、鉴证和过户、代理还本付息和分红派息等权益分派业务、基金和资产管理业务、企业重组、收购与合并、投资咨询和财务顾问。该公司是通过整合当时中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行以及中国人寿保险旗下的信托投资公司（原中国华融信托投资公司、原中国长城信托投资公司、原中国东方信托投资公司、原中国信达信托投资公司和原中国人保信托投资公司）所属的证券业务部门和证券营业部门所成立的国有独资证券公司。

银河有限公司整合过程



来源: 公司, 农银国际证券

**收购银河有限公司资产**

在 2005 年，国务院批准了成立银河金控，并由财政部与汇金改组银河有限公司。银河金控在 2007 年成立了银河证券。在 2007 年，银河证券收购了银河有限公司的证券经纪业务、投资银行业务和其他相关的资产，以及银河期货 49.99% 的股权。总收购代价达到 11 亿元人民币。这些收购帮助银河证券成为在中国证券业内领先的公司。

收购银河有限公司的资产

资产	业务
证券经纪业务	代理各种有价证券交易、有价证券的代保管、鉴证和过户、代理还本付息和分红派息等权益分派业务、代理 QFII 境内证券交易，以及其他相关资产
投资银行业务	股票和证券的承销和保荐、投资咨询、财务咨询、公司重组以及收购与合并，以及其他相关的资产
银河期货 (49.99% 的股权)	商品期货经纪业务、金融期货经纪业务、期货投资咨询业务

来源：公司，农银国际证券

港股上市

在完成银河证券的港股上市之后，该公司引进了以下 7 位基石投资者。分配给这些投资者的总股数达到了上市发行总量的 48.04%，或者是银河证券总股本的 7.03%。自上市首日起基石投资者受到 6 个月的禁售期限制（禁售期有效期至 2013 年 11 月 18 日为止）。

银河证券基石投资者

公司名字	分配股份数目	占总股本百分比
友邦保险	73,221,500	1.0%
中国人寿	43,933,000	0.6%
信达资产管理	29,288,500	0.4%
中国通用技术（集团）控股有限责任公司	43,933,000	0.6%
Khazanah Nasional Berhad	146,443,000	2.0%
生命人寿	73,221,500	1.0%
中國石化盛駿國際投資有限公司	117,154,500	1.6%

来源：公司，农银国际证券



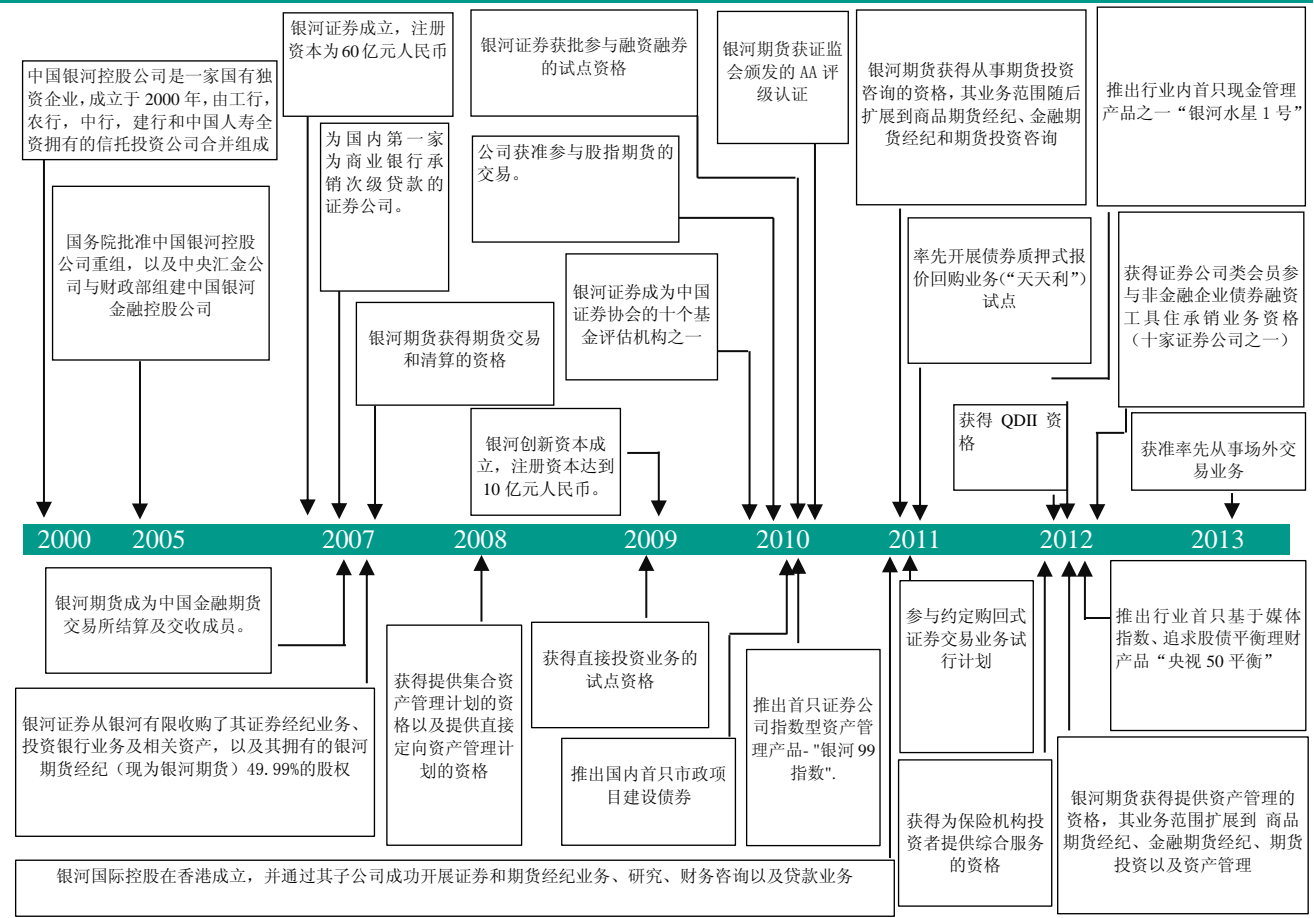
農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国银河证券股份有限公司

银河证券发展里程碑



来源: 公司, 农银国际证券



附录 II - 管理团队

管理团队背景

执行董事				
姓名	现任职位	任职日期	职务	背景
顾伟国先生	副董事长、执行董事、总裁	2011年8月19日	公司整体的运行和管理	于2007年1月加入公司，从2008年10月到2010年7月担任公司工会委员会主席；从2009年9月到2010年3月担任公司副总裁；2010年4月到2010年10月担任银河创新资本董事长
吴承明先生	执行董事，董事会秘书	2011年8月19日	董事会日常事务和公司信息披露和信息报送	2009年6月到2012年7月担任银河金控董事
高级管理人员				
姓名	现任职位	任职日期	职务	背景
陈静女士	副总裁	2007年8月	结算管理和信息技术工作	自2012年10月起担任本公司工会委员会主席，是公司执行委员会委员。
霍肖宇女士	副总裁	2007年8月	国际业务	自2012年12月起为公司执行委员会成员，自2011年6月担任银河国际控股董事长和董事。
汪六七先生	股权融资业务总监	2012年3月	投资银行总部总经理，负责公司股权融资、并购重组等投资银行业务	自2012年2月担任投资银行总部总经理，自2012年12月为公司执行委员会一员。
代旭先生	固定收益业务总监	2012年3月	固定收益业务	自2012年期担任本公司执行委员会委员。2004年11月-2012年3月担任银河有限投资银行总部副总经理、银河证券投资银行总部副总经理、债券融资总部董事总经理。
尹岩武先生	资产管理业务总监	2012年3月	资产管理	于2011年11月到2012年12月担任资产管理部的代理首席商务官
祝瑞敏女士	首席财务官	2012年12月	计划财务部和投资管理部业务	自2012年12月起担任本公司执行委员会委员。于2011年5月获北京市高级专业技术资格评审委员会认可为高级会计师。
吴建辉先生	首席人力官	2011年11月	人力资源部事项	从2010年7月到2012年8月担任公司的人力资源部总经理和公司董事会秘书。
李树华先生	首席风险官/合规总监	2011年11月	合规和风险管理事宜	自2010年4月及2011年11月起担任本公司的合规总监和首席风险官兼合规总监。
联席公司秘书				
姓名	现任职务	任职日期	职务	背景
翁美仪女士	董事会秘书	2013年	公司治理、监管及合规事务	在公司管治和合规事务方面有超过20年的经验。曾经在香港的大型知名上市公司任职。
非执行董事				
姓名	现任职位	任职日期	职务	背景
陈有安先生	董事长，非执行董事	2011年8月19日	N/A	现任汇金公司副总经理
许国平先生	非执行董事	2011年8月19日	N/A	自2005年8月和2011年6月起分别担任银河金控董事和副总经理。
李成辉先生	非执行董事	2011年8月19日	N/A	自2005年8月起担任银河金控的董事长。
施洵先生	非执行董事	2011年8月19日	N/A	自2007年12月起担任深交所上市公司浙江仙琚制药股份有限公司董事。

**農銀國際**

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

中国银河证券股份有限公司

齐晓莉女士	非执行董事	2012年11月20日	N/A	自2007年6月担任中国金融工会银河金控工作委员会副主任，自2008年10月担任公司工会委员会副主任，并自2012年1月起担任公司总裁办公室主任。
-------	-------	-------------	-----	---

独立非执行董事

姓名	现任职位	任职日期	职务	背景
王世定先生	独立非执行董事	2011年8月19日	N/A	同时在财政部财政科学研究所担任研究员
刘峰先生	独立非执行董事	2011年8月19日	N/A	自2006年1月起担任加拿大麦吉尔大学管理学院的教授
周瑞金先生	独立非执行董事	2013年1月25日	N/A	从2012年4月起，担任品牌中国集团独立非执行董事、薪酬委员会何足惜、提名委员会主席。
吴毓武先生	独立非执行董事	2013年1月25日	N/A	自2012年1月起担任香港中文大学会计学院会计学教授。

监事

姓名	现任职位	任职日期	职务	背景
俞文修先生	监事会主席	2011年8月19日	N/A	于2005年12月当选为监事，并于2001年1月和2月分别担任本公司监事和监事会主席。
钟诚先生	监事	2011年8月19日	N/A	于2005年12月当选为监事，并且从2007年起担任公司的监事。
古树林先生	监事	2012年11月20日	N/A	自从2010年8月和2012年10月分别担任公司的巡视工作办公室主任和工会委员会主席。

来源: 公司, 农银国际



附录 III - 中国证券业的监管

银河证券的资本状况

我们发现银河证券有雄厚的资金基础，这是银河证券日后发展的一个重要因素。其主要的资本指标显示，银河证券处于监管要求的水平以上。例如，银河证券的净资本/风险资本准备金比率在 2012 年为 662.6%，约为法规要水平的六倍；其净资本/净资产比率在 2012 年为 77.9%，远高于法规要求的 40% 水平。

银河证券净资本以及主要监管风险控制指标比较

	截止于 12 月 31 日			警戒水平	最低/最高水平
	2010	2011	2012		
净资本(人民币百万)	11,316.0	12,664.3	13,508.3	≥240.0	≥200.0
净资本/风险资本准备比率(%)	298.3%	436.2%	662.6%	≥120%	≥100%
净资本/净资产 (%)	78.8%	79.5%	77.9%	≥48%	≥40%
净资本/总负债 (%)	399.2%	740.9%	199.6%	≥9.6%	≥8.0%
净资产/总负债 (%)	506.9%	932.3%	256.3%	≥24.0%	≥20.0%
持有的股本证券和衍生品价值 ⁽¹⁾ /净资本 (%)	5.3%	8.0%	9.9%	≤80.0%	≤100.0%
持有的固定收益证券价值/净资本 (%)	72.4%	37.9%	76.4%	≤400.0%	≤500.0%

附注:

- (1) 警戒水平由证监会按照风险控制指标设定。如果某个指标指定要达到某个水平以上，那么 120% 为警戒水平的最低要求；如果某个指标指定要小于某个值，那么 80% 为警戒水平的最高要求。
- (2) 净资本等于净资产减去金融资产的风险调整，减去其他资产的风险调整以及或有负债，加上/减去其他证监会要求或批准的调整。
- (3) 风险资本储备是中国证券公司的法定储备。该储备主要涵盖证券公司在日常业务，以及设立子公司和分支机构的过程中产生的任何损失。该储备的计算主要基于该公司的净资本。
- (4) 总负债不包括对经纪客户的应付账款

来源: 公司, 证监会, 农银国际

中国证券行业的监管框架

在中国，经纪业务覆盖的业务范围包括证券经纪的运营、交易和投资咨询、自营交易、资产管理、承销和保荐，以及其他的证券相关业务。所有的这些商业活动都受到中国证券投资基金法、中华人民共和国证券法和证券公司监督管理条例。

中国证券市场有三个主要的监管机构作为市场的把关者：1) 中国证监会主要负责起草和执行证券及期货市场的法律和政策和市场参与者的监管；2) 中国证券业协会，该协会是一个自我监督机构，主要负责制定行业标准和实践行为守则，并监督专业资格考试和持牌执业者的注册；3) 证券交易所负责监督上市程序及交易活动，并监视其会员及上市公司。

证监会长期以来都把精力放在证券公司的内部控制和风险管理。通过评估个别公司的风险管理能力、竞争力和监管合规的状态，证监会把证券公司分为五类以及 11 个层次 (A 类 (AAA, AA, A)、B 类 (BBB, BB, B)、C 类 (CCC, CC, C)、D 类以及 E 类)。一个证券公司风险资本准备、审查频率、资源分配与获得新的业务和分支机构营业执照的能力都不可避免地受到以上的评级系统的影响。为了更好地保护投资者的利益，中国证券投资者保护基金有限责任公司成立了一个投资者保护基金去保护投资者免受券商违约风险的影响，同时券商需要根据其所



获得的评级对该基金进行支付。

证监会券商分类

- A 在行业内有最高的风险管理能力，可以管理新产品和新业务的风险
- B 在行业内有相对高的风险管理能力，可以管理因市场环境变化而带来的风险
- C 风险管理能力可以适应现时的业务和规模
- D 相对低得风险管理能力，潜在的风险可能超过公司可接受的水平
- E 有存在的风险，证监会介入采取风险管理措施

来源: 证监会, 农银国际证券

资本要求

证监会要求市场参与者要满足一定的财务标准。与这些标准相关的主要是净资本和风险资本准备的总和。这两个数值的计算主要基于资产负债管理，业务部门和各公司的资源分配。

资本要求比率

资本要求指标	最低监管水平(%)
净资本/总风险资本储备	>100
净资本/净资产	>40
净资本/总负债	>8
净资产/总负债	>20
持有的股本证券和衍生品价值/净资本	<100
固定收益证券价值/净资本	<500
持有单一股本证券的成本/净资本 (排名前五位)	<30
在投资组合中单一的股权证券市值/该股权证券的总市值 (排名前 5 位)	<5
对于单一客户的融资规模/净资本(排名前 5 位)	<5
对于单一客户的融券规模/净资本(排名前 5 位)	<5
持有某证券的价值 /该证券的市值 (除了经证监会批准的承销原因)	<20

来源: 证监会, 农银国际证券

净资本

一个公司的流动性水平主要由净资本反映。一个投资银行的净资本可以通过从母公司层面的净资产贴现资产和负债来计算。计算方法主要基于对不同的资产分配不同的调整系数。非流动资产，包括长期投资、在子公司内的投资和其他不能轻易转化成现金的其他资产、固定资产以及无形资产，都不包括在这个计算方法内。对于市场波动比较敏感的投资会被赋予一个较高的调整系数。或然负债和担保承诺被认为是潜在的风险，在计算过程中应当从净资产中剔除。



证券公司净资本计算

项目	扣减比例 (%)
净资产	
减：金融资产的风险调整合计	
1. 股票 ⁽¹⁾	
- 上海 180 指数、深圳 100 指数、沪深 300 指数成分股	5
- 一般上市股票	10
- 流通受限的股票	20
- 持有有一种股票的市值与该股票市值的比例超过 5% 的	40
- ST 股票	50
- *ST 股票	60
- 已退市且在代办股份转让系统挂牌的股票	80
- 已退市且未在代办股份转让系统挂牌的股票	100
2. 货币市场基金	0
3. 证券投资基金 ⁽²⁾	1
4. 固定收益类证券 ⁽³⁾	
- 国债、中央银行票据	0
- 国债、中央银行票据	1
- 信用评级 AAA 级的信用债券	2
- 信用评级 AAA 级以下，BBB 级（含）以上的信用债券	4
- 信用评级 BBB 级以下的信用债券	20
5. 可转换债券	5
6. 信托产品投资 ⁽⁴⁾	80
7. 集合理财计划投资	
- 投资其他证券公司集合理财计划	5
- 投资本公司集合理财计划（未约定先行承担亏损）	10
- 投资本公司集合理财计划（约定先行承担亏损）	15
8. 委托其他证券公司、基金公司的定向、专户等理财投资 ⁽⁵⁾	10
9. 其他金融产品投资 ⁽⁶⁾	*
减：衍生金融资产的风险调整合计	
1. 权证投资	20
2. 利率互换公允价值变动收益形成的资产	100
3. 其他衍生金融资产	
减：其他资产项目的风险调整合计	
1. 拆出资金（合同期以内）	0
2. 融出资金	2
3. 融出证券 ⁽⁷⁾	5
4. 买入返售金融资产（未逾期）	0
5. 应收利息	0
6. 存出保证金	
- 交易保证金	0
- 履约保证金	10
- 期货保证金 ⁽⁸⁾	100
- 其他存出保证金	
7. 长期股权投资(不含对上市公司的股权投资)	
- 对控股证券业务子公司股权投资	100
- 对控股基金、期货等其他金融业务子公司股权投资	100
- 对其他业务子公司股权投资	100
- 对境外子公司股权投资	100
- 策略性股权投资	100
- 其他股权投资	100
8. 投资性房地产	100
9. 固定资产	
- 所有权属明确的房产	100
- 其他固定资产	100
10. 无形资产	
- 交易席位费	50
- 其他无形资产	100
11. 商誉	100
12. 递延所得税资产	100
13. 应收股利	0
14. 应收融资融券客户款	100



15. 应收款项		
	- 账龄一年以内（含一年）	10
	- 账龄一年至二年（含二年）	50
	- 账龄二年以上	100
	- 应收股东及其关联公司款项	100
16. 代理承销证券		0
17. 代兑付债券		0
18. 待转承销费用		100
19. 抵债资产		100
20. 长期待摊费用		100
21. 其他		100
减：或有负债的风险调整合计		
1. 对外担保金额（公司为自身负债提供的反担保除外）		100
2. 对控股证券业务子公司提供的担保承诺		100
3. 其他或有负债 ⁽¹⁴⁾		
减：中国证监会认定的其他调整项目合计		
1. 所有权受限等无法变现的资产(如被冻结)		100
2. 其他项目		
加：中国证监会核准的其他调整项目		
1. 借入的次级债务		
2. 母公司提供的担保承诺		
净资本金额		

附注:

- (1) 股票的分类中同时符合两个或两个以上标准的，应采用最高的比例进行扣减。证券投资基金不含货币市场基金。
- (2) 信托产品投资由中国证监会按其评级、期限以及担保等情况确定其风险调整扣减比例。
- (3) 按证监会根据审慎监管原则和有关投资的风险情况确定的比例进行调整。
- (4) 其他业务子公司是指经批准或认可的从事直接投资、另类投资等业务的子公司。
- (5) 策略性股权投资是指经批准或认可的对证券公司、基金公司、期货公司、商业银行等机构的参股性投资。
- (6) 其他股权投资是指未经核准或认可的股权投资。
- (7) 按或有事项涉及金额的20%或可能发生的损失孰高者扣除。
- (8) 指由中国证监会核准的其他允许计入净资本或从中扣除的项目。

*减扣比例按照中国证监会规定

来源: 中国证监会, 农银国际证券

风险资本准备

从合规的角度来看，风险资本准备是另一项重要的指标。计算风险资本准备是将不同的百分比（基于证监会给予的评级）赋予给不同的业务部门。衍生品和股票通常被认为是高风险产品。固定收益产品对于自营交易和承销业务来说风险较低。其他因素，例如分部和以前的运营成本，都会在风险资本准备的计算中被使用到。



风险资本准备的计算

项目	风险资本准备分类标准(%)				
	连续3年 为A	A	B	C	D
1. 经纪业务风险资本准备					
托管的客户交易计算资金总额	0.4	0.6	0.8	2	4
2. 自营业务风险资本准备					
(1) 证券衍生品投资规模					
权证	4	6	8	20	40
买入股指期货 ⁽¹⁾	4	6	8	20	40
卖出股指期货 ⁽¹⁾	4	6	8	20	40
利率互换 ⁽¹⁾	4	6	8	20	40
(2) 权益类证券投资规模					
股票	3	4.5	6	15	30
股票基金	3	4.5	6	15	30
混合基金	3	4.5	6	15	30
集合理财产品	3	4.5	6	15	30
信托产品	3	4.5	6	15	30
其他	3	4.5	6	15	30
(3) 固定收益类证券投资规模					
政府债券	1.6	2.4	3.2	8	16
公司债券	1.6	2.4	3.2	8	16
债券基金	1.6	2.4	3.2	8	16
其他	1.6	2.4	3.2	8	16
(4) 已对冲风险的权益类证券及其衍生品投资规模 ⁽²⁾					
权益类证券	1	1.5	2	5	10
卖出股指期货 ⁽¹⁾	1	1.5	2	5	10
(5) 已对冲风险的固定收益类证券及其衍生品投资规模					
固定收益类证券	1	1.5	2	5	10
利率互换 ⁽¹⁾	1	1.5	2	5	10
3. 承销业务风险资本准备					
再融资项目股票承销业务规模	6	9	12	30	60
IPO项目股票承销业务规模	3	4.5	6	15	30
公司债券承销业务规模 ⁽³⁾	1.6	2.4	3.2	8	16
政府债券承销业务规模 ⁽⁴⁾	0.8	1.2	1.6	4	8
4. 资产管理业务风险资本准备					
专项理财业务规模	0.4	0.6	0.8	2	4
集合理财业务规模	0.4	0.6	0.8	2	4
限额特定理财业务规模	0.2	0.3	0.4	1	2
定向理财业务规模	0.2	0.3	0.4	1	2
5. 融资融券业务风险资本准备					
融资业务规模	1	1.5	2	5	10
融券业务规模 ⁽⁵⁾	2	3	4	10	20
6. 分支机构风险资本准备(人民币百万)					
分公司家数 ⁽⁶⁾	20	20	20	20	20
营业部家数 ⁽⁶⁾	3	3	3	3	3
7. 营运风险资本准备					
上一年度营业费用 ⁽⁷⁾	10	10	10	10	10
8. 其他风险资本准备					
中小企业私募债券 ⁽⁸⁾	3	4.5	6	15	30
各项风险资本准备之和(1-8项的总和)					

附注:

(1) 股指期货、利率互换投资规模分别按照股指期货合约价值总额的15%、利率互换合约名义本金总额的3%计算。

(2) 股指期货、利率互换套期保值满足《企业会计准则第24号—套期保值》有关套期保值高度有效要求的,可认为已对冲风险。

(3) 公司债券是指以公司为发行人的公司债、企业债、可转债、短期融资券、中期票据等。

(4) 政府债券是指以政府为发行人的债券。

(5) 融券业务规模按照融出时证券的市值计算。

(6) 每家分公司、营业部按0.2亿元、0.03亿元计算风险资本准备,风险资本准备期初期末余额应以元为单位填列。

(7) 营业费用指业务及管理费、资产减值损失、其他业务成本之和。

(8) 证券公司承销、自营业务参与中小企业私募债券的,应分别按照15%的比例计算承销业务、自营业务风险资本准备(15%为基准比例,不同类别公司按规定实施不同的计算比例)

来源:中国证监会、农银国际证券



权益披露

分析员，欧宇恒，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或关联公司，曾在过去 12 个月向本报告提及的某家或些公司提供投资银行服务。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址：香港中环，红棉路 8 号，东昌大厦 13 楼，农银国际证券有限公司
电话：(852) 2868 2183