



# 中航资本

## 产业资本打造金控航母

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖中航资本(600705.SH)给予推荐评级,目标价**8.78元**。理由如下:

- ▶ **强大的产业股东背景给予公司优质的业务资源。**公司两大产业资本股东方分别为中航工业集团与哈尔滨铁路局,分别代表着中国航空与铁路高端制造产业中最优秀的产业集团。公司在参与股东方产业资本运作上有独有优势,我们认为产业金融控股集团的优点就在于分享股东方的成长壮大。
- ▶ **全牌照金控集团,产融结合,协同效应强。**公司目前拥有证券、租赁、信托、期货等金融牌照,并联合集团申请保险牌照以及持有银行股权,具备全牌照优势,旗下信托、租赁、证券、财务公司分别为产业集团提供融资、投行、投资、资产证券化等一篮子综合金融服务,最大限度的发挥了产业金融全牌照的协同优势。
- ▶ **更换新的领导层,证券业务有望半程发力。**公司新任管理层曾经担任北航副校长及中航投资总经理,金融行业管理经验丰富,有望带领中航资本在产业投资上再上台阶。证券业务上半年因市场低迷,净利润同比下滑**69%**至**1.97亿**,但我们预计下半年随着市场逐步回暖并且发债融资后资本金增厚,整体业绩可能出现环比拐点。

**我们与市场的最大不同:** 1)我们在金控报告中梳理公司引入有资源的产业资本决定其估值上升空间。中航工业的业务资源以及军工、航空业的快速增长为公司估值提供上行动力; 2)中航资本丰厚的股权投资和现金资产为其估值提供安全底线。

**潜在催化剂:** 募集资金推动证券业务快速发展、引入战投带来业务协同发展

### 财务预测

预计公司2016/2017年归母净利润**22.8亿元/26.0亿元**,同比增速**-1%/14%**。

### 估值与建议

采用分部估值法整体目标市值**788亿元**,对应**17e 3.05x P/B**,目标价**8.78元**,首次覆盖给予推荐评级,对应**30%**上涨空间。

### 风险

市场大幅下行,监管政策不确定性,资金募集进展不及预期。

**曾梦雅**

联系人

mengya.zeng@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116090021

SFC CE Ref: BIL757

**黄洁**

分析员

anson.huang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080516060005

SFC CE Ref: AZX967

**蒲寒**

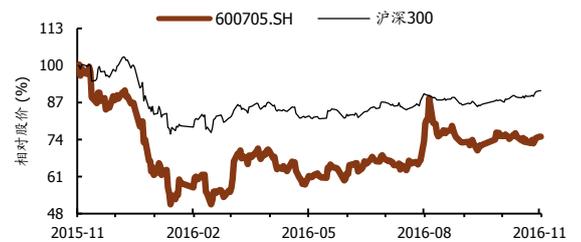
联系人

han.pu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080115100018

### 首次覆盖推荐

股票代码	600705.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 6.70
目标价	人民币 8.78
52周最高价/最低价	人民币 9.50~4.47
总市值(亿)	人民币 601
30日日均成交额(百万)	人民币 546.14
发行股数(百万)	8,976
其中:自由流通股(%)	83
30日日均成交量(百万股)	81.53
主营行业	金融服务



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	6,725	8,681	8,317	8,813
增速	25.9%	29.1%	-4.2%	6.0%
归属母公司净利润	1,810	2,312	2,282	2,597
增速	114.4%	27.7%	-1.3%	13.8%
每股净利润	0.20	0.26	0.25	0.29
每股净资产	1.50	2.33	2.51	2.71
每股股利	0.27	0.25	0.08	0.09
市盈率	33.2	26.0	26.4	23.2
市净率	4.5	2.9	2.7	2.5
股息收益率	4.0%	3.7%	1.1%	1.3%
平均总资产收益率	1.9%	1.8%	1.6%	1.9%
平均净资产收益率	19.6%	13.5%	10.5%	11.1%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



**财务报表和主要财务比率**

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入合计	6,725	8,681	8,317	8,813	营业收入	25.9%	29.1%	-4.2%	6.0%
营业利润	3,613	4,616	3,883	4,437	营业利润	48.8%	27.8%	-15.9%	14.2%
营业外收支	75	47	60	-44	净利润	114.4%	27.7%	-1.3%	13.8%
利润总额	3,689	4,663	3,943	4,393	<b>盈利能力</b>				
所得税	905	1,127	953	1,054	营业利润率	53.7%	53.2%	46.7%	50.3%
少数股东权益	973	1,224	709	741	净利润率	26.9%	26.6%	27.4%	29.5%
归属母公司净利润	1,810	2,312	2,282	2,597	<b>回报率分析</b>				
<b>资产负债表</b>					总资产收益率	1.9%	1.8%	1.6%	1.9%
资产合计	108,433	152,389	130,386	144,006	净资产收益率	19.6%	13.5%	10.5%	11.1%
负债合计	88,568	127,772	103,463	114,523	<b>每股指标</b>				
总股本	3,733	4,488	8,976	8,976	每股净利润 (元)	0.20	0.26	0.25	0.29
归属母公司股东权益	13,452	20,915	22,512	24,330	每股净资产 (元)	1.50	2.33	2.51	2.71
少数股东权益	6,413	3,703	4,411	5,152	每股股利 (元)	0.27	0.25	0.08	0.09
股东权益合计	19,865	24,617	26,923	29,483	<b>估值分析</b>				
负债及股东权益合计	108,433	152,389	130,386	144,006	市盈率	33.2	26.0	26.4	23.2
					市净率	4.5	2.9	2.7	2.5
					股息收益率	4.0%	3.7%	1.1%	1.3%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

**公司简介**

中航资本上市于 2012 年, 是中航工业旗下唯一的金控和产融投资平台, 公司控股股东为中国航空工业集团公司, 实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。中航资本拥有证券、信托、租赁、财务公司、期货等牌照, 坚持以客户为中心, 依托大股东资源, 金融子公司业务稳步增长。公司通过构建金融产业投资、航空产业投资和战略新兴产业投资三大平台模式, 抓住军工资产证券化、国企改革、军民融合的潜在机会, 积极开拓航空产业和新兴产业的股权投资工作。



## 目录

<b>中航资本：产业资本打造金控航母</b> .....	<b>4</b>
股东背景强大 .....	4
产融互助，协同典范 .....	6
全牌照金融控股公司 .....	8
财务预测与估值 .....	17
风险提示 .....	19

## 图表

图表 1: 中航投资借壳北亚集团股权结构变化.....	4
图表 2: 资产重组后, 证券、信托、租赁持股增至 100%、80%、73.7%(当前中航资本对中航国际租赁持股达 97.5%) .....	5
图表 3: 中航工业涉足军民用航空、工业制造、现代服务三领域, 15 年末资产总额达 9338 亿.....	5
图表 4: 中航证券参与集团内公司定增及债券发行承保 .....	7
图表 5: 中航资本下属产业投资积极参与认购集团内股份.....	7
图表 6: 金融资本反哺产业并形成良性循环 .....	8
图表 7: 营业收入—逐年攀升 .....	8
图表 8: 营业利润—信托仍是最主要贡献, 证券弹性更大.....	8
图表 9: 除 1H16 市场拖累外, 整体营业利润率平稳提升 .....	9
图表 10: 近 8 成资产分布在租赁及信托子公司 .....	9
图表 11: 3Q16 行业月度业绩同比降幅显著收窄.....	9
图表 12: 信用中介业务余额环比回暖.....	9
图表 13: 国内飞机租赁市场蓬勃发展, 航升预计 2014~19 年市场规模复合年增长率达 10.6% .....	10
图表 14: 中航租赁资产和盈利持续扩张 .....	11
图表 15: 集团连续五年持续增资中航租赁 .....	11
图表 16: 未来 5 年航空器年复合增速有望达到 17% .....	11
图表 17: 财务公司经营稳定, 利润及净资产逐年上涨 .....	12
图表 18: 信托行业盈利增速显著放缓, 1H16 上半年首现负增长.....	13
图表 19: 1H16 资产规模达 17 万亿, 但规模增速降到 9%.....	13
图表 20: 14 年起, 中航信托业绩稳定性优于行业水平 .....	14
图表 21: 中航信托资产结构优化好于行业水平 .....	14
图表 22: 采用 P/E、P/B 可比估值法重估按成本计量部分股权, 增值率约 64% .....	15
图表 23: 联手中信建投、软银、建设银行等优质合伙人成立产业基金 .....	16
图表 24: 中航期货近年来盈利表现及排名稳步上行, 评级提升明显 .....	16
图表 25: 盈利预测 .....	17
图表 26: 分部估值 .....	18
图表 27: 可比公司估值表.....	19



## 中航资本：产业资本打造金控航母

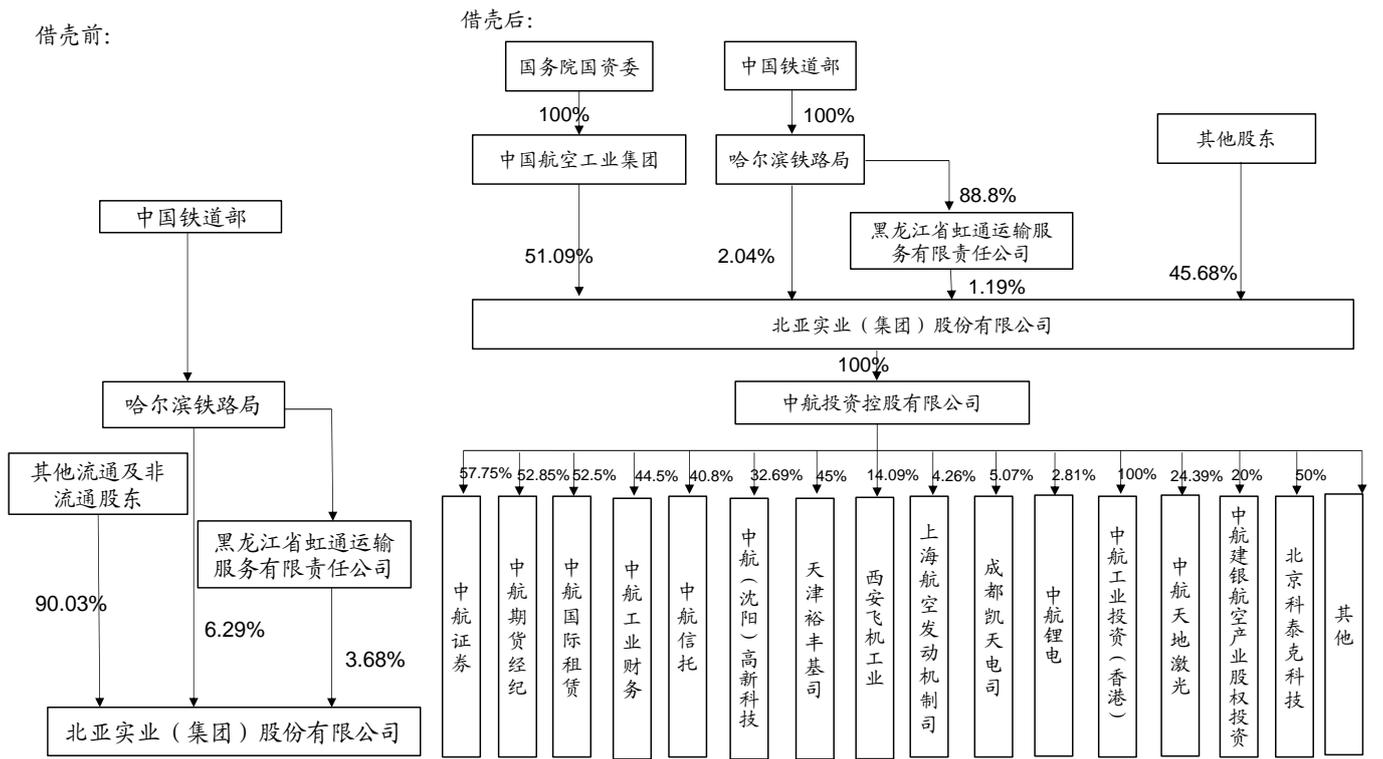
### 股东背景强大

#### 借壳上市，成为军工金控第一股

**借壳北亚登陆 A 股：**12 年 8 月，中航投资（后改名中航资本）借壳北亚集团登陆 A 股，成为军工金控第一股。重组以资产置换及发行股份的方式，中航集团把中航工业下属中航投资 100% 股权置入上市公司北亚集团、同时把与中航投资主营业务无关的相关股权资产置出上市公司，使中航工业实现中航投资的上市，原北亚集团转型成为以证券、租赁、信托、财务公司等金融业务和财务性实业股权投资为主营业务的上市金融控股公司。本次交易完成后，中航工业直接持有上市公司 51.09% 股权，成为公司控股股东。

**资产重组巩固金控实力：**此后 15 年 11 月，中航资本通过发行股份购买资产的形式向中航国际、陕航电气等 17 家相关交易方金购买中航租赁 30.95%、中航信托 16.82%、中航证券 28.29% 股权，同时向中航工业及其他三家投资公司募集配套资金 13.89 亿元全部用于增资中航租赁。交易完成后，中航资本旗下租赁、信托、证券子公司股权结构进一步整合，巩固其控股地位，增强了整体经营能力及效率。

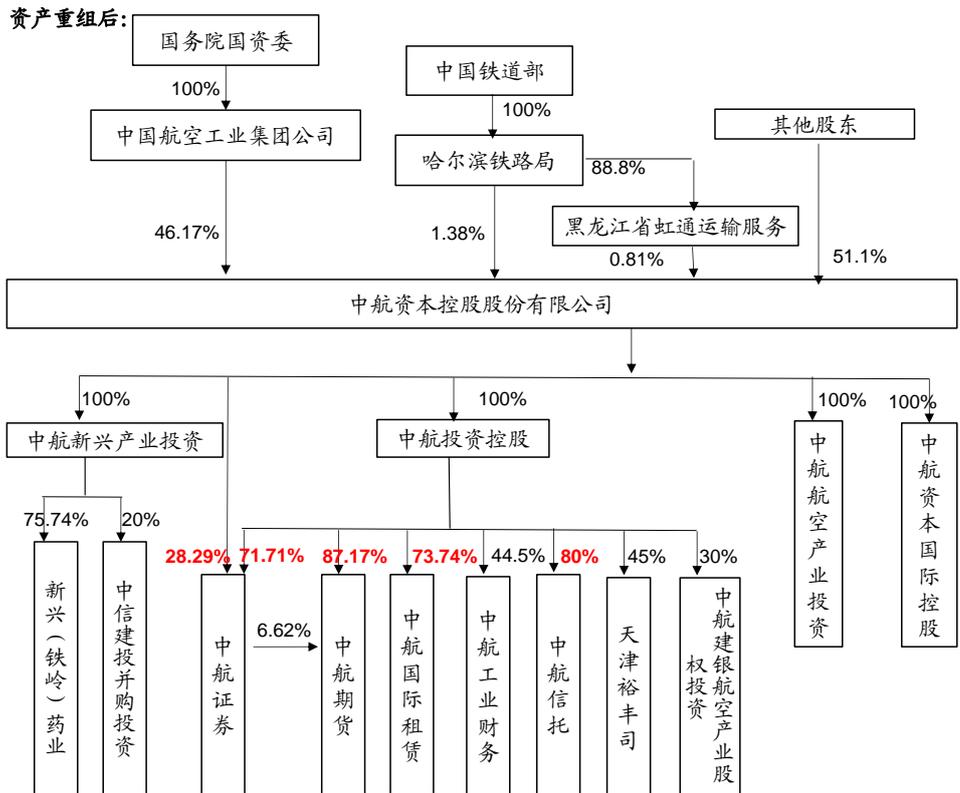
图表 1：中航投资借壳北亚集团股权结构变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表2：资产重组后，证券、信托、租赁持股增至100%、80%、73.7%（当前中航资本对中航国际租赁持股达97.5%）

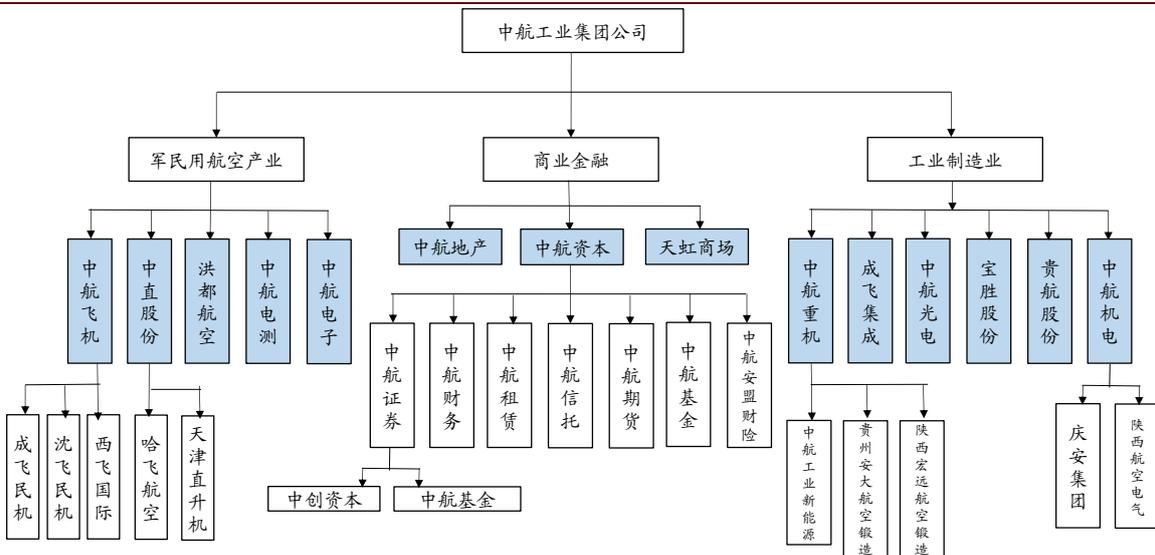


资料来源：公司财报，中金公司研究部（注：红色为重组为持股主要增加部分）

实力强劲的股东背景

**第一大股东中航工业集团（集团及子公司合计持股中航资本 49.5%）：**中航工业集团是由中央管理的国有特大型企业，国家授权投资机构，涉足军民用航空与防务、工业制造、现代服务（金融、工程建设等）三大领域，下辖 100 余家成员单位、30 家上市公司、员工约 50 万人。集团注册资本 640 亿元；截止至 2015 年底，集团总资产达 9338 亿，净资产 3102 亿；当年实现营收 3786 亿，利润 174 亿元。

图表3：中航工业涉足军民用航空、工业制造、现代服务三领域，15年末资产总额达9338亿



资料来源：公司网站，中金公司研究部（注：蓝色部分为主要中航工业集团上市平台）



**第四大股东哈尔滨铁路局**（持股 1.38%，前三位均属中航系）：哈尔滨铁路局是中国铁路总公司管理的 18 个铁路局之一。截止 15 年底，哈铁局营业里程达 6724.7 公里，排名第二；实现收入 308.81 亿，排名第九。除铁路运营外，哈铁局下设资产管理、物流、工程承包、商业餐饮娱乐等子公司，项目向中航资本全面开放；同时哈铁局的股东背景亦有助于促进母公司铁总与中航资本的业务往来。

### 产融互助，协同典范

**产融结合是产业资本做金控平台的核心优势。**一方面，金控平台可通过集团内产业资源向旗下金融机构输入客户和业务资源；另一方面，通过金融手段补充产业资本，同时通过资产证券化实现产业价值及后续增值，以金融反哺产业。而中航资本正是产融互助的典范。

#### 通过中航集团产业资源输入业务机会

中航工业集团以其深广的航空军工产业链，向中航资本旗下租赁、信托、证券、产业投资等全方位输入业务机会。

- ▶ **中航租赁，国内唯一具有航空产业背景的租赁公司**，打造“产、租、融、销”全业务链深度新型战略合作：1) 最大国产飞机租赁商：推动西飞、中航飞机等生产制造的新舟、运 12、AC311 直升机等促销租赁；2) 受益集团通航领域布局，通过融资租赁模式为国产通航飞机提供促销租赁服务近 60 架次，飞机价值近 10 亿元；3) 为集团旗下幸福航空提供主要支线飞机租赁服务等。同时，优质股东背景为中航租赁提供了丰富融资渠道，同时也有利于其信用等级的提升（1H16 首次获得惠誉国际及中诚信国际上调评级至“AAA”）从而降幅融资成本。
- ▶ **中航证券，集团资源股、债融资的排头兵**：1) 中航工业集团下辖 30 家上市公司中 A 股上市 22 家、港股 5 家、海外 3 家，向中航证券持续输入投行项目。迄今为止，中航证券作为联席主承销商，参与了中航动控、中航飞机、成发科技等 11 家集团子公司定增项目，累计融资 122 亿元。2) 债券方面，中航证券承销发行了中航技术国际控股、中航地产、中航工业机电系统等多家集团内部公司债券，合计规模超 37 亿。



图表4：中航证券参与集团内公司定增及债券发行承保

单位：亿元	公司名称	发行日期	发行规模
参与集团内公司定增项目承保	成发科技	2011/4/29	10.50
	中航电子	2012/10/24	6.60
	中航光电	2013/3/25	4.15
	中航动控	2013/9/6	16.22
	中航飞机	2015/7/21	15.00
	中航高科	2015/12/8	2.94
	中航资本	14/02、15/12	23.61
	飞亚达A	2015/12/15	3.00
	深天马A	2015/12/22	24.00
	宝胜股份	2016/1/15	6.06
中航机电	2016/2/29	9.99	
<b>定增规模合计</b>			<b>122.08</b>
参与集团内公司债券发行项目承保	中航国际	2010/8/26	7.50
	中航国际	2012/3/12	9.00
	中航光电科技	2013/1/25	2.50
	中航工业机电系统	2014/3/25	3.75
	中航地产	2016/2/29	15.00
<b>债券发行合计</b>			<b>37.75</b>

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- 中航信托，连接集团优质资产：**信托业务方面，中航信托与集团内中航地产、航发投资、中航国际、瑞赛系等企业合作成立投、融资类信托产品，2012年至今累计发行规模约100亿；固有业务方面，拟与裕丰投资（中航集团和建行共同出资设立的专业化基金管理公司）共同发起设立总规模50亿的私募股权投资基金，实现资源互补，打造形成专业的股权投资及运营管理平台。
- 产业投资，通过参与集团定增，分享军工产业资本增值红利：**中航资本先后通过旗下产业基金认购了中航黑豹、中航电测、宝胜科技及中航机电股份。公司于15年中减持黑豹股1684万股，录得投资收益约3.6亿；且公司所持其余集团上市公司股份市值约55亿，累计浮盈约37亿。此外，公司积极投资集团非上市股权，以战略投资者身份对中航精密铸造科技出资4亿，占股权比例13.75%；亦持有集团成飞（占比15%）、沈飞（占比15%）等优质股权。

图表5：中航资本下属产业投资积极参与认购集团内股份

单位：万元/万股	公司名称	购入时间	初始成本	减持时间	减持数量	投资收益
减持部分	中航黑豹	2010/9/30	7,226	2015/6/29	1,684	35,930
	中航电测	2013/6/7	5,285	458	12,393	7,108
未释放部分	中航飞机	2014/1/16	99,194	21,014	466,713	367,519
	宝胜股份	2014/9/29	20,000	2,500	20,775	775
	中航机电	2016/3/8	50,000	3,453	59,703	9,703
	中航黑豹	2016/7/22	4,500	268	2,608	-1,891
<b>累计浮盈</b>					<b>562,192</b>	<b>383,214</b>

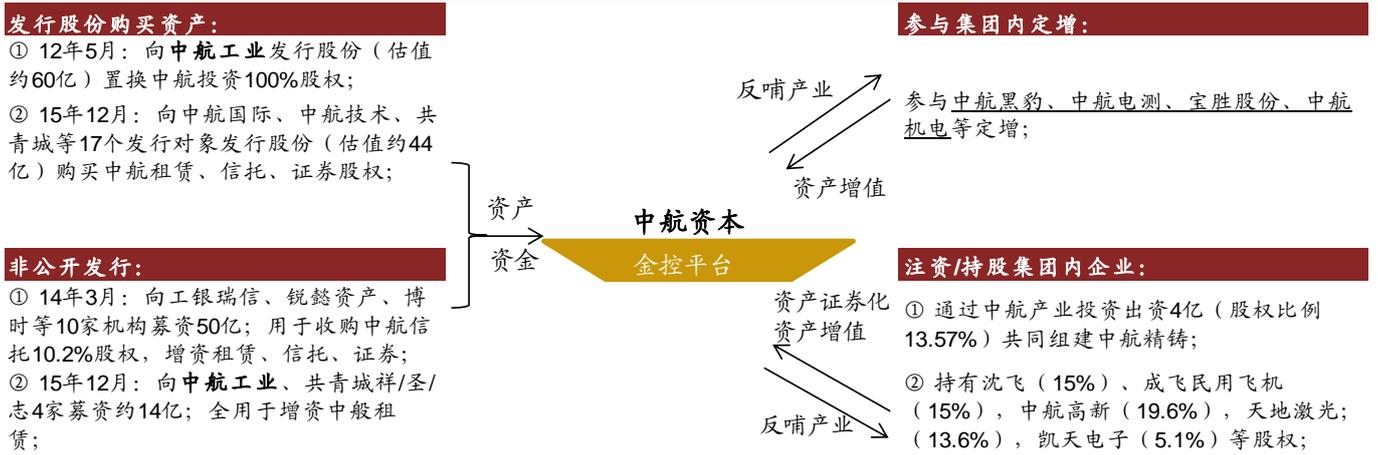
资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部



金融反哺产业

中航资本一方面通过金控的手段助力集团实现资产证券化，另一方面通过上市平台用低成本的金控资本来反哺产业，并在此后产业资产增值过程中形成共赢的良性循环。作为集团的股权运作平台，中航资本通过发行股份募资和定增等方式输入集团信托、证券、租赁等金融资产及社会资本，搭建金控平台，再以“通过旗下产业基金参与集团内上市公司定增或注资集团内企业”的形式向产业输入金融资本，如前文提到的参与黑豹、电测、宝胜、机电等定增，出资4亿与集团成员企业共同组建中航精铸等。同时，产业资产的证券化及后续增值也为金融资本带来正反馈作用。

图表6：金融资本反哺产业并形成良性循环

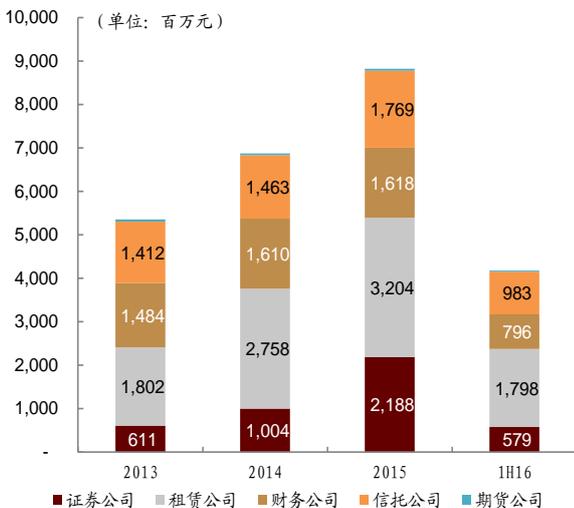


资料来源：公司公告，中金公司研究部

全牌照金融控股公司

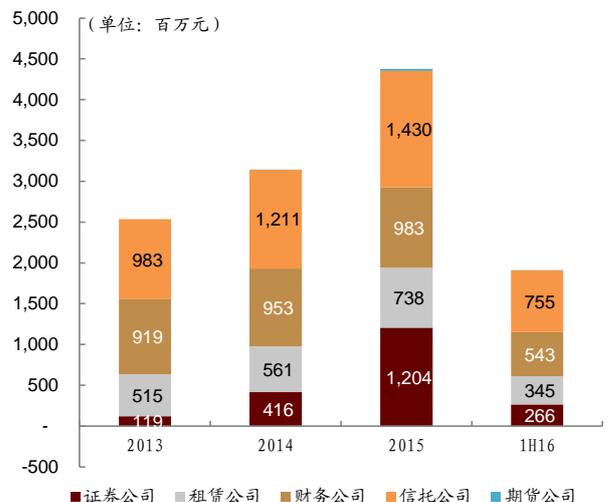
中航资本目前已形成集证券、信托、租赁、财务、产业投资为一体的综合金控集团，同时正积极争取寿险、银行方面经营牌照。今年上半年，公司实现总营收41.30亿（同比-2.96%），归母净利润10.24亿（同比-21.7%）。从营业利润构成来看，旗下子公司证券、信托、租赁、财务分别贡献14%、40%、18%、29%。作为第一家实行股权激励的央企，公司积极响应国企改革，努力推进旗下子公司的市场化进程。当前信托、证券很多业务已实行项目提成制，有利于充分调动员工的积极性。

图表7：营业收入—逐年攀升



资料来源：公司报告，中金公司研究部

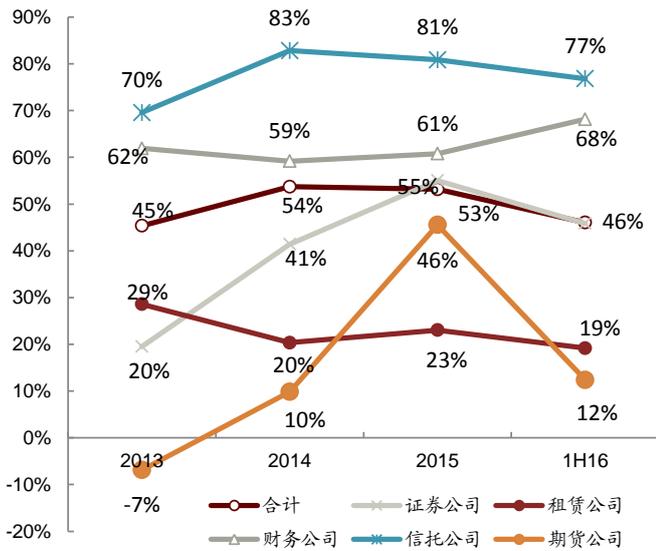
图表8：营业利润—信托仍是最主要贡献，证券弹性更大



资料来源：公司报告，中金公司研究部

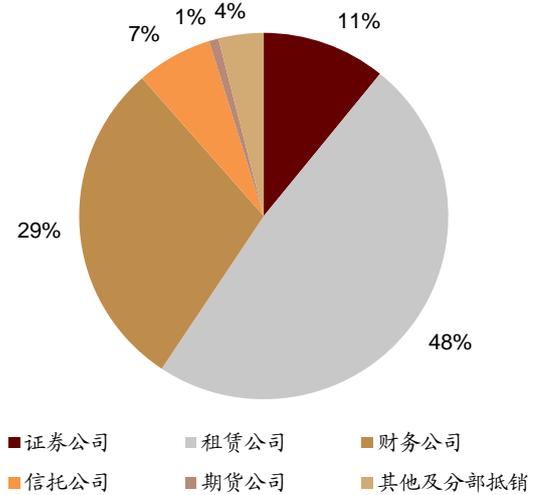


图表9：除1H16市场拖累外，整体营业利润率平稳提升



资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表10：近8成资产分布在租赁及信托子公司



资料来源：公司报告，中金公司研究部

### 证券业务资本增厚助力二次崛起

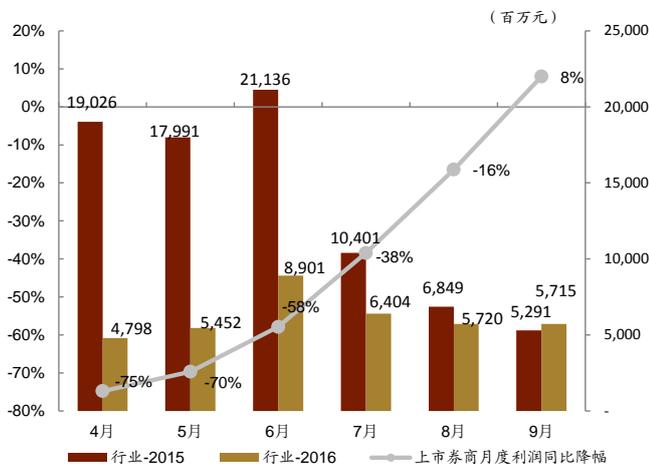
中航证券上半年业绩降幅高于行业平均：净利润同比下滑69%至1.97亿（v.s 行业-59% YoY），主因经纪、自营降幅高于同业，叠加投行收入逆市下滑。

我们认为公司下半年业绩环比有望大幅改善，同比降幅显著缩窄；同时公司17年业绩增速有望出现积极改善。主要基于：

► 行业来看，业绩同环比改善是大势：

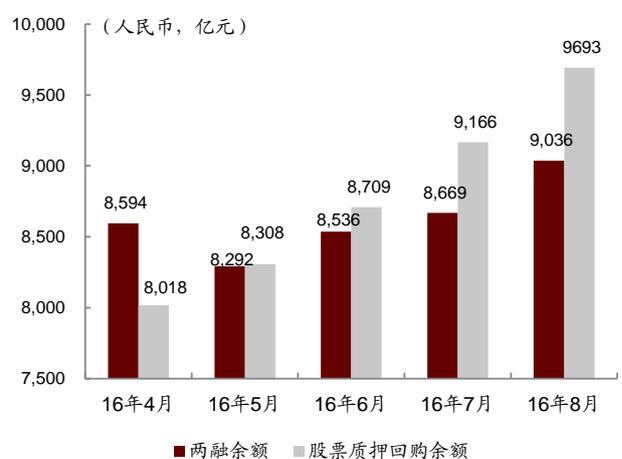
- 同比来看，上半年去年同期高基数已过，下半年降幅将明显收窄；
- 环比来看，2H16 指数企稳，自营向好，同时信用交易类业务回暖，将带动业绩实现环比正增长。

图表11：3Q16 行业月度业绩同比降幅显著收窄



资料来源：公司公告，万得资讯，中金公司研究部

图表12：信用中介业务余额环比回暖



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



► 公司层面，投行与资本中介业务有望半程发力：

- 资本增厚拓展资本中介业务。**中航资本于今年5月发布可转债发布预案，拟募资48亿，其中30亿用于增资中航证券；据了解，该部分资金将优先用于发展资本中介业务。假设该部分资金约70%用于发展资本中介业务，并于17年募集到位并投入使用，预计资本中介类利息收入将达2.8亿，占中航证券17年预计营业约21%。
- 背靠股东资源，股、债齐增可期。**1) 股权方面，中航系共30家上市公司，合计市值约合5400亿人民币，过往持续为中航证券输入并购重组、定增等投行项目。集团2014年底资产证券化率为55%，目前仍有中航成飞、中航沈飞以及部分优质科研院所等资源具有资本化的机会和资本增值空间；集团计划在2018-2020年实现资产证券化率达80%，为中航证券带来更多潜在业务机会。同时，通过参与集团相关的航空、军工、运输等优质项目，中航证券积累了丰富的项目经验，有利于其在市场化竞争中获得更多相关行业投行项目，形成良性循环。2) 债券方面，近几年来中航证券债券发行态势良好，一方面集团资源，集团与各地政府合作；另一方面股东哈铁局项目向中航证券开放，我们预计在轨交投资增速持续高速增长的情况下，公司有望帮助股东方进行融资。
- 经纪业务降幅触底，自营小而稳，有助降低后续业绩波动性。**1) 中航证券当前经纪业务市占已较12年初下降三成，近期稳定在0.35%左右；同时上半年综合佣金率低至0.037% (v.s 行业平均约0.040%)，我们认为其经纪业务下行空间较小。2) 公司自营稳健且仓位较低，12年至今平均自营收入贡献仅约10%；且当前权益类投资授权市值规模不超过2亿。3) 公司1H16经纪+自营收入贡献约43% (明显低于行业51%)，有助于在后续牛市难期的市场状况下降低公司业绩波动性。

飞机租赁蓝海一片，深耕通航租赁、国产民机租赁特色发展之路

作为国内唯一拥有航空工业背景的租赁公司，中航租赁以飞机租赁业务为核心，船舶及设备租赁为支撑。受益于近年来随着租赁市场（尤其是飞机租赁市场）的蓬勃发展以及集团持续增资支持，公司资产及盈利规模持续攀升，2015年实现净利润6亿；截止至1H16资产规模达到620亿。此前虽然终止了Avolon的收购，我们相信集团在飞机租赁方面仍然会积极探索，做大做强。

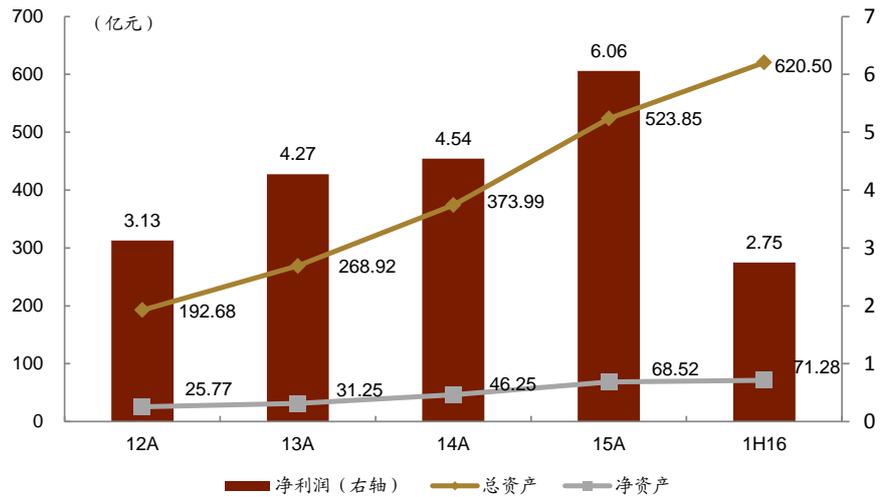
**图表 13：国内飞机租赁市场蓬勃发展，航升预计2014~19年市场规模复合年增长率达10.6%**



资料来源：航升报告，中金公司研究部



图表 14：中航租赁资产和盈利持续扩张



资料来源：公司财报，中金公司研究部

图表 15：集团连续五年持续增资中航租赁

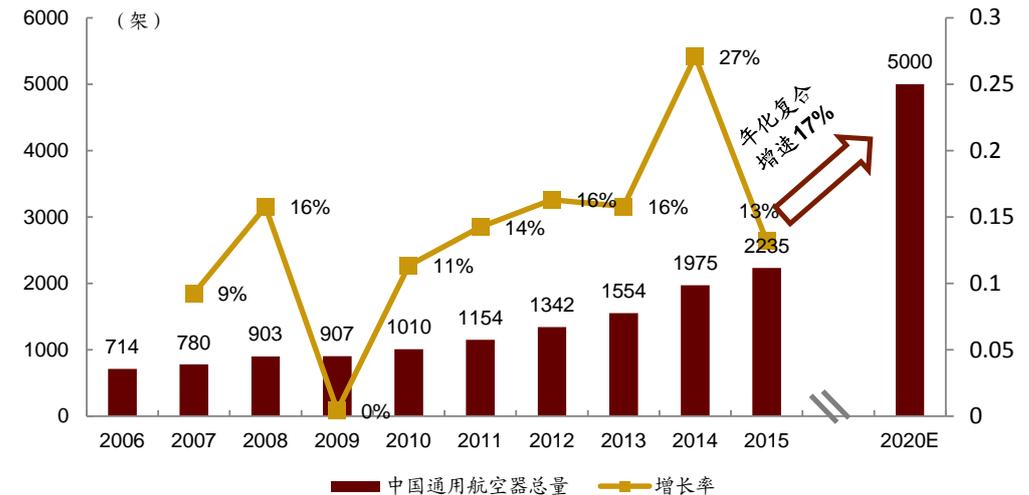
单位：亿元	10A	11A	12A	13A	14A	15A	1H16
注册资本	8.50	15.00	19.90	21.40	37.90	49.36	49.36

资料来源：公司财报，中金公司研究部

借产业优势，走专业、特色发展之路：国产通航租赁的翘楚

通航产业市场广阔。2016年5月，国务院办公厅在《关于促进通用航空业发展的指导意见》中提出，到2020年建成500个以上通用机场，通用航空器达5000架以上，年飞行量200万小时以上，通用航空业经济规模超过1万亿，初步形成安全、有序、协调的发展格局。截止2015年底，我国通用机场约300个，通用航空器数量为2235架。由此可见，我国通航市场空间广阔，未来5年航空器年复合增速有望达到17%。

图表 16：未来5年航空器年复合增速有望达到17%



资料来源：《中国通用航空发展报告2015》，中金公司研究部

深耕通航租赁市场，助力集团战略落地。中航租赁通航机队规模庞大、机型丰富，自2007年以来，已通过融资租赁模式为国内30多家通用航空企业提供了通航飞机的融资服务，已完成交付的通航飞机机队规模近150架，是国内通航飞机融资租赁服务的市场早期开拓者和重要供应商。



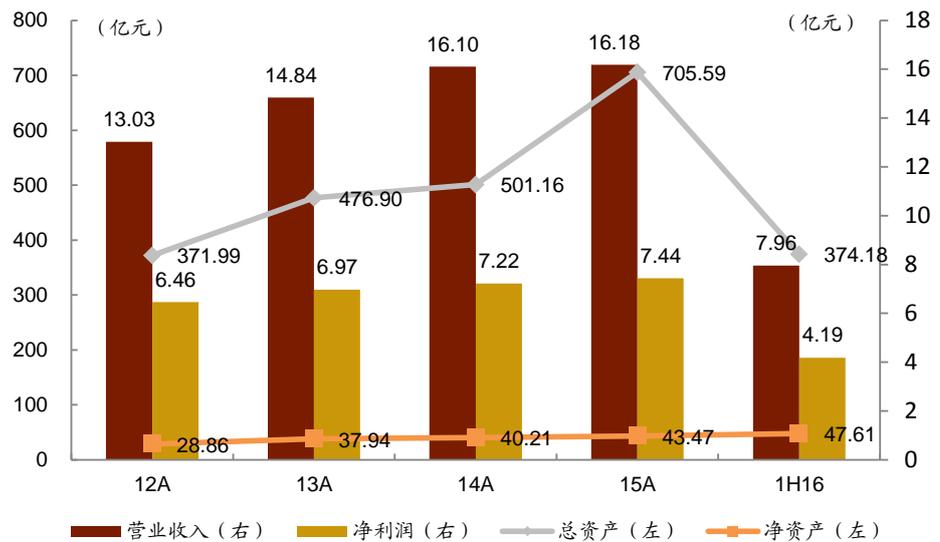
中航工业集团于今年7月底发布《关于加快通用航空产业发展的决定》，发展目标为“2020年通航制造业收入挑战100亿元，交付通航产品占全球新增市场份额20%左右，占国内新增市场份额40%左右，参与通航运营与服务年飞行量占国内20%左右。”作为集团下唯一飞机租赁商、领先的国产飞机融资服务商，中航租赁一方面全力推动集团及其他国产通航飞机的销售和租赁服务，建立高效、全面的反馈机制，助力集团战略落地；另一方面凭借其国产飞机租赁的专业优势和集团资源，获得持续性的优质业务机会。

### 财务公司规模稳定

**降本增效，经营稳定。**中航工业财务作为中航工业集团的“内部银行”，以加强集团资金集中管理和提高资金使用效率为目的，为集团内部100多家成员企业提供存贷、结算、保理、投资等财务管理服务和保险代理业务。公司经营稳健，业务规模及盈利平稳增长，2016年上半年实现净利润4.2亿（同比+4.3%）。

**保险代理有特色。**公司已取得保监会全险种代理资质，在统保过程中规范了集团内险种，创新了产品、大幅降低集团平均保费。公司根据集团产业特色，增加了飞机保险、航空产品责任险等特色品种；此外，公司为集团内部51家整机和零部件制造企业设计了航空产品责任险集团保单，用高性价比的保险方案接轨国际规则，填补了该类型保单在国内保险市场的空白，不仅为集团主业发展提供科学保障和专业服务，也提升了财务公司金融服务水平。

图表 17：财务公司经营稳定，利润及净资产逐年上涨



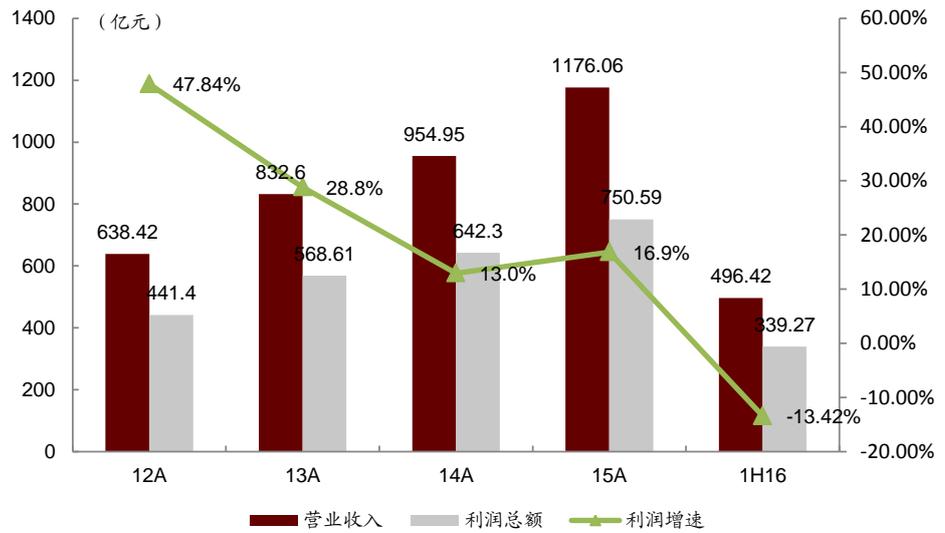
资料来源：公司财报，中金公司研究部

### 信托业绩高峰已过，未来稳步发展

**信托业绩高峰已过：**今年上半年信托行业实现利润339亿，同比-13.4%；资产规模突破17万亿，较年初增长6%。行业高速增长的时代已经过去：1)从融资来看，一方面国民经济增速放缓，实体经济融资需求下降；另一方面企业融资成本下行及融资渠道、工具的丰富（例如公司债新规出台，发行主体要求降低、流程简化、发行利率下降），使得成本较高的信托融资业务受到一定挤压。2)从投资方面来看，资产荒的大背景下，过往高收益率难以为继；3)正本清源、去通道的监管压力下，未来通道类业务规模将有所压缩。

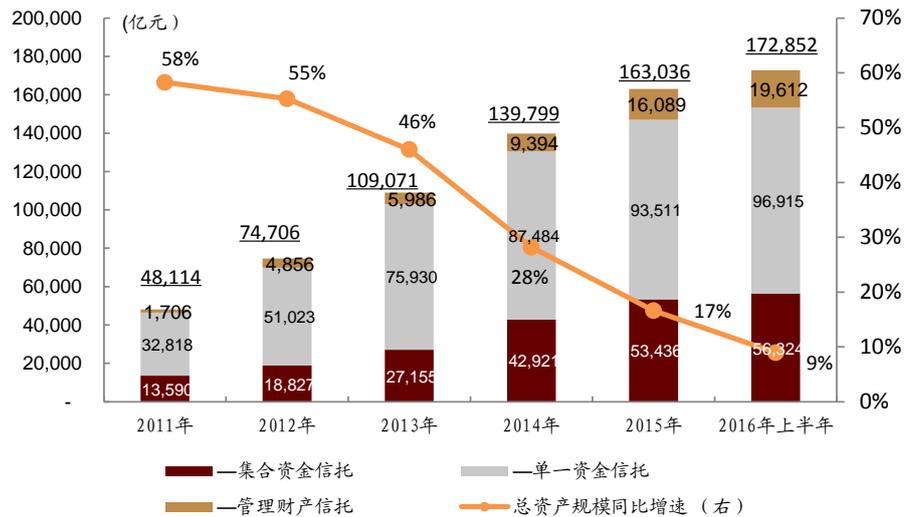


图表 18: 信托行业盈利增速显著放缓，1H16 上半年首现负增长



资料来源：信托业协会，中金公司研究部

图表 19: 1H16 资产规模达 17 万亿，但规模增速降到 9%



资料来源：信托业协会，中金公司研究部

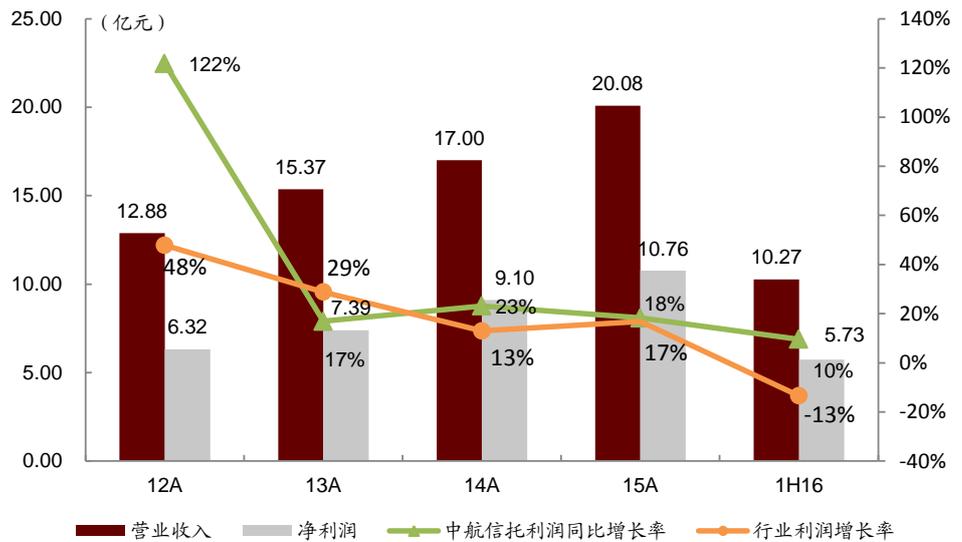
**行业转型进行时：**向前看，信托行业回归本源、业务转型是关键。具体看来，家族信托、合规投资（包括股权投资和 PE 并购投资）、信贷资产证券化以及公益信托等是信托公司转型的可行方向<sup>1</sup>；同时，PPP 业务模式也为政信合作打开空间。而中航信托积极、明确、符合行业发展方向的战略转型与定位，为公司后续稳步发展提供有力支持。

**中航信托业绩稳定性优于行业，主动管理提升明显。**2016 年上半年中航信托实现净利润 5.7 亿，同比+10%，业绩稳定性显著优于行业水平（v.s 行业-13%YoY）。公司 15 年主动管理规模大幅提升，同比+90%至 1604 亿，占比提升 18ppt 至 48%；同期集合信托占比同比+15ppt 至 43%（行业+2ppt 至 33%）v.s.单一信托占资产比例同比-16ppt 至 55%（行业-6ppt 至 57%），结构优化显著好于行业水平。

<sup>1</sup> 银监会非银部主任李伏安在 2014 年信托业年会上发言。

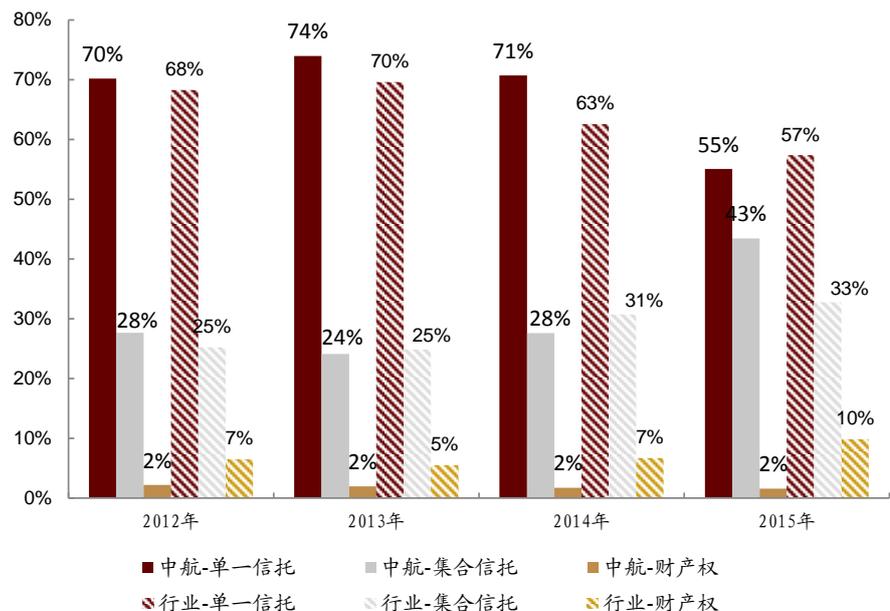


图表 20：14 年起，中航信托业绩稳定性优于行业水平



资料来源：信托业协会，用益信托网，中金公司研究部

图表 21：中航信托资产结构优化好于行业水平



资料来源：信托业协会，用益信托网，中金公司研究部

**战略布局明确，后续发展有动力。**中航信托于 14 年初制定战略转型规划，将私募投行、资产管理、财富管理定为公司三大战略业务；同时充分借助强大的股东背景，发挥行业优势和区域优势，积极创新，坚持专业化、差异化、可持续的稳健发展道路。近年来，

- ▶ 私募股权方面：中航信托今年 5 月与裕丰投资建立战略合作，决定共同发起设立总规模 50 亿的私募股权投资基金，在航空军工、新能源、新材料、TMT、消费、高端制造、文化医疗等领域的产业投资、资本运营、资产证券化等方面开展全面合作，打造专业股权投资及运营管理平台。
- ▶ 政信合作方面：
  - 借助区位优势，发行江西省基础设施建设，同时多渠道服务省内实体经济发展。
    - 1) 中航信托与其他金融机构共同发起“绿色兴赣 PPP 产业投资基金”，基金规



模达 100 亿，截止当前已投放资金超过 60 亿。2) 设立规模超 500 亿的专项中小企业贷款基金，扶持省内中小企业发展。截止至 16 年一季度，中航信托已累计为江西省近 200 家政府平台公司及企业提供信托服务规模达 481 亿元，目前存续规模约 244 亿。

- 与河南国控集团建立战略合作，共同设立城市发展基金、PPP 建设基金，推进河南省新型城镇化建设。
- ▶ 试足 REITS、铁路专项信托（互联网信托）等创新业务：
  - REITS: 今年 6 月成功发行首支由信托公司作为原始权益人的类 REITs 资产证券化产品“中航红星爱琴海商业物业信托受益权资产支持专项计划”，产品规模 14 亿元。其拓宽了 ABS 基础资产范围，填补了商业地产 ABS 的市场空白，树立了信托行业转型探索过程中良好的创新示范。
  - 铁路专项信托: 同在今年 6 月，中航信托成为首批两家之一获得铁路发展基金专项信托业务资格的信托公司。铁路专项信托因其较传统信托的低门槛（起投 1 万元起）和参与人数不受限，亦为其开启互联网信托业务提供了绝佳的销售产品。

### 股权投资逐步释放业绩，产业基金有声有色

**借助集团资源，股权投资逐步释放收益。**截止至 1H16，公司可供出售金融资产合计 110.8 亿：1) 其中 54.8 亿为按公允价值计量的权益投资，包含持有集团下中航飞机、中航黑豹、中航机电、中航电测、宝胜股份等上市公司股权，该部分股票当前累计浮盈超 35 亿。公司于 15 年中释放中航黑豹股权，获得投资收益约 3.6 亿。2) 其中 29.8 亿为按成本计量权益投资，包含中航沈飞、中航成飞、中航精密铸造等优质航天军工资产以及天风证券、江西银行、南昌农村银行等金融企业资产。我们估值该部分按成本计量股权的市场价近 49 亿，增值率可达 63%。

图表 22：采用 P/E、P/B 可比估值法重估按成本计量部分股权，增值率约 64%

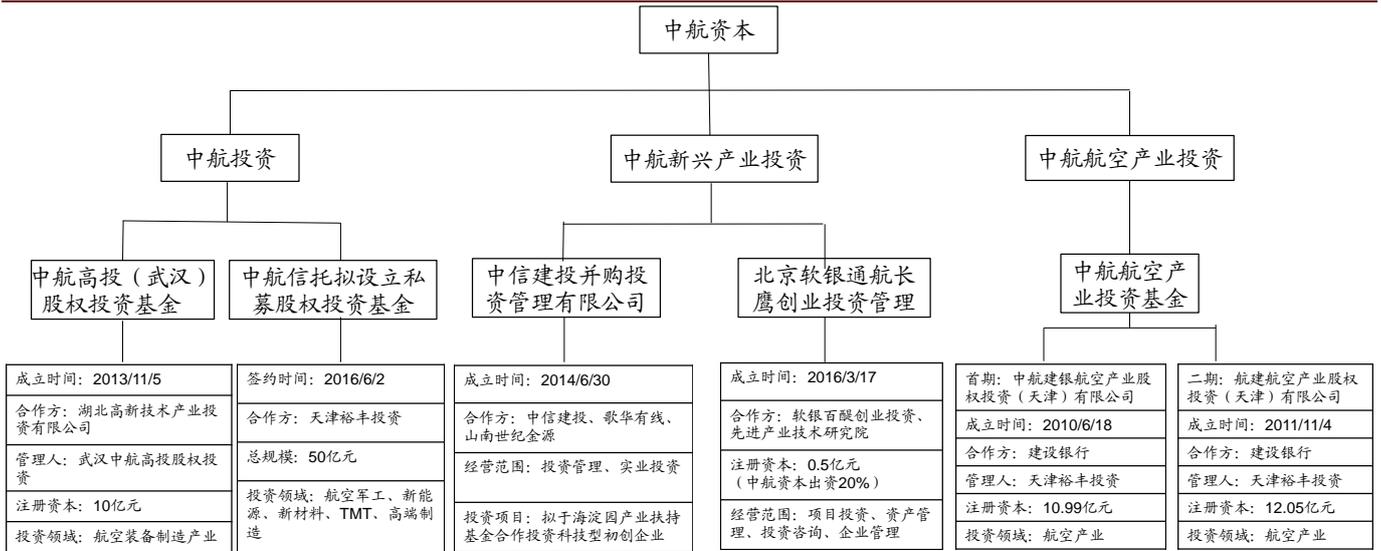
被投资单位	在被投资单位		重估值	重估值上限
	账面余额(元)	持股比例(%)		
中航精密铸造科技有限公司	400,000,000	13.57	827,846,957	1,501,109,217
上海航空发动机制造股份有限公司	10,000,000	4.25	10,000,000	10,000,000
成都凯天电子股份有限公司	26,000,000	5.07	26,000,000	26,000,000
中航沈飞民用飞机有限责任公司	75,000,000	15	390,957,807	566,475,013
中航成飞民用飞机有限责任公司	75,000,000	15	378,315,353	548,156,837
中航(沈阳)高新科技有限公司	30,000,000	19.61	30,000,000	30,000,000
中航锂电(洛阳)有限公司	45,000,000	2.6	48,791,999	80,103,506
中航天地激光科技有限公司	15,116,800	13.64	15,116,800	15,116,800
北京乾景房地产开发有限公司	1,531,090	15.31	1,531,090	1,531,090
吉安农村商业银行	36,000,000	4.5	36,000,000	36,000,000
江西银行股份有限公司	49,420,000	0.553	115,406,952	160,392,577
南昌洪都农村商业银行股份有限公司	150,000,000	4.91	194,613,704	270,474,117
景德镇农村商业银行股份有限公司	100,000,000	8.25	137,372,536	190,920,344
新余农村商业银行股份有限公司	129,800,000	4.42	129,800,000	129,800,000
嘉合信基金管理有限公司	30,000,000	30	30,000,000	30,000,000
中国信托业保障基金有限责任公司	1,000,000,000	8.7	1,000,000,000	1,000,000,000
天风证券股份有限公司	440,000,000	4.29	1,146,632,757	1,694,337,064
上海沁朴股权投资基金合伙企业	300,000,000	44.33	300,000,000	300,000,000
金网络(北京)电子商务有限公司	15,000,000	18.75	15,000,000	15,000,000
黑龙江北亚期货经纪有限公司	2,300,000	8.71	2,300,000	2,300,000
中航(宁夏)生物股份有限公司	28,987,267	16.01	39,690,000	39,690,000
新华资产管理股份有限公司	1,000,000	0.2	1,000,000	1,000,000
黑龙江北亚房地产综合开发有限公司	20,000,000	5	20,000,000	20,000,000
<b>合计</b>	<b>2,980,155,157</b>	<b>-</b>	<b>4,896,375,955</b>	<b>6,668,406,566</b>
<b>增值率</b>			<b>64%</b>	<b>124%</b>

资料来源：中国期货业协会，万得资讯，中金公司研究部

**联手优质合伙人，产业基金有声有色。**中航资本旗下中航投资、新兴产业投资、航空产业投资分别专注于投资金融产业、战略新兴产业、航空产业三大领域。尤其在后两大领域，中航资本背靠集团优势资源，联手中信建投、软银、建设银行等优质合伙人成立股权投资基金，布局积极，前期并购类项目已获得较好收益，后续成效更值得期待。



图表 23：联手中信建投、软银、建设银行等优质合伙人成立产业基金



资料来源：公开信息，公司财报，中金公司研究部

### 期货稳步发展

中航期货近年来盈利表现及排名稳步上行，评级提升明显。此外，公司于2014年10月吸引合并江南期货，注册资本变更为2.8亿，规模的提升有助于中航期货与集团信托、证券等其他业务形成协同，做优做强。

图表 24：中航期货近年来盈利表现及排名稳步上行，评级提升明显

（单位：万元）	12A	13A	14A	15A
营业收入	2,551.95	2,492.92	3,587.64	4,471.58
净利润	247.00	71.84	858.58	1,680.80
净利润排名	108	115	78	70
评级	CCC	C	BBB	BB

资料来源：中国期货业协会，万得资讯，中金公司研究部



## 财务预测与估值

### 分部财务预测

未来公司价值来自于旗下金融公司的经营表现与股权投资的业绩释放节奏。我们认为：1) 证券业务年内低点已经出现，下半年市场环境同比改善下，预计证券子公司16年可实现净利润5.0亿（同比-44%）；17年来，受益于资本金增厚下利息收入的增长以及投行业务的丰富，预计17年净利润有望增长31%至6.6亿。2) 租赁方面，我们认为航空租赁业务将受益于通航产业的发展与加速，未来仍将实现规模扩张，预计16E、17E分别实现净利润5.4亿（-10% YoY）、6.4亿（+17% YoY）。3) 信托业务转型进行时，我们对其保持谨慎，但认为股东资源以及央企相对严格的风控措施为公司的信托业务提供一定的安全边际，预计16E、17E分别实现净利润12.0亿（+12% YoY）、14.0亿（+17% YoY）。4) 财务公司及期货子公司预计16年分别实现利润8.1亿（+9% YoY）、0.05亿（-70% YoY），17年净利润7.9亿（-2% YoY）、0.07亿（+30% YoY）。4) 产业投资方面，我们预计16、17年营业利润占比保持稳定，预计16、17年来自创投部分的投资收益1.1亿（-77% YoY）、1.3亿（-14% YoY）。

图表 25：盈利预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016E	2017E
<b>合并利润表</b>				
<b>营业总收入</b>	<b>6725</b>	<b>8681</b>	<b>8,317</b>	<b>8,813</b>
证券公司	1,004	2,188	1,266	1,557
租赁公司	2758	3204	3398	3599
财务公司	1586	1618	1643	1358
信托公司	1463	1769	1927	2210
其他及分部抵销	-86	-98	83	88
其他及抵销占比	-1%	-1%	1%	1%
<b>营业利润</b>	<b>3613</b>	<b>4616</b>	<b>3883</b>	<b>4437</b>
证券及期货公司	398	1204	667	877
租赁公司	561	738	678	799
财务公司	953	988	1068	1044
信托公司	1211	1431	1584	1846
其他及分部抵销	-243	-217	-224	-256
其他及抵销占比	-7%	-5%	-6%	-6%
加：来自创投部分投资收益	734	473	111	127
创投部分占比	20.3%	10.2%	2.9%	2.9%
<b>营业外收支</b>	<b>75</b>	<b>47</b>	<b>60</b>	<b>-44</b>
加：营业外收入	76	68	80	120
减：营业外支出	1	21	20	164
<b>利润总额</b>	<b>3689</b>	<b>4663</b>	<b>3943</b>	<b>4393</b>
所得税费用	905	1127	953	1054
所得税率	24.5%	24.2%	24%	24%
<b>净利润</b>	<b>2784</b>	<b>3537</b>	<b>2991</b>	<b>3338</b>
归属母公司所有者净利润	1810	2312	2282	2597
少数股东损益	973	1224	709	741

资料来源：公司财报，万得资讯，中金公司研究部

### 分部估值

我们对中航资本采用分部估值法，考虑旗下子公司的经营规模、盈利水平及业务特点，我们分别给予中航证券、租赁、信托、财务及期货子公司 2.5、1.3、2.2、1.0、2.0x 17e P/B。其次，对于股权投资部分，我们估计中航资本（除去旗下金融子公司金融资产投资部分）金融资产投资部分估值约 122 亿。最后，考虑到中航资本强大的股东背景带来的业务资源以及各金融子公司的业务协同，我们给予其 10% 的估值溢价。综上，我们分部加总得出目标市值 788 亿元/目标价 8.77 元，对应 17e 3.05x P/B。



图表 26：分部估值

	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>证券公司</b>					
净利润	75.0	302.3	900.1	500.3	657.8
净资产	2,458.3	2,788.3	3,439.7	3,941.3	7,600.3
目标P/E	253.4	62.9	21.1	38.0	28.9
目标P/B	7.7	6.8	5.5	4.8	2.5
<b>估值</b>					<b>19,001</b>
<b>租赁公司</b>					
净利润	427.4	454.5	606.0	544.7	639.6
净资产	3,125.0	4,625.5	6,852.5	7,397.2	8,036.8
目标P/E	24.4	23.0	17.2	19.2	16.3
目标P/B	3.3	2.3	1.5	1.4	1.3
<b>估值</b>					<b>10,448</b>
<b>信托公司</b>					
净利润	739	910	1076	1203	1402
净资产	3839	4748	5200	6403	9605
目标P/E	28.6	23.2	19.6	17.6	15.1
目标P/B	5.5	4.4	4.1	3.3	2.2
<b>估值</b>					<b>21,130</b>
<b>财务公司</b>					
净利润	697	721	744	812	794
净资产	3,794	4,474	4,347	5,159	5,953
目标P/E	8.5	8.3	8.0	7.3	7.5
目标P/B	1.6	1.3	1.4	1.2	1.0
<b>估值</b>					<b>5,953</b>
<b>期货公司</b>					
净利润	0.7	8.6	16.8	5.0	6.5
净资产	382.0	396.7	413.5	418.5	425.0
目标P/E	1,183.2	99.0	50.6	170.0	130.8
目标P/B	2.2	2.1	2.1	2.0	2.0
<b>估值</b>					<b>850</b>
<b>其他</b>					
中航资本产业基金下面的股权投资					<b>14,246</b>
资源及牌照协同溢价					<b>10%</b>
溢价率					<b>10%</b>
<b>估值</b>					<b>2017E</b>
目标市值					<b>78,792</b>
当前市值					<b>60,411</b>
目标价					<b>8.78</b>
空间					<b>30%</b>

资料来源：公司财报，万得资讯，中金公司研究部

### 投资建议

公司当前股价 6.70 元，对应 17e 3.05x P/B。我们看好中航工业集团和哈铁局为股东背景的产业资源、完善的牌照优势以及新任管理层有经验有能力有意愿改善公司治理。首次覆盖中航资本给予推荐评级，目标市值 788 亿元，对应 17e 3.05x 目标 P/B。目标价 8.78 元，较市价 30% 的涨幅空间。



## 风险提示

### 1) 经济下行风险

中航资本旗下子金融业务发展与实体经济运行息息相关。经济大幅下行一方面使旗下证券、信托、租赁、期货、投资基金业务开展承压；另一方面，经济下行也使旗下租赁业务资产和财务公司资产面临资产减值压力。

### 2) 市场大幅下行风险

中航资本旗下金融子公司（证券、信托、租赁、期货、产业投资等）业绩表现与证券市场表现高度相关。市场大幅下行及由此带来的交投清淡，会对金融子公司的投资、经纪等业务造成负面影响，从而拖累中航资本整体业绩。

### 3) 监管政策不确定性

金融业是强监管行业，同时我国当前仍采用分业监管模式。15 年股灾以来，各金融子行业监管趋严，政策频出，其中对于证券公司尤甚（风险管理新规、重大资产重组管理办法、资管“八条底线”等）。如果针对现有业务或新业务的监管政策收紧，金融子公司的盈利或将受到负面影响；同时，违反相应监管法规的子公司会受到罚款、暂停业务甚至降级等处罚，对其带来经济和名誉损失，影响业务正常开展。此外，在我国当前分业监管的环境下，对于金控集团的监管仍面临较大的不确定性。

### 4) 可转债募资进展不及预期

公司拟通过发行可转债募资不超过 48 亿元，其中 30 亿用于增资中航证券、18 亿用于增资中航信托，预计该笔资金于 17 年初到位并投入使用。如若此次可转债募资进展不及预期，会部分影响我们对中航证券及中航信托 17 年的业绩预期，从而影响公司整体盈利预测。

### 5) 产业基金投资收益兑现不及预期

中航资本能通过旗下中航投资、新兴产业投资、航空产业投资分别投资于金融产业、战略新兴产业、航空产业三大领域。产业基金的退出时间表以及收益兑现面临较大不确定性。

图表 27：可比公司估值表

公司	总市值 (百万元)	收盘价 (元)	每股净利润				每股净资产				市盈率				市净率				
			2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2014A	2015A	2016E	2017E	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
越秀金控	32,223	14.49	0.73	0.64	0.36	0.49	6.06	6.19	5.88	6.35	19.85	22.64	40.62	29.73	2.49	2.39	2.34	2.47	2.28
浙江东方*	16,084	31.40	1.22	1.16	1.36	1.45	8.19	10.15	6.13	7.46	25.74	27.07	23.03	21.59	3.64	3.83	3.09	5.12	4.21
大连友谊	5,164	14.49	0.16	-0.52	0.02	0.04	4.12	3.54	3.49	3.52	91.48	-27.61	783.24	409.32	3.47	3.52	4.09	4.15	4.12
九鼎投资	19,843	45.77	0.17	0.66	0.54	0.80	2.02	2.67	-	-	262.59	69.25	84.42	57.25	24.50	22.63	17.16	-	-
中航资本*	60,411	6.73	0.50	0.61	0.25	0.29	3.60	4.66	2.58	2.87	13.46	11.03	26.47	23.26	2.05	1.87	1.44	2.60	2.34
鲁信创投	18,415	24.74	0.41	0.30	0.56	0.64	4.40	4.60	4.86	5.54	60.34	82.47	44.33	38.61	6.04	5.62	5.37	5.09	4.46
渤海金控	44,405	7.18	0.55	0.37	0.34	0.44	5.52	4.41	4.73	5.15	13.05	19.41	21.24	16.19	1.61	1.30	1.63	1.52	1.39
辽宁成大	29,783	19.47	0.58	0.34	0.99	1.20	9.41	11.40	12.12	13.03	33.33	56.95	19.73	16.24	2.39	2.07	1.71	1.61	1.49

注：\*使用中金预测，其余使用万得一致预期

资料来源：万得资讯，公司数据，中金公司研究部



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如\*确信卖出 - 纳入确信卖出、\*回避 - 移出确信卖出、\*推荐 - 移出确信买入、\*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902

编辑：张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心A座6层  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455



CICC  
中金公司

