

## ST 航投：金融控股与航空创投，双核 打造价值

### 投资要点：

- **中航投资整体注入上市公司。**在本次重组方案中，中航工业将中航投资 100% 股权注入原 SST 北亚，使原 SST 北亚恢复持续经营能力和盈利能力，进而恢复上市。根据重组方案，中航投资 2011-2013 三年承诺净利润为 5.33 亿元、6.39 亿元、7.61 亿元，2011-2013 三年承诺 EPS 为 0.35 元、0.42 元、0.5 元。
- **金融控股与航空创投，双平台协同作战。**金融控股——5 家控股金融子公司。中航投资主要经营证券、期货、租赁、财务、信托公司等金融业务与财务性实业股权投资业务，母公司为投资管理型公司。“13”模块——参股航空领域股权。截止 2011 年底，归属上市公司股东的 13 家参股公司所有者权益为 14 亿元。
- **“X”因素——进入航空领域全产业链。**未来，随着中国航空事业的快速发展，中航投资必将逐步参与到航空企业的大发展中。依托于中航工业强大的股东背景，我们认为，“X”因素将是中航投资未来最有优势的产业发展方向。
- **估值与投资建议：**使用分部估值法对其进行估值。我们把公司资产分成四类：金融资产、西飞集团、其他股权投资、现金类资产。公司合理估值区间为 153.7-221.5 亿元，公司每股价值区间为 10.1-14.6 元。给予推荐评级。
- **主要风险因素：**宏观经济及资本市场波动可能导致公司盈利大幅度波动。

### 主要财务指标 (单位：百万)

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万)	1538	2814	3356	4390	5725
营业收入增长率		83%	21%	31%	30%
净利润 (百万)	293	638	766	996	1294
净利润增长率		118%	20.1%	29%	31%
EPS		0.42	0.50	0.65	0.85
BVPS		2.57	3.6	4.2	5.1

资料来源：中国银河证券研究部

## ST 航投 (600705.sh)

**推荐** 首次评级

合理估值区间 10.1-14.6 元

### 分析师



马勇

☎: (8610) 66568238

✉: mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S 0130511070005

### 市场数据

时间 2012.09.11

A 股收盘价(元)	11.60
A 股一年内最高价(元)	0.00
A 股一年内最低价(元)	0.00
上证指数	2,120.55
市净率	3.55
总股本 (万股)	15.22
实际流通 A 股 (万股)	5.98
限售的流通 A 股 (万股)	9.24
流通 A 股市值(亿元)	69.39

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

1、中航投资整体注入上市公司。在本次重组方案中，中航工业将中航投资 100% 股权注入 SST 北亚，使北亚恢复持续经营能力和盈利能力，进而恢复上市。中航投资旗下共有 6 家控股公司，13 家参股公司。拥有证券、期货、财务公司、信托、租赁五种金融牌照。根据重组方案，中航投资 2011-2013 三年承诺净利润为 5.33 亿元、6.39 亿元、7.61 亿元，2011-2013 三年承诺 EPS 为 0.35 元、0.42 元、0.5 元。

2、金融控股与航空创投，双平台协同作战。金融控股——5 家控股金融子公司。中航投资为控股型公司，主要经营证券、期货、租赁、财务、信托公司等金融业务与财务性实业股权投资业务。“13”模块——参股航空全版图。截止 2011 年底，归属上市公司股东的 13 家参股公司所有者权益为 14 亿元。

3、“X”因素——进入航空领域全产业链。未来，随着中国航空事业的快速发展，中航投资必将逐步参与到航空企业的大发展中。依托于中航工业强大的股东背景，我们认为，“X”因素将是中航投资未来最有优势的产业发展方向。

### 我们与市场不同的观点：

我们认为中航投资金融资产的业务空间在整个中国航空事业发展的背景下将得到迅速发展；在航空创投领域，公司具有市场独特优势。

### 估值与投资建议：

利用分部法对公司估值。

由于中航投资资产种类多样，我们使用分部估值法对其进行估值。我们把公司资产分成四类：金融资产、西飞集团、其他股权投资、现金类资产。中航金融资产合理价值区间为 111.23-178.9 亿元，西飞集团股份价值约为 22.23 亿元，其它股权投资价值 13 亿元，上市公司现金类资产价值 7.33 亿元，合计 153.7-221.5 亿元。以 15.22 亿股计算，公司每股价值区间为 10.1-14.6 元。

我们预计 ST 航投 2012—2014 年归属母公司净利润将分别达到 6.5、7.6、9.8 亿元，2012—2014 年 EPS 分别是 0.43 元、0.5 元、0.64 元，分别对应当前股价 PE 为 27、23、18 倍。给予推荐评级。

### 股价表现的催化剂：

- 1、中国航空工业发展将成为目前公司金融及创投业务发展的有力支撑。
- 2、未来中航工业金融资产具备进一步整合的巨大可能性。

### 主要风险因素：

宏观经济及资本市场波动可能导致公司盈利大幅度波动。

## 目 录

历时五余载，A 股又一家金融控股公司诞生.....	1
中航投资——中航工业金融及创投平台 .....	1
中航工业持股上市公司 51% 股权，3 年业绩承诺 .....	2
<b>金融控股与航空创投，双平台协同作战.....</b>	<b>5</b>
5+13+“X” 模式.....	5
“5” 模式——中航金融控股 .....	6
中航证券：集团优势点亮投行业务 .....	6
中航财务：扎根集团，稳定发展 .....	9
中航租赁：背靠大树好乘凉，航空产业背景的唯一租赁公司 .....	13
中航信托：2011 年末公司信托资产余额较 2010 年末增长 100% .....	15
中航期货：行业排名居后的小型期货公司 .....	16
“13” 模块——参股航空全版图 .....	18
“X” 因素——进入航空领域全产业链 .....	19
<b>中航投资估值分析 .....</b>	<b>20</b>
估值分析.....	20
投资建议.....	21
<b>主要风险因素 .....</b>	<b>21</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>22</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>22</b>

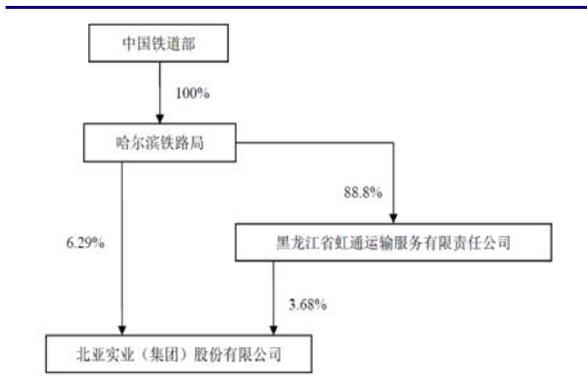
## 历时五余载，A股又一家金融控股公司诞生

### 中航投资——中航工业金融及创投平台

2012年8月，中航投资借壳北亚实业集团上市成功，成为A股市场又一家金融控股公司。

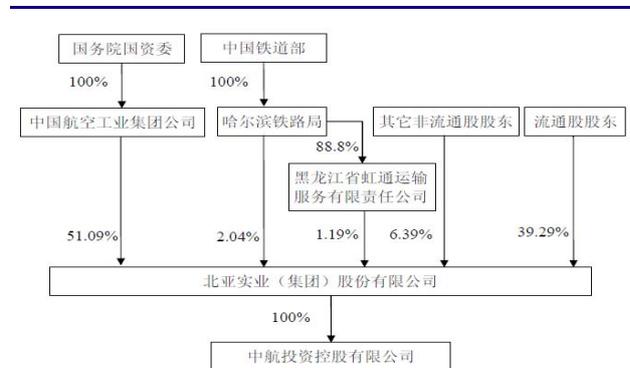
重组完成后，SST北亚将从一家原本没有主营业务的公司转型成一家以证券、租赁、期货、财务、信托等金融业务和财务性实业股权投资为主要业务的上市公司，恢复盈利能力。在本次重组前，哈尔滨铁路局为公司的控股股东，铁道部为公司的实际控制人，而本次重组后，中航工业成为公司的控股股东，国务院国资委成为公司实际控制人。

图 1：本次重组前的股权结构



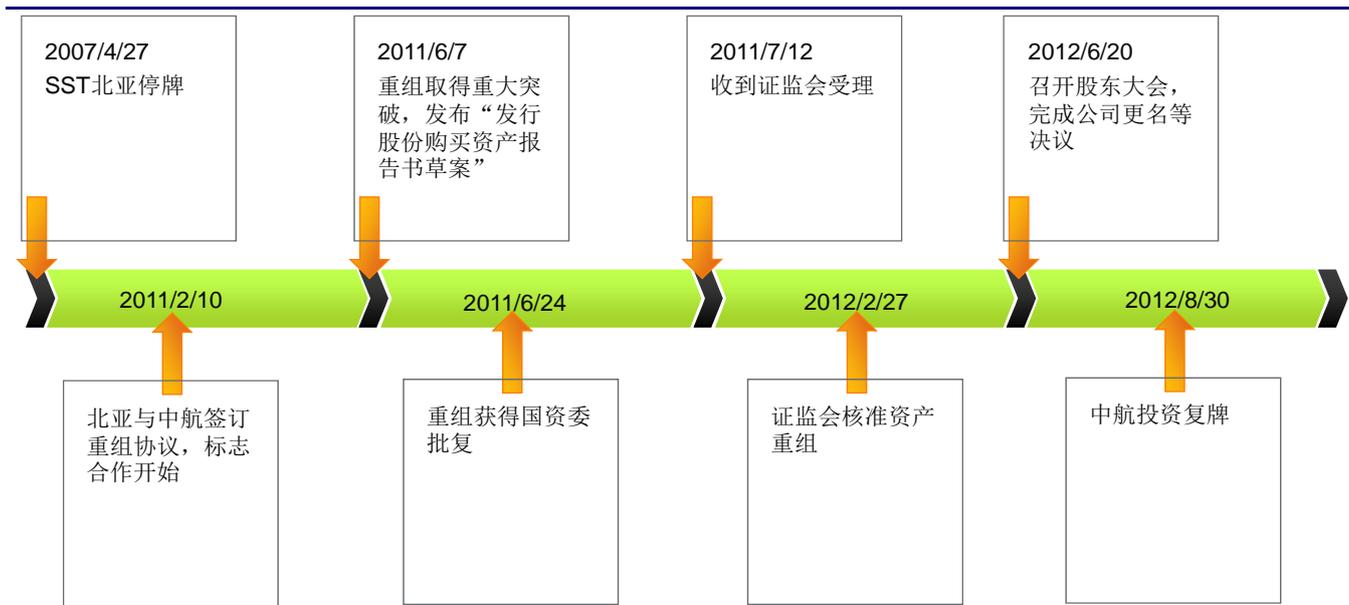
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 2：本次重组后的股权结构



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

图 3：本次重组流程图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

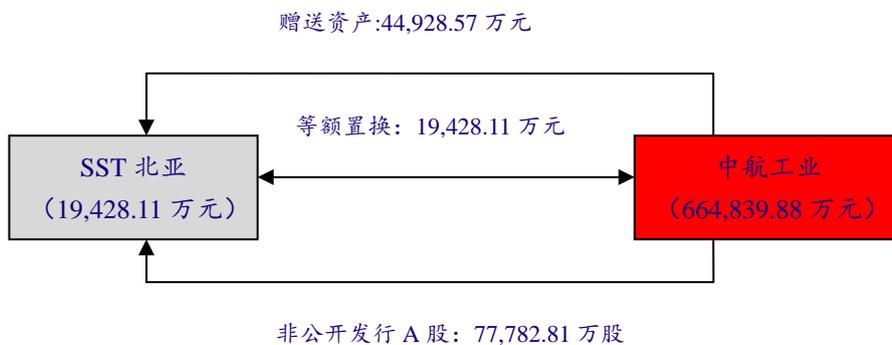
## 中航工业持股上市公司 51% 股权，3 年业绩承诺

在本次重组方案中，中航工业将中航投资 100% 股权注入 SST 北亚，使北亚恢复持续经营能力和盈利能力，进而恢复上市。按照方案，中航工业与北亚集团之间通过标的资产等额交换、非公开发行 A 股的方式对 SST 北亚进行了重组。在考虑缩股和公积金转增等因素后，股票发行价格最终确定为 7.72 元/股，共计 77,782.81 万股。

中航投资旗下共有 6 家控股公司，13 家参股公司。拥有中航证券、中航期货、中航财务公司、中航信托、中航租赁等五种金融牌照。

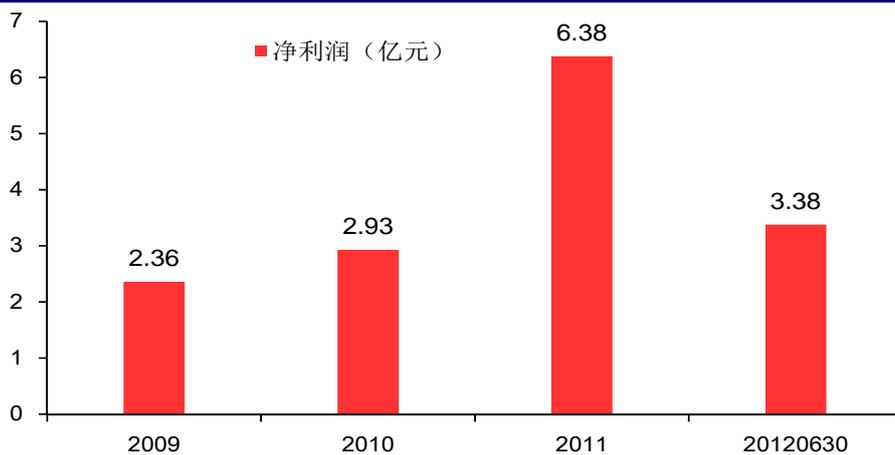
根据重组方案，中航投资 2011-2013 三年承诺净利润为 5.33 亿元、6.39 亿元、7.61 亿元，2011-2013 三年承诺 EPS 为 0.35 元、0.42 元、0.5 元。

图 4：北亚实业重组方案



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

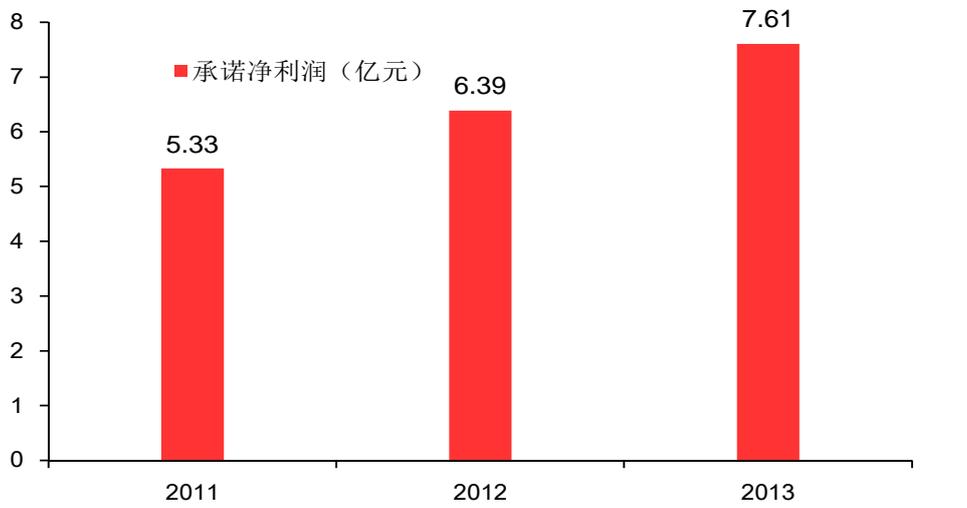
图 5：2012 年中航投资半年 EPS 为 0.22 元



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

注：EPS 以最新股本计算

图 6: 中航投资承诺净利润复合增长率达 20%



资料来源: 公司资料, 中国银河证券研究部

表 1: 中航投资 2012 半年业绩增长 52%

	本报告期末	上年度期末	本报告期末比上年度期末增减(%)
总资产	52,856,445,306.05	52,595,597,710.22	0.5
所有者权益	4,977,576,591.44	3,908,599,558.18	27
归属于上市公司股东的每股净资产 (元/股)	3.27	2.57	27

	报告期 (1-6 月)	上年同期	本报告期比上年同期增减(%)
营业利润	1,038,339,802.79	544,080,119.74	91
利润总额	1,041,846,410.76	553,665,552.79	88
归属于上市公司股东的净利润	338,372,583.78	209,370,879.33	62
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	337,796,093.24	206,994,390.60	63
每股收益(元)	0.22	0.14	62

资料来源: 公司公告

表 2: 中航投资子公司一览表

子公司全称	注册地	法人代表	业务性质	注册资本	持股比例(%)
中航投资	北京市	孟祥泰	金融业	2,500,000,000	100
黑龙江省北亚经贸有限公司	哈尔滨	文凤	商业	10,000,000	66.00
黑龙江北亚期货经纪有限公司	哈尔滨	陈东	金融业	30,000,000	91.29
北亚实业(集团)股份有限公司海南公司	海口市	韩林增	房地产	20,000,000	100
北京航天天达卫星应用技术有限公司	北京	刘贵亭	技术服务	4,600,000	51.00
绥芬河市福全经贸有限公司	绥芬河	刘贵亭	商业	10,000,000	95.00
天津凯德投资发展有限公司	天津	刘贵亭	商业	74,850,000	90.00
北京北亚国众科技有限公司	北京	刘贵亭	技术服务	13,441,000	50.58
上海北亚瑞松贸易发展有限公司	上海	孟宪民	制造业	170,000,000	58.12

---

黑龙江北鹤木业有限公司	哈尔滨	王刚	制造业	10,000,000	66.46
黑龙江北亚乳业有限公司	大庆	于洪波	制造业	100,000,000	50.25

---

资料来源：公司公告

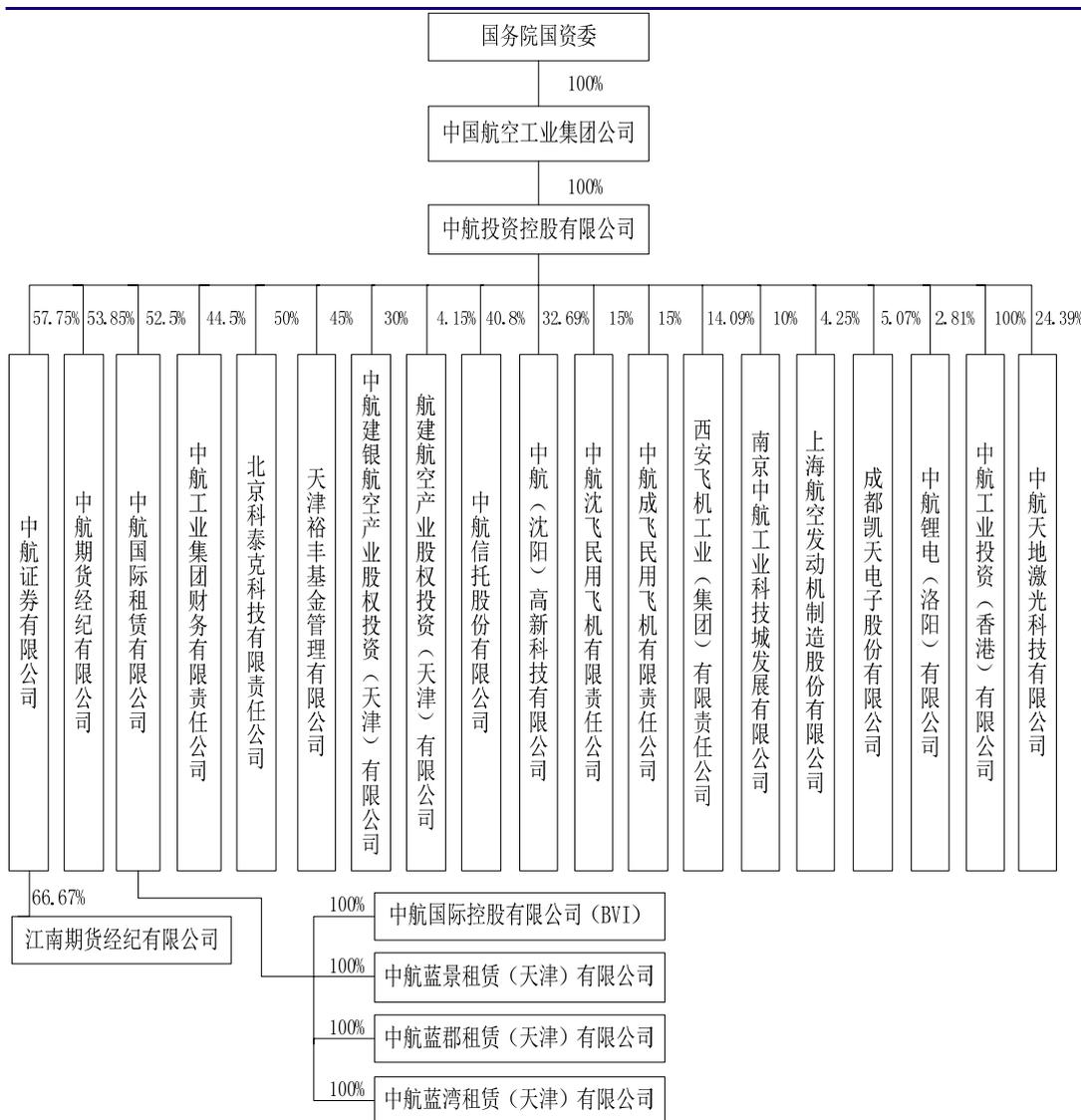
## 金融控股与航空创投，双平台协同作战

### 5+13+ “X” 模式

**金融控股——5 家控股金融子公司。**中航投资通过子公司中航证券有限公司、中航期货经纪有限公司、中航国际租赁有限公司、中航信托有限公司、中航工业集团财务有限责任公司分别经营证券、期货、租赁、信托及财务公司业务。

**实业投资——13 家参股高科技企业。**公司参股包括西飞工业集团、中航建银航空产业股权投资（天津）有限公司等 13 家主要从事航空相关产业公司。

图 7：中航投资下属参控股公司



资料来源：公司资料，中国银河证券研究部

## “5”模式——中航金融控股

目前,中航投资共有中航证券有限公司、中航期货经纪有限公司、中航国际租赁有限公司、中航信托有限公司、中航工业集团财务有限责任公司五家金融子公司。

中航投资的战略定位明晰,未来发展方向明确,即逐步构建和完善金融运营、产融结合、战略新兴产业投资三大业务平台。全牌照的金融业务布局使得公司具有多条融资渠道,能够为集团的各产业公司提供了多种融资产品。

表 3: 2012 上半年与去年同期金融子公司业务变化情况

分行业	营业收入	营收占比	营业成本	营业利润率(%)	营业收入增减(%)	营业成本增减(%)
财务公司业务	612,974,263.84	29%	266,845,973.80	70.88	14.58	22.51
证券业务	251,996,293.94	12%	258,302,094.25	-6.19	-30.05	-22.11
租赁业务	715,147,388.34	34%	375,288,251.33	36.08	68.33	65.60
期货业务	24,272,923.20	1%	21,161,059.80	20.65	121	104.84
信托业务	510,221,745.06	24%	202,018,119.70	75.08		
其他业务			67,260,456.97			62.37
分产品	营业收入	营收占比	营业成本	营业利润率(%)	营业收入增减(%)	营业成本增减(%)
租赁及贸易	715,147,388.34	34%	442,548,708.30	32.64	68.33	65.10
利息净收入	622,090,397.12	29%	266,845,073.80	67.75	18.79	22.51
手续费及佣金净收入	777,374,828.92	37%	481,482,173.75	49.32	103.23	40.80

资料来源:公司公告

中航工业提出“两融、三新、五化、万亿”的发展战略,中航投资作为集团整合产业的重要融资平台,在集团内部的地位十分重要。中航工业提出到 2020 年收入万亿,并实现整体上市的奋斗目标,这势必带来集团内部的资源整合和资本项目运作,中航投资旗下中航证券、中航租赁、中航财务、中航信托、中航期货等 5 大子公司将具有得天独厚的战略优势。

集团的资产重组将给中航证券的投行业务带来丰富的项目资源;为加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率,集团成员的存款业务与信贷业务统一交由中航财务管理,中航财务的存款与信贷业务具有稳定的客户资源;作为国内唯一具有航空产业背景的租赁公司,中航租赁联系着包括飞机制造商、供应商、中间商和客户在内的民航产业链上下游企业和市场要素,在开展航空租赁业务方面具有与生俱来的资源优势。随着中航工业的航空产业不断扩大、飞机品牌树立,中航租赁将成为从中获利最大的公司。

## 中航证券:集团优势点亮投行业务

中航证券属于中小型券商,前身系江南证券有限责任公司,2010 年 4 月 28 日变更为中航证券有限公司,为中航投资的控股子公司,中航投资持股比例 57.75%。同时,中航证券持有江南期货 66.67%的股权;西安成城经贸有限公司持有江南期货 33.33%的股权。

截止 2011 年底,中航证券总资产 13.5 亿元,总资产排名 73 名,2011 年净利润 0.33 亿元,净利润排名行业 68 名,整体排名处于行业中下游。

**表 4：中航证券近年财务简表（万元）**

项目	2011.7.31	2010.12.31	2009.12.31
总资产	570,191.53	662,147.32	624,395.01
总负债	429,551.11	518,179.63	501,240.92
所有者权益	140,640.42	143,967.69	123,154.09

项目	2011 年 1-7 月	2010 年度	2009 年度
营业收入	46,474.20	72,271.14	76,575.47
营业利润	6,931.40	30,877.04	31,982.19
利润总额	7,048.91	30,962.80	31,896.82
净利润	5,058.17	21,980.33	30,913.68

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 5：2011 年中航证券业务排名情况（万元）**

股票及债券承销金额		并购重组财务顾问业务收入		客户交易结算资金余额	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
39	598,771	35	509	56	293,905

股票及债券主承销家数		总资产		代理买卖证券业务净收入	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
30	7	73	484,109	56	30,587

股票主承销金额		净资产		代理买卖证券业务净收入(合并口径)	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
26	437,271	78	134,982	54	30,587

股票主承销家数		净资本		财务顾问业务净收入(合并口径)	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
25	5	69	147,273	35	509

债券主承销金额排		营业收入		承销与保荐业务净收入	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
40	153,000	58	56,462	29	18,901

债券主承销家数		净利润		投资咨询业务综合收入	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
39	2	68	3,303	47	4,612

受托客户资产管理业务净收入		代理买卖证券业务净收入增长率		承销与保荐业务净收入增长率	
排名	数值	排名	数值	排名	数值
31	1,414	17		16	

资料来源：中国证券业协会，中国银河证券研究部

截至 2011 年 2 月 28 日，中航证券共有 32 家营业部，其中江西省有 13 家，另外 19 家位于北京、上海等 16 个经济发达城市，营业网点形成以“江西”为核心，辐射全国的布局。

图 8：中航证券业务分布图



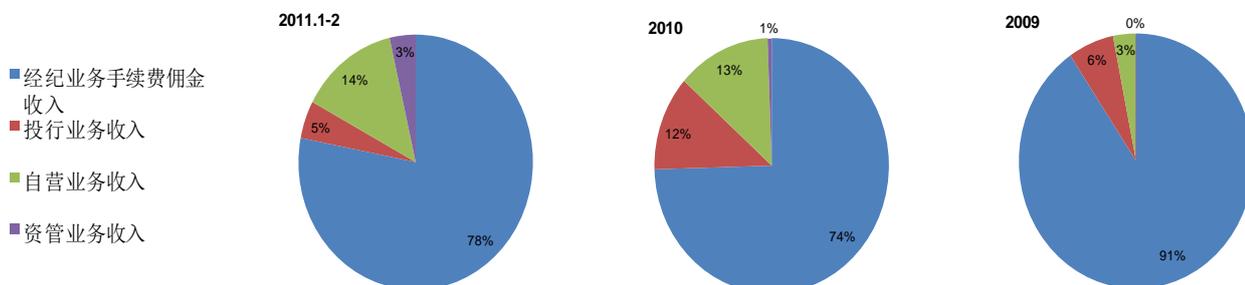
资料来源：公司资料，中国银河证券研究部（截止到 2011 年 8 月 31 日）

业务结构单一、资本规模偏小、资金实力不足、营业网点太少，是目前制约中航证券发展的四大不利因素。不过，作为中航投资的重要金融平台之一，中航证券具有强大的股东背景和项目资源。鉴于中航证券得天独厚的战略性优势，中航证券的投行业务及其他相关联业务的发展具有得天独厚的战略优势。

**经纪业务：占比过高，佣金率与市场份额双双微降**

在中航证券的四大主营业务中，经纪业务的收入占比最大，2009 年占比为 91%，2010 年占比为 74%。经纪业务的高比重，使得当市场活跃程度下降，行业竞争加剧时，经纪业务萎缩，连累公司整体盈利情况，收入增速下降。2008 年-2010 年的主营业务增长率分别为 73.26%、55.50%、0.22%。

图 9：中航证券营收中以经纪业务为主



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2009 年，中航证券实现经纪业务收入 62,094 万元，综合市场份额 8.233%。2010 年，中航证券实现经纪业务收入 47,955 万元，较 2009 年下降 22.77%，综合市场份额 9.250%，股权的佣金费率由 2009 年的 1.26%下降至 0.91%。2011 年 1-2 月，中航证券实现经纪业务收入

5,807 万元，综合市场份额为 9.078%，股基权的佣金率为 0.87%。

### 投行业务：高速扩张，集团内部优势体现

投行业务是中航证券里受惠于集团内部优势最明显的部门。中航工业提出的 2020 年收入万亿及整体上市的奋斗目标，势必带来集团内部的资源整合和资本项目运作，为投行业务发展提供了战略性契机和强大的资源优势。

### 中航财务：扎根集团，稳定发展

中航投资持股中航财务 44.5%，中航工业持股财务公司 47.12%。

为保证在中航投资置入上市公司后中航财务独立运营，于 2011 年 1 月 28 日，中航工业与中航投资签订了《股权委托管理协议》，将中航工业持有中航财务的 47.12% 股权委托中航投资管理，并约定管理权限为除收益权和处置权以外的其他股东权利，管理期限为协议生效之日起至中航工业将其持有中航财务 47.12% 股权转让予中航投资之日止，委托管理期间双方均不需支付任何管理费用。为此，中航投资在中航财务除部分收益权和处置权外，在股权层面享有 91.62% 的管理权限。

中国的财务公司是由企业集团内部集资组建，与所属的企业集团关系紧密。根据银监会 2004 年对《企业集团财务公司管理办法》的修订，财务公司是指“以加强企业集团资金集中管理和提高企业集团资金使用效率为目的，为企业集团成员单位提供财务管理服务的非银行金融机构”。随着功能定位的调整，财务公司的业务范围从传统的存贷业务发展到了如今包括信贷、结算、资金集中管理、投资理财、咨询顾问在内的多种类综合性的业务体系。

表 6：中航财务公司财务数据（万元）

项 目	2011.7.31	2010.12.31	2009.12.31
总资产	2,370,542.90	3,752,008.27	3,258,413.26
总负债	2,119,810.00	3,564,933.02	3,029,664.20
所有者权益	250,732.90	187,075.24	117,249.01
项 目	2011 年 1-7 月	2010 年度	2009 年度
营业收入	64,946.12	57,866.87	21,073.93
营业利润	42,471.65	38,430.49	17,915.72
利润总额	42,619.57	38,484.31	17,879.43
净利润	32,618.52	29,595.61	13,713.01

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

**表 7：财务公司是集团的内部银行**
**财务公司特点**
**1 业务范围广泛，但经营范围只限于企业集团内部；**

财务公司的业务包括存款、贷款、结算、担保和代理等一般银行业务，还开展证券、信托投资等业务。

**2 资金来源于集团公司，用于集团公司，对集团公司的依附性强；**

财务公司的资金来源主要有两个方面：一是由集团和其成员投入的资本金，二是集团成员企业在财务公司的存款；

财务公司的资金主要用于为本集团公司成员企业提供资金支持，少量用于证券投资；

由于财务公司的资金来源和运用都限于集团公司内部，因而财务公司对集团公司的依附性强。

**3 接受企业集团和人民银行的双重监管；**

财务公司是企业集团内部的金融机构，因而其经营活动必然受到集团公司的监督；同时，财务公司所从事的是金融业务，其经营活动必须接受人民银行监管。

**4 坚持服务与效益相结合、服务优先的经营原则**

财务公司有其自身的经济利益，但作为企业集团内部的机构，且集团成员大都是财务公司的股东，因此，财务公司在经营中应处理好服务与效益的关系，在坚持为集团成员提供良好金融服务的前提下，努力实现财务公司利润的最大化。

资料来源：中国银河证券研究部

截至 2011 年末，中航财务在我国 107 家财务公司中资产总额（不含委托）、净资产、实收资本和利润总额皆位于全国前列，总资产排名第 13，净利润排名第 10。

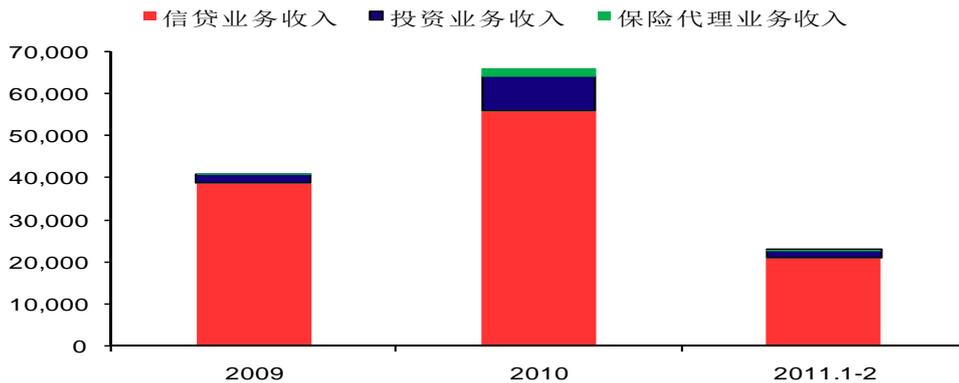
**表 8：2011 年末中国财务公司行业排名**

序号	公司名称	注册资本(亿元)	净利润(亿元)	总资产(亿元)	ROE	集团股东
1	中油财务有限责任公司	54	35.1	5,035	8.6%	中国石油集团
2	中国石化财务有限责任公司	100	12.3	1,372	11.8%	中国石油化工集团公
3	中国电力财务有限公司	50	15.1	1,269	23.6%	国家电网公司
4	中海石油财务有限责任公司	14	5.9	752	23.7%	中海油集团
5	上海汽车集团财务有限责任公司	30	12.2	682	15.7%	上海汽车集团
6	武汉钢铁集团财务有限责任公司	15	4.6	640	18.8%	武汉钢铁集团
7	航天科技财务有限责任公司	20	6.4	541	11.0%	中国航天科技集团
8	兵工财务有限责任公司	32	5.7	435	14.2%	北方工业集团
9	中船重工财务有限责任公司	7	4.7	428	32.1%	中船重工集团
10	海尔集团财务有限责任公司	15	9.5	380	13.3%	海尔集团
11	航天科工财务有限责任公司	24	3.9	344	24.3%	中国航天科工集团
12	中化集团财务有限责任公司	10	3.3	335	19.6%	中化集团
13	中航工业集团财务有限责任公司	20	5.3	304	8.8%	中航工业集团
14	中电投财务有限公司	50	6.0	297	15.1%	中国电力投资集团
15	中核财务有限责任公司	13	3.5	287	10.9%	中国核工业集团
16	上海电气集团财务有限责任公司	15	3.0	279	17.2%	上海电气集团
17	一汽财务有限公司	11	5.4	270	19.6%	一汽集团
18	中广核财务有限责任公司	10	3.1	268	10.9%	中国广东核电集团
19	中远财务有限责任公司	16	2.3	266	7.7%	中远集团
20	国电财务有限公司	30	3.4	259	7.7%	国电集团

资料来源：中国财务公司协会，中国银河证券研究部

中航财务的主营业务包括存款业务、信贷业务、投资业务以及保险代理业务。存款业务是除集团资本金外的唯一资金来源，2010 年的存款总额达到 353.64 亿元，同比增长 87.05%；信贷业务、投资业务以及保险代理业务则是中航财务的收入来源，其中信贷业务占比最高。2009 年、2010 年、2011 年 1-2 月，信贷业务的收入分别为 38,709 万元、56,007 万元、20,924 万元，2010 年同比增加 44.69%，发展迅速。

图 10：中航财务的收入来源也信贷业务收入为主



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

作为中航集团的资金整合平台，中航财务近 3 年在资产规模、存贷款规模、投资收益等方面，均有大幅增长。吸收存款规模 2009 年、2010 年较上一年度分别增长 84%、86%；发放贷款业务 2009 年、2010 年较上一年度分别增长 15%、53%，且发放的贷款额度仍有提高的空间。2008 年 12 月 31 日、2009 年 12 月 31 日、2010 年 12 月 31 日，中航财务监管口径的资本充足率分别为 15.23%、13.4%、12.27%，均高于监管机构 10% 的资本充足率要求。2008 年-2010 年净资产收益率分别为 14%、15%、21%；

与所有的财务公司一样，中航财务的经营状况与中航工业关系相关。2009 年、2010 年，中航财务自中航工业及其下属单位取得的收入占总收入的比例分别为 26.96%，52.16%。随着中航财务的正常运转，该收入比例还将继续增加。

表 9：中航财务中自中航工业及其下属单位取得的收入（元）

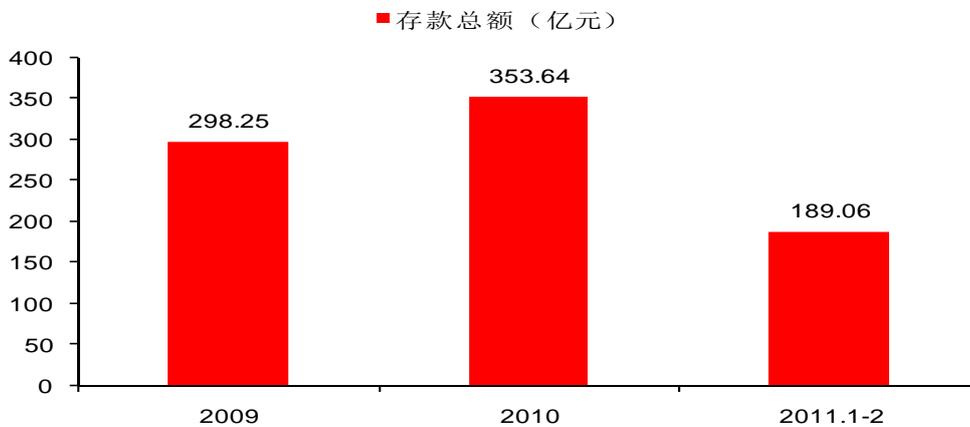
项目	2009 年度	2010 年度	2011 年 1-2 月
自中航工业集团成员单位取得的收入	387,521,924.19	572,043,156.97	204,265,447.98
总收入	1,437,231,698.15	1,849,279,194.94	391,625,267.25
比例 (%)	26.96	30.93	52.16

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

### 存款业务：中航财务最重要的资金来源

吸收中航工业集团成员单位存款是中航财务最主要的资金来源。2009、2010 年年末和 2011 年 2 月 28 日，中航财务吸收中航工业集团成员单位存款总额分别为 189.06 亿元、353.64 亿元和 298.25 亿元；其中 2010 年中航财务存款业务的增长速度为 87.05%，存款增长速度较快。预计 2011 年存款总额将超过 400 亿元。

图 11: 中航财务近期存款总额变化情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**信贷业务: 中航财务最主要的收入来源**

财务公司的资金来自于集团, 也用于集团。中航财务筹集的资金主要是用于为本集团成员企业提供资金支持, 即信贷业务。中航财务是中航工业集团实现产融结合的重要金融平台之一, 它为中航工业集团成员提供自营贷款和委托贷款服务。2009 年, 中航财务累计自营信贷业务规模为 225.09 亿元, 同比增长 60%, 累计委托贷款规模 341.91 亿元, 同比增长 442.71%; 2010 年, 中航财务累计自营信贷业务规模为 309.79 亿元, 同比增长 37.63%, 累计委托贷款规模 253.18 亿元, 同比下降 25%; 2011 年 1-2 月, 中航财务累计自营信贷业务规模为 74.87 亿元, 累计办理委托贷款规模 25.74 亿元。

截至 2011 年 2 月 28 日, 中航财务自营贷款余额 121.58 亿元, 委托贷款余额 306.44 亿元, 信贷资产规模 428.02 亿元。发放贷款额度仍有进一步提高的空间。2008 年至 2010 年, 不良贷款率分别为 0.49%, 1.23%, 0.00%, 不良贷款率明显下降, 且均保持较低水平。

表 10: 中航财务近期的信贷业务规模

项目	2009 年	2010 年	2011 年 1-2 月
自营信贷笔数	2795	4,061	655
自营信贷规模 (亿元)	225.09	309.79	74.87
委托信贷笔数	461	485	26
委托信贷规模 (亿元)	341.91	253.18	25.74
合计 (亿元)	567.00	562.97	100.61

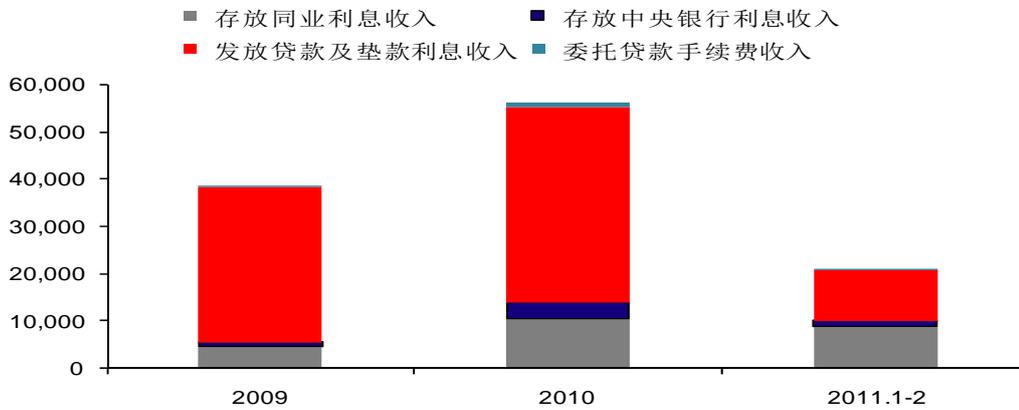
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

信贷业务收入来自于利息收入和手续费收入。2009 年中航财务的信贷业务收入为 38,709 万元, 占中航财务全部收入的 93.76%; 2010 年信贷业务收入为 56,007 万元, 同比增加 44.69%, 占中航财务全部收入的 84.79%; 2011 年 1-2 月信贷业务收入为 20,924 万元, 占中航财务全部收入的 90.41%。中航财务的信贷业务收入快速增长。

其中发放贷款及垫款利息收入对中航财务的该项业务收入的贡献最大, 2009 年、2010 年

在业务收入的占比分别为 84.41%，73.73%，2011 年 1-2 月在信贷业务中的占比降至 50.91%。

图 12: 中航财务近期的信贷业务收入结构 (万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

## 中航租赁: 背靠大树好乘凉, 航空产业背景的唯一租赁公司

中航投资持股中航租赁 52.5%。

中航租赁为融资租赁公司, 主要经营融资租赁业务, 除经营融资租赁业务以外, 中航租赁还经营部分机电产品代理销售业务。近年来, 中航租赁融资租赁业务快速发展, 2010 年, 中航租赁融资租赁资产规模 810,238.10 万元, 实现融资租赁收入 46,608.03 万元; 2011 年 1-7 月, 中航租赁融资租赁资产规模 1,202,562.79 万元, 实现融资租赁收入 46,937.77 万元。

表 11: 中航租赁财务数据

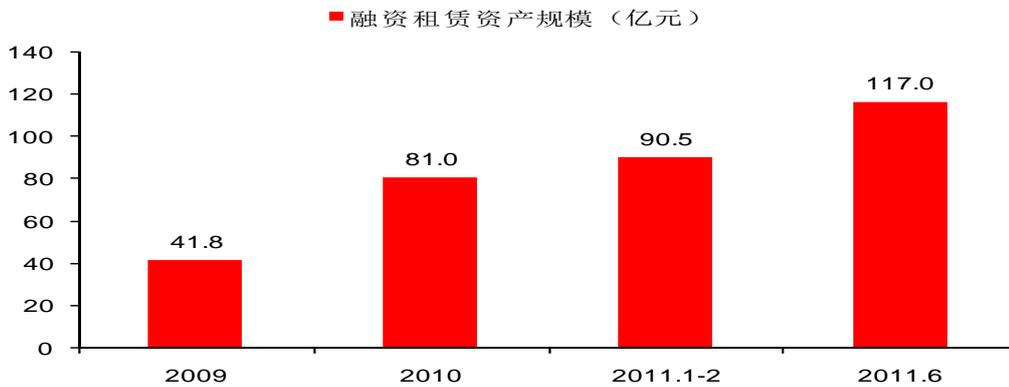
项	目	2011.7.31	2010.12.31	2009.12.31
总资产		1,233,419.06	830,013.45	477,306.89
总负债		1,061,506.39	729,305.92	386,529.69
所有者权益		171,912.67	100,707.53	90,777.20
项	目	2011 年 1-7 月	2010 年度	2009 年度
营业收入		50,483.16	52,959.80	26,386.40
营业利润		18,056.44	15,013.83	5,970.66
利润总额		18,744.60	16,353.50	6,176.48
净利润		14,705.14	12,782.28	5,089.51

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

中航租赁是目前国内唯一一家具有航空产业背景的融资租赁公司。依托于中航工业, 中航租赁发展迅速, 业务框架初步形成。近 3 年, 中航租赁的租赁资产规模、租赁收入、净资产收益率均大幅增长。租赁资产规模 2009 年至 2010 年增长率分别为 165%、93%; 租赁收入 2009 年至 2010 年增长率分别为 168%、126%, 净资产收益率 2009 至 2010 年增长率分别为 5.61%、12.69%, 截至 2011 年 6 月 30 日, 公司租赁资产规模达到 117 亿元, 营业收入较上年同期增

长 102.37%，利润总额较上年同期增长 56.84%。2010 年，中航租赁在国内融资租赁公司（含金融租赁公司）排名十四。中航租赁已成为国内最大的国产飞机融资服务商，2010 年在飞机租赁领域国内排名第五位。

图 13：中航租赁的融资租赁资产规模



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

截至 2011 年上半年，中航租赁机队规模达到了 74 架。在签约的 74 架飞机租赁中，已实现交付 39 架，尤其是新舟 60、运 12、AC313 等国产飞机促销租赁取得了重大成果，初步实现了以产融结合模式，发展金融投资服务，打造完整航空产业链的战略构想。

2011 年 2 月，为扩大主业经营，中航租赁增资扩股，注册资本由 8.5 亿元增加至 15 亿元。资本金规模的增加，为后续业务的开展奠定了强有力的基础。随着资本规模扩大及租赁资产结构条件的具备，中航租赁公司将进一步申请金融租赁牌照，增加公司实力。

表 12：中航租赁的竞争优势

1	<p><b>资源优势明显</b></p> <p>作为国内唯一具有航空产业背景的租赁公司，中航租赁联系着包括飞机制造商、供应商、中间商和客户在内的民航产业链上下游企业和市场要素，在开展航空租赁业务方面具有与生俱来的资源优势。</p>
2	<p><b>融资能力强大</b></p> <p>中航工业是大型国有企业集团，在国内银行有良好的信用评级，与其他内资租赁公司相比，能够获得银行贷款额度，保障大资金项目运作。</p>
3	<p><b>产业链竞争优势</b></p> <p>多年来，中航租赁成功搭建起了国产飞机促销与服务平台，推动国产民机进入国内航空运输市场，以融资租赁方式实现了国产飞机批量销售，为推进国产民机示范运营平台建设提供专业的融资服务。</p>
4	<p><b>差异化竞争，灵活高效</b></p> <p>中航租赁专注于为客户提供差异化服务，利用自身优势发展飞机、船舶等重点业务。与厂商租赁比拼融资能力和租赁资产的规模化，与银行系租赁比拼业务的专业化能力。依靠高效灵活的服务，中航租赁赢得了高端客户与市场。</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

## 中航信托：2011 年末公司信托资产余额较 2010 年末增长 100%

中航控股持股中航信托 40.8%。

中航信托是经中国银监会批准设立的股份制非银行金融机构,是经中国商务部核准的外商投资企业。中航信托于 2009 年 12 月底完成重新登记开业,注册地为江西省南昌市,现注册资本为 150,000.5 万元。

其中,中航工业持股 15,300 万股,占 10.2%;中国航空技术深圳有限公司持股 32,199 万股,占 21.47%;(新加坡)华侨银行有限公司持股 30,000 万股,占 19.99%;共青城羽绒服装创业基地公共服务有限公司持股 6,996 万股,占 4.67%;江西省财政投资管理公司持股 4,305 万股,占 2.87%;中航投资持股 61,200 万股,占 40.80%。中航投资是中航信托的第一大股东。

中航信托的主要业务包括固有业务与信托业务两大类。截至 2011 年 12 月 31 日,中航信托国有资产的主要构成为:银行存款 104,517 万元,发放贷款 39,300 万元,投资信托产品 34,586 万元,长期股权投资 8,542 万元,固定资产 3,866 万元,债券投资 2,181 万元。

2011 年中航信托发行信托产品 238 个,新增受托资产规模 627.86 亿元。清算项目 87 个,清算总额 212 亿元,未出现任何清算风险;截至 2011 年 12 月 31 日,中航信托信托业务存续项目 259 个,受托资产余额为 781 亿元。受托资产按资金来源分类为:集合信托项目受托规模 199 亿元,单一信托项目规模 557 亿元,财产权信托项目规模 25 亿元;受托资产按功能分类为:投资类信托 266 亿元,融资类信托 240 亿元,事务管理类信托 275 亿元。

表 13: 中航信托财务数据(万元)

项	目	2011.12.31	2010.12.31	2009.12.31
总资产		200,247.86	43,661.33	30,130.70
总负债		18,248.69	10,404.08	50.68
所有者权益		181,999.17	33,257.25	30,080.02
归属母公司所有者权益		181,999.17	33,257.25	30,080.02
项	目	2011 年度	2010 年度	2009 年度
营业收入		66,391.16	9,938.97	161.51
营业利润		38,102.07	4,350.36	106.03
利润总额		38,541.97	4,350.36	106.03
净利润		28,741.92	3,177.23	79.52
归属母公司净利润		28,741.92	3,177.23	79.52

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

表 14: 中国信托行业竞争力排名

序号	公司名称	所有者权益 (亿元)	注册资本 (亿元)	净利润(亿 元)	信托资产 (亿元)	ROE
1	中信信托有限责任公司	71.4	12.0	19.2	3,999.7	26.9%
2	中国对外经济贸易信托有限公司	39.6	22.0	7.8	2,387.8	19.8%
3	中诚信托有限责任公司	88.0	24.6	14.5	2,038.2	16.4%
4	平安信托有限责任公司	197.0	69.9	21.3	1,962.2	9.7%

5	英大国际信托有限责任公司	23.8	15.0	4.3	1,912.2	17.9%
6	建信信托有限责任公司	47.0	15.3	3.3	1,907.3	7.0%
7	华宝信托有限责任公司	35.0	20.0	4.1	1,846.4	10.6%
8	广东粤财信托有限公司	23.3	15.0	3.4	1,776.1	14.4%
9	中融国际信托有限公司	33.2	14.8	10.5	1,741.7	31.7%
10	兴业国际信托有限公司	32.2	12.0	2.0	1,507.8	6.3%
11	中海信托股份有限公司	42.8	25.0	6.6	1,502.1	15.4%
12	华润深国投信托有限公司	88.1	26.3	10.8	1,264.0	12.3%
13	山东省国际信托有限公司	19.2	12.8	2.4	1,140.2	11.4%
14	北京国际信托有限公司	27.7	14.0	5.4	1,088.3	19.5%
15	渤海国际信托有限公司	23.2	20.0	2.7	1,069.6	11.7%
16	江西国际信托股份有限公司	28.0	10.4	2.7	1,026.9	7.6%
17	华能贵诚信托有限公司	29.4	20.0	3.7	933.5	12.7%
18	长安国际信托股份有限公司	14.6	12.6	2.8	813.7	19.0%
19	中航信托股份有限公司	18.2	15.0	2.9	784.7	15.7%
20	上海国际信托有限公司	56.5	25.0	7.3	773.4	11.8%

资料来源:中国信托业协会, 中国银河证券研究部

截至 2011 年 12 月 31 日, 中航信托股权投资共计 8,542.00 万元。其中 2010 年 7 月投资景德镇市商业银行 4,942.00 万元, 持有该行股份 3,530.00 万股, 占比 9.52%。2011 年 12 月投资吉安农村商业银行 3,600.00 万元, 持有该行股份 2,250.00 万股, 占比 4.5%。

截至 2011 年 12 月 31 日, 景德镇市商业银行净资产 65,362.00 万元, 资产规模为 69.33 亿元, 较 2010 年增长了 79%; 实现净利润 1.9 亿元, 较上一年增长了 559%, 投资资产状况良好。截至 2011 年 12 月 31 日, 吉安农村商业银行净资产 81,058.00 万元, 实现营业净收入 2.72 亿元, 同比增加 0.73 亿元, 增幅 36.7%; 实现账面利润 1.15 亿元, 同比增加 0.79 亿元, 增幅 219.44%, 投资资产状况良好。

## 中航期货: 行业排名居后的小型期货公司

中航投资持股中航期货 53.85%。中航期货下设 4 家营业部, 分别设在上海、武汉、深圳、汕头。2011 年公司亏损 300 万元, 在前 160 家期货公司中排名 132。2011 年中航投资交易排名 133 名, 为 81 万手。

中航期货经纪有限公司(以下简称“中航期货”)成立于 1993 年 12 月 20 日, 注册点深圳, 注册资本 6500 万元。中航期货现持有证监会于 2010 年 12 月 1 日核发的《中华人民共和国经营期货业务许可证》(许可证号 32200000); 持有大连商品交易所、上海期货交易所、郑州商品交易所颁发的《会员证书》; 持有中国金融期货交易所股份有限公司颁发的《交易结算会员证书》。

中航期货公司的主要是从事商品期货和金融期货经纪业务, 从近三年对中航期货的风险监管指标来看, 其净资本与权益总额的比例分别为 61.42%、27.92%、16.61%, 均远高于监管指

标 6%。扣除客户权益的流动资产与流动负债比例分别为 1416.45%、772.75%、583.42%。均远高于监管指标 100%。中航期货在期货行业内，以规范、稳健经营建立了良好的口碑和品牌，经过多年的发展，中航期货锻炼出了一支有经验的队伍，构建了符合期货行业要求的管理体系。在行业分类监管测评中，除了规模不够大以外，其他指标均达到 B 类前列的期货公司的水平。

根据中国期货业协会公布的 2011 年期货公司净利润排名数据，位列前十的期货公司净利润合计 9.06 亿元，其中排名前两位的永安期货和中国国际期货净利润均超过 1 亿元；共有 45 家期货公司净利润为负，共亏损 2.87 亿元。其中有 6 家公司亏损超过千万，分别为中钢期货、上海中财期货、中衍期货、华融期货、晟鑫期货和吉粮期货。

**表 15：2011 年期货公司净利润排名前十名和倒数前十名**

前 10 名			倒数前 10 名		
序号	公司名称	净利润 (万元)	序号	公司名称	净利润 (万元)
1	永安期货	14198.76	1	中钢期货	-4763.42
2	中国国际期货	13288.96	2	中财期货	-3391.13
3	广发期货	9021.72	3	中衍期货	-1658.02
4	国泰君安期货	8631.04	4	华融期货	-1531.09
5	中粮期货	8039.65	5	晟鑫期货	-1240.11
6	中证期货	8014.2	6	吉粮期货	-1113.52
7	银河期货	7618.04	7	金信期货	-911.02
8	华泰长城期货	7475.46	8	天鸿期货	-879.5
9	浙商期货	7250.27	9	瑞龙期货	-746.71
10	弘业期货	7104.58	10	大华期货	-726.08
	合计	90642.68		合计	-16960.6

资料来源：中国期货业协会

**表 16：2011 年中国期货公司交易量排名前 20**

排名	排名对象	交易量(百万手)	市场占比 (%)
1	浙江永安	59.29	4.43%
2	中国国际	57.4	4.29%
3	海通期货	53.27	3.98%
4	华泰长城	51.37	3.84%
5	银河期货	44.33	3.31%
6	万达期货	42.51	3.18%
7	浙江新华	41.19	3.08%
8	广发期货	37.92	2.83%
9	鲁证期货	37.7	2.82%
10	徽商期货	35.27	2.64%
11	浙商期货	34.82	2.60%
12	中证期货	34.44	2.57%

13	宝城期货	34.39	2.57%
14	南华期货	33.26	2.48%
15	国泰君安	31.94	2.39%
16	江苏弘业	27.76	2.07%
17	珠江期货	22.95	1.71%
18	中辉期货	22.26	1.66%
19	东海期货	21.44	1.60%
20	国海良时	18.12	1.35%
<b>合计</b>		<b>741.63</b>	<b>55.41%</b>
<b>市场总量</b>		<b>1338.48</b>	<b>100%</b>

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

## “13”模块——参股航空全版图

中航投资共参股 13 家公司, 主要围绕航空产业链。

截止 2011 年底, 归属上市公司股东的 13 家参股公司所有者权益为 14 亿元。除西飞集团及成都凯天电子 2011 年盈利 2.94、0.7 亿元外, 其他 11 家公司中有 4 家 2011 年盈利在 3000 万以下, 其余皆为亏损。

中航投资作为中航工业的股权投资运作平台, 可以对集团成员参股, 加深和拓宽产融结合的深度和广度。目前, 财务性股权投资对中航投资的贡献较小, 2010 年财务性的股权投资收益为 2,156 万元, 在营业收入中的占比不到 2%。在政府大力发展战略性新兴产业的背景下, 中航投资将受益与其在新能源、新技术、新材料等新兴产业领域的投资, 收益将扩大。

表 17: 中航投资参股 13 家公司

序号	公司名称	参股比例	净资产(万元)
1	天津裕丰股权投资管理有限公司	45.00%	3400
2	北京科泰克科技有限责任公司	50.00%	1030
3	中航(沈阳)高新科技有限公司	32.69%	2750
4	中航建银航空产业股权投资(天津)有限公司	30.00%	98600
5	中航天地激光科技有限公司	24.39%	2100
6	中航沈飞民用飞机有限责任公司	15.00%	60100
7	中航成飞民用飞机有限责任公司	15.00%	59200
8	西安飞机工业(集团)有限责任公司	14.09%	534300
9	南京中航工业科技城发展有限公司	10%	49700
10	成都凯天电子股份有限公司	5.07%	71500
11	航建航空产业股权投资(天津)有限公司	4.15%	106900
12	上海航空发动机制造股份有限公司	4.25%	31100
13	中航锂电(洛阳)有限公司	2.81%	3400

资料来源: 公司公告

## “X”因素——进入航空领域全产业链

未来，随着我国航空事业的快速发展，中航投资必将逐步参与到航空企业的大发展中。依托于中航工业强大的股东背景，我们认为，“X”因素将是中航投资未来最有优势的产业链，公司未来有优势参与到中国航空工业发展之中。

2011年4月17日，中航投资控股有限公司与北京中关村发展集团股份有限公司在人民大会堂北京厅隆重签署全面战略合作框架协议。协议的签署，标志着中航投资与国家最大的高科技产业园区强强联合迈开了实质性步伐。根据战略协议，双方将在产业投资方面进行合作，共同出资组建创新投资公司，开展股权投资业务。该公司将重点投资于中关村示范区内以及拟入住示范区的高新技术产业和战略性新兴产业，为中关村发展集团提供全方位的策划和顾问服务。

## 中航投资估值分析

### 估值分析

由于中航投资资产种类多样，我们使用分部估值法对其进行估值。我们把公司资产分成四类：金融资产、西飞集团、其他股权投资、现金类资产。

#### 金融资产价值

**PB法：**截止 2011 年底，中航投资金融资产包括证券、信托、财务公司、租赁、期货，上述金融资产合计归属母公司所有者权益为 37.2 亿元。综合参考相似业务及规模上市金融类公司的平均市场估值水平，我们给予中航金融资产 2.3-3.2XPB 的估值空间。

我们认为，中航工业金融资产具有独特的集团系统业务发展空间及稳定成长性，考虑到中航金融资产与中航集团内部业务的进一步衔接的空间，我们从估值上给予 30%溢价。最终给予中航金融资产 2.99-4.16XPB 估值水平，据此计算中航金融资产合理市值区间为 111.23-154.75 亿元。

**PE法：**截止 2012 年 6 月底，中航投资金融资产上半年归属母公司净利润为 3.38 亿元，2012 年中航工业承诺业绩为 6.39 亿元。目前市场可比上市金融类公司的平均市场估值水平在 18-28XPE 之间。综合考虑集团内业务的发展空间及 2012 业绩的不确定性，我们使用 2012 年 6.39 亿元业绩承诺为基础作出估值，据此计算中航金融资产市值为 115-178.9 亿元。

综合参考 PB 及 PE 方法，中航金融资产合理价值区间为 111.23-178.9 亿元。

#### 西飞集团 14.09%股权价值

##### 西飞集团股份价值约为 22.23 亿元

西飞国际市值——15.1 亿元

中航投资持有西飞集团 14.09%股权。截止 2012 年 6 月 31 日，西飞集团持西飞国际(000768) 14.139 亿股，占比为 57.07%。以 2012 年 9 月 11 日收盘价计算，中航投资持有西飞国际股份市值为 15.1 亿元。

西飞集团其它资产估值——7.13 亿元

西飞集团 2010 年归属母公司股东净利润为 4.42 亿元，归属母公司股东所有者权益为 51 亿元。扣除当年西飞国际产生的净利润 3.46 亿元，西飞集团 2010 归属母公司股东净利润为 2.53 亿元，给予这部分资产 20 倍 PE 估值，总价值为 50.6 亿元，以中航投资持股 14.09%计算，这部分股权价值约为 7.13 亿元。

据此计算，中航投资持西飞集团股份价值约为 22.23 亿元。

### 其它股权投资价值

中航投资参股 13 家中航工业系统公司，扣除西飞集团权益，12 家归属中航投资所有者权益共 6.5 亿元，由于这些资产属于涉及航空领域的高科技资产，给予 2XPB，价值约为 13 亿元。

### 上市公司现金类资产价值

合计 7.33 亿元

### 中航投资价值

合计以上五个部分资产，公司目标价值区间为 153.7-221.5 亿元。

以 15.22 亿股计算，公司每股价值区间为 10.1-14.6 元。

我们预计中航投资 2012—2014 年归属母公司净利润将分别达到 6.5、7.6、9.8 亿元，2012—2014 年 EPS 分别是 0.43 元、0.5 元、0.64 元，分别对应当前股价 PE 为 27、23、18 倍。

### 投资建议

我们认为公司背靠中国航空工业集团优势，未来金融子行业及航空创投将得到大力发展，给予“推荐”评级。

### 主要风险因素

宏观经济及资本市场波动可能导致公司盈利大幅度波动。

## 插图目录

图 1: 本次重组前的股权结构.....	1
图 2: 本次重组前的股权结构图.....	1
图 3: 本次重组流程图.....	1
图 4: 北亚实业重组方案.....	2
图 5: 2012 年中航投资半年 EPS 为 0.22 元.....	2
图 6: 中航投资承诺净利润复合增长率达 20%.....	3
图 7: 中航投资下属参控股公司.....	5
图 8: 中航证券业务分布图.....	8
图 9: 中航证券营收中以经纪业务为主.....	8
图 10: 中航财务的收入来源也信贷业务收入为主.....	11
图 12: 中航财务近期的信贷业务收入结构 (万元).....	13
图 13: 中航租赁的融资租赁资产规模.....	14

## 表格目录

表 1: 中航投资 2012 半年业绩增长 52%.....	3
表 2: 中航投资子公司一览表.....	3
表 3: 2012 上半年与去年同期金融子公司业务变化情况.....	6
表 4: 中航证券近年财务简表 (万元).....	7
表 5: 2011 年中航证券业务排名情况 (万元).....	7
表 6: 中航财务公司财务数据 (万元).....	9
表 7: 财务公司是集团的内部银行.....	10
表 8: 2011 年末中国财务公司行业排名.....	10
表 9: 中航财务中自中航工业及其下属单位取得的收入 (元).....	11
表 10: 中航财务近期的信贷业务规模.....	12
表 11: 中航租赁财务数据.....	13
表 12: 中航租赁的竞争优势.....	14
表 13: 中航信托财务数据(万元).....	15
表 14: 中国信托行业竞争力排名.....	15
表 15: 2011 年期货公司净利润排名前十名和倒数前十名.....	17
表 16: 2011 年中国期货公司交易量排名前 20.....	17
表 17: 中航投资参股 13 家公司.....	18

## 评级标准

---

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马勇，非银行金融证券分析师**，中央财经大学金融学博士，美国访问学者，具有 6 年金融研究经验及相关业务从业经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn