

# 爱建集团 (600643)

证券研究报告

2017 年 11 月 26 日

## 定增控股助力信托，多元业务协同发展

### 历史悠久的民营企业

爱建集团是改革开放后的首家民营企业，经过多年的发展，目前已经成为一家以信托、租赁为主，财富管理和资产管理为辅的综合金融服务提供者。2015 年 9 月均瑶集团受让上海国际的股份成为公司的第二大股东，后续还将通过定增的方式增持成为公司第一大股东。广州基金要约收购事件以和平方式解决，股权纷争暂告段落，未来各方的股东之间的协同将进一步促进上市公司的发展。

### 均瑶集团产业资源丰富

均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业，涉及航空运输、商业零售和金融服务三大主业，在航空运输和商业零售领域各有吉祥航空和大东方两家上市公司，重组完成后爱建集团将成为均瑶集团旗下第三家上市公司，未来将积极对接均瑶旗下的产业资源。

### 爱建集团：以信托、租赁为核心的综合金控平台

爱建集团上半年实现营业总收入 8.51 亿元，YOY+26.53%，归母净利润 3.60 亿元，YOY+15.16%，爱建信托是公司主要的收入来源。

**爱建信托：行业景气度回升，增资拓宽业务发展空间。**信托行业短期内将受益于监管新政带来的资金挤出效应，2017 年 1-9 月新增信托贷款 1.79 万亿元，YOY+273%，占新增社融中的比重达到 11.40%，较去年同期大幅提升 7.8 个百分点。爱建信托过去几年中实现快速发展，在资产规模、营业收入、净利润上的增长均优于行业平均水平。我们判断未来资本金将逐渐成为行业竞争的关键因素，上市公司通过定增方式对爱建信托增资 12 亿元，另外还将投入 4 亿元实施创投投资项目，将进一步拓宽其发展空间。

**爱建租赁：资金到位，对接集团产业资源。**融资租赁子公司自成立以来，业务发展迅速，增资至 11 亿元，为后续业务发展奠定基础。公司受让均瑶集团控股的华瑞租赁股权，将消除同业竞争，促进协同发展，有利于完善公司租赁业务结构。

### 17E 归母净利润为 8.72 亿元，EPS 为 0.61 元/股，目标价为 15.25 元

我们预计爱建集团 2017E、2018E、2019E 的营业收入分别为 22.63 亿元、28.62 亿元、35.78 亿元；归母净利润分别为 8.72 亿元、11.52 亿元、14.44 亿元；对应 EPS 分别为 0.61 元/股、0.80 元/股、1.01 元/股。参考可比上市信托公司的估值，我们认为给予公司 2017E 25 倍市盈率较为合适，对应目标市值为 219 亿元，目标价为 15.25 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**监管政策变化超预期严厉，定增进展不及预期

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 非银金融/多元金融 |
| 6 个月评级 | 买入（首次评级）  |
| 当前价格   | 12.17 元   |
| 目标价格   | 15.25 元   |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,437.14    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,434.03    |
| A 股总市值(百万元)   | 17,489.99   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 17,452.12   |
| 每股净资产(元)      | 4.76        |
| 资产负债率(%)      | 57.12       |
| 一年内最高/最低(元)   | 16.96/11.42 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| 王茜                        | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110516090005 |     |
| wangqian@tfzq.com         |     |
| 罗钻辉                       | 联系人 |
| luozuanhui@tfzq.com       |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

| 财务数据和估值     | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 1,324.17 | 1,604.80 | 2,262.77 | 2,862.40 | 3,578.00 |
| 增长率(%)      | 19.37    | 21.19    | 41.00    | 26.50    | 25.00    |
| EBITDA(百万元) | 900.22   | 1,016.67 | 1,290.27 | 1,671.33 | 2,073.78 |
| 净利润(百万元)    | 554.68   | 620.50   | 871.63   | 1,152.20 | 1,444.46 |
| 增长率(%)      | 8.24     | 11.87    | 40.47    | 32.19    | 25.37    |
| EPS(元/股)    | 0.39     | 0.43     | 0.61     | 0.80     | 1.01     |
| 市盈率(P/E)    | 31.53    | 28.19    | 20.07    | 15.18    | 12.11    |
| 市净率(P/B)    | 3.04     | 2.74     | 2.55     | 2.18     | 1.68     |
| 市销率(P/S)    | 13.21    | 10.90    | 7.73     | 6.11     | 4.89     |
| EV/EBITDA   | 17.10    | 11.28    | 8.67     | 5.50     | 3.48     |

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1. 历史悠久的民营企业                  | 4  |
| 1.1. 公司具有深厚的政府背景              | 4  |
| 1.2. 公司股权结构较为分散               | 4  |
| 2. 均瑶集团产业资源丰富                 | 5  |
| 2.1. 均瑶入主，民营控股                | 5  |
| 2.2. 实力强劲的股东                  | 6  |
| 2.3. 未来将积极对接集团金融资源            | 7  |
| 2.4. 广州基金要约收购，国资入股将成为第三大股东    | 8  |
| 3. 爱建集团：以信托、租赁为核心的综合金控平台      | 8  |
| 3.1. 爱建信托：行业景气度回升，增资拓宽业务发展空间  | 9  |
| 3.2. 租赁：资金到位，对接集团产业资源         | 13 |
| 3.3. 证券：未来业绩改善潜力大             | 14 |
| 3.4. 其他金融资产                   | 15 |
| 4. 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 15.25 元/股 | 16 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：爱建集团重要发展节点                 | 4  |
| 图 2：爱建集团当前股权结构                 | 4  |
| 图 3：非公开发行前后预计股本结构变化            | 5  |
| 图 4：定增募集资金到位后注册资本得到极大的提升       | 6  |
| 图 5：均瑶增持+定增情况                  | 6  |
| 图 6：均瑶集团产业布局情况                 | 7  |
| 图 7：均瑶集团旗下华瑞银行经营情况             | 7  |
| 图 8：均瑶集团旗下拥有三个上市平台             | 8  |
| 图 9：营业收入逐年攀升                   | 8  |
| 图 10：整体利润平稳提升                  | 8  |
| 图 11：2017 年 H 爱建集团旗下各子公司注册资本情况 | 9  |
| 图 12：当前主要资产集中于信托和租赁子公司（2017H）  | 9  |
| 图 13：2017 年 H 各子公司净利润情况（单位：亿元） | 9  |
| 图 14：爱建信托信托规模增长优于行业平均水平        | 10 |
| 图 15：2012-2016 年爱建信托的信托报酬率     | 10 |
| 图 16：2012-2016 年爱建信托的信托资产结构    | 10 |
| 图 17：爱建信托资产结构逐年优化              | 10 |
| 图 18：结构优化显著好于行业水平              | 10 |
| 图 19：爱建信托的信托资产功能趋于多样化          | 11 |
| 图 20：2012-2016 年爱建信托资金投向       | 11 |

|   |    |
|---|----|
| 图 21: 2012-2017H 信托行业资产管理规模 .....                 | 12 |
| 图 22: 社融: 新增信托贷款占比持续上升 (单位: 亿元) .....             | 12 |
| 图 23: 券商资管管理资产规模首次出现单季环比下降 .....                  | 12 |
| 图 24: 2014 年 Q3-2017 年 Q2 信托行业资金投向 (单位: 亿元) ..... | 12 |
| 图 25: 爱建租赁过去四年一期整体经营情况稳中有进 .....                  | 13 |
| 图 26: 爱建租赁自成立以来资产规模持续增长 .....                     | 13 |
| 图 27: 华瑞租赁原股东 .....                               | 14 |
| 图 28: 受让后华瑞租赁的股权结构 .....                          | 14 |
| 图 29: 融资租赁公司数量增长明显 .....                          | 14 |
| 图 30: 2012-2016 年融资租赁企业资产总额 .....                 | 14 |
| 图 31: 爱建证券的财务状况 .....                             | 15 |
| 图 32: 2014-2017H 爱建资管经营情况 .....                   | 15 |
| 图 33: 爱建产投经营情况 (单位: 亿元) .....                     | 16 |
| <br>  |    |
| 表 1: 公司增发前十大股东 .....                              | 5  |
| 表 2: 对照可比信托公司, 得出公司 18.17 倍 17 年预期市盈率 .....       | 16 |

## 1. 历史悠久的民营企业

### 1.1. 公司具有深厚的政府背景

上海爱建集团股份有限公司前身是上海市工商爱国建设公司。作为改革开放后的首家民营企业，爱建的历史深厚悠长。经过多年的发展，公司先后经历四个重要发展阶段，现已成为一家以信托、租赁为主，财富管理和资产管理为辅的综合金融服务提供者；爱建集团旗下拥有爱建信托、爱建融资租赁、爱建资产管理、爱建产业发展、爱建资本管理、爱建财富管理 6 家核心子公司，以及参股香港爱建、爱建证券等，打造成一个综合金融控股平台。

图 1：爱建集团重要发展节点

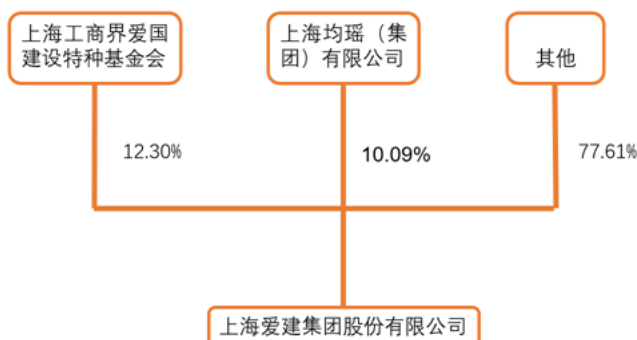


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 公司股权结构较为分散

爱建集团目前股权结构较为分散。前十大股东合计持有公司 38% 的股份。目前，公司第一大股东（发起人股东之一）为上海市工商界爱国建设特种基金会，持股占公司总股本的 12.30%，第二大股东为上海均瑶（集团）有限公司，持股占公司总股本的 10.09%。

图 2：爱建集团当前股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：公司增发前十大股东

| 股东名称                              | 持股数量(股)     | 占总股本比例(%) |
|-----------------------------------|-------------|-----------|
| 上海工商界爱国建设特种基金会                    | 176,740,498 | 12.3000   |
| 上海均瑶(集团)有限公司                      | 144,966,325 | 10.0900   |
| 新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红-018L-FH001 沪 | 59,171,617  | 4.1173    |
| 上海华豚企业管理有限公司                      | 57,999,070  | 4.0357    |
| 香港中央结算有限公司(陆股通)                   | 27,132,673  | 1.8880    |
| 全国社保基金一一一组合                       | 23,660,524  | 1.6464    |
| 全国社保基金四一三组合                       | 20,000,062  | 1.3917    |
| 泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 沪 | 12,341,934  | 0.8588    |
| 中国农业银行股份有限公司-富国中证国有企业改革指数分级证券投资基金 | 11,525,089  | 0.8019    |
| 兴业银行股份有限公司-工银瑞信金融地产行业混合型证券投资基金    | 10,856,006  | 0.7554    |
| 合 计                               | 544,393,798 | 37.8852   |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 均瑶集团产业资源丰富

### 2.1. 均瑶入主，民营控股

**定增募资，均瑶集团将成为第一大股东。**2015 年 9 月，上海国际集团将其持有爱建集团 1 亿股份转让给均瑶集团并于同年 12 月完成交割，均瑶集团持有 7.08%，成为公司第二大股东。2016 年 3 月，爱建集团拟通过对均瑶集团定向非公开发行募集资金；2017 年 4 月，均瑶集团宣布增持计划，截至 9 月 19 日，均瑶已完成 3% 的增持，均瑶集团现持股 10.09%。本次非公开发行股票若完成，均瑶集团将成为第一大股东，持股 20.33%，原有大股东爱国建设特种基金将降为第二大股东。

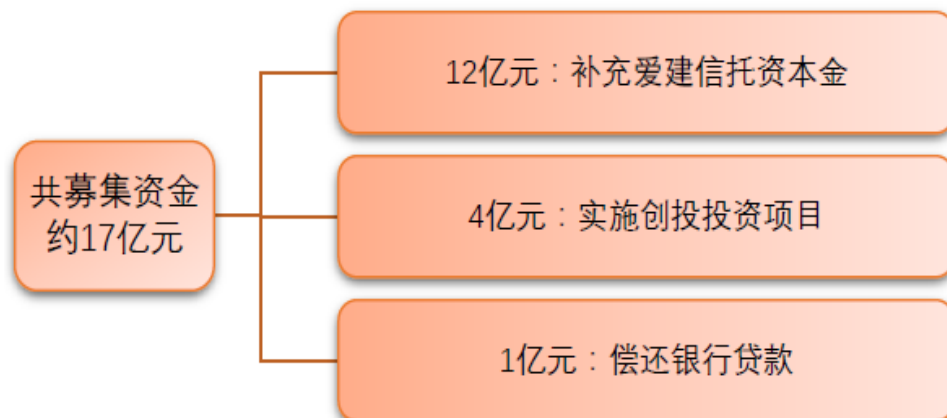
图 3：非公开发行前后预计股本结构变化

| 股东      | 定增前           |         | 定增后           |         |
|---------|---------------|---------|---------------|---------|
|         | 股数            | 占比      | 股数 2          | 占比 2    |
| 均瑶集团    | 144,966,325   | 10.09%  | 329,748,933   | 20.33%  |
| 爱建特种基金会 | 176,740,498   | 12.30%  | 176,740,498   | 10.90%  |
| 其他      | 1,115,433,021 | 77.61%  | 1,115,433,021 | 68.77%  |
| 总计      | 1,437,139,844 | 100.00% | 1,621,922,452 | 100.00% |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**增资核心业务，解除资本金束缚。**根据公司定增方案，预计募集资金 17 亿元。其中 12 亿元用于补充爱建信托资本金；4 亿元由爱建信托实施创投投资项目，投资范围契合上海科创中心建设的迫切需要：对新材料、新科技等国家战略性行业进行实业投资；剩余部分将用于偿还银行借款，降低资本负债率及财务风险。爱建信托增资完成后，其风险抵御能力相应提高。

图 4：定增募集资金到位后注册资本得到极大的提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

均瑶集团平均持股成本与市价相近，认可公司价值和潜力。均瑶集团在去年 9 月以 18.65 亿元购买公司 1.02 亿股，折合每股价格 18.32 元；2017 年 8 月增持 0.32 亿股，增持平均价格 14.75 元/股；2017 年 9 月增持 0.11 亿股，增持平均价格 14.097 元/股；本次定增价格预计为 9.20 元/股，购买不超过 1.85 亿股。四次增持平均持股成本为 12.72 元/股，与公司当前价格相近，具有较高的安全边际。

图 5：均瑶增持+定增情况

| 均瑶集团       | 每股价格   | 股份数         | 总资金（亿元） |
|------------|--------|-------------|---------|
| 2015 年 9 月 | 18.32  | 101,819,098 | 18.65   |
| 2017 年 8 月 | 14.75  | 31,793,853  | 4.69    |
| 2017 年 9 月 | 14.097 | 11,353,374  | 1.60    |
| 定增         | 9.2    | 184,782,608 | 17.00   |
| 总计         | 12.72  | 329,748,933 | 41.94   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

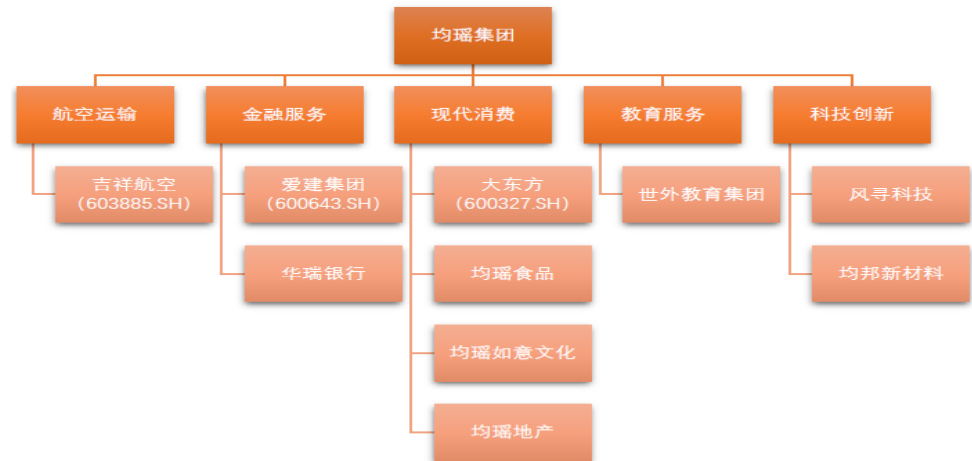
原有大股东表态支持均瑶入主，管理层敲定，期待后续创新发展。爱建集团 7 月 25 日发布公告称推选王均金先生为第七届董事会董事长，原董事长范永进先生任副董事长。第七届董事中王均金、侯福林、蒋海龙为均瑶集团推荐的人选。新的管理层将为公司带来创新管理模式，有利于公司后续发展。

## 2.2. 实力强劲的股东

均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业，创始于 1991 年 7 月。目前以航空运输、商业零售和金融服务为三大主营业务，涉及教育服务、信息科技、投资等领域。截至 2016 年 9 月底，均瑶集团总资产 352.24 亿元，实现营收 158.60 亿元，净利润 12.88 亿元。



图 6：均瑶集团产业布局情况

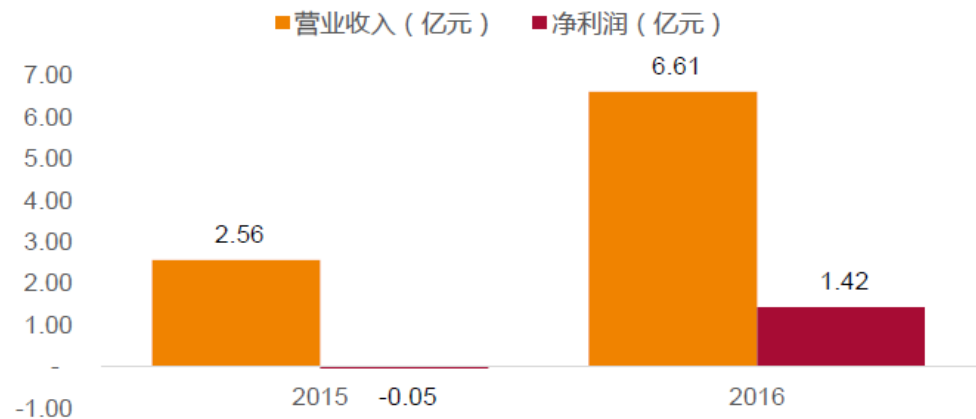


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**控股华瑞银行，延续民营基因。**华瑞银行为首批五家民营银行之一，2015 年 5 月正式开始营业。均瑶集团持股华瑞银行 30% 股权，为第一大股东。截止 2016 年底，华瑞银行资产规模超 300 亿元，存款 182.4 亿元，同比增长 87.45%，各项贷款余额 104.65 亿元，均为正常贷款，其不良资产和不良贷款率均保持为零。

截至 2016 年底，华瑞银行实现营业收入 6.61 亿元，同比增长 157.85%，其中利息净收入 4.74 亿元，同比增长 24+%，手续费及佣金收入 0.66 亿元，同比增长 91%，投资收益 1.20 亿元，同比增长 43%；实现净利润 1.42 亿元，同比增长 3213.55%。华瑞银行专注自贸区全方位金融服务，借助地区优质资源强力发展。作为首批投贷联动试点企业，华瑞银行与股东均瑶集团实现投贷联动合作，实现利息加增值收益的双收益模式，致力于成为交易服务型银行。

图 7：均瑶集团旗下华瑞银行经营情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

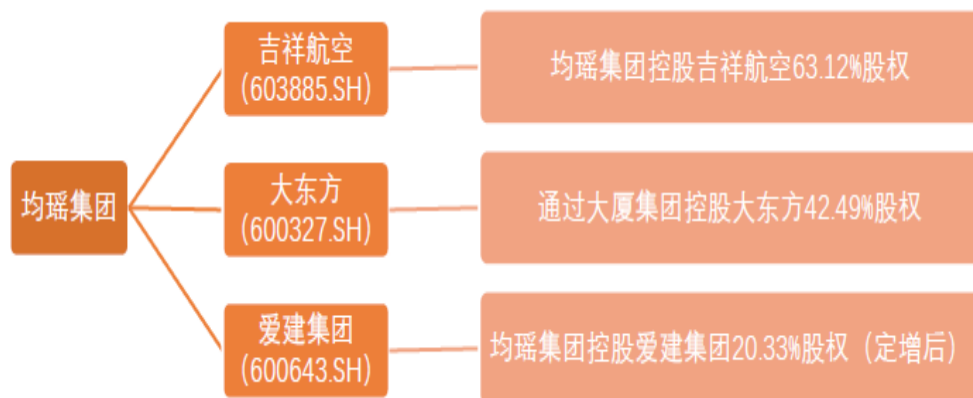
**携手吉祥航空，共建融资租赁。**吉祥航空于 2006 年 9 月实现首航，2015 年 5 月在上交所上市。华瑞租赁原为吉祥航空全资子公司，均瑶集团控股吉祥航空 63.12% 股权。2014 年，华瑞租赁与九元航空签订飞机融资租赁协议，实现集团内部资源协同。2017 年 2 月，爱建集团旗下子公司拟以现金受让华瑞租赁 100% 的股权，以消除同业竞争，进一步促进均瑶旗下租赁业务的发展。

### 2.3. 未来将积极对接集团金融资源

**内部资源协同效应强。**均瑶集团旗下在航空运输和商业零售领域各有吉祥航空和大东方两家上市公司。本次重组完成后，爱建集团将成为均瑶集团旗下第三家上市公司，也是金融服务板块的首家上市公司。作为多元金融平台，爱建集团将依托均瑶集团丰富的旗下资源

和金融业务经营经验，更好地适配公司战略定位，加速构建金控平台，把金融主业继续做大做强。

图 8：均瑶集团旗下拥有三个上市平台



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 广州基金要约收购，国资入股将成为第三大股东

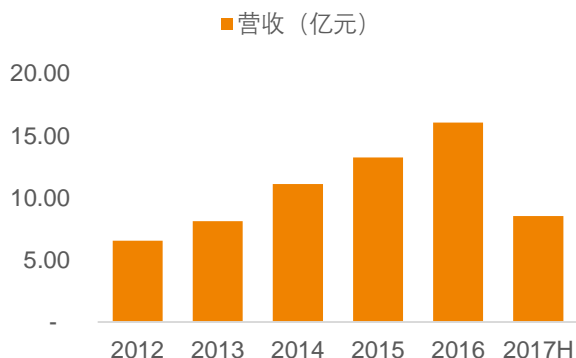
**广州基金要约收购，将成为公司第三大股东。**广州基金成立于 2013 年 2 月，由广州市人民政府控股。主营业务包括投资管理服务、投资咨询服务、股权投资等。2017 年 6 月，广州基金原拟以 18 元/股的价格要约收购公司 30% 的股份，从而取得公司的控制权。2017 年 7 月，均瑶、特种基金会和广州基金三方协商达成一致，广州基金将仍以 18 元/股的价格要约收购约 7.30% 的股份，其与其一致行动人华豚企业和广州基金国际所持总股数不超过特种基金会所持股份数，成为公司第三大股东。

**战略合作促稳定发展。**广州基金自成立以来，在市政府的引导下，业务迅猛发展。截至 2016 年底，公司资产总计 271 亿元，净利润 4.3 亿元，公司签约基金规模超过 1700 亿元。广州基金将利用自身的金融行业运作经验和优势资源，促进公司进一步稳定发展。

## 3. 爱建集团：以信托、租赁为核心的综合金控平台

爱建集团目前已经形成以信托为基础，集租赁、资管、产投、财富管理等多个金融牌照和类金融牌照于一体的综合金控集团，同时正积极争取其他金融牌照。2017 年上半年，公司实现总营业收入 8.51 亿元，同比增长 26.53%，归母净利润 3.60 亿元，同比增长 15.16%，过去几年中公司营收与净利润均稳步上升。

图 9：营业收入逐年攀升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：整体利润平稳提升

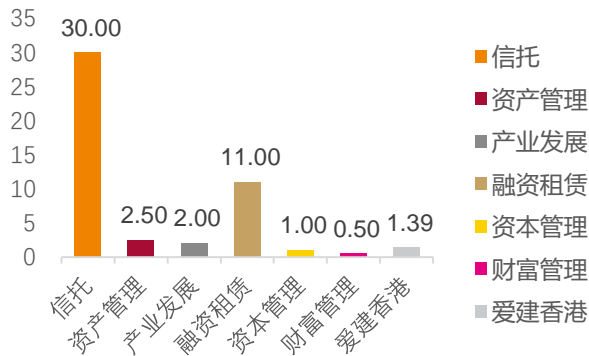


资料来源：公司公告，天风证券研究所



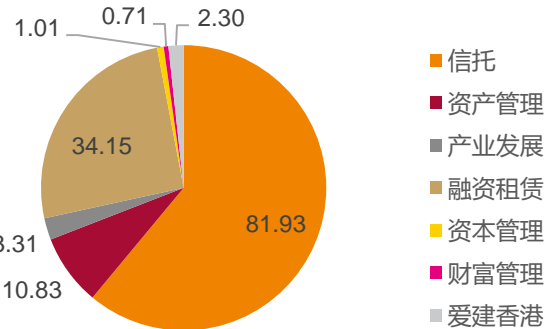
**信托+租赁为主，全牌照金融控股。**截至 2017 年上半年，公司主要资产集中于信托和租赁子公司。2016 年 6 月，爱建集团对爱建租赁增资 5 亿元，爱建租赁的注册资本达 11 亿元。爱建租赁的资本金规模提升，资产负债率下降，财务状况得到改善，有利于扩展其业务规模，从而提高盈利能力。而爱建信托的注册资本达到 30 亿元，截至 2017 年上半年总资产达到 81.93 亿元，净资产 42.03 亿元，是爱建集团主要的资产。

图 11：2017H1 爱建集团旗下各子公司注册资本情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

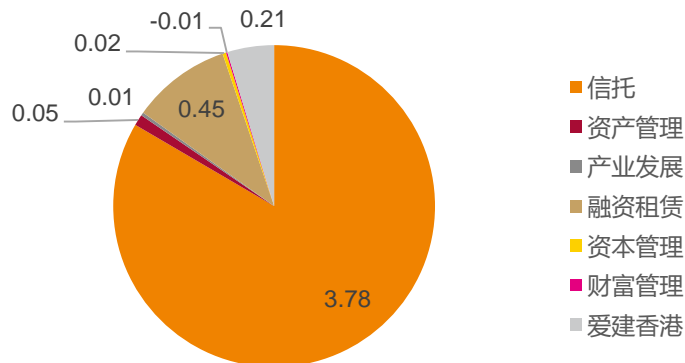
图 12：主要资产集中于信托和租赁子公司（2017H）（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

从营业利润构成来看，信托公司利润贡献最大，而爱建租赁随着近年来生息资产规模扩大，成为集团内新增利润点。上半年爱建信托实现净利润 3.78 亿元，租赁子公司净利润为 4500 万元。作为一家具有深厚政府背景的民营企业，公司整体激励机制灵活，当前信托、租赁等很多业务已实现项目提成制，有利于充分调动员工的积极性。

图 13：2017 年 H 各子公司净利润情况（单位：亿元）

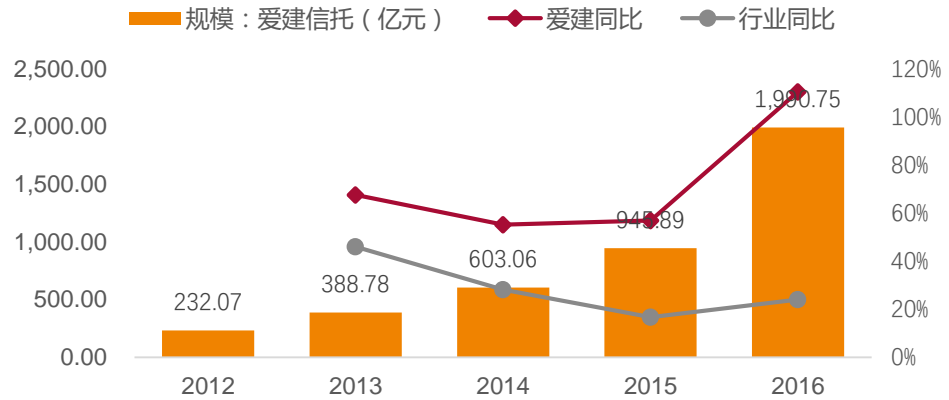


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.1. 爱建信托：行业景气度回升，增资拓宽业务发展空间

**爱建信托业绩稳定。**爱建信托成立于 1986 年 8 月，前身为上海爱建金融信托投资公司，目前注册资本为 30 亿元。2017 年上半年爱建信托受托规模已达 2626.15 亿元，同比增长 33.57%；实现营收 5.92 亿元，同比增长 25.71%；实现净利润 3.78 亿元，同比增长 17.61%。无论是资产规模、营业收入，还是净利润，爱建信托的业绩增长均优于行业平均水平。

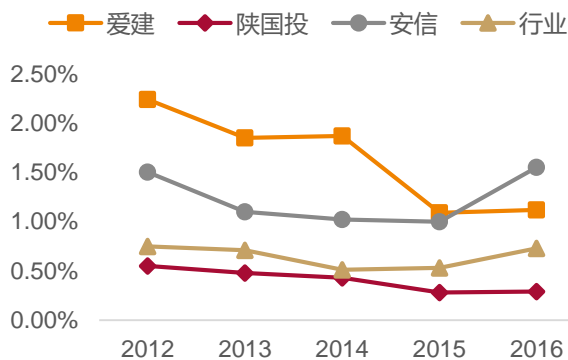
图 14：爱建信托信托规模增长优于行业平均水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

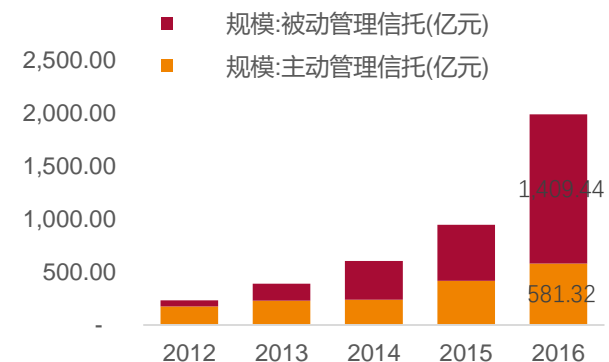
在 2012-2016 年间，公司管理信托规模的增长主要依赖于被动管理类信托，截至 2016 年底，被动管理信托规模达到 1409 亿元，主动管理信托规模 581 亿元；同一阶段，公司的信托报酬率逐年的下降，但是到 2016 年有企稳的迹象，总体上爱建信托的年化信托报酬率依然是高于行业平均水平的。公司 2017 年半年报显示公司 2017 年主动管理信托业务规模和信托产品直销规模同比有较高增长，未来报酬率增长可期。

图 15：2012-2016 年爱建信托的信托报酬率



资料来源：wind，天风证券研究所

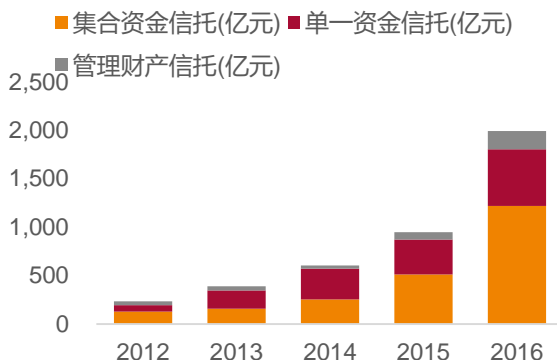
图 16：2012-2016 年爱建信托的信托资产结构



资料来源：wind，天风证券研究所

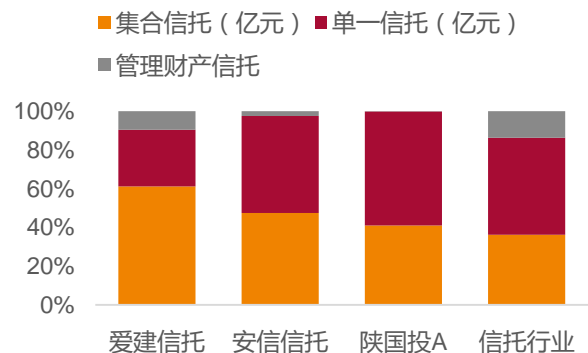
信托结构逐年优化，显著优于行业水平。从信托资金来源方面看，2016 年集合信托规模为 1218.13 亿元，占比为 61.19%，单一信托规模为 582.88 亿元，占比为 29.28%，结构优化显著好于行业水平。爱建信托的集合信托规模及占比逐年增加，扩大了爱建信托资金运作空间，有助于提高爱建信托收益率。

图 17：爱建信托资产结构逐年优化



资料来源：wind，天风证券研究所

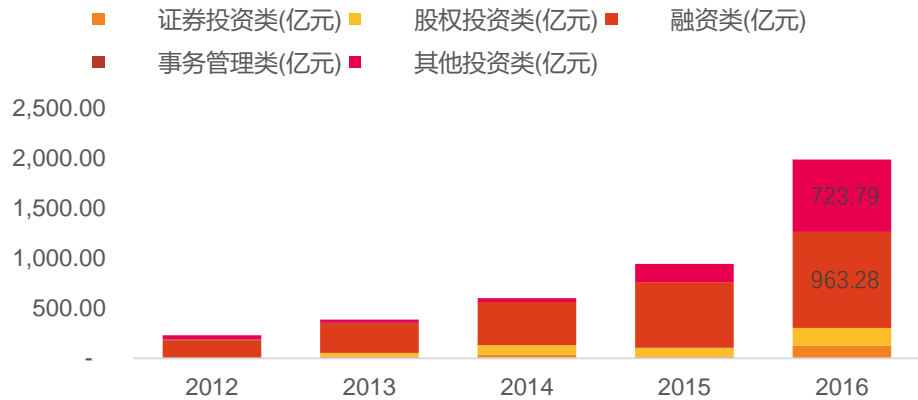
图 18：结构优化显著好于行业水平



资料来源：wind，天风证券研究所

**资产功能多样化，寻求新的发展机遇。**2016 年开始，公司资产功能趋向多样化，打破了融资类信托独大的特点。2017 年爱建集团非公开发行股份募集资金，拟向爱建信托增资 12 亿元，4 亿元将用于实施创投投资项目。证券投资和股权投资业务已经明确为爱建信托未来重点布局的业务方向。

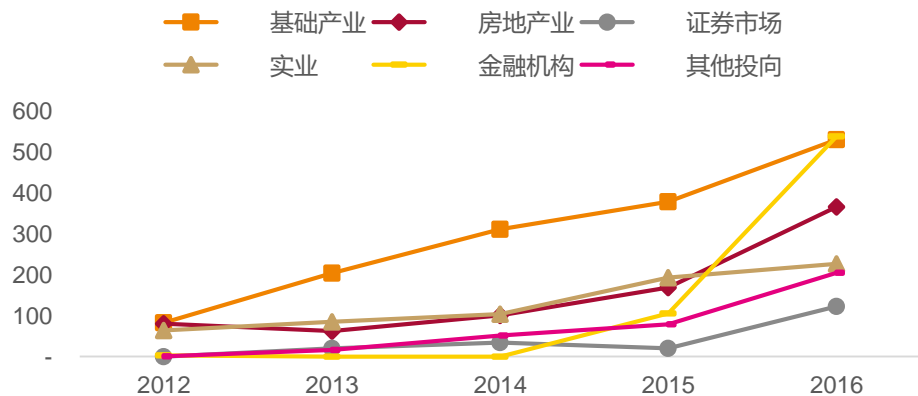
图 19：爱建信托的信托资产功能趋于多样化



资料来源：wind，天风证券研究所

**回归信托本源服务实体，转型寻求发展新机遇。**在传统房地产、信政业务领域，爱建信托已经积累了丰富的资产管理经验。在房地产调控加强和地方债置换加大的背景下，房地产融资类业务将增长乏力，而基于政府信用的信政合作模式亦面临较大转型压力。随着供给侧结构性改革的持续深入，我国实体经济转型升级步伐加快。信托业也在转型路口迎来了发展机遇期。公司正积极探寻新的业务机会：如国内居民与日俱增的资产配置多元化需求所带来的财富管理、家族信托等业务的机会；经济转型、多层次资本市场建设所带来的股权投资机会；盘活各类资产所带来的各种资产证券化机会。

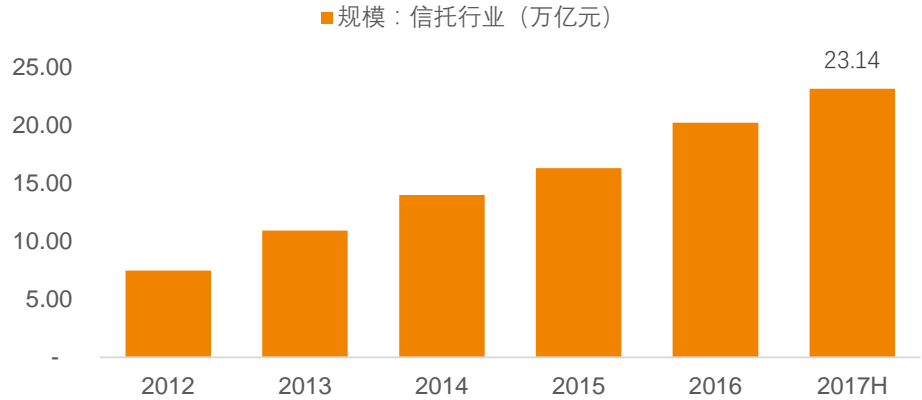
图 20：2012-2016 年爱建信托资金投向（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**爱建信托有望保持增长，成为集团打造金融控股平台中不可或缺的一环。**除了其自身的发展优势，也是基于信托行业发展的前景。信托业受益于供给侧结构性改革带来的新发展理念和经济结构加快调整取得的新进展，信托资产的增长出现了升中趋稳。截至 2017 年 2 季度末，全国 68 家信托公司受托资产达到 23.14 万亿元。

图 21：2012-2017H 信托行业资产管理规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

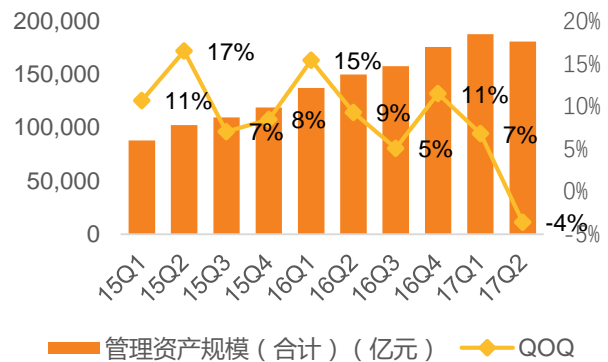
信托行业短期内将受益于监管新政带来的资金挤出。2017 年 1-9 月新增信托贷款 1.79 万亿元，同比增长 273%；占新增社融中的比重达到 11.40%，较去年同期大幅提升 7.8 个百分点。而上半年，券商资管管理资产规模首次出现单季度环比下降的现象，截至 2017 年上半年规模为 18.10 万亿元，环比下降 4%。

图 22：社融：新增信托贷款占比持续上升（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

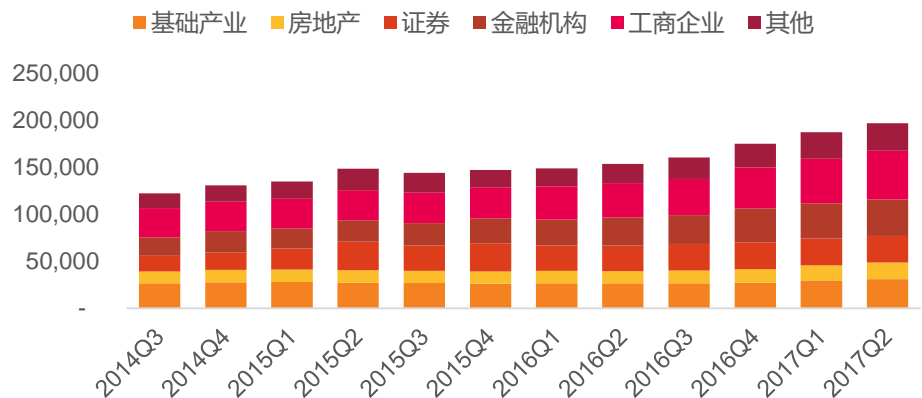
图 23：券商资管管理资产规模首次出现单季环比下降



资料来源：wind，天风证券研究所

长期看行业的转型。监管对于券商资管和基金子公司的通道业务的挤出，信托公司将业务的落脚点放在支持实体经济上，主动去通道，缩短资金链条，深度介入产业，实现更紧密的产融结合。围绕特定的实体产业领域，培育自身的主动管理能力，实现盈利模式从赚取利差向获得低风险稳定的管理费收入及超额收益分成的资产管理业务转型升级。

图 24：2014 年 Q3-2017 年 Q2 信托行业资金投向（单位：亿元）

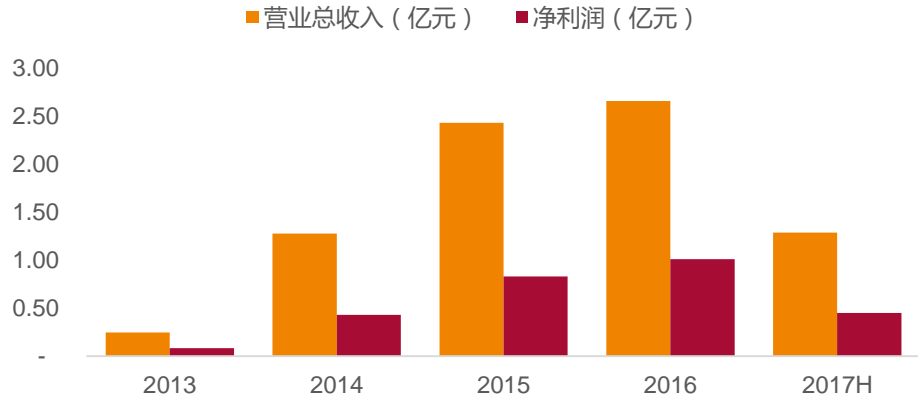


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 租赁：资金到位，对接集团产业资源

**业务发展迅速，成公司主要利润来源之一。**上海爱建融资租赁有限公司是爱建集团的全资子公司，自 2013 年 4 月成立以来，业务发展迅速，2013-2016 年度，主营业务收入及净利润复合增长率分别 120.48%和 127.54%。2017 年 6 月末，爱建租赁生息资产规模为 33.64 亿元，较 2016 年末略有下降，营业总收入为 12,854.43 万元，净利润为 4,506.37 万，预期全年将实现净增长。

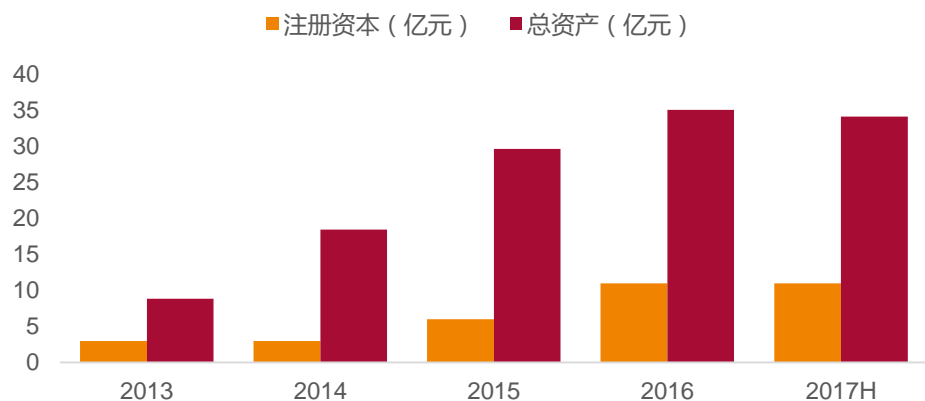
图 25：爱建租赁过去四年一期整体经营情况稳中有进



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**爱建租赁连续增资促业务发展。**融资租赁行业是资金密集型行业，净资本大小成为影响融资租赁公司业务拓展的重要因素。在资产负债率始终处于 80%左右的情况下，作为一家外资租赁公司，爱建租赁难以获得银行信贷支持其业务发展，因此资本金不足已经成为爱建租赁快速发展的掣肘。2014 年 12 月，爱建集团第一次为爱建租赁增资 3 亿元，注册资本上升至 6 亿元。2016 年 8 月，爱建集团第二次为爱建租赁增资 5 亿元，注册资本达 11 亿元，考虑到目前外资租赁公司 10 倍杠杆上限，未来爱建租赁的经营规模有望进一步扩大。

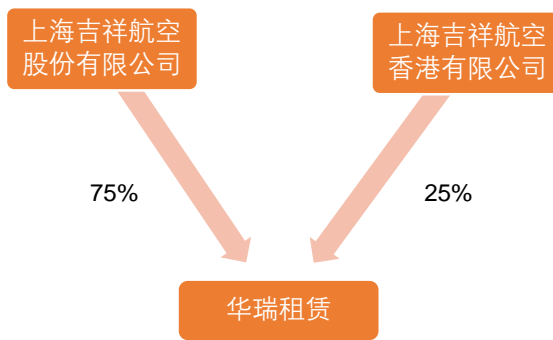
图 26：爱建租赁自成立以来资产规模持续增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

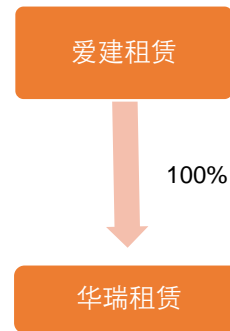
**华瑞租赁助力爱建租赁，消除同业竞争促发展。**2017 年 1 月，爱建集团发布公告称爱建租赁拟以现金的方式受让由均瑶集团控股的华瑞租赁 100%的股权。华瑞租赁原为吉祥航空全资子公司，均瑶集团控股吉祥航空 63.12%股权。华瑞租赁与九元航空签订飞机融资租赁协议，实现集团内部资源协同。吉祥航空还对华瑞租赁分别于 2015 年 12 月，2016 年 12 月多次增资，现注册资本 12 亿元，资本金的补充有利于公司业务的开展，营收增厚有望获得较大提升。若此次受让成功，将成功消除同业竞争的风险，有利于完善公司租赁业务结构。

图 27：华瑞租赁原股东



资料来源：公司公告，天风证券研究所

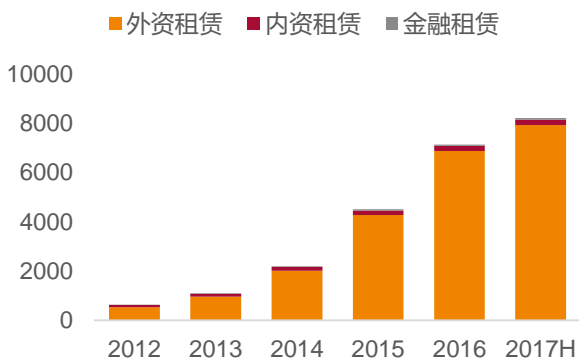
图 28：受让后华瑞租赁的股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

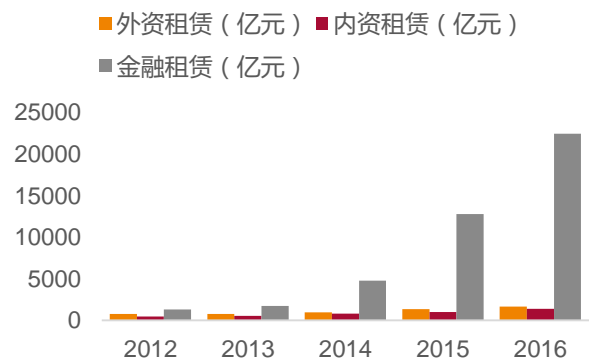
**我国融资租赁行业逆势上扬，继续快速发展。**2016 年以来，我国租赁业在经济环境发展下行压力增大的背景下继续逆势上扬。截至 2017 年中，全国融资租赁企业总数约为 8218 家，比上年底增加 1092 家；融资租赁合同余额达到 5.60 万亿元，比上年增长 5%。我们预计在经济转型期，企业投资需求与资金短缺的矛盾将是行业发展的长期核心推动力。

图 29：融资租赁公司数量增长明显（单位：家）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：2012-2016 年融资租赁企业资产总额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

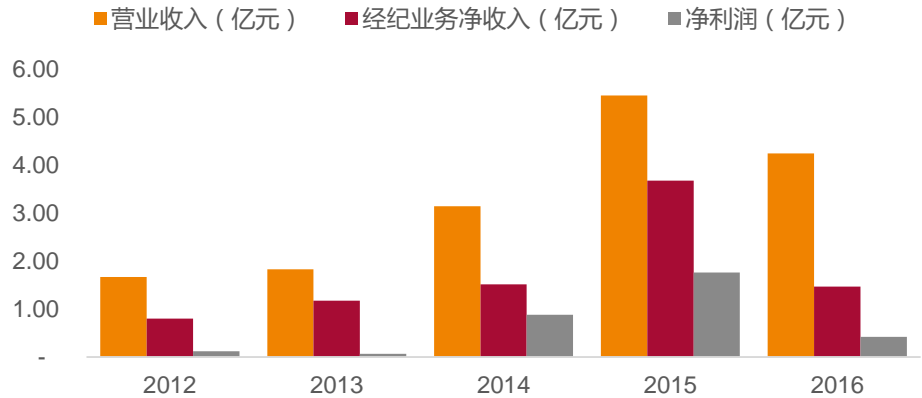
在租赁行业规模持续扩张的背景下，公司将充分利用均瑶集团带来的产融结合空间。融资租赁作为链接实体经济与金融的最重要的工具，产融结合是其发展壮大的重要推动力，均瑶集团旗下有航空、乳业、商贸零售等多块实体资产，爱建租赁能够满足其多元化的融资需求，未来产融结合的发展潜力巨大。

### 3.3. 证券：未来业绩改善潜力大

截至 2017 年中，公司及子公司上海方达投资发展有限公司合计持有爱建证券 48.86% 股权，为爱建证券第二大股东。上海国资委实为爱建证券控股股东。爱建证券 2016 年实现营业收入 4.24 亿元，同比降低 22%，归属母公司净利润 0.42 亿元，同比降低 76%，这主要是由于经纪业务收入较 2015 年有较大幅度的减少。2016 年公司经济业务实现收入总额 1.47 亿元，同比减少 60%。2016 年爱建证券股基交易额达到 4559 亿元，市场占有率从 2015 年的 0.13% 提升至 0.17%。



图 31：爱建证券的财务状况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

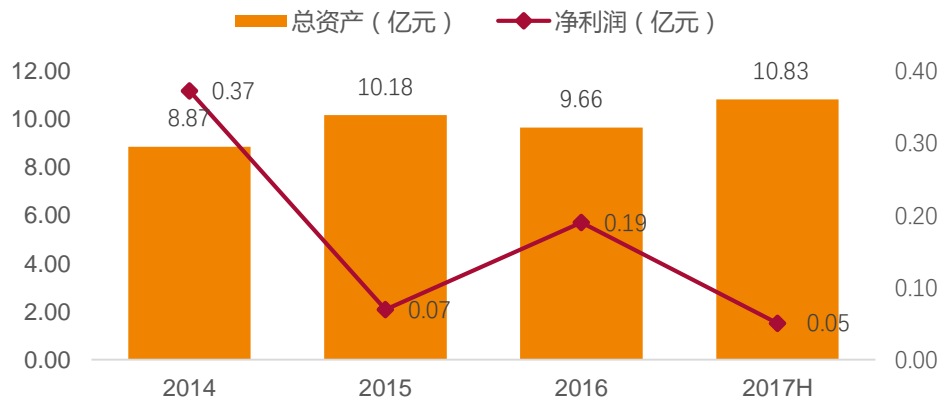
爱建证券在行业中排名整体较后，后续改善空间较大。从证券业协会公布的数据来看，爱建证券近几年在净资产、净利润等指标排名相对靠后，2016 年分为 95 名和 92 名。未来随着市场行情回暖，爱建证券的业绩有望止跌回升，为上市公司带来丰厚的业绩。

### 3.4. 其他金融资产

公司旗下金融资产丰富，除了信托、租赁、证券以外，还同步打造资管、产投、财富管理多元金融，实现金融业态间客户分享、产品发行和融资链条的协同。资管、产投目前占比虽然较小，但未来有望成为公司重要组成部分。

爱建资产是集团全资子公司，注册资本为 2.5 亿元，经营范围主要为不动产投资和资产管理、商务咨询等。截至 2017 年上半年，该公司总资产为 1083 亿元，净资产为 2.66 亿元，净利润为 505.09 万元。

图 32：2014-2017H 爱建资管经营情况

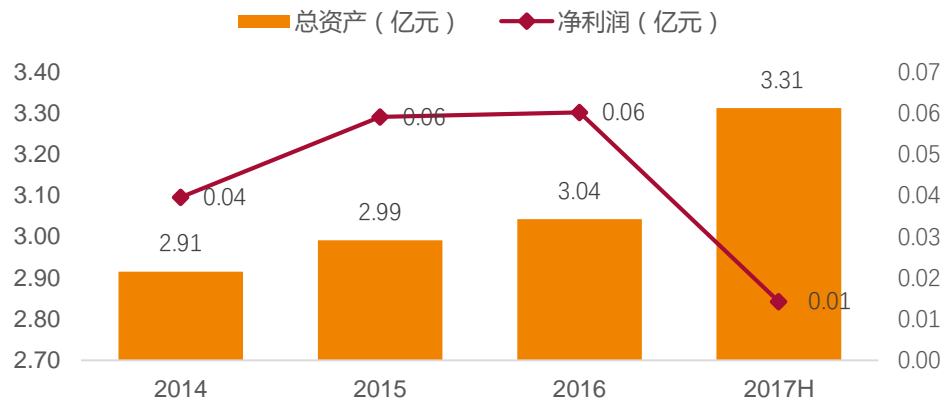


资料来源：公司公告，天风证券研究所

爱建产业公司成立于 2013 年，是集团全资子公司，注册资本为 2 亿元，经营范围为实业投资与资产管理、投资管理等。截至 2017 年上半年，该公司（含产业板块）总资产为 3.31 亿元，净资产为 2.48 亿元，净利润为 142.61 万元。

爱建资本借助集团资源，股权投资逐步释放收益。截至 2017 年中，公司旗下私募股权投资平台爱建资本总资产为 1.01 亿元，净资产为 0.98 亿元，净利润为 162.88 万元。

图 33：爱建产投经营情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 15.25 元/股

我们假设爱建集团顺利完成 17 亿元定增计划，预计爱建集团 2017E、2018E、2019E 的营业收入分别为 22.63 亿元、28.62 亿元、35.78 亿元，同比增长分别为 41%、26.5%、25%；归母净利润分别为 8.72 亿元、11.52 亿元、14.44 亿元，同比增长分别为 40.47%、32.19%、25.37%；对应 EPS 分别为 0.61 元/股、0.80 元/股、1.01 元/股。

对于爱建集团，我们认为以下几点是值得关注的：一是爱建信托若完成增资后，净资本有望得到大幅提升，关注爱建信托后续主动管理能力的提升，带动业绩的持续增长；二是租赁业务在完成整合之后，消除同业竞争的阻碍，对接集团产业资源，着力开展创新业务，预计租赁业务有望持续提升对上市公司的贡献；三是广州基金要约收购事件以和平方式解决，股权纷争暂告段落，未来各方的股东之间的协同将进一步促进上市公司的发展；四是上市公司拟参股曲靖市商业银行，目标是成为其第一大股东，多元业务布局将提升上市公司的盈利稳定性，同时能够加强不同业务间的协同。

表 2：对照可比信托公司，得出公司 18.17 倍 17 年预期市盈率

| 证券代码      | 证券简称  | 总市值    | 17 年预期营业收入 | 17 年预期归母净利润 | 17 年预期市盈率(倍) | 17 年预期市净率(倍) |
|-----------|-------|--------|------------|-------------|--------------|--------------|
| 600816.SH | 安信信托  | 646.73 | 52.46      | 30.34       | 17.49        | 3.84         |
| 000563.SZ | 陕国投 A | 158.23 | 10.14      | 5.15        | 29.32        | 1.62         |
| 000666.SZ | 经纬纺机  | 150.05 | 104.26     | 5.45        | 15.19        | 2.01         |
| 002608.SZ | 江苏国信  | 338.00 | 168.15     | 10.78       | 15.53        | 2.01         |
| 市值加权平均值   |       |        |            |             | 18.16        | 2.88         |

资料来源：wind，天风证券研究所，市值取 2017 年 11 月 10 收盘市值，17 年预期营收和 17 年预期归母净利润取 wind 一致预期

我们选取表二中所列家上市信托公司作为公司可比标的，以 11 月 10 日收盘价为基准价，得出可比平均市盈率为 18.16 倍，考虑到爱建集团作为高增长的金控平台，且在股权结构理顺后，公司治理将迎来较大的改善空间。根据我们前文分析，我们认为给予公司可比标的 2017E 平均 25 倍市盈率较为合适，对应目标市值为 219 亿元，目标价为 15.25 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2015             | 2016             | 2017E            | 2018E            | 2019E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 1,154.78         | 1,098.03         | 35.95            | (292.38)         | 393.65           |
| 应收账款            | 290.89           | 354.62           | 213.26           | 503.30           | 392.39           |
| 预付账款            | 3.07             | 12.95            | 212.34           | 60.19            | 120.62           |
| 存货              | 78.90            | 11.13            | 115.75           | 44.75            | 155.87           |
| 其他              | 1,941.61         | 2,178.96         | 1,959.26         | 2,026.97         | 2,054.94         |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>3,469.25</b>  | <b>3,655.69</b>  | <b>2,536.55</b>  | <b>2,342.83</b>  | <b>3,117.48</b>  |
| 长期股权投资          | 312.20           | 1,754.30         | 1,854.30         | 1,854.30         | 1,854.30         |
| 固定资产            | 29.73            | 487.02           | 508.33           | 549.72           | 590.17           |
| 在建工程            | 0.32             | 0.00             | 36.00            | 69.60            | 71.76            |
| 无形资产            | 24.55            | 25.59            | 22.61            | 19.64            | 16.67            |
| 其他              | 6,892.23         | 9,740.71         | 10,971.05        | 11,359.51        | 12,745.47        |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>7,259.03</b>  | <b>12,007.61</b> | <b>13,392.29</b> | <b>13,852.77</b> | <b>15,278.36</b> |
| <b>资产总计</b>     | <b>10,728.28</b> | <b>15,663.30</b> | <b>15,928.84</b> | <b>16,195.61</b> | <b>18,395.84</b> |
| 短期借款            | 2,224.60         | 3,004.65         | 3,004.65         | 1,204.65         | 1,295.35         |
| 应付账款            | 444.87           | 638.58           | 559.00           | 1,117.55         | 1,017.44         |
| 其他              | 528.30           | 1,704.71         | 1,402.08         | 1,558.65         | 1,543.17         |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>3,197.77</b>  | <b>5,347.94</b>  | <b>4,965.73</b>  | <b>3,880.85</b>  | <b>3,855.96</b>  |
| 长期借款            | 1,430.25         | 2,094.24         | 2,094.24         | 2,094.24         | 2,094.24         |
| 应付债券            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他              | 344.36           | 1,829.05         | 2,000.00         | 2,200.00         | 2,009.68         |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>1,774.60</b>  | <b>3,923.29</b>  | <b>4,094.24</b>  | <b>4,294.24</b>  | <b>4,103.92</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>4,972.37</b>  | <b>9,271.22</b>  | <b>9,059.96</b>  | <b>8,175.09</b>  | <b>7,959.87</b>  |
| 少数股东权益          | 9.77             | 9.36             | 8.91             | 8.35             | 7.64             |
| 股本              | 1,437.14         | 1,437.14         | 1,437.14         | 1,437.14         | 1,437.14         |
| 资本公积            | 2,554.17         | 2,554.17         | 2,554.17         | 2,554.17         | 3,525.87         |
| 留存收益            | 4,010.71         | 4,551.20         | 5,422.83         | 6,575.03         | 8,991.19         |
| 其他              | (2,255.88)       | (2,159.79)       | (2,554.17)       | (2,554.17)       | (3,525.87)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>5,755.91</b>  | <b>6,392.08</b>  | <b>6,868.88</b>  | <b>8,020.52</b>  | <b>10,435.97</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>10,728.28</b> | <b>15,663.30</b> | <b>15,928.84</b> | <b>16,195.61</b> | <b>18,395.84</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2015              | 2016              | 2017E             | 2018E             | 2019E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 554.36            | 620.39            | 871.63            | 1,152.20          | 1,444.46          |
| 折旧摊销           | 10.90             | 23.77             | 5.66              | 7.98              | 10.37             |
| 财务费用           | 198.84            | 207.08            | 84.09             | 73.56             | 68.69             |
| 投资损失           | (176.59)          | (299.08)          | (200.00)          | (200.00)          | (200.00)          |
| 营运资金变动         | (358.05)          | 721.51            | (527.16)          | 807.27            | (503.67)          |
| 其它             | 415.89            | (1,463.41)        | (67.49)           | (3.40)            | 23.50             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>645.35</b>     | <b>(189.74)</b>   | <b>166.74</b>     | <b>1,837.62</b>   | <b>843.34</b>     |
| 资本支出           | 103.72            | 431.55            | (10.95)           | (120.00)          | 240.32            |
| 长期投资           | 4.52              | 1,442.10          | 100.00            | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (1,586.83)        | (5,400.38)        | (706.51)          | (172.39)          | (1,435.66)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,478.59)</b> | <b>(3,526.73)</b> | <b>(617.46)</b>   | <b>(292.39)</b>   | <b>(1,195.34)</b> |
| 债权融资           | 3,803.98          | 6,231.79          | 6,098.89          | 4,298.89          | 4,433.89          |
| 股权融资           | 44.45             | 30.33             | (476.88)          | (71.97)           | 904.60            |
| 其他             | (2,651.24)        | (2,706.38)        | (6,233.35)        | (6,100.47)        | (5,595.81)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>1,197.19</b>   | <b>3,555.74</b>   | <b>(611.35)</b>   | <b>(1,873.55)</b> | <b>(257.32)</b>   |
| 汇率变动影响         | 2.44              | 2.94              | 1.84              | 2.41              | 2.39              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>366.39</b>     | <b>(157.80)</b>   | <b>(1,060.24)</b> | <b>(325.92)</b>   | <b>(606.92)</b>   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2015            | 2016            | 2017E           | 2018E           | 2019E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>1,324.17</b> | <b>1,604.80</b> | <b>2,262.77</b> | <b>2,862.40</b> | <b>3,578.00</b> |
| 营业成本             | 150.90          | 323.95          | 456.77          | 577.81          | 722.26          |
| 营业税金及附加          | 71.47           | 34.81           | 45.26           | 57.25           | 71.56           |
| 营业费用             | 4.54            | 7.13            | 10.26           | 12.98           | 17.89           |
| 管理费用             | 367.56          | 470.32          | 565.69          | 715.60          | 894.50          |
| 财务费用             | 65.55           | 67.36           | 84.09           | 73.56           | 68.69           |
| 资产减值损失           | 32.98           | 50.39           | 35.00           | 35.00           | 35.00           |
| 公允价值变动收益         | 12.69           | (27.32)         | (67.02)         | (2.82)          | 24.22           |
| 投资净收益            | 179.91          | 302.02          | 201.84          | 202.41          | 202.39          |
| 其他               | (324.88)        | (470.42)        | (269.64)        | (399.17)        | (453.23)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>763.45</b>   | <b>846.56</b>   | <b>1,200.52</b> | <b>1,589.78</b> | <b>1,994.72</b> |
| 营业外收入            | 7.50            | 13.12           | 9.78            | 10.13           | 11.01           |
| 营业外支出            | 0.14            | 0.82            | 0.36            | 0.44            | 0.54            |
| <b>利润总额</b>      | <b>770.82</b>   | <b>858.86</b>   | <b>1,209.94</b> | <b>1,599.48</b> | <b>2,005.19</b> |
| 所得税              | 216.46          | 238.47          | 338.78          | 447.85          | 561.45          |
| <b>净利润</b>       | <b>554.36</b>   | <b>620.39</b>   | <b>871.63</b>   | <b>1,152.20</b> | <b>1,444.46</b> |
| 少数股东损益           | (0.32)          | (0.11)          | (0.47)          | (0.58)          | (0.72)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>554.68</b>   | <b>620.50</b>   | <b>871.63</b>   | <b>1,152.20</b> | <b>1,444.46</b> |
| 每股收益（元）          | 0.39            | 0.43            | 0.61            | 0.80            | 1.01            |

| 主要财务比率         | 2015    | 2016    | 2017E    | 2018E   | 2019E    |
|----------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |          |         |          |
| 营业收入           | 19.37%  | 21.19%  | 41.00%   | 26.50%  | 25.00%   |
| 营业利润           | 11.61%  | 10.89%  | 41.81%   | 32.42%  | 25.47%   |
| 归属于母公司净利润      | 8.24%   | 11.87%  | 40.47%   | 32.19%  | 25.37%   |
| <b>获利能力</b>    |         |         |          |         |          |
| 毛利率            | 88.60%  | 79.81%  | 79.81%   | 79.81%  | 79.81%   |
| 净利率            | 41.89%  | 38.67%  | 38.52%   | 40.25%  | 40.37%   |
| ROE            | 9.65%   | 9.72%   | 12.71%   | 14.38%  | 13.85%   |
| ROIC           | 139.06% | 733.57% | 4749.81% | 217.49% | -524.67% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |          |         |          |
| 资产负债率          | 46.35%  | 59.19%  | 56.88%   | 50.48%  | 43.27%   |
| 净负债率           | 0.53%   | 0.21%   | 28.26%   | 36.47%  | 39.94%   |
| 流动比率           | 1.08    | 0.68    | 0.51     | 0.60    | 0.81     |
| 速动比率           | 1.06    | 0.68    | 0.49     | 0.59    | 0.77     |
| <b>营运能力</b>    |         |         |          |         |          |
| 应收账款周转率        | 7.56    | 4.97    | 7.97     | 7.99    | 7.99     |
| 存货周转率          | 16.81   | 35.65   | 35.67    | 35.67   | 35.67    |
| 总资产周转率         | 0.14    | 0.12    | 0.14     | 0.18    | 0.21     |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |          |         |          |
| 每股收益           | 0.39    | 0.43    | 0.61     | 0.80    | 1.01     |
| 每股经营现金流        | 0.45    | -0.13   | 0.12     | 1.28    | 0.59     |
| 每股净资产          | 4.00    | 4.44    | 4.77     | 5.58    | 7.26     |
| <b>估值比率</b>    |         |         |          |         |          |
| 市盈率            | 31.53   | 28.19   | 20.07    | 15.18   | 12.11    |
| 市净率            | 3.04    | 2.74    | 2.55     | 2.18    | 1.68     |
| EV/EBITDA      | 17.10   | 11.28   | 8.67     | 5.50    | 3.48     |
| EV/EBIT        | 17.31   | 11.55   | 8.70     | 5.53    | 3.50     |

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/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，天风证券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。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 4068 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 卓越时代广场 36 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518017            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-82566970  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-23913441  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |