

2016.09.12

金控燎原

——寻找中国非银金融的 Alpha 系列之三

 刘欣琦 (分析师)	 孔祥 (分析师)	 耿艳艳 (研究助理)
021-38676647	021-38674744	021-38676640
liuxinqi@gtjas.com	Kongxiang@gtjas.com	Gengyanyan@gtjas.com

证书编号 S0880515050001

S0880515080006

S0880115060008

评级:

增持

上次评级: 增持

细分行业评级

金融控股公司

增持

本报告导读:

产业和市场常基于“收集牌照，召唤神龙”的角度认识金融控股公司，本文用交易费用的角度解释金控的产生，并提出一个 EVA 框架拆解并预测其价值创造过程。

摘要:

- **金控星火燎原，群雄逐鹿天下。**金融牌照渐进放开，拥有多牌照的金融控股集团逐步增多。这包括以央企集团为代表的全牌照金控、地方国资整合金融资源成立的区域金控、意在实现产融结合的民营金控，互联网巨头也正吸纳多个金融领域牌照。大鳄问鼎，意在金控。
- **金控的产生本质是企业选择金融业务需求在企业内部完成，交易费用的节约可解释金控形成。**新兴市场交易费用高昂，预计金控可在以下四个维度可降低费用：(1) 利用金字塔结构形成内部资本市场，即减少融资约束；(2) 利用牌照监管差异实现资本腾挪或减少资本消耗，即实现监管套利；(3) 地方传统企业主业萎靡，本地金融机构吸金饥渴，央企/地方政府腾笼换鸟促进“保旧壳强新体”；(4) 个人客户搜索高频的金融产品时耗时且易被欺，满足一体化需求需要多张金融牌照打包集成。
- **EVA 框架可拆解并预测金控的价值创造过程。**根据该框架，假定资产端投资收益率(ROIC)一定，资金成本 (WACC)、协同效应 (Synergy)、杠杆水平 (Leverage) 可解释金控的价值创造过程。(1) 降低资金成本提升价值，典型如复星并购海外保险公司，吸纳低成本长周期资金来源；(2) 提高牌照间协同效应提升价值，典型如平安多维度挖掘客户潜在需求，不断提升交叉销售水平；(3) 金字塔结构提供杠杆来源，减少民企融资约束，内部资本市场提升价值，典型如海航形成了“持续并购—持续融资”的庞大产业集团。(4) 作为反例，当 ROIC 处于下行周期时，高 WACC 或高 Leverage 会造成价值加速下降，这时金控将毁灭价值。典型如德隆挪用旗下证券/信托/租赁等机构资金参与产业整合和股价运作，当处资本市场萎靡或宏观下行周期时，资金链断裂会造成金控集团坍塌。
- **综合金融牌照精细运营的时代来临。**从“揽牌照”(收集多个金融牌照但缺乏整合运作意识)到“搭积木”(实现产业资源即“资产端”与金融牌照即“负债端”的对接)，产业和市场对金控的认识将逐步加深。A 股现已形成庞大的类金控集团板块，建议增持拥有较稀缺牌照(特别是证券/保险/信托牌照)和与产业布局有协同效应(特别是资产端和负债端能打通)的类金控平台，建议增持中国平安/爱建集团/渤海金控/国盛金控/华西股份，受益标的：海航投资/君正集团/泛海控股。

相关报告

金融控股公司：《何惧雪霜扑面》

2016.01.12

目 录

序：燎原的金控.....	3
1. 金控的产生.....	3
1.1. 牌照的价值.....	3
1.2. 风起青萍末.....	5
1.3. Coase 的理论	6
1.3.1. 金字塔结构的融资便利.....	7
1.3.2. 监管放开与套利需要.....	8
1.3.3. 央企/地方国资的拉郎配.....	10
1.3.4. 个人综合金融服务需求	11
2. 金控的格局.....	13
2.1.1. 系出名门的中央金控.....	13
2.1.2. 搭台唱戏的地方金控.....	15
2.1.3. 产融初啼的民营金控.....	15
2.1.4. 小确幸时代的互联网金控.....	16
2.2. 金控的价值.....	18
2.2.1. EVA 框架的引入	18
2.2.2. 复星：降低 WACC 提升价值	19
2.2.3. 平安：增加 SYNERGY 提升价值	21
2.2.4. 海航：增加 LEVERAGE 提升价值	24
2.2.5. 德隆：ROIC 下行趋势下金控毁灭价值	25
3. 价值的验证.....	27
4. 核心风险.....	28

序：燎原的金控

根据权威定义：金融控股公司是指“在同一控制权下，完全或主要在银行业、证券业、保险业中至少两个不同的行业提供服务的金融集团”。因此金融控股公司的特征包括：混业经营；由一家母公司控股，母公司至多从事一种金融业务，也可以只是纯粹的控股公司，各项金融业务由子公司独立经营。

近年来中国金融控股公司星火燎原，央企金控、地方金控、民营金控、互联网金融混业经营，各类机构层出不穷。从上世纪八十年代大国企的财务公司，到九十年代股份制改革后产业资本通过参股进入金融领域，再到近几年金融牌照的逐步放开，中国金融控股公司不断涌现。海外经验也表明金融混业经营、产业资本和金融资本结合也是重要趋势。2016年9月8日，中国人民银行范一飞副行长在中国金融发展论坛上致辞表示：“实行综合经营是金融业融合创新的必由之路……未来金融控股公司运营模式是‘集团综合经营、金融控股公司管理股权、子公司分业经营。’”

但目前产业和市场常基于“收集牌照，召唤神龙”的角度认识金融控股公司，我们本文试图提出一个有差异化的EVA框架，以更好分析中国金融控股集团的价值创造过程。

1. 金控的产生

1.1. 牌照的价值

金融牌照是批准金融机构开展业务的正式文件，在我国金融混业条件下，金融牌照具有业务许可和监管套利价值。在我国需要审批的金融牌照主要包括银行、保险、信托、券商、金融租赁、期货、基金、基金子公司、基金销售、第三方支付牌照、小额贷款、典当 12 种。

表 1：中国金融业务牌照在十种以上

牌照	业务范围	持 有 家数	主 管 部 门	注 册 资 本
保险	财产保险、责任保险、信用保险、农业保险、人身保险	76, 产险 78	保监会	不少于 2 亿元人民币
保险 经纪	根据保险人委托，向其收取佣金，并在授权范围内代为办理保险业务	50	保监会	
证券	证券的承销与保荐、经纪、自营、投资咨询、资产管理、融资融券等	127	证监会	1.从事证券经纪、证券投资咨询、与证券交易及投资有关的财务顾问，为 5 千万元人民币； 2.从事证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理中的一项，为 1 亿元人民币，两项或两项以上，为 5 亿元人民币。



期货	期货经纪、交易、投资咨询、资产管理	149	证监会	不少于 3 千万人民币
公募基金	通过公开募集的方式设立证券投资基金并销售	103	证监会	不少于 1 亿元人民币
基金子公司	经营特定客户资产管理、基金销售, 类信托业务	79	证监会	不少于 2 千万元人民币
基金销售	基金销售机构宣传推介基金, 发售基金份额, 办理基金份额申购、赎回等	360	证监会	
基金销售支付	基金销售支付结算	40	证监会	
信托	各类信托业务、作为投资基金或者基金管理公司发起人从事投资基金业务等	68	银监会	不少于 3 亿元人民币
第三方支付	网络支付、预付卡的发行与受理、银行卡收单	268	中国人 民银行	1.在全国范围开展业务, 为 1 亿元人民币; 2.在省级范围开展业务, 为 3 千万人民币。
商业银行	存款、贷款, 结算、汇兑, 同业拆借业务, 票据承兑、贴现, 提供担保	1014	银监会	1.全国性商业银行为 10 亿元人民币; 2.城市商业银行为 1 亿元人民币; 3.农村商业银行为 5 千万元人民币。
货币经纪	境内外外汇市场交易、货币市场交易、债券市场交易、衍生品市场交易	5	银 监 局、银 监 会	不少于 2 千万元人民币
贷款公司	贷款及结算、票据贴现、资产转让	14	银监局	不少于 50 万元人民币
金融租赁	融资租赁, 向商业银行转让应收租赁款	52	银监会	不少于 1 亿元人民币
融资租 赁(外商)		5466	商务 厅、商 务部	1.不少于 1 千万美元; 2.在 2001 年 8 月 31 日前(含)设立的, 为 4 千万美元
融资租 赁(内资)		190	商务部 和国税 总局	2001 年 9 月 1 日至 2003 年 12 月 31 日期间设立的不少于 1.7 亿元人民币
典当	动产、财产权利质押或者房地产抵押贷款	8357	商务部	1.不少于 300 万元人民币; 2.从事房地产抵押的为 500 万元人民币; 3.从事财产权利质押的为 1 千万元人民币
小额贷款公司	股权抵押贷款、个人贷款、小额贷款、企业贷款、消费贷款、按揭贷款、创业贷款	8810	省金融办	1.有限责任公司为 500 万人民币; 2.股份有限公司为 1 千万人民币
融资担保公司	1.贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保; 2.诉讼保全担保, 投标担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务, 与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。		省金融办	不少于 500 万元人民币

注：其中，商业银行数据截止到 2015 年 12 月底，保险、证券、基金、期货公司数据截止到 2016 年 5 月底，其他数据截止到 2016 年 6 月底。数据来源：各行业协会、商务部、人民银行，国泰君安证券研究。

银监会、证监会、保监会三会直接管辖的银行、保险、证券、信托是目前市场最受关注的牌照，产业资本闻之神往。根据网易财经等媒体报道，保监会主席项俊波在 2016 年年初表示，目前在保监会排队申请牌照的公司将近 200 家。社会资本对保险牌照有浓厚兴趣，一方面，从海外经



验看，保险金获取成本低，利于产业资本得到长期稳定的现金流，保险资金吸纳能力强于证券、基金、信托等牌照；同时保险资金运用的自由度要超过银行，由此吸引了较多产业资本纷至沓来。此外，证券乃至互联网小贷近期均引起了资本的兴趣。不同牌照之间盈利模式、监管要求均有较大差异，我们在下表中对主要牌照做了专门梳理。

表 2：中国主要金融牌照发的盈利模式/监管要求有较大差异

	银行	保险	券商	信托	公募基金
主要目标客户	大中型企业和有信用记录个人	个人为主	企业、投资机构、个人	高净值人群	大众客户
牌照类业务	银行卡手续费、代理业务手续费、托管及其他受托业务佣金、顾问和咨询费等收入等	资产管理	经纪业务佣金、投行业务等	信托手续费	资产管理费
利差类业务	存贷利差	保险合约利差	融资利差息差	固有业务利差	很少
牌照收入占比	不足 20%	不足 10%	超过 50%	超过 80%	超过 90%
杠杆能力	15 倍以上	寿险 15 倍，产险 10 倍以上	不超过 6 倍	表内基本无杠杆，表外 30 倍以上	基本无杠杆，基金子公司表外杠杆 30 倍以上
监管要求	巴塞尔新资本协议	偿付能力二代要求	证券公司净资本监管要求	信托公司净资产监管要求	基金公司净资产监管要求

数据来源：国泰君安证券研究。

1.2. 风起青萍末

金融公司内部混业经营是较简单的混业尝试。2005 年中国人民银行、银监会、证监会发布《商业银行设立基金管理公司试点管理办法》可以视作我国 1990 年后第一次混业探索。根据该管理办法，工行、建行、交行获准成立了工银瑞信、建信和交银施罗德；至 2013 年，银监会经国务院批准进一步扩大试点范围，将城商行也纳入到银行设立基金公司范围，商业银行通过设立控股公司进入资本市场的通路基本打开：根据基金业协会数据，截至 2013 年中期，已运作的八家银行控股基金管理公司的基金资产规模近 5000 亿元，基金资产净值约占到全行业的 16%。

除资本市场外，银监会于 2007 年发布《非银行金融机构行政许可事项实施办法》，依照《商业银行法》第三条第十四项规定“商业银行可以经营经国务院银行业监督管理机构批准的其他业务”对该法混业经营的限制条款进行突破，即“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”。同年银监会正式批准交银国信成立，为银行以出资人的身份控股或全资控制非银金融机构予以放行，通过设立子公司介入信托、融资租赁等广泛金融市场则进一步深化了国内金融混业的层次。

不仅商业银行，非银金融业态混业经营的动力也在增强。2013 年是国

内金融主要行业混业实质突破的一年，较典型案例例如方正证券斥资28.55亿元控股股东亚信信托、海通证券出资7.15亿美元收购大型独立融资租赁公司恒信金融集团100%股权以及国寿安保基金管理公司成为首家由险资发起设立并控股的基金公司等。

在现有监管制度不发生变化的情况下，以设立或控股子公司获取金融牌照完善市场布局将是分业金融行业内部扩张与互渗的主要方式。现阶段我国不同金融子行业业务交叉格局如下表所示，这一模式主要体现为特定金融业务主导（一般是银行业务），其它金融业务为附属，总体业务结构较松散，相关子公司常为附庸。这种情况下，混业经营整体在交叉销售、资本运作等方面的合作性相对较低。

表 3：我国不同金融子行业的业务存在交叉格局

母 公 司		银行	证券	基金	信托	租赁		保险
子 公 司						金融 租赁	融资 租赁	
银行								●
证券		●		●				
基金		●	●		●			●
信托		●	●	●				●
租赁	金融租赁	●						
	融资租赁		●		●			●
保险		●						

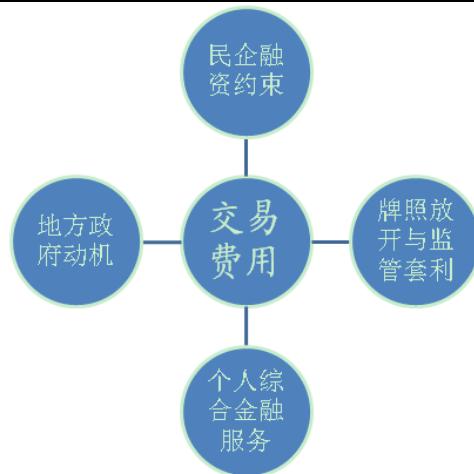
数据来源:国泰君安证券研究。

1.3. Coase 的理论

我们认为诺贝尔获奖者的 Coase 交易费用理论可以解释金融控股公司的产生和经济后果。“交易费用”指企业用于寻找交易对象、洽谈交易、订立合同、执行契约、监督交易等方面的费用支出，这由搜索、谈判、签约及监督等经济过程构成。

当在外部金融市场从事投融资活动的市场交易成本过高时，企业可以选择将其内部化。一方面，金融行业内部各子行业之间的渗透，可产生规模经济和范围经济，通过协同效应降低交易成本；通过交叉销售实现业务扩展。另一方面，企业通过并购、控股、参股等方式进入金融部门，通过行业间的协同降低融资成本并实现价值创造。

表 4：四维交易费用框架可解释金融控股公司的产生



数据来源:国泰君安证券研究。

什么样的外部环境就有什么样的组织形式相适应。我们认为在国内目前上市公司金融环境下，金融控股公司的组织形式也是被选中的结果。交易费用来自何处？我们下文分别剖析。

1.3.1. 金字塔结构的融资便利

中国金融深化程度与成熟市场比还存在差距，企业主要融资手段仍是银行贷款，小微企业和民营企业天然在信贷配给方面存在劣势。以国有银行为主的中国银行体系下，贷款的发放更多依据的是政治上的主从次序，我国民营企业无法取得与之平等的融资地位，在申请贷款方面往往面临着更为复杂的审核和手续，在同样的跨国贸易、并购过程中也很难获得金融支持。因此在政策允许的条件下，有实力的民营企业倾向于将金融部门的融资功能内部化，形成内部资本市场。这也是民营产融结合体形成原因之一。《新财富》发表的《解读中国八大金融家族》一文指出民营资本 2000 年后控制着股份制商业银行总资产约 15%，民营资本控制的金融资源蔚为大观。

2012 年开始，民营资本进入金融业目前监管也在逐步放开。2013 年，国务院办公厅下发《关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见》，该意见明确指出“扩大民间资本进入金融业”，并鼓励民间资本“设立自担风险的民营银行、金融租赁公司和消费金融等金融机构”。现已开展首批多家民营银行试点，券商、保险、信托、资产管理等行业也出现民营资本控股的公司。民营资本成为继大型央企资本和地方政府后，推动金控集团发展的支柱力量。

民营企业设立的金融控股企业可以形成金字塔结构，可以起到降低融资成本的作用。金控形成的金字塔结构融资便利有三方面：一方面金控公司的母公司通过举债筹集资金，投资控股金融子公司；二是母公司为子公司担保、举债筹集资金再投资其他公司；三是其他公司以其净资产为其母公司或子公司作为担保，母公司或子公司再行举债筹集资金。

范例：《财新》杂志 2016 年 17 期曾经研究了某产业投资集团通过保险牌照和关联交易降低资金成本的模式，这包括：直接收购股东的名下资



产和下属公司股权；认购股东资产包装的信托计划等金融产品；以投资私募基金的方式，间接通过私募基金对股东控制的公司进行股权类投资；直接收购股东下属公司股权；与股东共同设立合资公司，通过合资公司间接与股东控制的公司进行资金往来等。

表 5：民营资本进入金融业的政策逐步放开

时间	监管部门	政策	主要内容
2012.5	国务院、银监会	关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见	加强对民间资本投资的融资支持，逐步放开民营资本进入银行业的限制
2013.7	国务院	关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见	要求扩大民间资本进入金融业
2013.11	银监会	中资商业银行行政许可事项实施办法	明确开展民营银行试点工作
2015.6	国务院、银监会	关于促进民营银行发展的指导意见	民营银行申请受理正式开闸

数据来源：各监管部门网站，国泰君安证券研究。

1.3.2. 监管放开与套利需要

金控的形成离不开牌照管制的放开。2002年国务院批准中信、光大和平安集团进行综合金融控股集团试点，国家开始逐渐放开对金融业混业经营活动的管制。随后部分大型央企和民营资本开始进行金融混业经营布局，转型为拥有产业和金融资源的控股集团。2015年6月国务院批准交通银行收购华英证券（RBS退出）33%股权；2016年2月中国人寿收购广发银行43.7%股权并成为第一大股东，“银证保”之间的牌照限制已经不再铁板一块。在此形势下，“金融混业经营+内部防火墙隔离”成为金控集团的标配。

表 6：金融业混业经营的监管枷锁逐步放松

时间	监管部门	出台文件	要求
2005.2	央行、证监会、银监会	商业银行设立基金管理公司试点管理办法	允许商业银行发展基金业务和设立基金管理公司
2005.9	银监会	商业银行个人理财业务管理暂行办法	正式批准商业银行开办个人理财业务
2007.7	央行	同业拆借管理办法	允许符合条件的券商和基金管理公司进入银行间同业拆借市场
2008.1	银监会、保监会	关于加强银保深层次合作和跨业监管合作谅解备忘录	商业银行和保险公司可开展互相投资试点
2009.10	财政部	金融控股公司财务管理若干规定	金融控股公司应当积极推进股份制改革，坚持以金融业为主，在国家规定的范围内开展多元化经营。
2012.5	国务院、银监会	关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见	加强对民间投资的融资支持，逐步放开民营资本进入银行业的限制
2012.9	国务院	金融业发展和改革“十二五”规划	继续推进金融业综合经营试点。推动中信集团公司和光大集团公司深化改革
2013.7	国务院	关于金融支持经济结构调整和转型升级的指导意见	要求扩大民间资本进入金融业



2013.8	国务院、一行三会、外管局	国务院批复《中国人民银行关于金融监管协调机制工作方案的请示》	建立了“一行三会一局”的金融监管协调部际联席会议制度，协调各金融分业的监管政策
2013.11	银监会	试点民营银行监督管理办法讨论稿、中资商业银行行政许可事项实施办法	落实民营银行设立办法基本框架，明确开展民营银行试点工作
2014.2	证监会		明确新设证券公司的审批政策，支持民营资本、专业人员等各类符合条件的投资主体出资设立证券公司
2014.8	银监会	金融资产管理公司监管办法	对四大 AMC 多元化经营进行监管，是第一部真正意义上关于金融控股公司的监管法规
2014.10	保监会	保险公司所属非保险子公司管理暂行办法	加强对其的监管，规范内部交易
2015.6	国务院、银监会	关于促进民营银行发展的指导意见	民营银行申请受理正式开闸
2015.7	保监会	互联网保险业务监管暂行办法	从经营条件、经营区域、信息披露、监督管理等方面明确了互联网保险业务经营的基本经营规则
2015.8	保监会	关于设立保险私募基金有关事项的通知	对设立保险私募基金进行了具体规范

数据来源：各监管部门网站，国泰君安证券研究。

监管套利是拥有多张金融牌照后的天然能力，同时也极大考验金控集团的运作水平。金控公司一般不会披露相关行为，监管套利如羚羊挂角，一迹难求，我们本文试举两例以抛砖引玉。

监管套利 1：资本重复计算。例如金控集团的母公司 A 持有另一个子公司 B 的股权，而 B 被允许将 A 持有的股权算作资本时，就出现了资本的重复计算；二是如果子公司再把资本转移给第三方实体作为股权时，就会发生资本的多重计算；三是上述两种情况出现资本有下属公司向集团上层公司流通或互相控股时，就会发生资本的重复计算。这样同一笔资金同时用于两个或两个以上的法人机构进行投资，资本的重复计算容易掩盖金融控股公司资本不足的真实情况，这无形中起到金融控股公司节约资本的作用。

监管套利 2：资本挪移术。在控股公司的架构下，由于监管制度中银行业务和非银行业务的监管存在差异，非银行业务比一般银行业务限制少，金融控股公司从集团整体利益出发，从倾向于将某些业务移出银行机构，放到监管更宽松的非银行机构中。如巴塞尔规定实施后，银行有动机将信贷资产证券化，将信贷资产证券化以释放资本；同时我们观察到偿付能力二代实施后，不同资产占用资本有差异，这也造成监管套利行为，如一个保险公司喜欢大规模配置创业板股票(**扣减基础因子 0.48**)，如果保险公司能够控股一个基金牌照，采取配置基金的方式 (**扣减基础因子 0.25**)，这将可以极大节约资本。

表 7：偿付能力二代市场风险资本占用较高的资产类别

资产类别	最低资本基础因子
股权	上市普通股票 沪深主板股 0.31



	中小板	0.41
	创业板	0.48
未上市股权		0.28
未上市股权投资计划		0.31
权益类信托计划		0.31
	混合类	0.20
资产管理产品	权益类	0.25
	另类	0.40
	混合基金	0.20
基金		
	股票基金	普通股票基金 0.25 分级股票基金劣后级 0.45
	固定收益类-新兴市场	0.2139
境外投资资产	权益类-发达市场	0.30
	权益类-新兴市场	0.45

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

表 8：偿付能力二代市场风险资本较低的资产类别

资产类别		最低资本基础因子
资产管理产品	固定收益类	0.06
	货币市场基金	0.01
基金	债券基金	0.06
	分级股票基金优先级	0.10
投资性房地产	以历史成本计价	0.08
	以公允价值计价	0.12
基础设施股权投资计划		0.12
长期股权投资	子公司	0.10
	合营企业、联营企业	0.15
可转债		0.18
境外投资资产	固定收益类-发达市场	0.0762
汇率风险		0.035

数据来源：保监会，国泰君安证券研究

1.3.3. 央企/地方国资的拉郎配

近年来地方金控公司层出不穷，我们判断原因有三：第一，供给侧改革强调去产能、去库存，改革过程中，传统行业将面临较大经营压力，从而转型开展金融业务以寻求新的利润增长点。同时上市公司作为地方国资委和国企的融资工具，保壳得到了极大重视；第二，受益于前几年资本市场发展和经济增长，央企或地方政府下属金融企业盈利丰厚，符合优质资产需求；第三，证券、信托、保险业务均消耗资本，有很强的上市募集资金需求。郎有意，妾有情，金融资产整合进上市公司，这得到了政府部门的极大鼓励。

范例 1：*ST 金瑞：央企五矿集团下的金控平台。*ST 金瑞主营锂镍电池材料业务和锰及锰系产品业务，受宏观经济影响产生亏损，2015 年净利润为 -3.5 亿，较 2014 年大幅扩大亏损 3 亿元。2016 年 6 月，停牌

四个月后公司发布重组预案，拟向五矿股份（原控股股东为五矿股份全资子公司）发行股份收购五矿资本 100% 股权，同时向五矿资本旗下证券、期货、信托小股东发行股份购买其所持股份，并自动划转至五矿资本，累计发行 18.2 亿股。重组完成后，*ST 金瑞旗下将拥有信托、租赁、证券、期货、银行、保险、基金等金融资产，成为全牌照金融控股平台。

图 1：*ST 金瑞近年业绩恶化



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

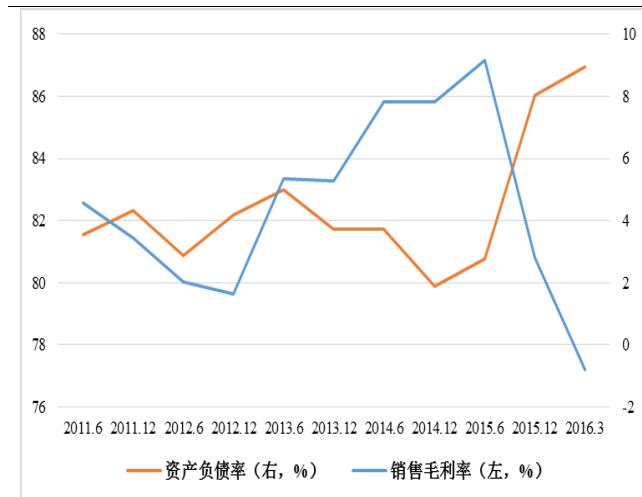
图 2：重组后五矿集团拥有优质金融资源



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

范例 2：华菱钢铁：湖南国资委旗下金控平台。因钢铁行业的持续低迷，华菱钢铁主业遭遇量价齐跌滑铁卢，毛利率逐年衰减，2015 年仅为 2.38%，同比下降 5.59 个百分点，利息支出高昂，公司 2015 年全年也以巨亏近 30 亿元。钢铁行业景气度整体持续低位震荡，同时资产负债率已经高达 86.05%，远超行业均值 64.79%，公司置出钢铁业务有关资产以及负债，置入金融以及节能发电类等一系列盈利较强资产，成为湖南国资委旗下金融资源运作平台。

图 3：华菱钢铁近年盈利与偿债能力恶化



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

图 4：华菱钢铁资产置换信托/证券/保险资产



数据来源：公司财报，国泰君安证券研究。

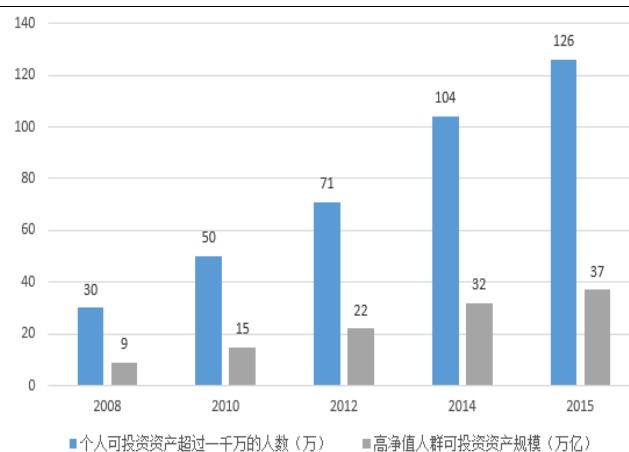
1.3.4. 个人综合金融服务需求

中国居民财富持续积累，财富效应催生出强烈资产管理需求。根据麦肯锡与建设银行协助研究，截止 2014 年底，中国个人客户投资规模达到

请务必阅读正文之后的免责条款部分

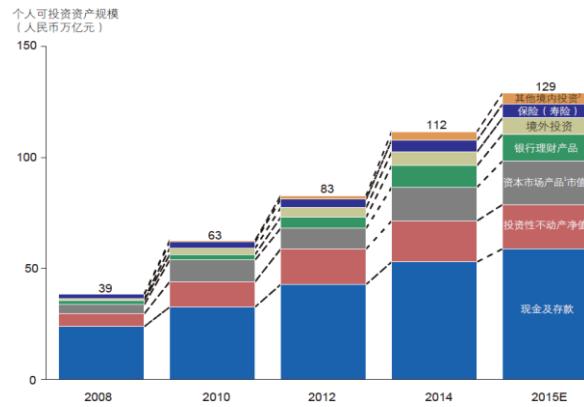
112 万亿元，高净值人群可投资资产达 37 万亿元，高净值人士已超过 100 万人。近年来全球资本市场风云迭起，经济环境变化莫测，利率市场化、人民币国际化等不断变化的市场环境，高净值人群对理财需求显著重视。满足相关业务需要产品创设（证券、保险、基金）、产品销售（经纪公司、信托）等多类牌照，同时对于个人，利用多个平台机构搜索寻找产品将消耗过多时间，这造就了针对个人金融服务的金融牌照需求。

图 5：中国居民理财规模保持上升态势



数据来源：麦肯锡，国泰君安证券研究。

图 6：2012 年后美林时钟资产轮动显著加快

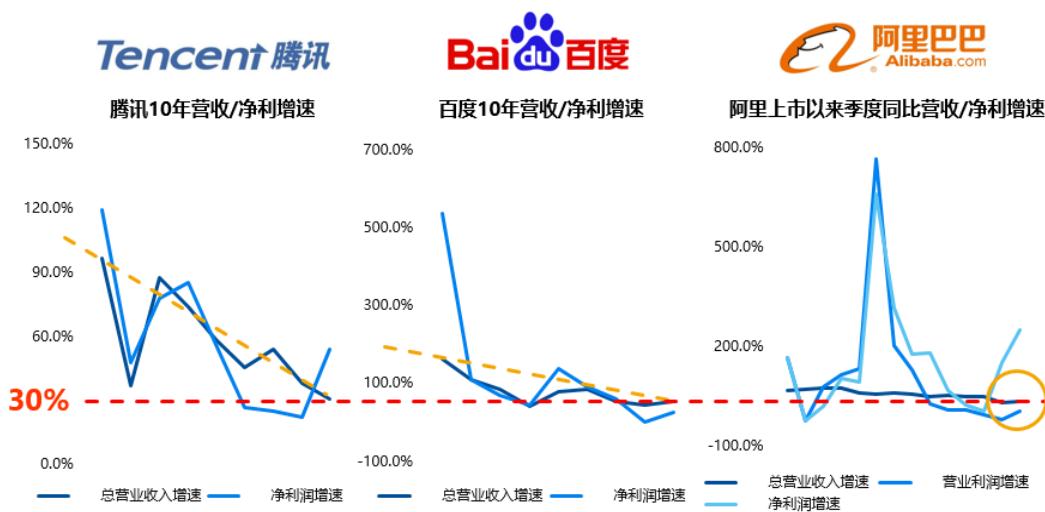


数据来源：新浪财经。

同时互联网技术特别是移动互联网技术在影响居民生活，也悄然改变着金融盈利模式和金融版图。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）与 2016 年 7 月发布的《中国互联网络发展状况统计报告》，截至 2016 年 6 月，我国网民规模达 7.10 亿。互联网普及率为 51.7%；我国手机网民规模达 6.56 亿，网民中使用手机上网人群占比由 2015 年底的 90.1% 提升至 92.5%。互联网金融类应用在 2016 年上半年保持增长态势，网上支付、互联网理财用户规模增长率分别为 9.3% 和 12.3%。

但传统互联网业务增长的放缓也促成了互联网公司开展新领地，在个人金融领域纷纷跑马圈地。从行业整体角度来看，我国互联网经济规模将下降至 30% 以下，C 端互联网产业基本成熟，传统互联网高成长时代即将结束，互联网经济将进入缓步向上的“新常态”。这种情况下，寻找新的引擎是互联网公司必须关注的内容，个人金融将是重要布局方向，这也助长了相关互联网类金融控股机构的发展。

图 7：告别了业绩高增长的 BAT 也有金融业务转型要求



资料来源：公司财报、国泰君安证券研究。

图 8：互联网巨头通过连续并购丰富应用场景



数据来源：BCG

2. 金控的格局

目前我国金融控股集团可大致分为四类：以央企为代表的全牌照金控、以地方国资委整合地方资源成立的金控、民营企业自发建立的金控，以及互联网巨头涉足金融领域形成的小金控。严格说，前三类相对符合传统对金融控股公司的定义。

2.1.1. 系出名门的中央金控

2002 年国务院批准中信集团、光大集团和平安集团成为综合金融控股集团试点。通过一系列的业务重组和并购，三家金控集团形成了“集团管理、分业经营”的金融控股公司架构，持有银行/证券/期货/保险/基金/



信托/租赁等全金融牌照。这三个金融控股集团经营广度与混业结构与美国、日本等国的全能银行制已不存在显著差异。

但囿于监管条款缺位，我国金融控股集团名单尚未扩大。三家综合金融控股集团尽管在混业经营过程中取得了较为显著的成效，但仍作为“特例”而存在，监管机构并未因为试点取得的混业进展和经验而扩大名单，对于金融控股集团的监管制度仍是空白（如《金融控股公司法》尚未立法），对控股母公司和整个金融集团综合层面的监管主体缺位。

2003 年中国银监会、中国证监会和中国保监会召开了第一次联席会议，确立了对金融控股公司的主监管制度，即对金融控股公司内相关机构、业务的监管按照业务性质实施分业监管，而对金融控股公司的集团公司可依据其主要业务性质归属相应的监管机构负责，虽然主监管制度在名义上明确了金融控股公司的监管部门，但该制度仅停留在信息收集与交流的层面上，监管协调能力较弱，实施效果不佳。

目前国内大型金控集团已经发展成型。继平安、中信和光大三家试点金控集团后，境内已经形成数十家大型金融控股集团，这包括银行系（工农中建）、四大资产管理公司（华融、长城、东方、信达）、央企产业资本（国家电网、中石油、招商局集团等）。它们在市场开拓、优质金融企业控股权和其它资源方面展开竞争。这些大型金融控股集团资产规模庞大、金融牌照基本齐全，并掌握核心产业和金融资源。

表 9：代表性央企持有金融牌照情况

商业银行	信托	证券	期货	公募基金	保险	保险经纪	金融租赁
中石 油	昆仑银行 29.29%	昆仑信托 82.18%; 山东省国际信托 29.54%	中银国际证券 15.92%; 华夏证券 2.47%	中银国际期货 15.92%	银河基金 12.5%	中意财产 51%; 中意人寿 50%	昆仑金融租赁 90.45% 83.33%
国家 电网	广发银行 20%	英大国际信托 93.54%	英大证券 91.46%; 湘财证券 17.97%	英大期货 91.94%	国泰基金 9.88%	英大泰和财产 99.91%; 英大泰和人寿 78.42%; 长江养老 6.98%	英大长安保险经纪 96.07%; 新疆安泰保险经纪 96.07%
招商 局	招商银行 18.8%; 永隆银行 18.8%		招商证券 45.88%; 招商证券(香港) 45.88%		招商基金 33.3%; 博时基金 22.48%; 中国基金 21.91%		
中 信 集团	中信银行 37.31%	中信信托 58.13%	中信证券 9.59%	中信期货 8.96%	信诚基金 28.48%	信诚人寿 29.07%; 天安财产 2.17%	
光 大 集团	光大银行 25.64%	光大兴陇信托 51%	光大证券 44.19%	光大期货 44.19%	光大保德信基金 24.30%	光大永明人寿 50%	光大金融租赁 23.07%



工商银行	加拿大东亚银行 行 70%; 南非标准银行 20%; 厦门国际银行 3.14%	工银国际控股 100%	工银瑞信基金 80%	工银安盛人寿 60%	工银金融租赁 100%
建设银行	建信信托 67%	建银国际证券 100%	建信期货 53.6%	建信基金 65%	建信人寿 51%
农业银行		农银国际控股 100%		农银汇理基金 51.67%	农银人寿 51%
					中银保险 100%; 中银三星人寿 51%; 中银集团保险 100%
中国银行	南洋商业银行 100%; 集友银行 70.49%	中银集团信托 100%	中银国际证券 37.14%	中银国际期货 37.14%	中银基金管理 83.5%

注：百分比为最终持股比例。数据来源：公司财报、公司网站，国泰君安证券研究。

2.1.2. 搭台唱戏的地方金控

如上文所言，地方政府是建立金控平台的主要推手。借助地方政府力量，通过证券化形成上市金融控股集团后，金控集团可以直接控制地方核心金融企业，掌握齐全的金融牌照。一方面，地方政府整合金控平台可以提升国有金融资产的资本水平，提高区域金融业竞争力，也能实现地方上市平台的“保壳”。在地方国企改革提升证券化水平背景下，建立地方金控能够加大国有企业上市力度，通过 IPO/定增或优质资产注入的方式提高国有金融资产证券化水平，我们认为地方政府的金控平台证券化进程刚刚开始。

表 10：代表性地方金控持有金融牌照情况

公司名称	商业银行	信托	证券	期货	公募基金	保险	金融租赁
上海国际集团	浦发银行；上海农商行；龙江银行	上海国际信托	国泰君安证券；上海证券；	国泰君安期货；海证期货	上投摩根基金；华安基金	东方人寿；上海人寿；太平洋人寿；太平洋财产	浦银金融租赁
天津泰达控股	渤海银行	北方信托	渤海证券		泰达宏利基金；泰达荷银	渤海财产	泰达租赁
重庆渝富	重庆银行；重庆农商行		西南证券			安诚保险	银海租赁

数据来源：公司财报、公司网站，国泰君安证券研究。

2.1.3. 产融初啼的民营金控

目前布局较为成功的民营金控集团有泛海控股、万向系、复星系等，它们均已控股核心金融企业，掌握较齐全的金融牌照。民营企业通过建立金控平台达到其壮大集团实力、形成内部资本市场，最终落实产融

结合的战略。

表 11：代表性民营企业集团持有金融牌照情况

	商业银行	信托	证券	期货	基金	保险	经纪	融资租赁
万向	浙商银行 5.82%	万向信托 76.5%		通惠期货 74.93%		民生人寿 37.32%	万向霍顿 保险经纪 51%	万向租赁 100%
复星	浙江网商 银行 25%		德邦证券 60.35%; 复 星恒利证 券 100%	中州期货 54.32%		永安财产 19.93%; Ironshore 100%; 复星保德 信人寿 50%; MIG 100%; 鼎睿再保 险 85.1%; Fidelidade 80%		
明天	包商银行; 潍坊银行; 哈尔滨银 行		恒泰证券; 新时代证 券; 太平洋 证券; 恒泰 长财证券	恒泰期货	融通基金	天安财产; 天安人 寿; 华夏人寿; 生 命人寿; 国信人寿		
泛海	北部湾银 行 6.32%; 民生银行 0.69%	民生信托 92.32%	民生证券 87.65%	民生期货 84.96%		亚太财产保险 50.32%	民生保险 经 纪 22.56%	
新希望	民生银行 2.26%					民生人寿 1.32%		

注：百分比为最终持股比例，加粗体的公司为境外公司。

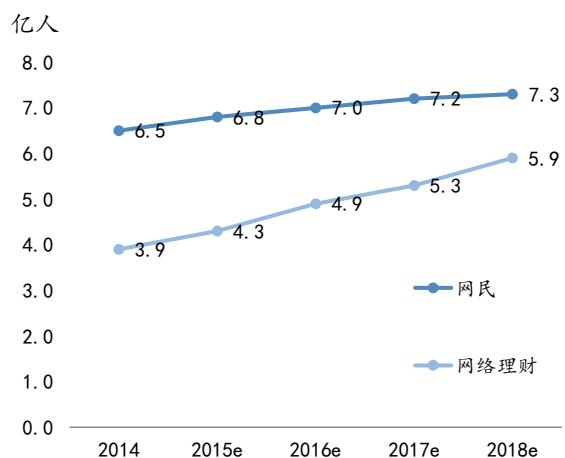
数据来源：公司财报、公司网站，国泰君安证券研究。

2.1.4. 小确幸时代的互联网金控

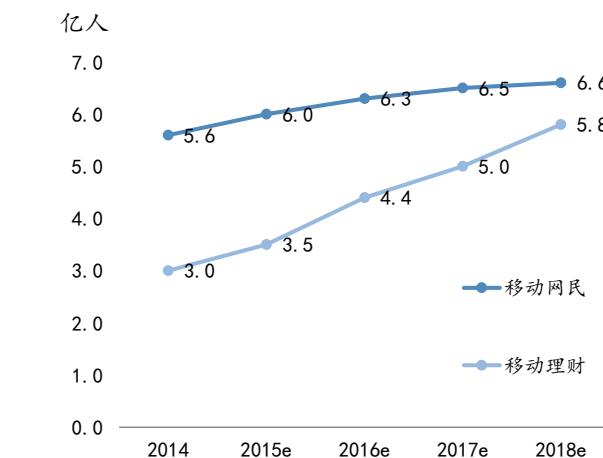
互联网理财成了普通网民综合金融配置最直接的方式，为实现互联网端的居民理财配置，互联网巨头也在争取金融牌照。金融业务客户粘性高，通过管理费、尾随佣金分成等多种方式实现变现，这也是互联网公司可能的变现路径。金融业务牌照逐步放开，凭借着自身在账户、流量、数据、技术等多方面的优势，各大互联网巨头纷纷布局金融，落地对金融帐户体系和数据信息的掌控，最终形成自身的“金融生态圈”。金融领域将会成为 BAT 三家手中亿级账户变现的决胜之地。目前阿里和腾讯已经走在金融业务布局前端。

图 9：互联网理财在网民中渗透率高

图 10：互联网理财在移动网民中渗透率高



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。



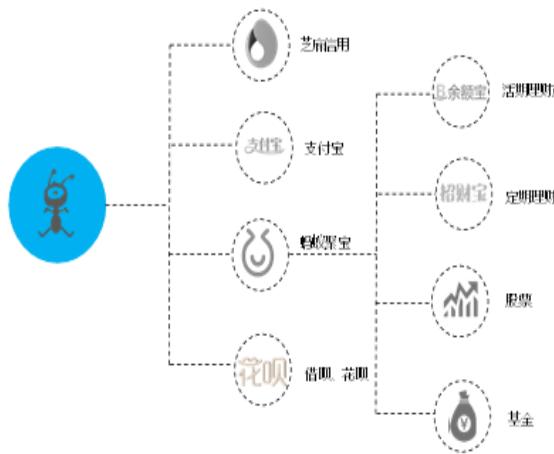
数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究。

BAT 从各自优势领域切入金融行业，积极引入大数据、虚拟信用、互联网技术催化自有的金控平台升级。目前 BAT 的金控版图逐步完善，其中阿里和腾旭走到了前列。

阿里巴巴依托淘宝等交易平台，将交易场景绑定用户账户体系，由此衍生出提供各类金融服务的可能。通过几乎实现金融全牌照，阿里的金融布局从支付宝延伸到了蚂蚁金服，涵盖了支付宝、余额宝、招财宝、芝麻信用、花呗等服务。蚂蚁金服已经成为涵盖支付业务、理财业务、信贷业务、征信业务的超级互联网金融平台。

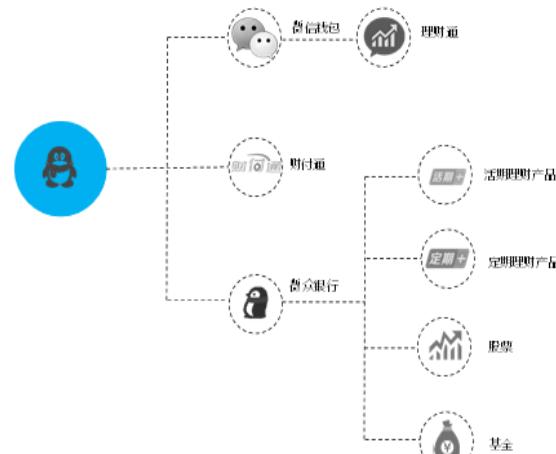
腾讯依托微信这个社交平台，借助微信红包绑定银行卡这个契机，形成了针对个人消费为主的金融服务体系，涵盖了微信支付、理财通等业务。此外，腾讯还取得了微众银行、腾讯征信等金融业务牌照，与阿里形成了有力竞争。

图 11：阿里巴巴金融布局侧重电商生态



资料来源：国泰君安证券研究。

图 12：腾讯金融布局侧重社交场景



资料来源：国泰君安证券研究。

表 12：互联网巨头积极争取金融牌照

公司名称	商业银行	证券	公募基金	保险	第三方支付	征信
百度	百信银行	合作模式	合作模式	百安互联网保险	百度钱包	百誉信征信



阿里巴巴	浙江网商银行	云峰证券	天弘基金	众安在线	支付宝	芝麻信用
腾讯	前海微众银行	富途证券；	好买基金	众安在线	财付通	腾讯征信
京东	京宝贝	合作模式	代销模式	京东保险	网银在线	

数据来源：国泰君安证券研究。

2.2. 金控的价值

2.2.1. EVA 框架的引入

为了分析金融控股公司的价值，我们专门引入了 EVA 的分析框架。我们认为能提高 EVA 的金融控股公司是“好的金控”，反之亦然。

EVA 是经济增加值模型（Economic Value Added）的简称，是美国咨询公司 Stern Stewart 开发的一种新型价值分析工具和业绩评价指标。EVA 想法是：资本获得的收益至少要能补偿投资者承担的风险；即股东必须赚取至少等于资本市场上类似风险投资回报的收益率。

经济附加值计算公式为：

$$\text{EVA} = \text{税后净营业利润} - \text{资本成本} = \text{税后净营业利润} - \frac{\text{资本总额}}{\text{平均资本成本}} * \text{加权}$$

为了更好分析，我们专门定义了金融控股公司的 EVA 计算公式：

$$\begin{aligned}\text{EVA} &= (\text{ROIC} - \text{WACC} + \text{Synergy}) \times \text{Capital Employed} \\ &= (\text{ROIC} - \text{WACC} + \text{Synergy}) \times \text{Leverage} \times \text{Equity}\end{aligned}$$

其中 ROIC 代表资产端主业的投资回报率，WACC 表示金控公司的资金成本，Synergy 表示除资金成本外的其他协同效应，Leverage 表示形成金控后的杠杆水平，这里既包括资产负债表内的杠杆水平，也包括形成金字塔结构后的表外杠杆水平，Equity 表示集团的净资产水平。

对金控 EVA 的讨论：

假定 ROIC、Equity 不变且 ROIC 维持一个较高水平（相关变量是与资产端主业有关的外生变量），提高 EVA 的途径体现在：

- 讨论 1：其他因素不变，降低 WACC 可以提高 EVA；
- 讨论 2：其他因素不变，增加 Synergy 可以提高 EVA；
- 讨论 3：其他因素不变，增加 Leverage 可以提高 EVA；
- 这种情况下，EVA 提升，即金控创造了价值；

引论：其他因素不变，当 ROIC 处于下行周期时，高 WACC 或者高 Leverage 会造成价值加速下降，这时金控将毁灭价值。

对于相关讨论，我们下文分别用复星国际、中国平安、海航集团及德隆集团的案例进行说明。

2.2.2. 复星：降低 WACC 提升价值

复星国际（00656）业务包括综合金融和产业运营两大板块。综合金融以保险为主，通过保险等综合金融业务能给公司产业运营提供低成本资金，产业运营以健康、快乐时尚以及综合地产开发为主攻方向。通过这种模式形成以健康、快乐时尚产品为核心，通过与保险资产、地产开发能力的打通形成平台落地，保险板块可以为产业运营提供长周期低成本资金。

综合金融包括保险、投资、资本管理、银行等四大板块。保险资金具有融资成本低、投资范围相对较宽的特点。因此成为复星国际综合金融板块重点发展的领域。复星的保险板块包括复星葡萄牙保险、永安财险、复星保德信人寿、鼎睿再保险、Ironshore、MIG 等。

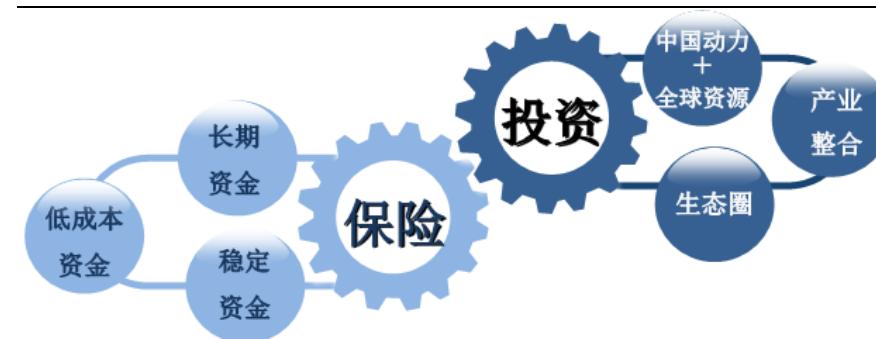
表 13：复星旗下保险公司海内外都有分布

公司	持股比例	简介
复星葡萄牙保险	84.986%	葡萄牙的最大保险集团，于葡萄牙的寿险及一般保险业务方面拥有领先的市场份额，并拥有多元化分销平台及市场高度认可的品牌组合
永安财险	19.93%	总部位于西安的全国性保险公司，经营各类非寿险保险业务
复星保德信人寿	50%	主要业务范围为人寿保险、健康保险、意外伤害保险等保险业务以及上述业务的再保险业务
鼎睿再保险	85.1%	主要业务范围为寿险、非寿险再保险及用其可投资资产进行投资
Ironshore	100%	专注于特种险的全球性保险公司
MIG	100%	专注于细分市场的专业财险及保险管理服务公司

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2013 年收购复星葡萄牙保险是复星实践巴菲特“产业—保险”金控模式的标志性事件。至 2014 年 5 月按照 PB1.0 倍的估值完成收购后，复星“保险+投资”双轮驱动的发展模式已非常明确：一方面充分运用“以保险为核心的综合金融能力”作为其嫁接成长产业的主要融资手段；另一方面，继续充分发挥和推动“以产业深度为基础的投资能力”，实现“中国动力嫁接全球资源”的成功投资。

图 13：复星意图实现“保险+投资”的双轮驱动



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 14：保险资金将对接“健康和快乐时尚”等产业布局



数据来源：公司年报。

保险是复星综合金融的核心业务。2014 年复星葡萄牙保险开始并表，保险板块毛保费收入较 2013 年大幅增长 1270.6%，达到 278.77 亿元；可投资资产达到 798.09 亿元，较 2013 年大幅增长 1355.6%。截止 2015 年底，保险板块资产占总资产的比例由 2014 年底的 32.9% 上升至 44.6%。同时公司新设平台，探索保险可投资资产成长的新模式，积极收购存续保险业务（Run off）资产。

与国内保险相比，海外由于社会整体融资成本较低，保险的负债成本远远低于国内；同时，海外保险公司在资金运用端的监管也较国内更松；再次，由于国内保险公司牌照受到严格监管，国内保险公司的估值也相比国外更高。考虑保险资金运用成本、监管以及保险公司的估值等原因，预计复星未来对于保险资产的收购依然以海外为主。

表 14：复星保险资金的负债成本较低

公司	类别	保单负债成本	
		2014	2013
复星葡萄牙保险	寿险	3.0%	2.7%
复星保德信人寿	寿险	4.7%	4.3%
永安财险	非寿险	-1.0%	6.7%
鼎睿再保险	非寿险	1.2%	38.8%
Ironshore	非寿险	-2.1%	-10.9%

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

表 15：复星海外收购保险公司的估值相对 A 股公司收购价格更低

年份	收购方/转让方	标的公司	收购/转让价对应 PB
2013 年	天茂集团（转让方）	天平汽车保险	3.61
2014 年	新湖中宝（收购方）	阳光保险集团	2.78

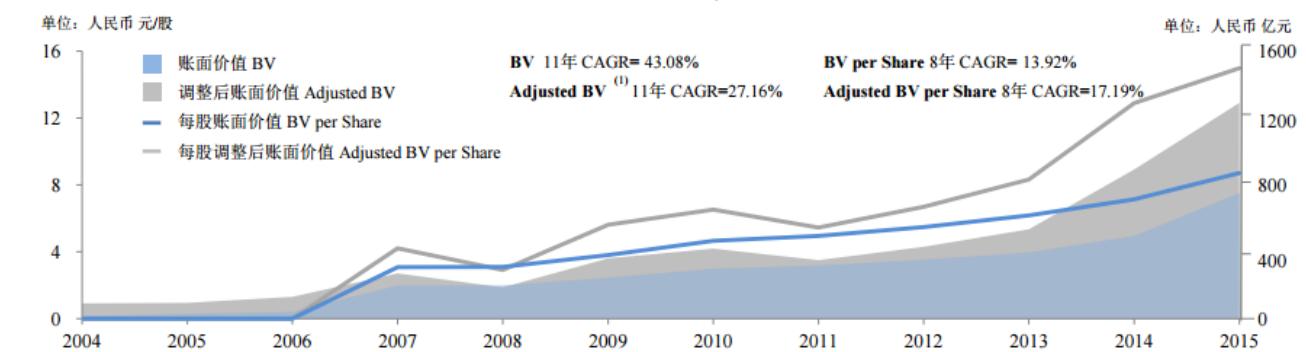
2015 年	中信信托(转让方)	泰康人寿	1.92
2014-2015 年	复星国际(收购方)	葡萄牙保险	1
2014-2015 年	复星国际(收购方)	Ironshore	1
2014-2015 年	复星国际(收购方)	MIG	0.97

数据来源：公司年报，公司公告，国泰君安证券研究。

根据复星规划，当前欧美日的持续低利率环境使得保险机构的负债端总体上仍比较安全，未来会有更多的以合理价格投资当地市场强势保险机构并扩大保险资产的机会。预计今后几年保险板块的占比会进一步提升。

图 15：复星的“产业—保险”整合战略显著提升公司价值

➤ 截至2015年12月31日，复星国际市值为港币1,041.8亿元/人民币875.1亿元。

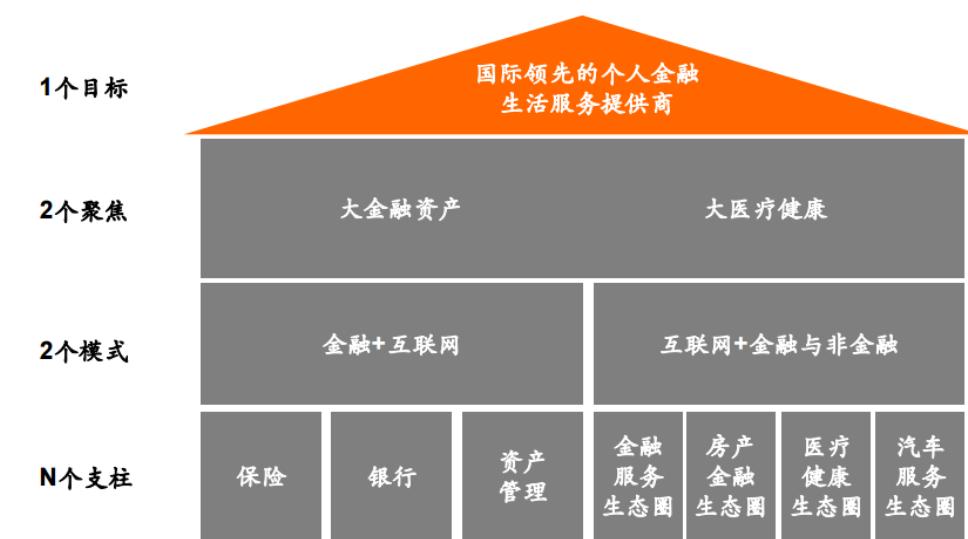


数据来源：公司投资者关系资料。

2.2.3. 平安：增加 SYNERGY 提升价值

中国平安（601318）起家于保险业务，经过近 30 年的发展，已经成为一家优秀的综合金融集团。公司致力于成为国际领先的个人金融生活服务提供商，通过“综合金融+互联网”和“互联网+综合金融”的一体化架构，以及统一的品牌、多渠道分销网络，公司为超过两亿互联网用户和一亿客户提供保险、银行、资产管理及互联网金融产品及服务。目前公司的盈利仍然来自于核心金融板块，2015 年实现归母净利润 542.03 亿元，其中保险业务和银行业务是最主要的利润来源。

图 16：中国平安：保险+银行+资产管理+互联网金融+医疗健康



数据来源：公司 2016 年半年报。

1) 平安 1.0 时代（1988-2006 年）：以传统金融业务为主。公司从保险公司发展成为综合金融集团，积累了大量的线下资源和管理经验。

2) 平安 2.0 时代（2006-2016 年）：科技引领综合金融，用大数据、互联网等现代科技手段武装传统的金融服务，为客户提供极致的金融消费服务体验。一方面，利用互联网升级综合金融模式，将线下的金融客户迁徙到线上，扩大服务范围；另一方面，围绕用户的“医食住行玩”需求，不断完善线上平台，提供多种服务和产品，将金融嵌入线上生活服务，逐步横向迁徙，最终实现“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”，让公司成为客户的“财富管家、健康顾问、生活助手”。

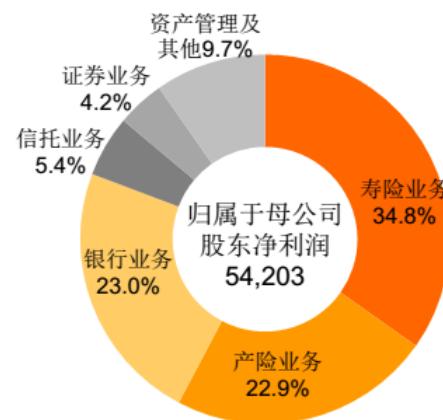
3) 平安 3.0 时代（2016 年起）：不再局限于平安内部的综合金融，而是将“互联网+金融”的发展模式向全行业开放，携手金融同业，打造更加强大的、开放式互联网金融服务平台。陆金所是平安 3.0 的典型平台之一，此外，“金融一账通”、“医保一账通”也是公司着力推进的核心工程，目标同样是建成开放式综合服务平台。

图 17：中国平安进入“开放平台+市场”的阶段

图 18：中国平安主要利润来自于保险和银行



数据来源：公司 2015 年财报，国泰君安证券研究。



数据来源：公司 2015 年财报，国泰君安证券研究。

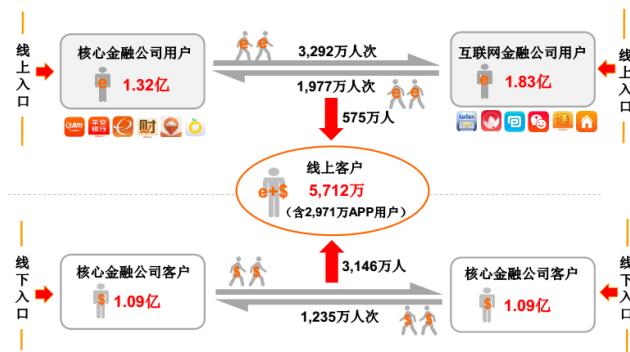
协同效应 (Synergy) 体现在用户及客户间的迁徙，这极大提升了产品的交叉销售能力：公司持续以客户为中心，为客户提供完善的金融服务，以实现“一个客户、一个账户、多项服务、多个产品”为目标，积极推进用户、客户间的迁徙。

公司的用户及客户迁徙模式包括横向迁徙和纵向迁徙两种。

1) 横向迁徙。 包括：①核心金融公司的互联网服务平台的用户与互联网金融公司的用户间相互迁徙：2015 年，互联网用户从互联网金融公司向核心金融公司迁徙人次达 1977 万；互联网用户从核心金融公司向互联网金融公司迁徙人次达 3292 万。②核心金融公司客户间的相互迁徙：2015 年迁徙客户约 1235 万人次，集团内各子公司新增客户中的 33.9% 来自客户迁徙。

2) 纵向迁徙。 包括：①核心金融公司客户向互联网客户转化：2015 年，3146 万核心金融公司的客户通过注册互联网服务平台账户转化为线上客户，占当年新增互联网用户总量的 30.2%。②互联网用户向核心金融公司客户转化：2015 年，互联网用户转化为新增客户的人数达 575 万，占当年新增客户总量的 18.7%。

图 19：交叉销售模式多样

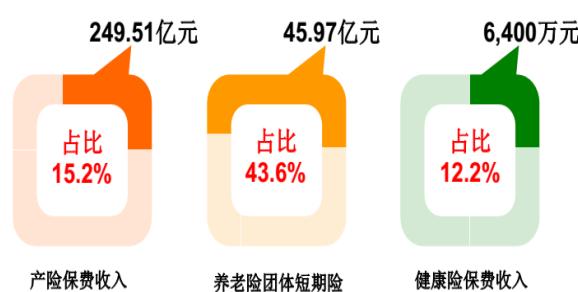


数据来源：公司 2015 年财报，国泰君安证券研究。

注：用户指使用平安集团旗下互联网金融公司和核心金融公司的互联网服务平台（包括网页平台及移动 APP）并注册生成账户的互联网用户；客户指持有平安集团旗下核心金融公司有效金融产品的个人客户。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 20：交叉销售占保险收入比例显著



数据来源：公司 2015 年财报，国泰君安证券研究。

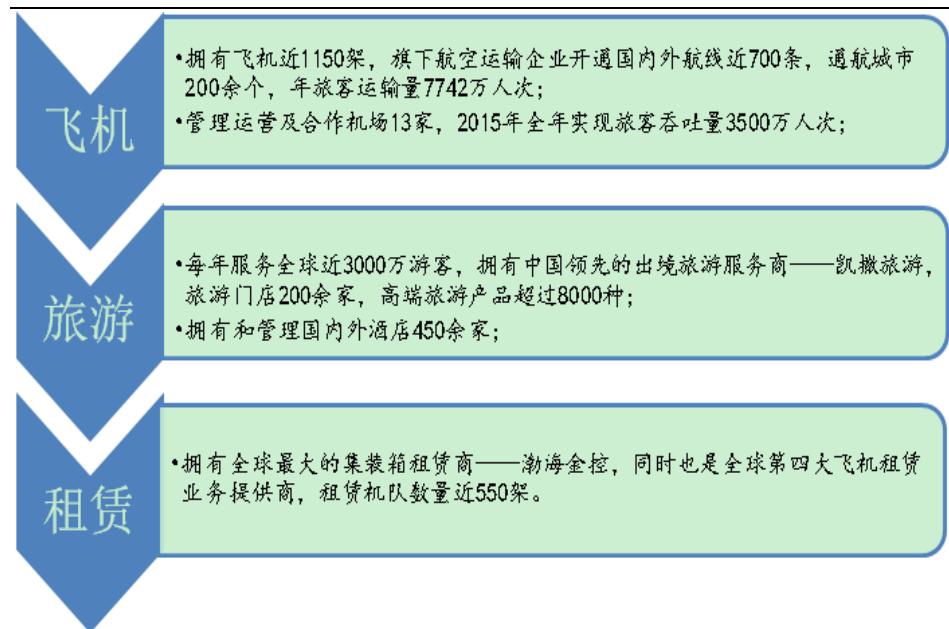
评价：交叉销售创造价值：在推动用户及客户迁徙同时，公司基于大数据分析，多维度挖掘客户潜在需求，推动交叉销售水平不断提升。2015年公司保险业务交叉销售成果显著，通过个人寿险业务代理人渠道实现平安产险、平安养老险、平安健康险新增保费近300亿元。

2.2.4. 海航：增加 LEVERAGE 提升价值

通过巧妙的金融控股集团设计和连续不断的成功融资，以1000万元起家，“连一个飞机翅膀都买不起”的航空公司成长为世界五百强产业集团（2016年《财富》第353位）。海航2014年直接控制4000亿元人民币总资产，间接控制7000亿元人民币总资产，年销售收入超过1500亿元，有近700家成员企业和500架飞机机队规模。

除了中国航空运输产业的发展外，海航集团充分利用各种金融工具，通过融资并购方式来推动产业发展。2000年海航集团成立。此后海航沿袭了“融资、重组、再融资”的手法，通过并购或重组，控股新华航空、山西航空、长安航空、金鹿公务机等多家公司，参股美兰机场、扬子江货运等近三十家家公司，并开始与证券、信托等接触，组建自己的金融部门。从2007年开始，海航并购扩张导致的企业总资产增长率始终保持在30%以上，在2010年到2011年的两年间，总资产增长率超过40%。A股上市公司渤海金控（000415）为其核心金控平台。

图21：海航“以地养天”的产业运营战略版图



数据来源：公司2015年财报，国泰君安证券研究。

按照海航集团前总经济师文小芒总的评述，海航并购模式即“融资为了并购，并购为了融资，融资即是手段，也是目的”。其运作模式可以表述为：由控股公司（集团）对下属上市公司或板块公司注入优质资产，然后增发或配股获得资金，或者银行贷款获得资金，再并购新项目，通过对并购的新项目派入管理团队，改善管理；同时注入部分资产重组的

启动资金和流动资金，通过减员增效，销售网络重建，运营模式改善，提高公司业绩，再在市场融资（银行贷款或股权增发），然后再并购新项目，循环往复。当并购项目公司因为债务比例过高而超出融资条件和已经无抵押资产时，就作为集团内部产业链整合的基础，吸收合并集团内部产业，进而形成企业集团的一个板块。

图 22：海航的“融资—并购”模式



数据来源：国泰君安证券研究。

图 23：海航系下的主要参/控股金融机构

银行	证券	保险	飞机	租赁	综合
天津银行 BANK OF TIANJIN	联讯证券 LIANXIN SECURITIES	滨海人寿 BOHAI LIFE	天津航空金融 TIANJIN AIR CAPITAL	滨海租赁 BOHAI LEASING	海程租赁 HENGQIN LEASING
信托	香港国际证券有限公司	华安保险	API 亚太财产保险 Asia-Pacific General Insurance	Tongzi River International Leasing 通子江国际融资租赁有限公司	CRONOS CHANGJIANG LEASING
			HNA FUTURES 海航期货股份有限公司	扬子江深海经租 Yangtze River Deep Sea Chartering	香港航空租赁 Hong Kong Aviation Capital
					SinOceanic SHIPPING
				AVOLON	TIP Trailer Services

数据来源：公司官网。

海航组织结构是典型的金字塔结构。这形成了内部资本市场，通过集团内部企业之间的同业拆借、贷款、吸收成员单位存款、发行债券、项目融资、金融租赁、消费信贷等方式提升融资水平。在组织设计上，集团控股若干二级产业板块公司，再由二级板块公司继续控制下属专业运营公司和区域公司，下属专业运营公司和区域公司再去控制若干底层的项目公司。集团公司不进行实业活动，专门从事资本经营；中层板块公司为产业运作而设立，这样可以起到分散风险职能。

2.2.5. 德隆：ROIC 下行趋势下金控毁灭价值

所有创业型的企业家都有一个迷信，那就是自己是超人，能够获得超额利润。因为有超额利润，所以只要企业能够继续扩张，就不太在乎资金高成本，因为他们认为水涨船高。

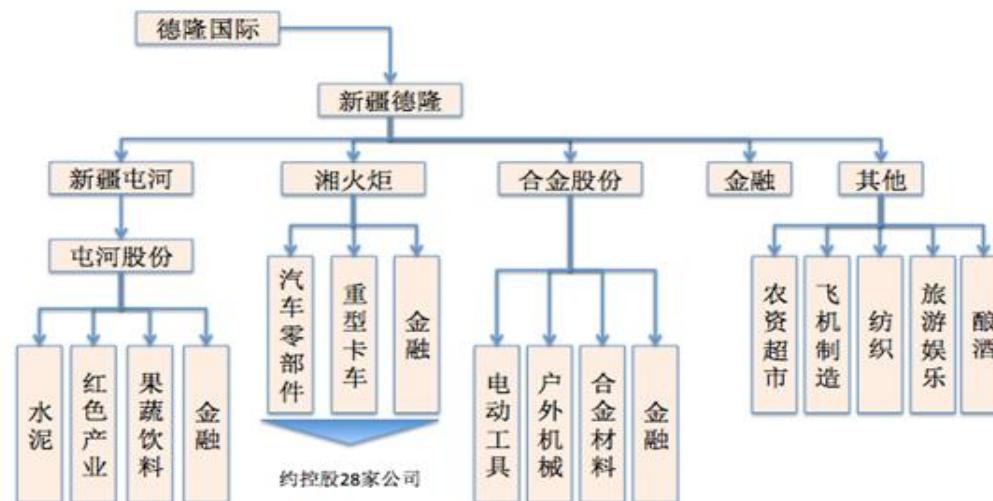
——海航集团前总经济师文小芒

金字塔控股可以充分发挥财务杠杆作用，使民营企业获得金融资源配置，有利于其外延壮大，同时规模做大后容易形成紧密地方政商关系，产生“大而不倒”的假象，民营企业家神往。但这种模式的风险也应重视：一方面，若因宏观调控或整体经济增长停滞，或股市 IPO/再融资停顿，这种情况很容易产生集团融资渠道断裂和现金流枯竭显现，同时，资产端产业之间并不一定能完全互补，在经济下行周期下，投资管理出现问题会极大增加业务波动，这种情况下金控的组织形式反而会加速毁灭企业价值。德隆的倒掉对金融控股公司就有重大警示意义。

德隆系是以新疆德隆（集团）有限责任公司（以下简称德隆）为核心的庞大金融控股集团，实际控制人为唐氏家族，其在 1992 年到 2004 年的 12 年间，直接或间接地控制着数十家企业，涉足 17 个行业，形成了复杂的金字塔企业集团结构。但德隆在 2004 年因资金链断裂而崩塌，新

疆德隆总裁唐万新也因非法吸纳公众存款罪和操纵证券价格罪获刑。

图 24：德隆系全盛时期产业和金融版图



数据来源：整理自知乎网站。

“上市公司+金融牌照”是德隆的主要的金控版图布局。1996年10月，德隆受让新疆屯河 10.19%的股权，成为其第三大股东，随后增资扩股成为第一大股东；1997年通过质押新疆屯河法人股以及关联公司（乌鲁木齐德隆房地产公司）提供担保，由新疆金融租赁公司进行债券融资，从沈阳资产经营有限公司手中购得沈阳合金 29.02%的股权成功控股；同年10月，与株洲国有资产管理公司达成协议，收购湘火炬 25.71%的股份。德隆一年内完成了新疆屯河、湘火炬、合金股份三家上市公司的收购，通过产业间并购重组的方式推进相关企业整合，公司一方面推进相关公司的产业整合，同时在二级市场也竭力维持三家上市公司股价，到2001年这三只股票在德隆入主后均有10倍以上涨幅。在金融版图上，德隆同时控制了证券、信托、租赁、银行、保险等多家金融牌照，德隆金控版图雏形已成。

表 16：德隆通过外延扩张等方式推动版图内产业机构转型

公司名称	原主业	转型后主业
新疆屯河 (600737)	新疆建设兵团下的水泥厂	全球第二大番茄酱生产商，出口量占全球的 17%
沈阳合金 (000633)	净利润千万以内的电动工 具制造企业	全国最大的电动工具专业生产商和 出口商
湘火炬 (000549)	火花塞生产商	拥有 50 多家子公司，成为中国齿轮， 火花塞，军用越野车 3 个行业规模最 大的企业

数据来源：《曾经德隆》，国泰君安证券研究。

表 17：德隆系全盛时控制证券/信托/租赁/银行等多个牌照

牌照	具体名称
证券	德恒证券、中富证券、恒信证券、健桥证券、三江源证券

信托	金信信托、伊斯兰国际信托、南京大江信托
租赁	新世纪租赁、新疆金融租赁
银行	长沙商行、昆明商行、株洲商行、南昌商行、兰州商行
保险	东方人寿、华安财险保险

数据来源：国泰君安证券研究。

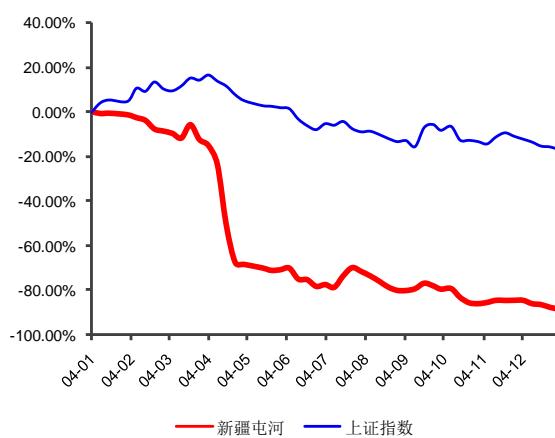
2001 年后中国资本市场步入近四年的熊市，同时德隆加码的产业投资也受到了经济周期影响。为了维持“德隆系”股价，德隆通过金融牌照挪用资金（如利用租赁公司加杠杆融资，借助信托计划资金，挪用客户保证金资金），根据事后披露，德隆每年用于融资支付的利息需要近 30 亿。熊市下资本市场融资能力难以保证现金流稳定，外部高成本的融资变本加厉。随着基金黑幕、中科创业等一系列事件的爆发，监管环境日趋严厉。2004 年 3 月《商务周刊》报道《德隆资金链绷紧》，称“德隆已经将大部分资金压在了旗下的各只股票上...”。相关事件媒体发酵后，德隆资金链愈发紧张，最终整个控版图倒塌。德隆的金融版块主要被华融集团重组和托管。

图 25：2001-2003 年新疆屯河（600737）长庄善舞



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

图 26：2004 年新疆屯河（600737）股价崩塌



数据来源：wind，国泰君安证券研究。

3. 价值的验证

我们附表中汇集了近年来出现的有金控属性（持有 2 个以上金融或类金融牌照）或主业拟转型金融（主业和金融业务双主业）的上市公司。我们根据金融牌照价值和金融—主业协同性（基于 EVA 框架）两个维度对相关公司评估。我们认为部分公司已有创造高 EVA 的金控雏形，未来产业资本和投资者对金控的认识会逐步由“揽牌照”（主要关注牌照的多样性和稀缺性）到“搭积木”（金融牌照作为负债端与产业构成的资产端相契合）转型，相关公司拥有长线成长机会。我们建议增持拥有较稀缺牌照（特别是证券、保险、信托牌照）和与产业布局有协同效应（符合 EVA 价值创造）的类金控平台，除中国平安（601318）外，我们建议增持爱建集团（600643）/渤海金控（000415）/国盛金控（002670）/华西股份（000936），受益标的：海航投资（000616）/君正集团（601216）/泛海控股（000046）。

爱建集团(600643): 均瑶集团管理层入主，转型布局提速。均瑶集团作为出色的民营企业，旗下拥有吉祥航空（603885）、大东方（600327）等上市公司，后续有望为公司引入优秀的管理制度和激励机制，推动公司金融业快速发展。此次定增完成后，公司资本实力大幅提升，信托和租赁业务发展中的资本制约因素不再。未来均瑶产业资源与信托、财富管理等金融业务有对接的可能性。

中航资本 (600705)：租赁证券等业务发力，多金融板块贡献利润。租赁板块聚焦于航空/船舶等专用设备。公司租赁杠杆率水平已近 10 倍上限，外延扩张预期较强。独特军工项目“孵化/证券化”模式，持续受益于中航集团证券化率提升。中航工业集团积极孵化优质项目，待培育后注入上市公司实现证券化。作为集团优质项目孵化器，该模式为公司创投板块的项目选择和退出提供了顺畅渠道。中航金控平台的模式具有示范效应，央企改革加速下，公司有望持续参与其他军工集团证券化进程。

渤海金控 (000415)：公司在飞机租赁领域快速布局，通过海外并购打造行业龙头地位。公司机队规模将超过 450 架，跻身世界第三大、国内第一大飞机租赁服务提供商。未来国内消费升级将推动飞机租赁市场快速发展。同时收购华安财险部分股权，完善金控布局。保险牌照未来有望为公司租赁资产提供保险服务，公司有望利用华安财险资本成本优势，对接低风险、稳收益的租赁资产，打造新型租赁业务模式。

国盛金控 (002670)：有 PE/VC 背景的新一代互联网金控平台：国盛证券在江西地区耕耘多年，民营股东入主后，有望体现成长性；大股东体外有优质一级市场资产，后续争取保险牌照，一二级市场联动预期提升资产端优势。

华西股份 (000936)：转型推进，一二级市场布局逐步完善。公司在文化娱乐/TMT /健康医疗/跨境半导体技术领域成立并购团队，积累优质待证券化项目，布局渐成熟。股权激励实施（行权价 8.06 元）将促进管理层利益绑定。

表 18：涉及到的上市公司盈利预测与估值

公司名称	股票价格	EPS			PE					评级
		2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
中国平安	34.52	30.24	37.93	45.09	53.96	1.14	0.91	0.77	0.64	增持
华西股份	10.85	0.10	0.17	0.27	0.43	108.50	63.82	40.19	25.23	增持
国盛金控	31.01	0.13	0.56	0.89	1.05	238.54	55.38	34.84	29.53	增持
爱建集团	11.70	0.43	0.48	0.55	0.66	27.21	24.38	21.27	17.73	增持
中航资本	7.95	0.52	0.64	0.78	0.96	15.29	12.42	10.19	8.28	增持

时间：2016 年 9 月 12 日，数据来源：wind，国泰君安证券研究。

4. 核心风险

宏观产业和资本市场周期下行

金控旗下各个机构盈利模式与宏观经济、证券市场行情走势相关性较强，如资本市场行情走弱，证券经纪、自营、资产管理等业务的经营难度将会增大，盈利水平可能受到较大影响。而我国证券市场行情又受到国民经济发展状况、宏观经济政策、财政政策、货币政策、行业发展状况以及国际证券市场行情等诸多因素影响，存在一定的周期性。因此金控旗下各牌照业务存在因宏观环境、资本市场周期性变化而导致收入和利润大幅波动的风险。

监管政策风险

金融混业监管政策本身有较大不确定性。历史上金融混业经营诱导了多次金融危机。中国金融混业经营促进金融业发展同时但也带来了风险。例如因部分银行信贷资金通过理财、基金等形式进入股市，加剧股市的波动。我们认为金融牌照放开和混业经营的最终落地仍具有不确定性。

附表：近年来有金控属性或主业拟转型金融的上市公司汇总

代码	名称	产业(规划)	金融资产(已有或拟注入)	市值	股本	PB	金融牌照价值	主业—金融协同价值(基于EVA框架)
000616	海航投资	房地产 (留一线剥二线)	渤海信托、华安财险	81	14.3	1.8	产险、信托是核心牌照	原主业衰弱，养老产业将是发展重点，保险、信托可为相关产业提供长久期资金
000936	华西股份	化纤、仓储 (留存)	私募投资，计划收购民营银行，谋求证券/保险/销售牌照	96	8.9	3.6	核心牌照主要是银行牌照	若能争取到保险牌照，保险资金可以为投资业务提供长久期融资
600643	爱建集团	贸易(留存)	控股爱建信托、租赁、财富管理等，参股爱建证券	168	14.4	2.9	信托、租赁等为较核心牌照，大股东均瑶集体外有民营银行等金融资源	股权转让后，大股东均瑶集团有丰富产业资源，与负债端(短期看信托、财富管理，长期看争取保险等牌照的可能性)可以打通
002670	国盛金控	空调连接器(留存)	国盛证券、投资板块、筹划保险牌照	290	9.4	2.6	证券是核心牌照，若保险牌照获批可形成金控模式，大股东体外资产丰富	与原主业协同程度不大，中长期看保险资金可以为投资板块提供支持
601216	君正集团	能源化工(留存)	参股华泰保险、天弘基金	356	84.4	2.9	拥有保险、基金等核心牌照，准备发起设立银行	目前以财务投资为主，但主业盈利能力较强，中长期看有业务协作空间
000415	渤海金控	航空、集装箱、市政设备租赁(留存)	渤海人寿、华安财险、联讯证券	485	61.8	1.8	保险、证券、租赁三块核心牌照齐全	租赁可作为资产端，证券作为证券化工具，保险可提供相对低成本的长久期资金
000046	泛海控股	房地产(留存)	民生证券、亚太财险、民生信托、民生基金等	572	52.0	3.7	证券、保险、信托均为核心牌照	保险、信托可为房地产板块提供资金，证券可以成为证券化工具
600705	中航资本	无产业	中航租赁、中航证券、中航期货、中航信托、集团公司财务公司和产业投资平台	714	89.8	3.6	证券是核心牌照，租赁和信托提供稳定现金流，产业投资板块有稀缺性，	金融板块反哺产业投资板块
601318	中国平安	无产业	寿险、产险、证券、租赁、信托等所有核心金融牌照	6350	182.8	1.8	核心牌照齐全	各个金融板块精耕细作，多牌照实现交叉销售
600093	禾嘉股份	汽车零配件(剥离)	融资租赁、商业保理	151	11.2	2.7	牌照价值一般	基于煤炭大宗商品的供应链金融空间巨大
000617	*ST济柴	柴油机(留存)	昆仑银行/金融租赁/信托/中意寿险产险等	37	2.9	7.6	中石油旗下的保险、信托、融资租赁、财务公司等核心金融牌照	原主业已衰落，金融业务主要为集团服务
002608	*ST舜船	船舶建造 (被申请破产重组)	拟重组江苏信托	40	3.7	-0.8	信托牌照较稀缺	主要是金融业务运作，拟注入的燃气发电业务资金成本低，与信托业务协同性一般
000890	法尔胜	特种中细规格钢丝绳 (留存)	摩山保理	43	3.8	4.1	保理牌照价值一般，中植集团旗下公司拟增资提升资本运作机会	较弱

请务必阅读正文之后的免责条款部分



代码	名称	产业(规划)	金融资产(已有或拟注入)	市值	股本	PB	金融牌照价值	主业—金融协同价值(基于EVA框架)
002290	禾盛新材	家电外观复合材料 (留存)	保理、融资租赁	56	2.1	6.8	牌照价值一般，股东中科创有资本运作经验	租赁保理可参与到拟转型的电子电器产品的供应链金融业务中，但资金成本较高
600390	*ST金瑞	锂镍电池材料、锰材料 (留存)	五矿旗下证券、信托、财务公司牌照	60	4.5	4.8	证券、信托等属于核心牌照	原主业已衰落，金融业务主要为集团服务
600318	新力金融	水泥(剥离)	小额贷款、融资性担保、融资租赁、典当、P2P网贷	65	2.4	5.4	小贷/担保/融资租赁/典当/p2p 属一般性牌照，拟收购第三方支付资产，大股东国资供销社背景有想象力	缺乏低成本资金来源
000701	厦门信达	电子信息(留存)	融资租赁、大宗电商平台	67	4.1	1.3	参股的前海票据平台、第三方大宗商品电商平台相对稀缺	“资产—交易—流通平台”的商业模式值得关注
300023	宝德股份	油服、环保(留存)	庆江租赁	72	3.2	7.2	融资租赁牌照属于一般牌照	上市公司主体有利于减少租赁公司资金成本
600191	华资实业	制糖(留存)	持有华夏银行、恒泰证券股权，计划控股华夏人寿	75	4.8	3.6	拥有保险、证券股权，明天系下重要金控平台	原主业已衰落，以财务投资为主。
600155	宝硕股份	建材(留存)	华创证券	86	4.8	24.9	证券是核心牌照，大股东体外有产业链投资基金/民营银行/财务等资产	原主业已衰落，但证券业务与新希望集团资产证券化可以发挥协同效应
002141	蓉胜超微	微细漆包线(留存)	大宗交易平台、商业保理、融资租赁、合资券商	106	3.2	8.2	合资券商、大宗交易平台是有亮点的牌照	原主业已衰落，后续主要发展金融业务
000828	东莞控股	高速公路运营管理(留存)	全资融通租赁，参股东莞证券/信托等	107	10.4	2.4	牌照价值一般	租赁保理业务有望参与高速公路供应链管理业务，但资金成本较高
300300	汉鼎君佑	智慧城市(留存)	P2P，参股新设的保险、基金牌照	140	4.6	6.4	金融牌照多为初创阶段	“脸谱”布局，即打通资产端(智慧城市、泛娱乐、消费金融等)和负债端(保险、P2P)，符合EVA框架但产业布局驳杂
000488	晨鸣纸业	造纸(留存)	晨鸣融资租赁	149	19.4	1.1	融资租赁牌照属于一般牌照	上市公司主体有利于减少租赁公司资金成本
600565	迪马股份	房地产、特种车(留存)	参股东海证券、发起设立三峡人寿	157	23.5	2.6	拥有保险牌照，但目前保险刚处于初创阶段	长期看保险资金有望降低成本
000932	华菱钢铁	钢铁(剥离)、节能(留存)	财富证券、吉祥保险、湖南信托	162	30.2	2.5	保险、证券、信托三块核心牌照齐全	节能等现金流稳定产业可减少金融业务的周期性，理论上若集团债务等级高于金融板块，集团发债可降低金融业务成本
600180	瑞茂通	煤炭供应链管理(留存)	商业保理、融资租赁	165	10.2	3.9	牌照价值一般	促进供应链业务金融化，但现有牌照资金成本较高



代码	名称	产业(规划)	金融资产(已有或拟注入)	市值	股本	PB	金融牌照价值	主业—金融协同价值(基于EVA框架)
000587	金洲慈航	黄金供应链(留存)	丰汇租赁	174	10.6	2.3	融资租赁牌照属于一般牌照	上市公司主体有利于减少租赁公司资金成本
600240	华业资本	房地产(留存)	商业保理	175	14.2	3.8	牌照价值一般	原主业衰落，医疗产业链的持续布局值得关注
600120	浙江东方	商贸流通(留存)	浙金信托、大地期货、中韩人寿	184	5.1	3.1	信托、保险属于核心牌照，在经济下行态势下，AMC得到市场关注，后续存在继续证券化可能性	与原主业协同程度不大
000563	陕国投A	信托(留存)	参股陕西AMC、永安保险、长安银行	209	30.9	2.7	信托、保险属于核心牌照，在经济下行态势下，AMC得到市场关注，但保险和AMC体量过小	信托可以为AMC提供项目资产来源，协同性强
600291	西水股份	水泥(剥离)	天安财险	225	10.9	2.1	产险也采取发行理财型保险的方式扩充规模	原主业已衰落，但产险与明天系产业对接值得关注
600739	辽宁成大	贸易、疫苗(留存)、页岩油(剥离)	广发证券第二大股东；拟参股中华控股(产险为主)	289	15.3	1.6	若获批将间接拥有保险、证券等重要牌照	以财务投资为主，与主业协同效应较低
600704	物产中大	煤炭钢铁等大宗商品供应链(留存)	期货、租赁保理、财务、保险经纪等牌照	302	28.7	1.6	牌照虽多，但价值一般	主业有天然发展供应链业务的属性，后续若能进一步争取证券、保险牌照，值得关注
000987	越秀金控	百货零售(留存)	广州证券、越秀租赁、越秀产投及小贷、担保	330	22.2	2.7	证券是核心牌照，租赁/创投/小贷是一般性牌照	若能进一步落实第三方支付和消费金融牌照，可以与消费产业相契合。
000627	天茂集团	化工医药(留存)	国华人寿、安盛天平车险	376	42.6	3.0	拥有寿险、产险双牌照	原主业已衰落，以财务投资为主。
300059	东方财富	无产业	基金第三方销售、东方财富证券、保险经纪	737	35.6	5.9	证券为稀缺牌照	后续观察证券业务的流量导入变现、资管生态圈的打造
600663	陆家嘴	房地产(留存)	爱建证券、陆家嘴信托、陆家嘴国泰人寿	757	33.6	7.0	证券、信托、寿险均为核心牌照	保险、信托可为房地产板块提供资金，证券可以成为证券化工具

注：市值单位亿元，股本单位亿股，时间：2016年9月12日，数据来源：wind，国泰君安证券研究。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

			评级	说明
1. 投资建议的比较标准	股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上	
		谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间	
		中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%	
		减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上	
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数	
		中性	基本与沪深 300 指数持平	
		减持	明显弱于沪深 300 指数	

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		