



非银金融 多元金融 II

【公司深度】爱建集团(600643): 两次蜕变, 有望成为金融集团领域一颗闪亮新星

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 1,437/1,434  
总市值/流通(百万元) 20,120/20,076  
12个月最高/最低(元) 14.35/8.63

## ■ 历史报告

《爱建集团(600643): 新思路, 大格局》--2017/03/19

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

## 投资要点:

爱建集团自2012年改革以来, 经营步入发展正轨, 均瑶集团入主是公司新发展的起跑点, 从再融资重启开始, 可对标安信信托2014年起的改革之路, 且公司在多元金融布局方面有战略领先优势, 牌照方面有优势, 看好公司的长远发展潜力。核心逻辑如下:

**1、混改标的, 民营活力待释放。**爱建集团本轮重组工作是上海新一轮金融国资改革的一项举措, 有利于抓住上海新一轮金融国资改革机遇, 有助于爱建集团突破发展局限, 回归民营本色, 承继良好发展势头。

**2、多元布局战略启动早, 牌照优势。**公司的战略定位是“以金融业为主体, 专注于提供财富管理和资产管理综合服务的成长性上市公司”。这个战略是2012年提出来的, 具有较早的前瞻性, 行业内安信信托主业做大之后, 最近一两年也在加大多元化金融布局, 但在其他金融业务的布局多为少量股权, 爱建集团在战略方面有先发优势。这种优势体现在牌照上, 目前已经获得信托、证券、租赁等, 还有大股东的银行牌照协同, 仅缺保险牌照, 有望进一步布局保险。

**3、信托、租赁业务快速发展, 成长性好。**当前爱建集团业绩主要来源于信托、租赁, 其中信托占90%以上, 信托业务利润增速在11%, 但信托规模增长了108%, 规模达到了2000亿水平, 规模进一步增长和结构改善均是未来业绩的驱动力。租赁业务利润增速20%, 行业形势依然向好, 高增长有望延续。

**投资建议:**基于公司国企改革带来的机制优势(民营资本活力、新发展思路); 金融牌照优势(信托+租赁+证券, 潜在的银行), 提升证券公司股权比例以及注入租赁资产表明公司加快资源整合; 以及信托、租赁行业稳定的业绩增长, 继续看好公司潜在价值, 给予评级“买入”, 六个月目标价为15.5元/股。

**风险提示:**资本运作进度可能落后于预期; 转型进度可能不及预期。

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,604.80	1,951.72	2,358.59	2,877.00
(+/-%)	21.19%	21.62%	20.85%	21.98%
净利润(百万元)	620.50	880.50	1,186.29	1,436.70
(+/-%)	11.87%	41.90%	34.73%	21.11%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.54	0.73	0.89
市盈率(PE)	36.46	25.70	19.07	15.75

资料来源: 太平洋证券研究院; 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、历史业绩分析：净利润低速平稳增长，ROE 稳定在 10%左右.....	4
营收增速整体呈下滑趋势，近五年保持 20%以上增速，2016 增速回升.....	4
2013 年以来净资产回报率稳定在 10%左右，净资产规模保持平稳增长.....	4
爱建集团业绩主要来源于信托、租赁，其中信托占 90%以上.....	6
二、公司变革历程：与改革开放同步，几经风雨 2012 年涅槃重生.....	7
三、均瑶集团：上海民营百强第 5 位，产业资源丰富.....	9
四、战略驱动：战略准确、具有前瞻性，战略延续性好、执行力强.....	11
(一) 爱建信托：成长因子，规模扩张和信托报酬率提升均有机会.....	13
(二) 爱建证券：约 49%的股权，受益于资本市场改革.....	17
(三) 爱建租赁：初具规模，乘行业东风，是公司成长性的重要动力.....	20
(四) 华瑞租赁：具有产业背景的飞机租赁业务，租赁资产注入提升租赁业务整体实力.....	22
(五) 爱建资本：爱建集团股权投资平台，已经成功地卖出了第一步.....	22
(六) 爱建财富：随着多元化金融布局完善，财富平台厚积薄发.....	23
(七) 爱建资产：脱胎于传统房地产业务，开展房地产金融业务.....	24
(八) 爱建产业：产业投资平台，有望在金融集团后期扩张中发威.....	24
(九) 上海华瑞银行：第一大股东是均瑶集团，牌照协同优势独特.....	25
五、盈利预测与投资建议.....	26
六、风险提示.....	26

## 图表目录

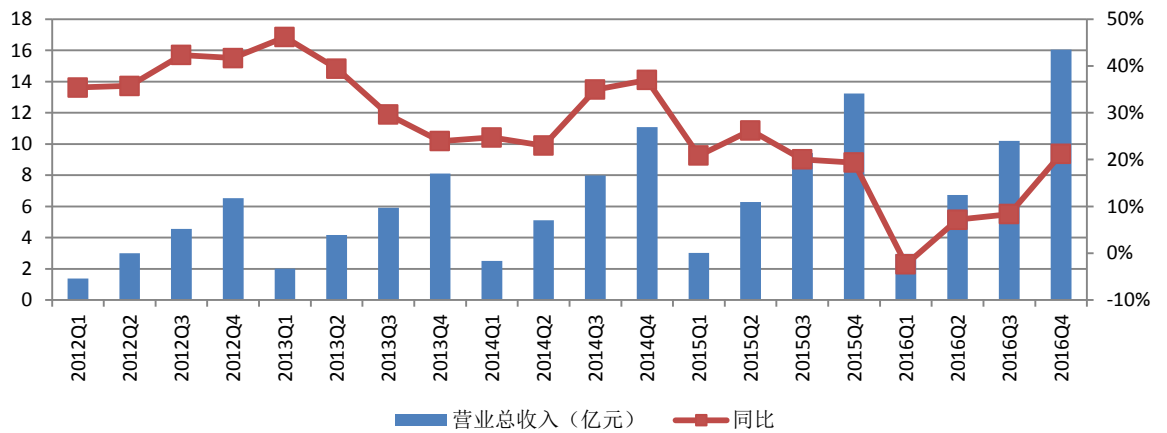
图表 1: 爱建集团历年营业收入及同比增长率 .....	4
图表 2: 爱建集团历年净利润及同比增长率 .....	4
图表 3: 爱建集团资产规模及同比增速 .....	5
图表 4: 爱建集团杠杆水平及 ROE、ROA .....	5
图表 5: 爱建集团 2014-2016 净利润来源结构 .....	6
图表 6: 爱建集团核心利润来源的子公司或参股公司 .....	6
图表 7: 2012 年爱建集团定增 2.85 亿股认购方 .....	8
图表 8: 均瑶集团股东结构 .....	9
图表 9: 实际控制人 (王钧金) 及其控制的核心企业的情况 .....	10
图表 10: 爱建集团战略布局 .....	12
图表 11: 均瑶集团入主以来, 爱建集团资本运作 .....	12
图表 12: 爱建集团机构设置图 .....	13
图表 13: 爱建信托营业总收入及增长率 .....	14
图表 14: 爱建信托净利润及平均利率 .....	14
图表 15: 爱建信托信托规模及同比增长率 .....	14
图表 16: 爱建信托股权结构 .....	15
图表 17: 信托行业——信托规模同比、季度环比增长率 .....	15
图表 18: 信托行业——信托资产规模及综合信托报酬率 .....	16
图表 19: 爱建证券股份变动前股权结构 .....	17
图表 20: 爱建证券股份变动后股权结构 .....	17
图表 21: 爱建证券营业总收入及增长率 .....	18
图表 22: 爱建证券总资产及净资产 .....	18
图表 23: 证券行业——行业 PE 历史估值 (整体法) .....	18
图表 24: 证券行业——A 股市场容量不断扩大 .....	19
图表 25: 证券行业——A 股两融业务规模攀升 .....	19
图表 26: 证券行业——A 股历年收益率 .....	19
图表 27: 证券行业——权益类融资额 .....	20
图表 28: 爱建租赁股权结构 .....	20
图表 29: 爱建租赁营业总收入及增长率 .....	21
图表 30: 爱建租赁总资产及净资产 .....	21
图表 31: 融资租赁行业-合同余额及同比 .....	22
图表 32: 融资租赁市场渗透率: 美国 vs 中国 .....	22
图表 33: 爱建财富主要服务内容 .....	23

## 一、历史业绩分析：净利润低速平稳增长，ROE稳定在10%左右

### 营收增速整体呈下滑趋势，近五年保持20%以上增速，2016增速回升

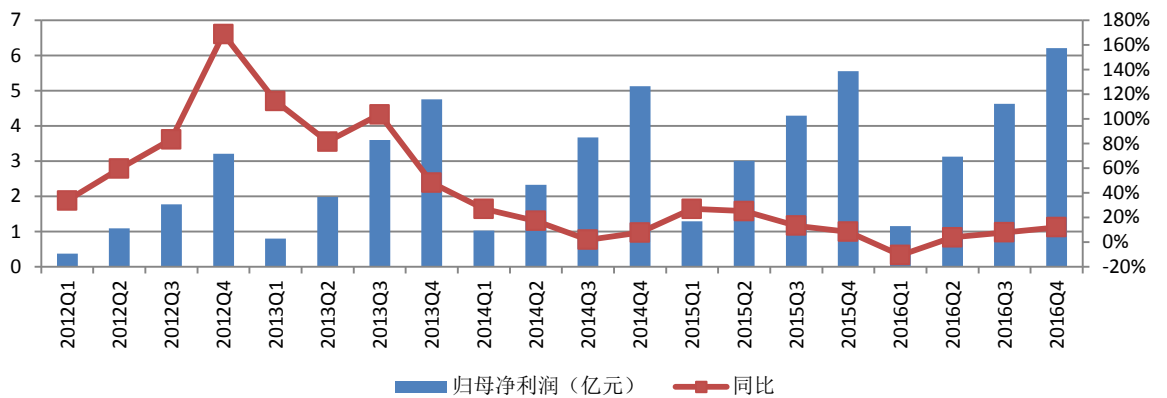
公司近五年的营业总收入分别为：6.53亿元、8.10亿元、11.09亿元、13.24亿元、16.1亿元，同比增速分别为：42%、24%、37%、19%、21%，营收增速整体呈下滑趋势，2016年现拐点；归母净利润分别为：3.21亿元、4.75亿元、5.12亿元、5.55亿元、6.21亿元，同比增速分别为：169%、48%、8%、8%、12%。业绩的平稳增长，表明公司经营层面是稳健的，2016年形势好转。

图表 1：爱建集团历年营业收入及同比增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 2：爱建集团历年净利润及同比增长率

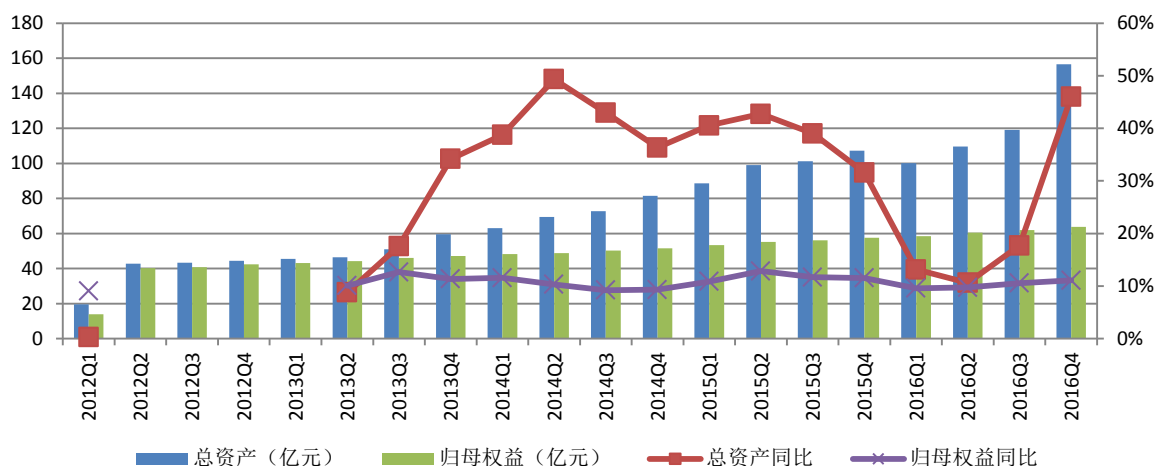


资料来源：WIND，太平洋证券研究院

## 2013年以来净资产回报率稳定在10%左右，净资产规模保持平稳增长

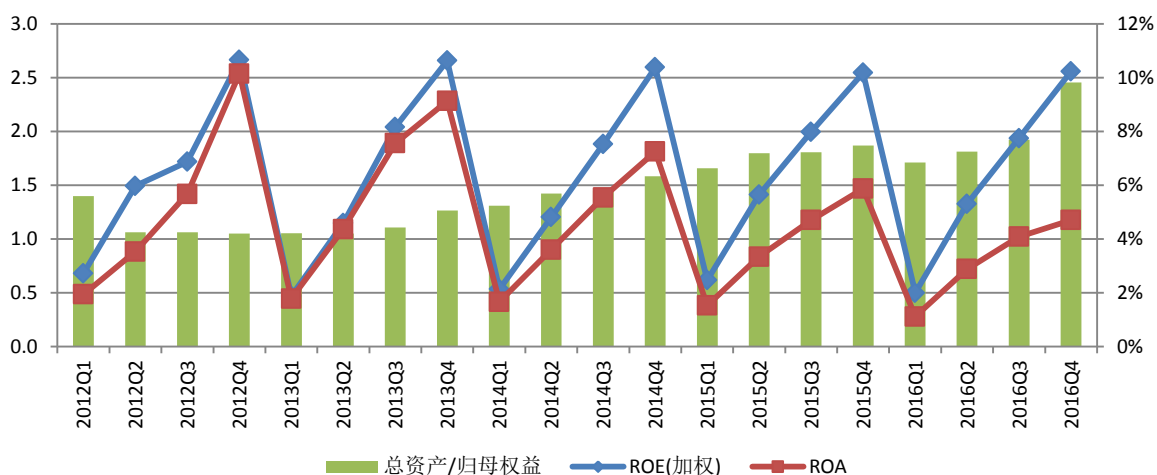
公司2012年2季度完成定增, 当年资产规模、净资产规模大幅提升, 规模分别为: 44亿、42亿, 增速分别为131%、210%。自2013年以来, 净资产增长率分别为: 11.33%、9.29%、11.52%、11.08%。总体来看, 2013年以来, 公司逐渐加杠杆, 总资产/净资产比例从2012年底的1逐步提升到2016年底的2.5, 加杠杆平抑了总体资产回报率的下滑带来的影响, 使净资产回报率保持在一个相对平稳的水平。总资产规模增速继2016Q2达到历史低点后逐步回升, 重新回到加杠杆的周期。

图表 3: 爱建集团资产规模及同比增速



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 4: 爱建集团杠杆水平及 ROE、ROA

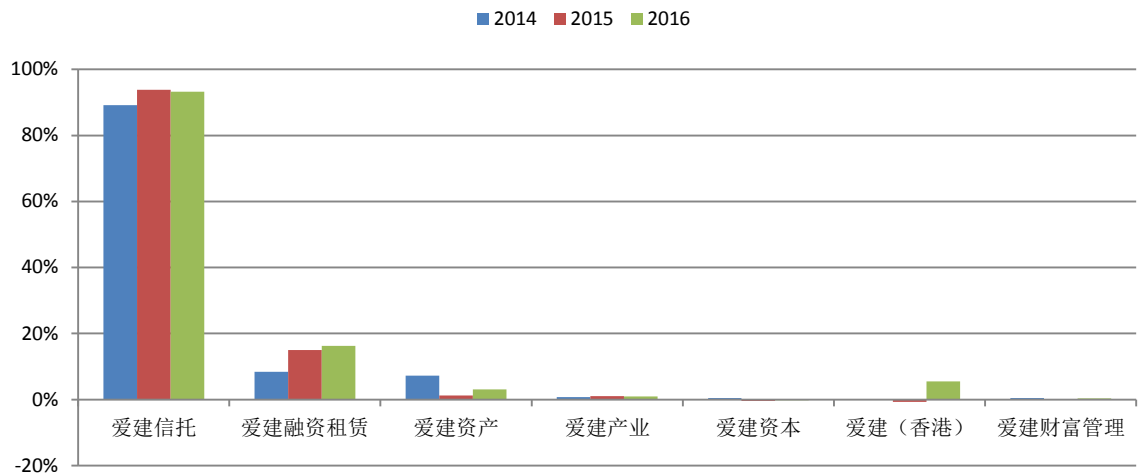


资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 爱建集团业绩主要来源于信托、租赁，其中信托占 90%以上

爱建集团业务开展主要通过七家全资控股的子公司以及控股 20.23%的爱建证券(2017 年爱建证券股权将提升到 49%)。从 2014、2015、2016 三期数据来看，爱建集团净利润分别为：5.12 亿、5.55 亿、6.21 亿元，其中爱建信托净利润分别为：4.57 亿、5.21 亿、5.79 亿，对集团净利润的贡献度分别为：89%、94%、93%。爱建租赁净利润分别为：0.43 亿元、0.83 亿元、1.01 亿元，对集团净利润的贡献度分别为：8%、15%、16%。爱建证券 2014、2015 年净利润分别为：0.88 亿、1.59 亿，根据 20.23%的股权比例折算，贡献投资收益分别为：1800 万、3200 万。

图表 5：爱建集团 2014-2016 净利润来源结构



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 6：爱建集团核心利润来源的子公司或参股公司

	持股比例
爱建信托	100%
爱建融资租赁	100%
爱建资产管理	100%
爱建产业	100%
爱建资本	100%
爱建(香港)	100%
爱建财富管理	100%
爱建证券	48.86%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院



## 二、公司变革历程：与改革开放同步，几经风雨 2012 年涅槃重生

爱建集团是一家有历史的公司，也是一家有故事和有情怀的公司，需要用历史的眼光去看。

**“创建设立”阶段：**“爱建”即“爱国建设”之意，前身上海市工商界爱国建设公司，大陆改革开放后首家民营企业，创建于 1979 年，是在“十一届三中全会”改革开放政策背景下，以刘靖基、唐君远等为代表的上海市老一辈工商业者和部分海外人士发起。爱建从创建到发展，始终得到了党和政府的关怀与支持。这份历史的厚重对当下仍有重要的意义，去年 2 月 1 日，公司迁址新办公大楼——爱建金融大厦之后，

**“改制上市”阶段：**公司于 1992 年 9 月 22 日改制为上海爱建股份有限公司，并于 1993 年 4 月 26 日在上海证券交易所挂牌上市。改制上市以后，爱建业务得到快速发展，经济效益大幅增长。经过多年发展，爱建逐渐成为一家同时拥有信托、证券两张金融执照，并拥有房地产、实业、进出口等业务板块，颇具知名度的综合类上市公司，曾先后入选“道·琼斯中国 88 指数”、“上证 30 指数”等样本股。2004 年始，爱建证券、爱建信托经营产生了波折，之后公司开始了艰苦的资产重组和资产追索，公司进入“保全重组”阶段。

**“发展振兴”阶段：**2012 年，是公司历史上具有转折意义的一年。2012 年 6 月，经中国证监会核准，公司完成非公开发行股票募集资金工作，引进上海国际集团有限公司等战略投资者。期间，资产追索工作同时取得实质性突破，相关责任人被判获刑，资产追索相关协议得以签署，抵债资产完成过户，困扰公司多年的历史遗留问题得到基本解决。《爱建股份战略定位与业务发展规划》正式发布，公司回归发展正轨：2013 年，公司完成了战略管控、公司治理、队伍建设、企业文化、特色传承等“五个加强”的任务；2014 年，公司又实现了平台建设到位、团队建设到位、制度建设到位、业务建设到位、组织建设到位、文化建设到位等“六个建设到位”的目标；2015 年，公司做好了聚焦公司发展，聚焦管理提升，聚焦制度完善，聚焦队伍建设，聚焦特色传承等“五个聚焦”的重要工作。通过一系列的整合，公司焕发出了新的生命力。

图表 7：2012 年爱建集团定增 2.85 亿股认购方

序号	股东名称	持有限售股数量	持有限售股占公司总股本比例
1	上海国际集团有限公司	109,649,200	9.92%
2	上海经怡实业发展有限公司	76,754,300	6.94%
3	上海大新华投资管理有限公司	49,342,100	4.46%
4	上海汇银投资有限公司	49,342,100	4.46%
合计		285,087,700	25.79%

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：上海经怡实业的 7675 万股，2015 年 6 月 8 日解禁上市流通至 6 月 17 日减持部分后为 6825 万股。2015 年 6 月 18 日，资本公积转增股本（10 转增 3）后股数为 8872 万股。2015 年 6 月 18 日至 29 日，经怡实业通过上海证券交易所集中竞价方式减持爱建集团 1462 万股，约占爱建集团总股本的 1.02%，还留有 7411 万股（占总股本的 5.16%）。2016 年 6 月 16 日通过上市公司发布持股 5% 以上股东减持股份计划的公告，拟在 2016 年 10 月 7 日前减持不超过 1400 万股。2016 年 7 月 8 日—13 日通过上海证券交易所集中竞价方式减持 225 万股（持股比例将至 4.9998%，降到 5% 以下）。

**发展振兴阶段，公司更加注重对上市公司平台这一核心资源的利用，开展了一系列的资本运作：**

- 2012 年 6 月 5 日，定增 2.85 亿股，发行价 9.12，融资 26 亿元（净融资额 25.75 亿元）。总股本有 8.20 亿股上升至 11.05 亿股。
- 2015 年 6 月 8 日，限售股上市流通，解禁的是 2012 年 6 月 5 日定增的 2.85 亿股。
- 2015 年 6 月 17 日，公司资本公积金转增股本，每 10 股转增 3 股。
- 2015 年 6 月 30 日，重大事项停牌（至 2015 年 12 月 9 日复牌，向均瑶集团、王钧金、王钧豪发行 1.8 亿股，购买均瑶集团、王钧金、王钧豪持有的均瑶乳业 99.81% 的股权，交易金额为 25.02 亿元）。
- 2015 年 12 月 25 日，上海国际集团将所持爱建集团 1.02 亿股协议全部转让给均瑶集团，第二大股东由上海国际集团交给均瑶集团。
- 2016 年 3 月 18 日停牌，4 月 7 日复牌。期间 2016 年 3 月 31 日公告，终止发行股份购买均瑶乳业股权交易，同时启动定增事项（定增 22 亿，12 亿增资爱建信托、5 亿增资爱建租赁、5 亿还银行贷款；发行对象为公司第二大股东均瑶集团（持股比例 7.08%，定增后可达到 20.63%），现金认购）。
- 2016 年 7 月 26 日，公司选举王钧金（均瑶集团实际控制人）为董事长。
- 2016 年 7 月 26 日停牌，（2016 年 8 月 2 日复牌），调整定增方案，金额 22 亿不变，资金用途微变（5 亿用于偿还贷款，改为 4 亿用于增资爱建资本，1 亿用于偿还贷款），单价 8.97



调整至 9.20（主要原因是定价基准日调整，从以前的 2016 年 3 月 31 日，调整至 2016 年 8 月 2 日），股数由 2.45 亿股调整到 2.39 亿股。

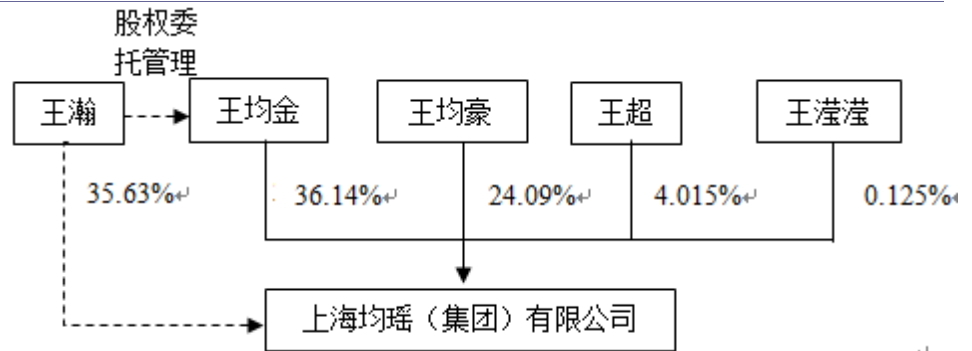
- 2016 年 9 月 8 日，公司定增项目收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》。
- 2016 年 10 月 22 日，公司定增项目收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》。11 月 11 日回复，并发布《爱建集团：非公开发行 A 股股票预案（二次修订稿）》、《爱建集团：非公开发行 A 股股票募集资金之可行性研究报告（二次修订稿）》。
- 2017 年 1 月 21 日，公司定增收到《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》。1 月 25 日回复，并发布《非公开发行 A 股股票预案（三次修订稿）》、《非公开发行 A 股股票募集资金之可行性研究报告（三次修订稿）》。调整募集资金金额，从 22 亿调到 17 亿（对应股数从 2.39 亿调整到 1.85 亿），资金用途方面增资爱建资本的 4 亿删去。

总结：2012 年上海国资加盟，助力爱建集团凤凰涅槃；2015 年借风上海国企改革，民营资本（均瑶集团）入主，新机制，新思路，新动力，有望谱写新的发展节奏，成长大幕已经拉开，有望成为一家大型金融集团。

### 三、均瑶集团：上海民营百强第 5 位，产业资源丰富

均瑶集团的入主，意味着新的“发展振兴”阶段，对爱建集团的研究离不开对均瑶集团的研究。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。现已形成航空运输、金融服务、现代消费、教育服务、信息科技五大业务板块，旗下 3 家 A 股上市公司【上海吉祥航空股份有限公司（股票代码：603885，持股比例 63.12%）、无锡商业大厦大东方股份有限公司（股票代码：600327，持股比例 45.10%）】，员工 15000 多人，规模列中国服务业 500 强企业第 177 位。“2015 上海企业百强”榜单公布，均瑶集团名列上海企业百强 42 位，民企百强第 5 位，并且名列上海服务业企业 50 强 23 位，民营服务业企业 50 强第 4 位。均瑶集团实际控制人是王钧金，王钧金自 2016 年 7 月 26 日担任爱建集团董事长。均瑶集团产业资源丰富，布局广泛，包括航空、旅游；地产、物业；小学、初中、高中学校；出租车；银行、租赁、金融科技、小贷等。

图表 8：均瑶集团股东结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

注：王钧金持有均瑶集团 36.14% 股权，并通过其与王瀚之间的股权委托管理安排合计控制均瑶集团 71.77% 股权，为公司实际控制人。王均豪持有均瑶集团 24.09% 的股权。王钧金与王均豪系兄弟关系。王瀚、王超、王滢滢系王钧金、王均豪兄长王均瑶之子女。

图表 9：实际控制人（王钧金）及其控制的核心企业的情况

序号	公司名称	与实际控制人或控股股东的关系	注册资本（万元）
1	上海均瑶(集团)有限公司	实际控制人控制的一级企业	80,000
2	上海均瑶创业投资有限公司	实际控制人控制的一级企业	2,000
3	温州均瑶集团有限公司	实际控制人控制的一级企业	8,850
4	上海均瑶国际广场有限公司	实际控制人控制的二级企业	8,000
5	上海世外教育服务发展有限公司	实际控制人控制的二级企业	1,000
6	均瑶集团航空服务有限公司	实际控制人控制的二级企业	1,000
7	上海派瑞物业管理有限公司	实际控制人控制的二级企业	100
8	宜昌均瑶贸易有限公司	实际控制人控制的二级企业	46,000
9	宜昌均瑶国际广场有限公司	实际控制人控制的二级企业	10,000
10	江苏无锡商业大厦集团有限公司	实际控制人控制的二级企业	11,322.53
11	上海均瑶如意文化发展有限公司	实际控制人控制的二级企业	2,000
12	<b>上海华瑞金融科技有限公司</b>	<b>实际控制人控制的二级企业</b>	<b>10,000</b>
13	武汉均瑶房地产开发有限公司	实际控制人控制的二级企业	6,000
14	上海市世界外国语小学	实际控制人控制的二级单位	200
15	上海市世界外国语中学	实际控制人控制的二级单位	300
16	上海智邦创业投资有限公司	实际控制人控制的二级企业	15,000
17	上海世外智慧教育科技股份有限公司	实际控制人控制的二级企业	1,000
18	上海吉祥航空股份有限公司	实际控制人控制的二级企业	128,358
19	上海风寻科技有限公司	实际控制人控制的二级企业	2,500
20	上海均瑶汽车贸易有限公司	实际控制人控制的二级企业	3,000
21	<b>上海华瑞银行股份有限公司</b>	<b>实际控制人控制的二级企业</b>	<b>300,000</b>
22	上海国瑞投资管理中心(有限合伙)	实际控制人控制的二级企业	20,000
23	上海国卿企业管理咨询有限公司	实际控制人控制的二级企业	500
24	上海派瑞文化发展有限公司	实际控制人控制的二级企业	500
25	上海宝镜征信服务股份有限公司	实际控制人控制的二级企业	5,000
26	上海均瑶航空投资有限公司	实际控制人控制的二级企业	10,800

27	温州市天龙包机实业有限公司	实际控制人控制的二级企业	600
28	均瑶集团出租汽车有限公司	实际控制人控制的二级企业	1,000
29	温州均瑶物业服务有限公司	实际控制人控制的二级企业	50
30	唐山均瑶贸易有限公司	实际控制人控制的二级企业	1,000
31	杭州上海世界外国语小学	实际控制人控制的二级企业	500
32	上海均润新材料科技有限公司	实际控制人控制的二级企业	3,500
33	北京标准时航空机票服务有限公司	实际控制人控制的三级企业	150
34	宜昌新世界商业管理有限公司	实际控制人控制的三级企业	1,000
35	当阳市均瑶贸易有限公司	实际控制人控制的三级企业	500
36	武汉均阳经贸有限责任公司	实际控制人控制的三级企业	500
37	武汉均阳物业管理有限公司	实际控制人控制的三级企业	300
38	武汉均阳拆迁有限公司	实际控制人控制的三级企业	50
39	武汉均阳房地产管理有限公司	实际控制人控制的三级企业	50
40	武汉均阳房屋置换经纪有限公司	实际控制人控制的三级企业	100
41	宜昌均瑞房地产开发有限公司	实际控制人控制的三级企业	10,000
42	上海嘉麟信息技术有限公司	实际控制人控制的三级企业	50
43	上海风寻信息技术有限公司	实际控制人控制的三级企业	1,700
44	广州风寻科技有限公司	实际控制人控制的三级企业	25,000
45	Sino Glory Capital Co.,Ltd( 耀中国瑞资本管理有限公司)	实际控制人控制的三级企业	1,100 (万美元)
46	上海冠英股权投资管理合伙企业(有限合伙)	实际控制人控制的三级企业	500
47	上海吉宁文化传媒有限公司	实际控制人控制的三级企业	200
48	上海吉祥航空服务有限公司	实际控制人控制的三级企业	20,000
49	上海均瑶国际航空旅行社有限公司	实际控制人控制的三级企业	500
50	上海君瑞宾馆有限公司	实际控制人控制的三级企业	1,000
51	九元航空有限公司	实际控制人控制的三级企业	60,000
52	<b>上海华瑞融资租赁有限公司</b>	<b>实际控制人控制的三级企业</b>	<b>55,000</b>
53	上海淘旅行网络科技有限公司	实际控制人控制的三级企业	30,000
54	<b>无锡新区景信农村小额贷款有限公司</b>	<b>实际控制人控制的三级企业</b>	<b>20,000</b>
55	无锡商业大厦大东方股份有限公司	实际控制人控制的三级企业	52,171.18
56	均瑶食品(衢州)有限公司	实际控制人控制的三级企业	3,000
57	冠英一期股权投资(上海)合伙企业(有限合伙)	实际控制人控制的四级企业	25,800
58	New Generation Capital Fund I, L.P	实际控制人控制的四级企业	1,100.0001(万美元)
59	上海仪瑞投资管理有限公司	实际控制人控制的四级企业	100
60	上海吉祥航空香港有限公司	实际控制人控制的四级企业	1(港币)

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

#### 四、战略驱动：战略准确、具有前瞻性，战略延续性好、执行力强

公司的战略定位是“以金融业为主体，专注于提供财富管理和资产管理综合服务的成长性上市公司”。这个战略是 2012 年提出来的，具有较早的前瞻性，行业内安信信托主业做大之后，最近一两年也在加大多元化金融布局，但在其他金融业务的布局多为少量股权，爱建集团在战略方面有先发优势。近年来，公司在战略执行方面进展顺利：2012 年 5 月底，公司完成定增 26 亿的再融资；2013 年成立了爱建租赁、爱建产业、爱建资本、爱建财富等金融类子公司，金融布局多元化

格局初步形成；此外爱建信托 2012 年重新改组，2013 年原有房地产业务改组为爱建资产。当前布局已经涵盖：信托、证券、租赁、创投、股权投资、财富管理。按照既有的战略，往金融集团方向迈进，需要拓展更多的金融子业态，直至打造全业态链，激发整体的范围经济和规模经济，享受行业超额收益。均瑶集团入主后，布局已经在加快，注入华瑞租赁 100% 股权，收购爱建证券部分股权，将持股比例从 20% 提升到 49%。公司将积极参与上海金融国资国企改革，利用上市公司平台优势，通过兼并、收购等形式拓展新的业务领域，逐步丰富业务板块。值得注意的是均瑶集团旗下的金融资产还有华瑞银行 30% 股权（第一大股东）、金融科技公司、小贷公司等。

图表 10：爱建集团战略布局



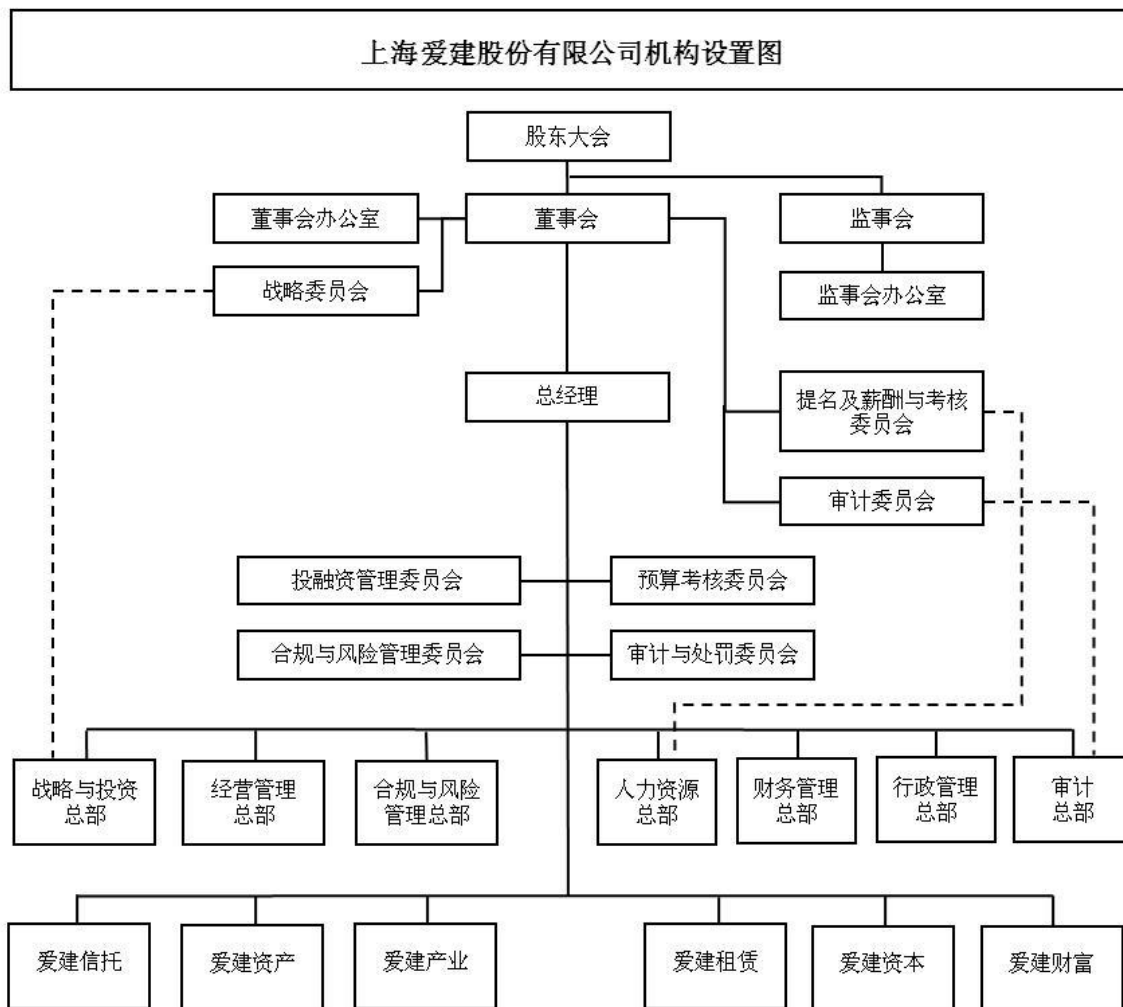
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 11：均瑶集团入主以来，爱建集团资本运作

日期	事件
2015 年 12 月 25 日	均瑶集团入主（7.08% 股权，第二大股东，实际控制方）
2016 年 3 月 18 日	启动定增，均瑶集团全资买入定增提高股权比例，拟做第一大股东（持股比例 20.63% 左右），增资金融子公司
2016 年 8 月 18 日	启动收购爱建证券 28.636% 股权。2017 年 2 月 3 日完成，控股权从 20.2% 提升到 48.863%。
2017 年 1 月 25 日	启动均瑶集团资产（上海华瑞融资租赁有限公司 100% 股权）注入。

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 12：爱建集团机构设置图



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

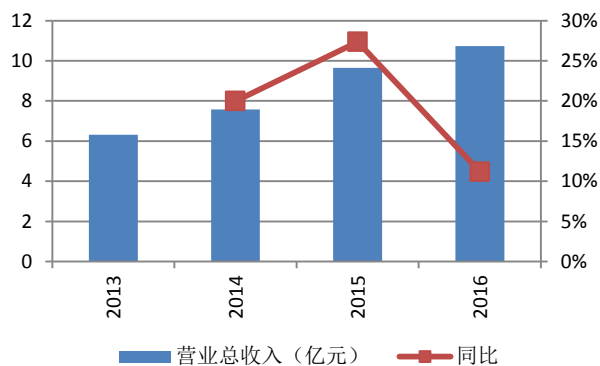
### （一）爱建信托：成长因子，规模扩张和信托报酬率提升均有机会

爱建信托创建于 1986 年 8 月，前身为上海爱建金融信托投资公司，是全国首家民营非银行金融机构，注册资本金人民币 10 亿元。2001 年 12 月，爱建信托获中国人民银行批准重新登记。2012 年 4 月，爱建信托获中国银监会批准换领新金融许可证。2012 年 5 月，爱建信托申领新的营业执照，公司名称变更为上海爱建信托有限责任公司。2012 年 6 月，爱建信托注册资本金增至人民币 30 亿元。

在信托行业 68 家信托公司中，由于 2016 年数据尚不全面，基于 2015 年度数据，爱建信托 2015 年净利润 5.1 个亿，排名第 44 位（前 10 净利润为 16 亿到 41 亿）；人均利润 289 万，行业排名第 37 为（前十为 600 万到 2700 万）；ROE13.7%（前十为 22%到 43%），排名第 47。营业收入 10 亿，行业排名第 45 位（前十为 27 亿到 102 亿）；信托资产规模 946 亿，排名行业第 53（前十为 4952 亿到 1.1 万亿）。

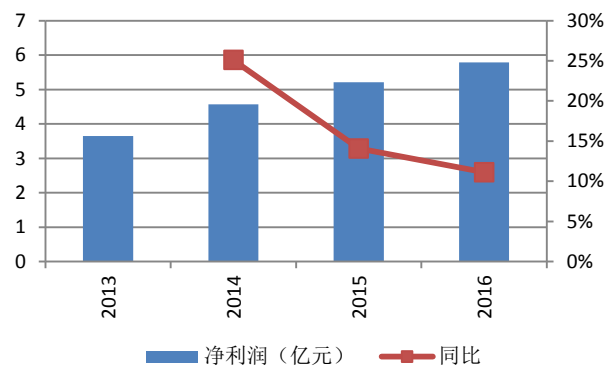
自 2013 年以来，爱建信托保持稳健的发展。营业总收入 2014-2016 分别为：7.58、9.65、10.73 亿元；总比增速分别为：20%、27%、11%。净利润分别为：4.57 亿元、5.21 亿元、5.79 亿元，同比增速分别为：25%、14%、11%。值得注意的是，信托规模连续四年高增长，2013-2016 信托规模增长率分别为：66%、52%、61%、108%，从 2012 年的 232 亿增长至 2016 年的 1966 亿元，接近于 2000 亿的规模。参考安信信托，信托规模从 2013 年达到 1000 亿以后，2015 年突破 2000 亿，目前 2350 亿，进入 2000 亿的规模，表明公司整体业务能力已经不弱了，随着结构调整和规模的进一步扩张，有望进入利润释放区间。

图表 13: 爱建信托营业总收入及增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

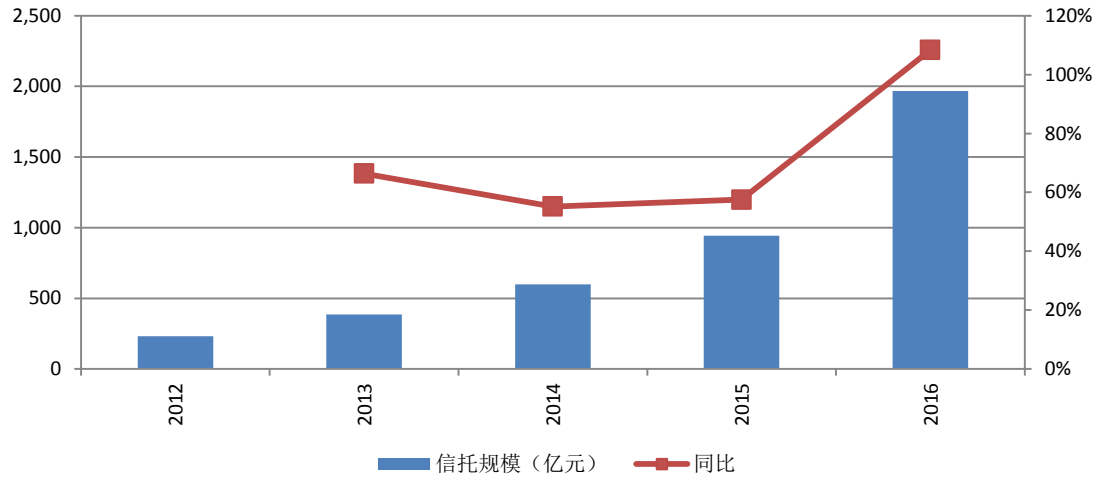
图表 14: 爱建信托净利润及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

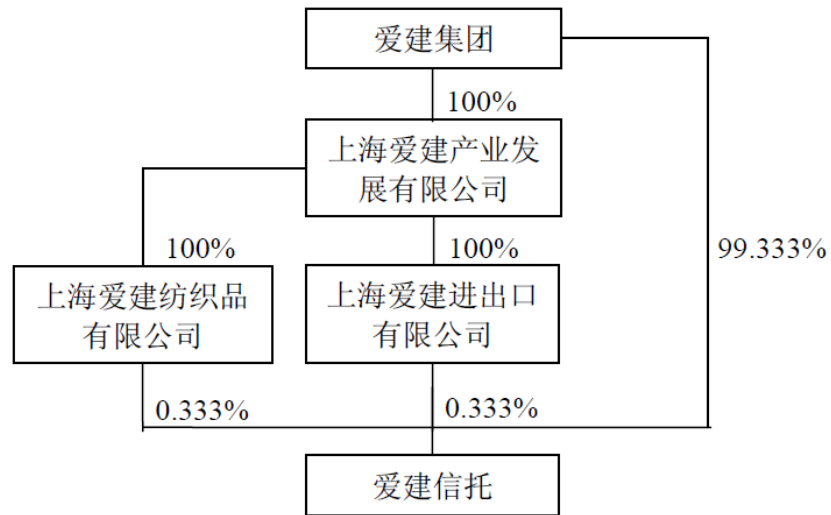
图表 15: 爱建信托信托规模及同比增长率





资料来源：WIND，太平洋证券研究院

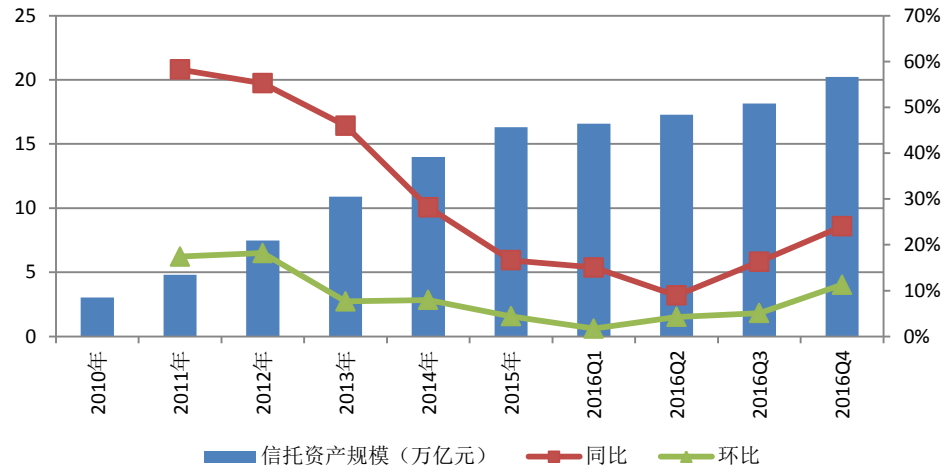
图表 16：爱建信托股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

过去银行、证券、基金、保险资管对信托业替代性显著提高，但随着 2016 年多项关于基金子公司、券商资管及银行理财的监管新规颁布，对相关行业做了进一步的约束，信托行业或将迎来小春天。信托公司已经逐步成为中国“实业投行”、最大的非标准资产证券化服务提供商。信托公司能够整合运用几乎所有的金融工具。未来，随着信托行业主动管理能力逐步提升，信托业有望借此改写资产管理行业的格局，成为可以兼顾资金端与资产端的全方位、多功能“资产管理+财富管理”机构，为资产管理行业的发展注入新的活力。

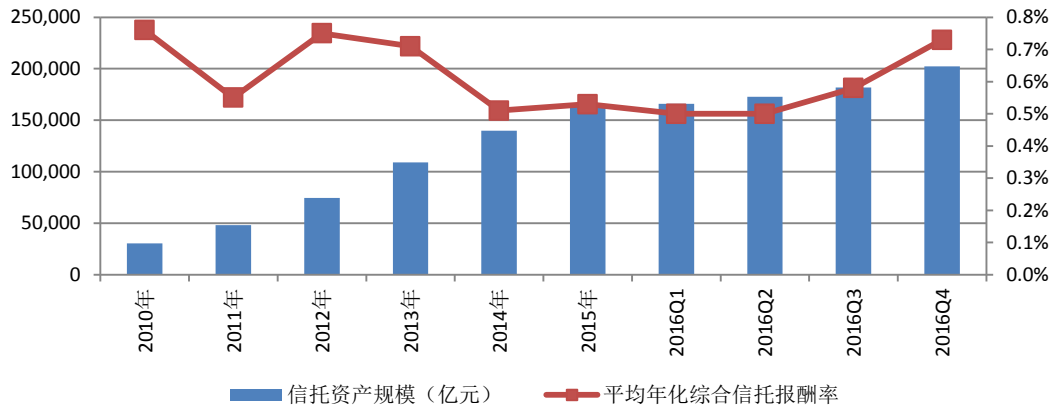
图表 17：信托行业——信托规模同比、季度环比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

在规模扩张的同时, 信托业务报酬率也在提升。2013 年以来, 支撑信托业过去几年快速增长的非标准化私募融资信托模式逐渐呈现需求递减、风险递增、竞争加剧的趋势, 信托行业经营模式迫切需要转型, 未来基于私募投行的业务优化、基于资产管理和财富管理的业务转型将是信托行业的发展方向。转型有望推动主动管理占比提升, 进而推动信托报酬率提升。从行业平均水平来看, 2014 年、2015 年均 在 0.5% 左右, 2016 年三季度起, 平均年化综合信托报酬率明显提升, 到 2016 年底达到 0.73%。爱建信托 2016 年信托报酬估计约为 0.63%, 还不到行业水平, 与行业内安信信托对比, 过去两年一直在 1% 的水平, 2016 年更是提升到了 1.5% 的水平, 表明这个空间还是比较大的, 对于爱建信托而言, 这种改进的空间是一种潜在的机会, 静待公司加快发展去开拓。

图表 18: 信托行业——信托资产规模及综合信托报酬率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## (二) 爱建证券：约 49% 的股权，受益于资本市场改革

爱建证券有限责任公司（简称“爱建证券”）于 2002 年经中国证监会批准成立，原控股股东为爱建集团。现控股股东为陆家嘴集团，目前注册资本为 11 亿元人民币。陆家嘴金融由上海浦东新区国资企业——上海陆家嘴(集团)有限公司、上海浦东发展(集团)有限公司和上海市浦东土地发展(控股)有限公司共同投资组建，目前注册资本 35.35 亿元。爱建证券是全牌照、综合类证券公司，开展经纪业务、投资咨询、资产管理、投资银行、信用交易、销售交易等业务。公司总部在上海浦东新区，注册地在上海自贸区，业务辐射全国。截至 2016 年 8 月底，在 14 个省、市、自治区设立了 35 家证券营业部，公司员工总数 700 余人。2016 年末，公司总资产 92 亿元，净资产 13.86 亿元。爱建证券在公司金融布局中具有重要的地位，当前的价值在于牌照价值，公司作为全牌照、综合类、全国性券商，且总资产规模已经接近 100 亿，业务已经具备一定的基础，为业务的全面展开奠定了基础。

图表 19：爱建证券股份变动前股权结构

	股东名称	出资额 (人民币万元)	出资比例
1	上海陆家嘴金融发展有限公司	56,250	51.14%
2	上海汇银投资有限公司	31,500	28.64%
3	上海爱建集团股份有限公司	13,000	11.82%
4	上海方达投资发展有限公司	9,250	8.41%
5	合计	110,000	100%

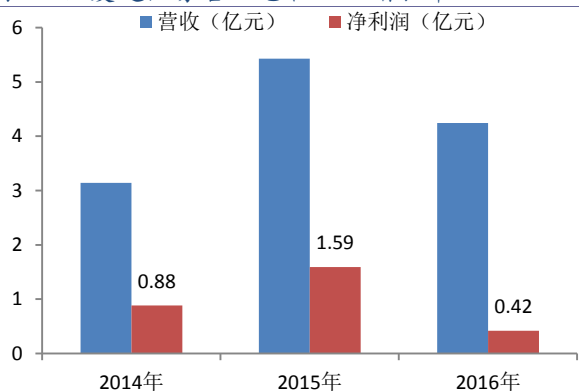
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院；上海方达投资发展有限公司是爱建集团的控股子公司  
 注：上海汇银持有爱建证券股权历史变动：2006 年 8 月至 9 月期间，汇银投资受让金港信托所持爱建证券 23.08% 股权，同期，汇银投资向爱建证券增资 45,000 万元。增资完成后，合计持股 54.55%。2009 年 6 月 9 日，经中国证监会批复批准，汇银投资向上海陆家嘴金融发展有限公司转让其所持爱建证券 31.82% 的股权。此次股权转让完成后，汇银投资持有爱建证券股权 22.73%。2011 年 1 月 4 日，经中国证监会批复批准，汇银投资受让上海新黄浦置业股份有限公司所持爱建证券 5.91% 股权。此次股权转让完成后，汇银投资持有爱建证券共计 28.636% 股权。

图表 20：爱建证券股份变动后股权结构

	股东名称	出资额 (人民币万元)	出资比例
1	上海陆家嘴金融发展有限公司	56,250	51.14%
2	爱建集团 (及控股子公司方达投资)	53,750	48.863%
5	合计	110,000	100%

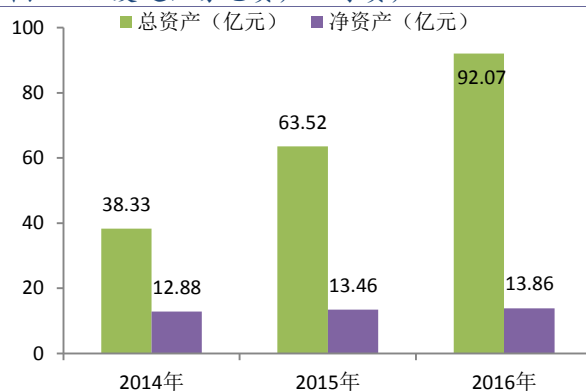
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 21：爱建证券营业总收入及增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 22：爱建证券总资产及净资产



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

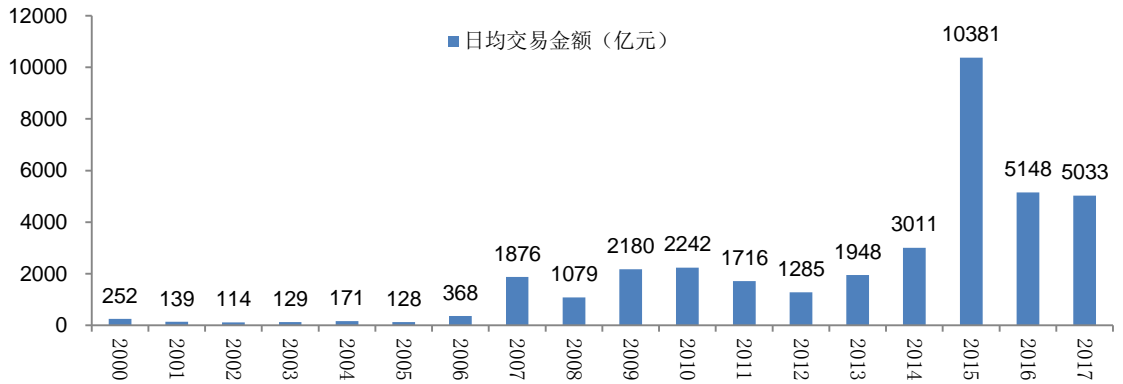
证券行业面临历史性机遇，我国“十三五”期间金融改革的一个核心思想是提高直接融资占比，在国民经济融资体系基础发生变革拐点的当下，整个证券行业面临着拐点。在人民币国际化，资本走出去的历史大背景下，股票发行制度改革、大资管业务发展、资本市场国际化改革等多重因素助推资本市场的全面升级。2014年-2016年，经过一轮牛熊的洗礼，证券行业整体估值出现了历史性大底，业绩坑创下历史记录，面向未来，从长周期来看，当下仍然是券商布局的一次历史性机会。

图表 23：证券行业——行业 PE 历史估值（整体法）



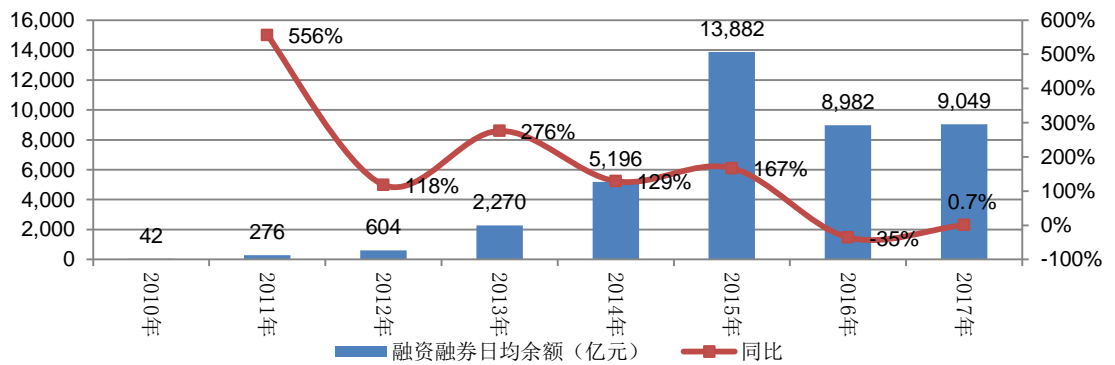
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 24：证券行业——A 股市场容量不断扩大



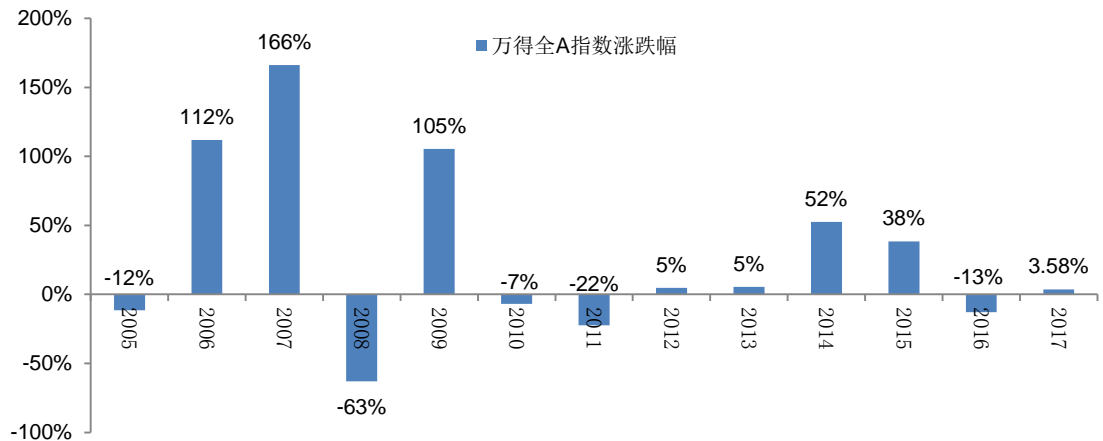
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 25：证券行业——A 股两融业务规模攀升



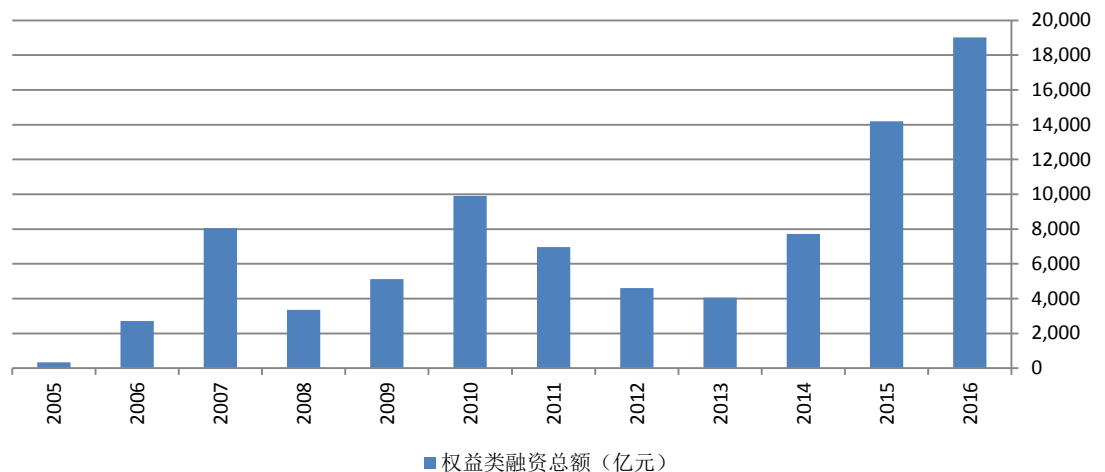
资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 26：证券行业——A 股历年收益率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

图表 27：证券行业——权益类融资额



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

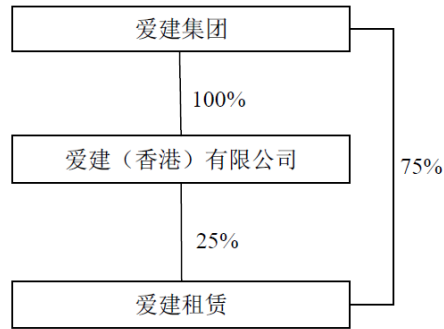
### （三）爱建租赁：初具规模，乘行业东风，是公司成长性的重要动力

爱建租赁成立于 2013 年 4 月，由爱建集团和爱建香港（也是爱建的全资子公司）共同发起设立，注册资本金 6 亿元人民币。2016 年公司注册资本提高到 11 亿。在融资租赁和经营租赁、购买租赁资产、租赁资产的残值处理以及租赁交易的咨询和担保等方面向客户提供专业化服务。

经过两三年的发展，爱建租赁已经有了一定的发展，总资产规模从 2013 年的 8.9 亿提升到 2016 年的 35 亿。营收从 2014 年度 1.28 亿，提升至 2016 年的 2.66 亿；净利润从 2013 年的 0.09 亿，提升至 1.01 亿。2015 年营收、净利润增速分别为 80%、92%；2016 年营收、净利润增速分别为：15%、22%。对公司整体的利润贡献度已经达到 16%，租赁业务的成长性对公司整体业绩的带动作用将越来越明显。

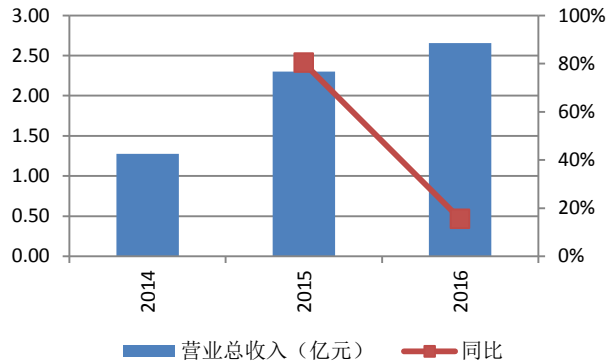
图表 28：爱建租赁股权结构





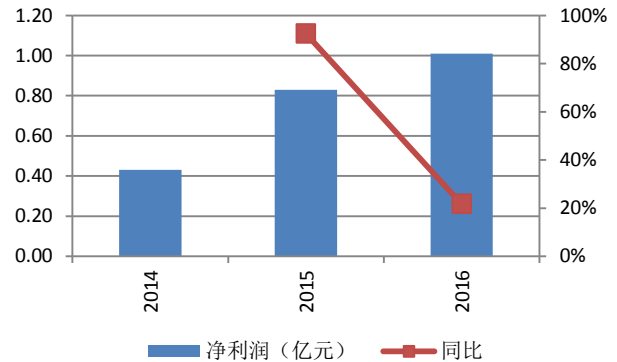
资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

图表 29：爱建租赁营业总收入及增长率



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

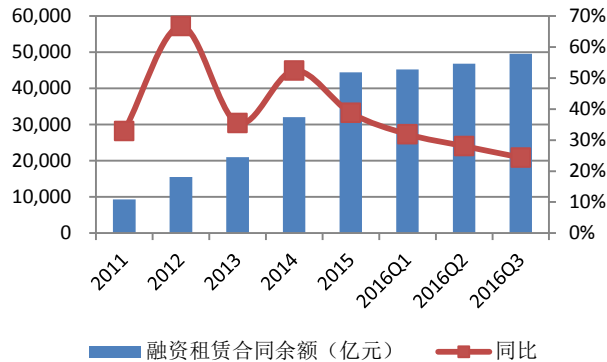
图表 30：爱建租赁总资产及净资产



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

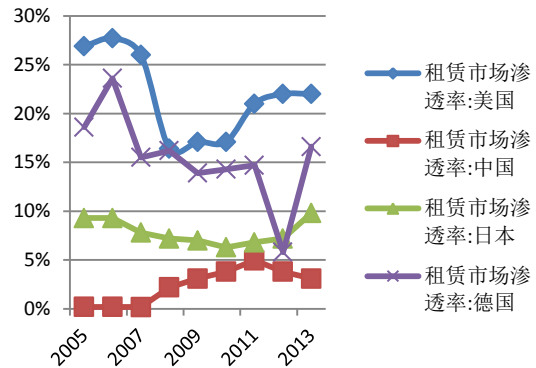
在宏观经济增速下行及经济转型大背景下，融资租赁行业作为企业融资渠道的有益补充以及盘活存量资产的手段，市场需求不断提升，近两年政策面的支持也接踵而至。2015年8月26日召开的国务院会议提出了发展融资租赁的四点措施，为融资租赁的未来发展方向提供了可预见的转型路径。根据会议内容，可以预见有关“一带一路”，制造业升级及民生保障将是下阶段的投资重点。未来融资租赁行业的增长点将转向高端装备、飞机、船舶、大型环保工程、社会民生等领域。2015年8月31日，国务院办公厅印发《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，首提行业发展目标。到2020年融资租赁业务领域覆盖面不断扩大，融资租赁市场渗透率显著提高，成为企业设备投资和技术更新重要手段；融资租赁业市场规模和竞争力水平位居世界前列。2015年9月1日，国务院办公厅印发《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》。其中提出要充分认识金融租赁服务实体经济重要作用，把金融租赁放在国民经济发展整体战略中统筹考虑。随着我国融资租赁市场发展的逐步成熟，行业专业化、精细化水平将不断提高，业务模式将持续创新。2011年我国融资租赁规模不到1万亿，截至2016年三季度末已经达到小5万亿，虽然增速在回落，但规模扩张速度维持在20%以上，仍然是一个高增长的行业。从国际租赁市场渗透率来看，我国还远远低于美国、德国等发达国家，租赁市场的空间还是非常大的。

图表 31: 融资租赁行业-合同余额及同比



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 32: 融资租赁市场渗透率: 美国 vs 中国



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

#### (四) 华瑞租赁: 具有产业背景的飞机租赁业务, 租赁资产注入提升租赁业务整体实力

华瑞租赁成立于 2014 年 8 月, 注册资本人民币 12 亿元, 法定代表人王均金, 注册地点: 中国 (上海) 自由贸易试验区, 华瑞租赁主营业务为融资租赁业务、租赁业务, 截止 2016 年 12 月 31 日已与吉祥航空开展 5 架飞机的经营租赁业务、与九元航空开展 4 架飞机的经营租赁业务, 目前运营正常。资产注入前股东均为均瑶集团子公司, 包括吉祥航空 (75% 股权)、吉祥香港 (25%) 股权。华瑞租赁 2015 年资产总额 9.94 亿, 营收 922 万, 净利润-333 万。2016 年前三季度营收 1.39 亿, 净利润 1746 万元, 资产 30 亿。均瑶集团旗下重要的产业之一是航空产业, 拥有吉祥航空这家上市公司, 发展飞机租赁业务是产业链延伸的需要。今年 1 月 25 日, 公司已经启动将华瑞租赁 100% 股权注入工作, 资产注入工作没有什么悬疑, 只是落地时间问题, 有望提升公司租赁业务的整体实力。

#### (五) 爱建资本: 爱建集团股权投资平台, 已经成功地卖出了第一步

截至 2016 年底, 爱建资本总资产为 9,883 万元, 净资产为 9,664 万元, 净利润为-133 万元 (2014-2015 年净利润分别为 210 万、-224 万)。上海爱建资本管理有限公司成立于 2013 年 5 月, 是上海爱建股份有限公司的全资子公司, 注册资本金 1 亿元人民币。爱建资本主要从事资产管理, 股权投资及管理等相关业务, 是爱建股份的专业投融资平台。爱建资本主要经营模式是主要通过设立不同阶段、不同行业、不同策略的基金, 并对每个基金所投公司从战略规划、人才引进、公

公司治理、业务对接、财务规范以及资本市场对接等方面，结合爱建股份以及其股东上海国际的全行业资源，全方位的对被投资公司提供增值服务，帮助被投资企业提升价值，从而与被投资公司共同成长，并享受这样的成长所带来的价值增值。公司重点关注医疗健康、节能环保等领域内高成长性的企业，采用债权、股权相结合的灵活的投资方式进行投资。

爱建资本公司正在积极推进以类合伙人制为核心的机制创新，拟通过鼓励业务端跟投和建立项目投资决会的决策机制，提高项目落地和决策效率。2016 年，爱建资本完成了龙创节能的成功退出，两年实现 1.5 倍的回报，是资本公司第一笔直投业务的成功探索。公司所投的康泰环保、特利尔环保完成了新三板挂牌。

## （六）爱建财富：随着多元化金融布局完善，财富平台厚积薄发

爱建财富成立于 2013 年 9 月，由上海爱建股份有限公司发起设立，注册资本金 5000 万元人民币。公司主要借助爱建股份的平台优势，与信托公司、基金公司、证券公司、私募基金等积极开展合作，优选稳健理财产品，为高净值客户提供专业化资产配置，为投融资客户提供有竞争力的融资方案，逐步培育多元化产品组合、方案设计和资产配置这一核心竞争力，力争成长为国内一流的第三方财富管理专家。截至 2016 年底，该公司总资产为 11,872 万元，净资产为 5,228 万元，净利润为 202 万元。

2015 年底公司获得中国证券投资基金业协会通过的私募基金管理人资格，未来，爱建财富通过为客户筛选优质的股权投资标的，并籍此与市场上主流的 PE/VC 机构联合发行优质的私募股权基金，为客户提供更高的投资回报率。去年 11 月，公司基金销售系统上线，正式开展基金销售业务。随着多元化金融布局完善，公司在为客户资产配置时，品种更加丰富，平台优势有望厚积薄发。

图表 33：爱建财富主要服务内容

#### 理财规划顾问

根据高净值客户的风险偏好和价值追求，诊断与分析个人及家庭财务状况，为客户量身定制资产配置的计划方案，提供个性化的综合理财规划服务，为客户实现财富保障、财富增值以及财富传承目标。

#### 资产管理服务

依托四级风控体系和专业投研团队，严密遴选优质投资产品和项目；接受客户委托，为客户实现投资安全、收益稳健和财富持续增长的目标而提供专业投资管理服务。

#### 投融资财务顾问

整合银行、证券、信托、股权投资、融资租赁等多元化投融资工具，充分利用爱建综合金融平台，为各类企业的投融资需求提供财务顾问服务。

资料来源：公司官网，太平洋证券研究院

### （七）爱建资产：脱胎于传统房地产业务，开展房地产金融业务

爱建资产立足上海市场，重点布局长三角区域，以收购在建、建成及销售初期的住宅及服务式公寓等物业，以结构性融资、房地产基金等金融手段，开展房地产金融业务。公司是爱建集团的全资子公司，成立于 2013 年 6 月 6 日。2013 年 9 月，注册资本金从人民币 1 亿元增资至 2.5 亿元。公司前身为上海爱建股份有限公司爱建房地产分公司，爱建房产曾开发了“爱建城”、“爱建新家园”、“上海领秀·爱建园”多个有影响力的经典楼盘，先后荣获“国家康居示范工程”、“詹天佑土木工程金奖”、“全国人居经典综合大奖”、“首届上海房地产开发企业 50 强”（名列第 15 位）等诸多美誉。随着爱建股份重组以及新的企业战略调整，爱建房产改制为爱建产业，在传统功能上实现一次金融升级。2016 年公司总资产为 3.04 亿元，净资产为 2.46 亿元，净利润为 601 万元（2014 年净利润为 3730 万，2015 年净利润为 693 万元）。

### （八）爱建产业：产业投资平台，有望在金融集团后期扩张中发威

爱建产业总资产为 3.04 亿元，净资产为 2.5 亿元，净利润为 601 万元（2014-2015 净利润为 396 万元、591 万元）。爱建产业是爱建集团全资子公司，注册资本金 2 亿元。公司现有进口食品、纺织品、进出口代理服务等业务板块，并拥有浦东新区、黄浦区及普陀区等区域商业、工业类及外高桥保税仓储等多处经营物业和配套设施资产。

目前旗下主要业务有两家全资子公司（上海爱建纺织品有限公司和上海爱建进出口有限公司）。进出口公司以代理与自营进出口业务为主；纺织品公司传承三十年如一的“呢绒大王”品质，以

面料零售结合服装定制主要业务，未来将重点打造高端成衣服装定制业务，同时兼顾中端和低端市场定制需求。

物业方面，有爱建产业园区，提供整合的办公空间，独立的办公室和共享的会议室和及会客空间以及前台服务等，让客户享受便利，实现轻松办公，面向充满活力的中小型企业，依托母公司爱建股份主体的优势，利用爱建经营信托、证券、融资租赁、产业基金、资产管理以及第三方财富管理等类金融平台优势，契合即将成立的产业基金，以金融服务为特色，为正在高速增长中的中小企业的搭建服务完善的孵化平台，创业园总占地约 3257 平方米，建筑面积近万平方米，于 2015 年新改建完毕，由面积从 50 平方米到 150 平方米不等的。此外，有自贸区内（外高桥保税区）办公及综合仓储用物业供客户租用。

未来，上爱建产业以现有产业经营和外部行业调整机遇期为切入点，依托股份公司强劲的金融引擎，选择医疗、养老、环保等新产业领域进行重点发展，谋求国家产业升级带来的机遇，打造现金流稳定、综合效益好、行业地位重要的成长性产业集团。产业布局平台，对集团的长远发展和成长壮大具有重要的战略意义。

### （九）上海华瑞银行：第一大股东是均瑶集团，牌照协同优势独特

民营银行试点始于 2014 年，首批设立五家。2016 年 11 月份，第二批民营银行开闸。华瑞银行是全国第一批 5 家民营银行之一，注册资金 30 亿元，控股股东是上海均瑶集团，持股 30%。除均瑶集团外，还有美邦服饰等 11 家企业入股，其中上海快鹿投资集团出资 1.44 亿元，占股 4.8%，后来转让给上海骋宇实业有限公司（受让后，原本就是华瑞银行股东的骋宇实业合计持有华瑞银行 4.14 亿股股份，占华瑞银行总股本的 13.8%。）。)

华瑞银行目前市场定位于“服务自贸改革、服务小微大众、服务科技创新”，自贸区可谓其最具特色的标签。公司金融市场业务、互联网金融业务、科创金融业务目前是其三大主要业务链。其他 4 家全国第一批民营银行分别是前海微众银行、温州民商银行、天津金城银行和浙江网商银行，这 5 家民营银行全部在 2015 年上半年开业。2016 年 11 月份，第二批民营银行开闸。这个进程表明民营银行的发展逐步进入正轨。华瑞银行 2015 年实现净利润-456.68 万元，营业收入 2.56 亿元，资产总额 208.05 亿元，发放贷款和垫款总额 70.19 亿元，负责总额 178.09 亿元，吸收存款总额 97.33 亿元。不良率为 0，拨贷率 1.24%。业务已经有起色，华瑞银行有望在均瑶集团金融布局中扮演越来越重要的角色，与集团内其它金融产业的协同效应有望逐步显现。在上市公司中，



不乏打造金控集团的，但在银行方面的牌照普遍是短板，成为银行牌照第一大股东的，十分稀缺。虽然是大股东持有的牌照，但爱建集团是大股东唯一的金融上市平台，这块银行牌照，对于爱建集团同样具有特别重要的意义。

## 五、盈利预测与投资建议

基于公司国企改革带来的机制优势（民营资本活力、新发展思路）；金融牌照优势（信托+租赁+证券，潜在的银行协同），提升证券公司股权比例以及注入租赁资产表明公司加快资源整合，有望进一步完善牌照布局；以及信托、租赁行业稳定的业绩增长，继续看好公司潜在价值，给予评级“买入”。预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.54 元/股，0.73 元/股，0.89 元/股，对应当前股价 PE 分别为：26 倍、19 倍、16 倍。净利润增长率分别为：42%，35%，21%。六个月目标价为 15.5 元/股。

## 六、风险提示

- 1、公司业务转型进度可能不及预期；
- 2、公司直接投资股票二级市场，市场波动可能对投资业绩造成影响；
- 3、信托业务、租赁业务可能产生风险项目，出现不良资产的风险。



**附: 爱建集团财务预测 20170326**

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,155	1,098	1,427	1,856	2,320	营业总收入	1,324	1,605	1,952	2,359	2,877
结算备付金	0	0	0	0	0	营业收入	360	532	647	711	854
拆出资金	0	0	0	0	0	利息收入	199	153	186	196	205
交易性金融资产	526	669	870	1,131	1,413	已赚保费	0	0	0	0	0
买入返售金融资产	259	24	144	187	244	手续费及佣金收入	765	920	1,119	1,454	1,818
一年内到期的非流动资产	937	1,129	1,468	1,908	2,385	营业总成本	753	1,033	1,013	1,023	1,224
其它流动资产	828	616	800	1,041	1,301	营业成本	151	324	259	320	384
发放贷款及垫款	1,516	1,798	2,337	3,038	3,798	利息支出	44	56	56	68	72
可供出售金融资产	2,546	5,304	6,895	8,964	11,205	手续费及佣金支出	16	23	28	73	91
持有至到期投资	10	0	0	0	0	营业税金及附加	71	35	59	83	101
长期应收款	1,973	2,201	2,861	3,720	4,649	销售费用	5	7	8	9	12
长期股权投资	312	1,754	2,281	2,965	3,706	管理费用	368	470	507	637	777
投资性房地产	492	54	70	91	114	财务费用	66	67	59	83	115
固定资产	30	487	633	823	1,029	资产减值损失	33	50	39	71	58
无形资产	25	26	33	43	54	公允价值变动净收益	13	-27	0	-5	-11
商誉	40	32	42	54	68	投资净收益	177	299	220	232	250
长期待摊费用	0	1	2	2	3	营业利润	763	847	1,158	1,563	1,892
递延所得税资产	34	75	97	126	157	利润总额	771	859	1,174	1,581	1,915
其他非流动资产	283	276	359	466	583	所得税	216	238	293	395	479
<b>资产总计</b>	<b>10,728</b>	<b>15,663</b>	<b>20,362</b>	<b>26,471</b>	<b>33,089</b>	净利润	554	620	880	1,186	1,436
短期借款	2,225	3,005	3,699	5,291	6,970	归母股东净利润	555	621	881	1,186	1,437
吸收存款及同业存放	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
拆入资金	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
交易性金融负债	0	0	274	392	516	<b>成长能力</b>					
卖出回购金融资产款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	19.37%	21.19%	21.62%	20.85%	21.98%
代理买卖证券款	0	0	0	0	0	净利润增长率	8.24%	11.87%	41.90%	34.73%	21.11%
一年内到期的非流动负债	149	1,133	234	335	442	<b>盈利能力</b>					
其他应付款	202	592	672	961	1,265	营业利润率	57.66%	52.75%	59.34%	66.25%	65.77%
其他流动负债	0	0	0	0	0	净利润率	41.89%	38.67%	45.11%	50.30%	49.94%
长期借款	1,430	2,094	3,533	5,053	6,657	<b>回报率分析</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	总资产收益率	5.88%	4.70%	4.89%	5.07%	4.82%
长期应付款	198	196	387	553	729	净资产收益率	10.16%	10.22%	11.48%	12.43%	13.22%
递延所得税负债	65	72	121	173	228	<b>每股指标</b>					
其他非流动负债	82	1,561	57	81	107	每股净利润(元)	0.39	0.43	0.54	0.73	0.89
<b>负债合计</b>	<b>4,972</b>	<b>9,271</b>	<b>11,414</b>	<b>16,326</b>	<b>21,506</b>	每股净资产(元)	4.00	4.44	5.51	6.25	7.14
股本	1,437	1,437	1,622	1,622	1,622	<b>估值分析</b>					
资本公积金	2,554	2,554	4,069	4,069	4,069	市盈率	40.79	36.46	25.70	19.07	15.75
<b>归母权益合计</b>	<b>5,746</b>	<b>6,383</b>	<b>8,940</b>	<b>10,136</b>	<b>11,574</b>	市净率	3.49	3.14	2.53	2.23	1.95
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,756</b>	<b>6,392</b>	<b>8,949</b>	<b>10,145</b>	<b>11,583</b>						
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>10,728</b>	<b>15,663</b>	<b>20,362</b>	<b>26,471</b>	<b>33,089</b>						

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

## 分析师简介:

【魏涛】太平洋证券研究院院长, 非银金融行业首席分析师

2015年“新财富”非银第一; 2011年“新财富”非银第三名; 2012年“新财富”非银第二名; 2013年“新财富”非银第三名; 2016年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师, 北京大学企业管理硕士, 复合学科背景, 八年金融行业从业经验, 2015年加入太平洋证券。覆盖非银, 擅长证券细分领域。今年以来, 每市组合收益约14%, 位于该平台非银金融行业第一; 2016年度东方财富分析师指数排名行业第六。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

看淡: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

持有: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566