

公司研究/更新报告

2017年08月02日

非银行金融/其他金融服务 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 14.98
合理价格区间(元): 18~20

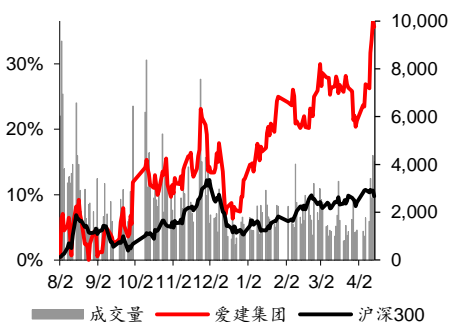
沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

陶圣禹 021-28972217
联系人 taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《爱建集团(600643,增持): 股权之争落地, 和解共谋发展》2017.07
- 2《爱建集团(600643,增持): 股权之争升级, 金控平台价值凸显》2017.05
- 3《爱建集团(600643,增持): 定增过会、民企举牌, 稀缺金控价值凸显》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

股权落定聚发展, 外延布局寻协同

爱建集团(600643)

拟入股曲靖商业银行, 扩大金控布局

公司近期终止重大资产重组事宜, 改为对外投资, 将参与曲靖商业银行混合所有制改革, 认购增发股份不超过总股本的 20%, 意向成为并列第一大股东。曲靖市商业银行是地方性股份制商业银行, 金融服务网点覆盖曲靖、昆明、红河、楚雄等区域, 在“一带一路”进程推进中具有区位优势, 在服务中小企业方面具有人缘、地缘优势和天生的亲和力。公司拨备覆盖充足, 加强信用与流动性的风险把控。此次入股完成后将补强公司的金融业务结构, 完善公司的金融业务链条, 有利于公司的长期发展。

股权之争落地, 和解共谋发展

公司股东方均瑶集团与广州基金之间的股权之争近期终于在《战略合作框架协议》下落地, 广州基金修改要约收购草案, 完成后将与爱建特种基金会持股数一致, 并列第二大股东。广州基金拟向爱建集团增派董事、监事和副总经理各一位, 凸显其对公司未来发展的信心, 管理层协作有望进一步推动业务开展。与此同时, 均瑶集团将与广州基金合作, 以上海为主基地, 以广州为华南基地拓展上市公司业务, 业务区域的外延布局有望进一步打开市场空间。

均瑶定增过会, 资本金到位将显著提升业绩

公司非公开发行方案于 4 月 17 日获证监会发审委核准, 方案完成后, 均瑶集团将持有公司 17.67% 股权, 成为第一大股东。公司将向爱建信托增资 12 亿元用于补充资本金, 在信托行业建立以净资本为核心指标的风控体系背景下, 增强爱建信托资本实力与风险抵御能力, 行业地位将有较大的提升。公司还将以爱建信托为主体, 增资 4 亿元用于实施创业投资项目, 业务调整有利于提升爱建信托的主动管理能力, 提升投资业务占比, 在政策支持下提升核心竞争力, 加速促进转型。

基本面优秀, 稀缺金控标的价值凸显

公司现控股信托、租赁, 参股证券, 其中爱建信托 2016 年管理规模为 1966 亿元, 同比增长 108.36%, 增速大幅高于行业平均; 实现净利润 5.79 亿元, 同比增长 11.12%, 贡献业绩 93%, 为公司的主要业绩贡献点。爱建租赁杠杆率较低, 未来有较大发展空间, 受让的华瑞租赁 100% 股权有望实现业务协同。公司在估值低位增资爱建证券, 表明公司逐步完善金控布局的决心。

看好民营资本活力, 维持“增持”评级

均瑶集团作为民营资本, 拥有灵活的机制和丰富的产业资源。此次入股曲靖商业银行进一步扩大金控的外延布局。公司股权之争落地后将重心重新放在业务开展上, 看好民营资本注入后带来的改革前景。预计 2017-19 年 EPS 为 0.56、0.66 和 0.78 元, 预计 2017 年 PE 为 28~30 倍, 目标价格区间为 18~20 元。

风险提示: 定增进度不及预期、信托业务市场环境不景气、市场波动风险。

公司基本资料

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股) | 1,437 |
| 流通 A 股 (百万股) | 1,434 |
| 52 周内股价区间 (元) | 11.03-15.08 |
| 总市值 (百万元) | 21,528 |
| 总资产 (百万元) | 15,446 |
| 每股净资产 (元) | 4.53 |

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 1324 | 1605 | 2140 | 2500 | 2886 |
| +/-% | 19.37 | 21.19 | 33.37 | 16.79 | 15.44 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 554.68 | 620.50 | 901.67 | 1076.49 | 1259.14 |
| +/-% | 8.24 | 11.87 | 45.31 | 19.39 | 16.97 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.39 | 0.43 | 0.56 | 0.66 | 0.78 |
| PE (倍) | 36.35 | 32.49 | 25.24 | 21.14 | 18.07 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

| | |
|----------------------------|----|
| 股权之争落地，和解共谋发展..... | 4 |
| 均瑶入主开展定增，民营资本增添活力..... | 4 |
| 均瑶受让股权，正式入驻爱建..... | 4 |
| 均瑶资源丰富，业务协同可期..... | 4 |
| 广州基金强势举牌，最终和解共谋发展..... | 5 |
| 控股之路坎坷，控股意愿强烈..... | 5 |
| 签署战略合作框架，正式拉开合作序幕..... | 6 |
| 多元金融稳步发展，外延布局更添动力..... | 8 |
| 爱建信托：业绩主要贡献点，增资扩大发展空间..... | 8 |
| 爱建租赁：杠杆低空间大，业务整合实现协同..... | 9 |
| 爱建证券：估值低位增资，完善金控布局..... | 10 |
| 曲靖市商业银行：借助区位优势，进行外延布局..... | 10 |
| 盈利预测与估值..... | 13 |
| 盈利预测表..... | 14 |
| PE/PB - Bands..... | 14 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1： 增发完成前股权结构..... | 4 |
| 图表 2： 均瑶集团产业布局..... | 5 |
| 图表 3： 华豚企业及一致行动人举牌明细..... | 5 |
| 图表 4： 举牌机构股权结构..... | 6 |
| 图表 5： 广州基金所控制的核心企业与核心业务..... | 6 |
| 图表 6： 要约收购与非公开发行完成后的股权结构..... | 7 |
| 图表 7： 爱建集团控股公司..... | 8 |
| 图表 8： 爱建信托业绩增速保持 10% 以上..... | 8 |
| 图表 9： 信托规模大幅增长..... | 9 |
| 图表 10： 通道业务回流效果显著..... | 9 |
| 图表 11： 爱建信托年化信托报酬率高于行业平均..... | 9 |
| 图表 12： 信托资产分布情况（百万元）..... | 9 |
| 图表 13： 爱建租赁净利润逐年增长..... | 10 |
| 图表 15： 2012 至 2016 年曲靖市商业银行资产规模..... | 11 |
| 图表 16： 2012 至 2016 年曲靖市商业银行资产增长率..... | 11 |
| 图表 17： 近年来曲靖市商业银行对公存款占主导..... | 12 |
| 图表 18： 近年来曲靖市商业银行对公存款与储蓄存款年末余额..... | 12 |
| 图表 19： 2012 至 2016 年曲靖市商业银行营收与利润水平..... | 12 |
| 图表 20： 2012 至 2016 年曲靖市商业银行营收与利润增长率..... | 12 |
| 图表 21： 爱建集团营业收入预测..... | 13 |

| | |
|------------------------------|----|
| 图表 22: 盈利预测表 | 14 |
| 图表 23: 爱建集团历史 PE-Bands | 14 |
| 图表 24: 爱建集团历史 PB-Bands | 14 |

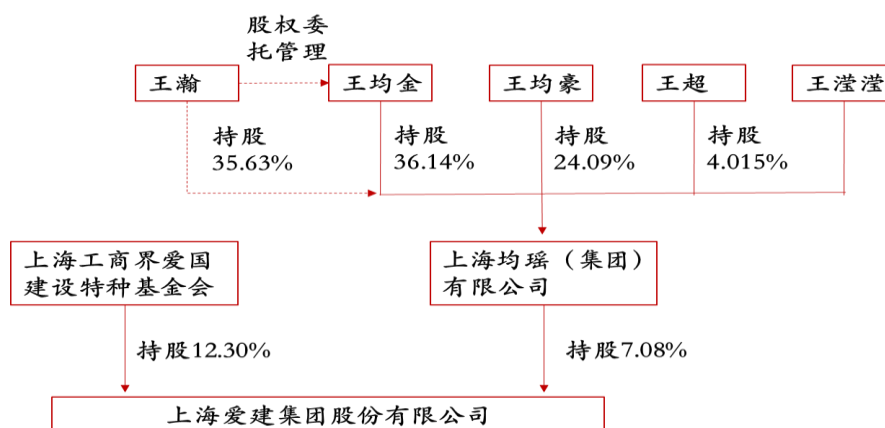
股权之争落地，和解共谋发展

均瑶入主开展定增，民营资本增添活力

均瑶受让股权，正式入驻爱建

受让股权，民营资本接棒。2012年6月，公司引进上海国际集团有限公司等战略投资者。2015年12月，公司原股东上海国际集团将其所持爱建集团股份全部转让给上海均瑶集团，次年3月，公司公布非公开发行预案，均瑶集团以现金全额认购，定增完毕后持股比例将由7.08%提升至17.67%，成为爱建集团第一大股东。公司股东重回民营背景，民营资本将推动业务发展，激发公司活力。

图表1：增发完成前股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

定增过会，获第一大股东支持。公司非公开发行方案于2017年4月17日获证监会发审委核准，方案完成后，均瑶集团将持有公司17.67%股权，成为第一大股东。公司目前第一大股东爱国特种基金会现持有公司12.3%股权，并明确表示将继续支持均瑶集团取得实际控制人地位。

管理层落定，期待创新发展。爱建集团于2016年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。均瑶集团有权任命9名董事中的5位，此次董事长的变更对于后期均瑶集团获得控制权起到重要作用，我们也预计新的管理层会带来新的活力，公司长远创新发展可期。

均瑶资源丰富，业务协同可期

均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业集团，创始于1991年7月。集团主要从事投资业务，旗下拥有大量知名企业和单位，集团通过其下属企业从事各项具体业务，其中主营业务是航空运输、商业零售和金融服务，涉及教育文化、置业开发、物业管理、投资管理等多个领域。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。

图表2：均瑶集团产业布局



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

广州基金强势举牌，最终和解共谋发展

控股之路坎坷，控股意愿强烈

首次举牌，小摩擦不断。公司4月17日公告上海华豚企业管理公司及其一致行动人广州基金国际股权投资基金近日增持公司5%股份，首次达到举牌线，并拟在未来6个月内继续增持不低于2.1%股权，完成后将持股不低于7.1%。本次举牌是由于华豚企业看好公司未来发展前景，在二级市场以现价买入，意在第一大股东并改组董事会。

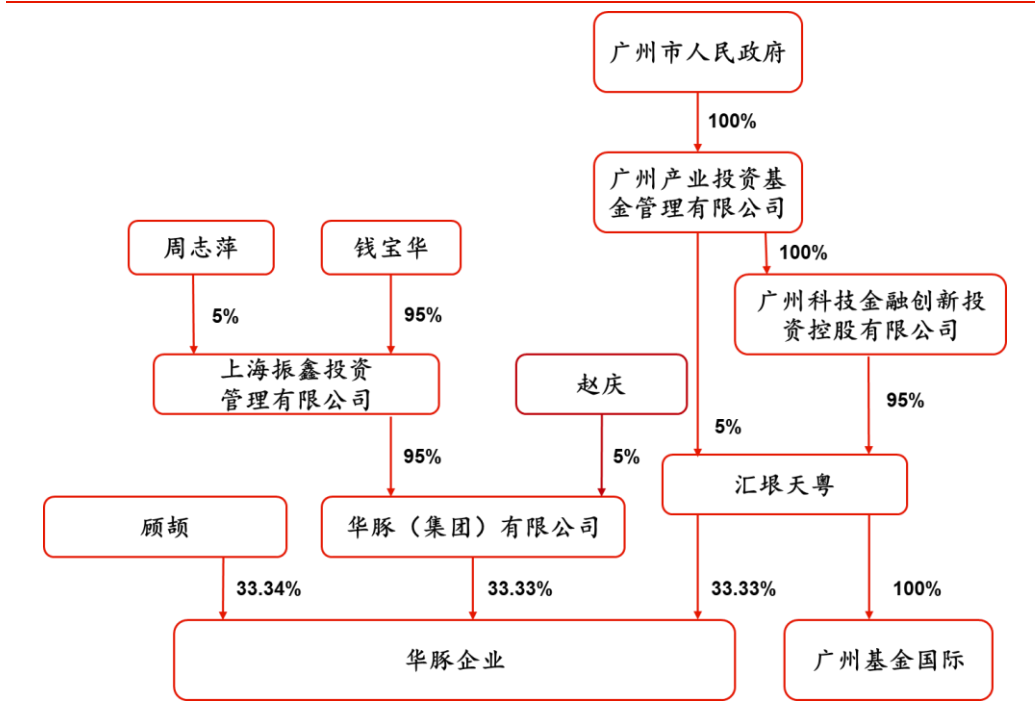
图表3：华豚企业及一致行动人举牌明细

| 实施主体 | 华豚企业 | 广州国际 |
|-----------|---------------|-----------------|
| 时间区间 | 2017年4月7日-14日 | 2017年1月23日-2月6日 |
| 买入股票数量(股) | 57,999,070 | 13,857,983 |
| 持股比例 | 4.0357% | 0.9643% |
| 价格区间(元/股) | 13.58-15.38 | 13.16-14.06 |
| 买入方式 | 集中竞价系统 | 集中竞价系统 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

拟要约收购，意在控制权。公司6月3日公告称广州基金将要约收购公司30%股份并成为控股股东，完成后将改选爱建集团现有董事会成员，更换及任命高级管理人员，包括可能更改董事会中董事的人数和任期、改选现有董事，提名新任董事等。广州基金加速收购进程表明其获得第一大股东的信心与决心，此次股权争夺表明公司价值低估，优质稀缺金控标的价值凸显。

图表4： 举牌机构股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

广州基金背靠广州国资委，管理经验丰富。广州产业投资基金成立于 2013 年 3 月 28 日，并于 5 月正式运营，是广州市委、市政府为推进产业转型升级、放大财政资金引导效应、带动社会投资、强化区域金融中心地位，专门成立的产业投融资平台。自成立以来广州基金已打造了包括天使投资、PE、VC、PIPE、并购基金、城市发展基金在内的金融全产业链。公司签约基金规模在 2016 年底已达到 1700 亿元。

图表5： 广州基金所控制的核心企业与核心业务

| 公司名称 | 持股比例 | 关系 | 注册资本 |
|--------------------|--------|-------|---------|
| 广州科技金融创新投资控股有限公司 | 100% | 控股子公司 | 8 亿元 |
| 广州广泰城发规划咨询有限公司 | 100% | 控股子公司 | 1.01 亿元 |
| 广州市工业转型升级发展基金有限公司 | 100% | 控股子公司 | 15 亿元 |
| 广州国创基金投资控股有限公司 | 100% | 控股子公司 | 30.5 亿元 |
| 广州市新兴产业发展基金管理有限公司 | 100% | 控股子公司 | 1 亿元 |
| 广州中小微企业金融服务区管理有限公司 | 83.44% | 控股子公司 | 1.3 亿元 |
| 广州市城发投资基金管理有限公司 | 100% | 孙公司 | 1.02 亿元 |
| 广州汇垠天粤股权投资基金管理有限公司 | 100% | 孙公司 | 27.4 亿元 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

签署战略合作框架，正式拉开合作序幕

公司于 7 月 19 日发布公告称，均瑶集团、广州基金和爱建特种基金会签署了《战略合作框架协议》，就要约收购上市公司及推荐董监高人选等事宜达成一致意见。8 月 1 日，广州基金修改要约收购草案，将成为并列第二大股东。均瑶集团与广州基金将以沪穗两地大局为重，构建长期、稳定、深入的战略合作伙伴关系。至此，历时三个月之久的股权之争终于落地，正式拉开合作序幕。

广州基金修改要约收购方案，将成并列第二大股东。广州基金 8 月 1 日公布要约收购修订稿，其与一致行动人不再以取得爱建集团实际控制权为目标，要约收购股份数量由 4.3 亿股调整为 1 亿股，占目前总股本比例为 7.3%，要约收购价格仍为 18 元/股，要约收购期限为 30 个自然日，完成后合并持股 12.3%，与爱建特种基金会并列第二大股东。要约收购方案已于 8 月 1 日获广州基金董事会通过，尚需广州国资委审批或备案。

图表6: 要约收购与非公开发行完成后的股权结构

| 股东名称 | 现持股数量 | 现持股占比 | 变化量 | 完成后持股数量 | 完成后持股占比 |
|------------|----------------------|-------------|---------------------|----------------------|-------------|
| 均瑶集团 | 101,819,098 | 7.08% | +184,782,608 | 286,601,706 | 17.67% |
| 爱建特种基金会 | 176,740,498 | 12.3% | - | 176,740,498 | 10.9% |
| 广州基金及一致行动人 | 71,857,053 | 5% | +104,883,445 | 176,740,498 | 10.9% |
| 合计 | 1,437,139,844 | 100% | +184,782,608 | 1,621,922,452 | 100% |

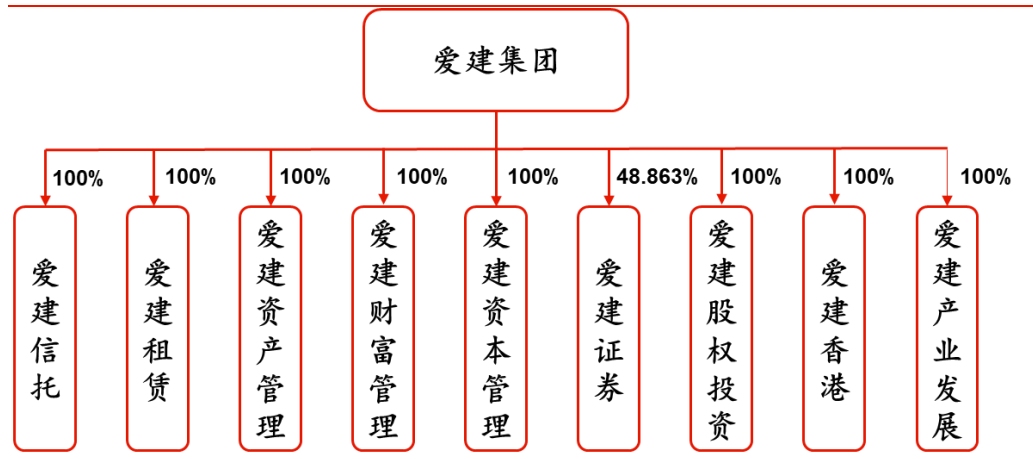
资料来源:公司公告,华泰证券研究所

增派管理层共推业务开展, 华南布局打开市场空间。广州基金将向爱建集团增派董事、监事和副总经理各一位, 凸显其对公司未来发展的信心, 管理层协作有望进一步推动业务开展。与此同时, 均瑶集团将与广州基金合作, 以上海为主基地, 以广州为华南基地拓展上市公司业务, 业务区域的外延布局有望进一步打开市场空间。

多元金融稳步发展，外延布局更添动力

公司旗下控股信托、租赁、基金、参股证券，各业务板块稳步发展，且公司正进行对外投资拟参股曲靖市商业银行，外延布局前景广阔。爱建集团 2016 年总营收 16.04 亿元，同比增长 21.2%；归母净利润 6.2 亿元，同比增长 11.87%。

图表7：爱建集团控股公司

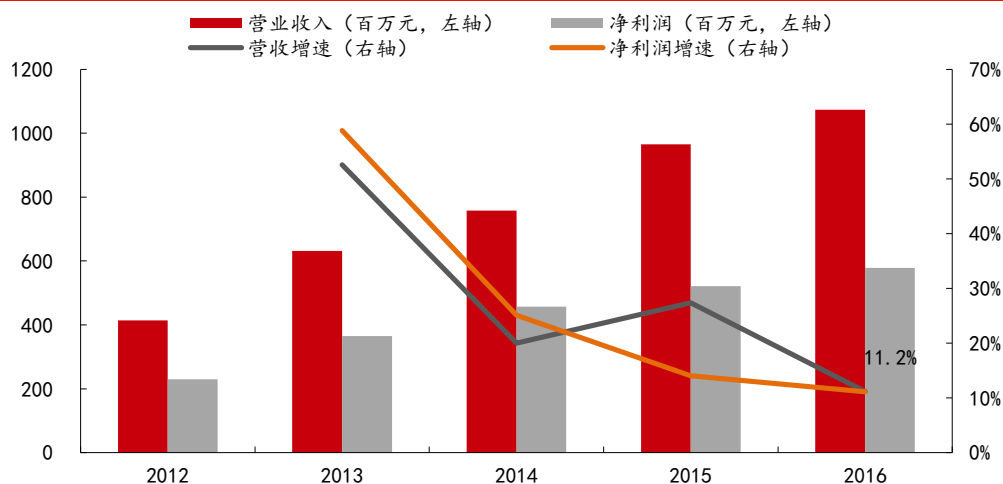


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

爱建信托：业绩主要贡献点，增资扩大发展空间

信托为主要业绩贡献点，增资扩大发展空间。爱建信托为公司的全资子公司，2016 年末总资产 72 亿元，净资产 40 亿元；2016 年净利润 5.79 亿元，同比增长 11.12%；营收 10.73 亿元，同比增长 11.2%。信托业绩占比 93%，仍是公司主要业绩贡献点。公司拟非公开发行募资 12 亿元用于补充爱建信托资本金，在信托行业建立以净资本为核心指标的风控体系背景下，增强爱建信托资本实力与风险抵御能力，完成后净资产有望超过 50 亿元，行业地位将有较大的提升，进一步增强信托业务的拓展能力，信托业务规模将有望得到较大提升。固有业务中的权益投资依赖于净资本，此次增资提高了流动性，未来发展前景可观。

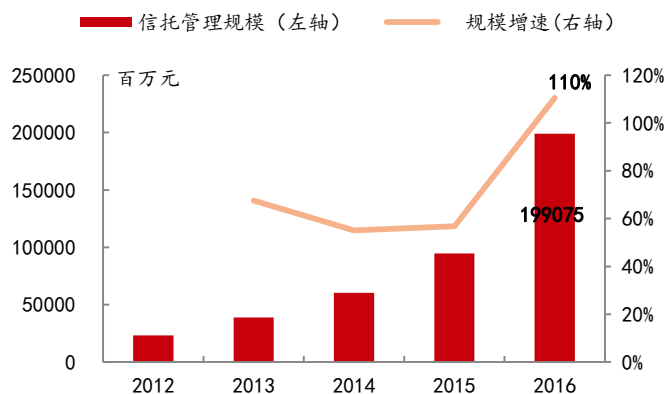
图表8：爱建信托业绩增速保持 10%以上



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

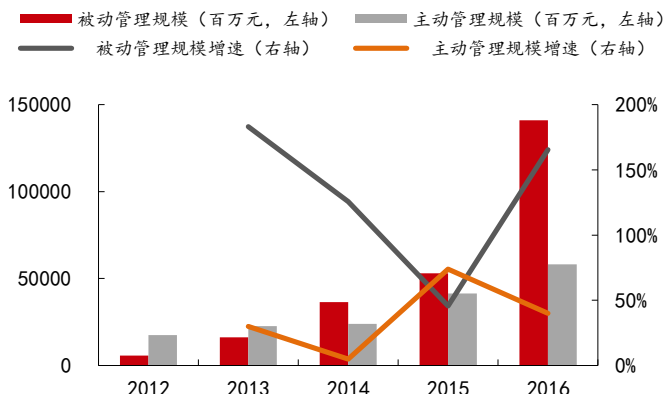
信托规模大幅增长，通道回流效果显著。公司 2016 年信托资产管理总规模为 1966.19 亿元，同比大幅增长 108.36%，高于行业平均增速。2016 年银行理财征求意见稿要求非标投资只能通过信托通道，以及券商和资管的净资本约束规模扩张，导致通道业务从券商资管和基金子公司向信托的回流效果显著。

图表9：信托规模大幅增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

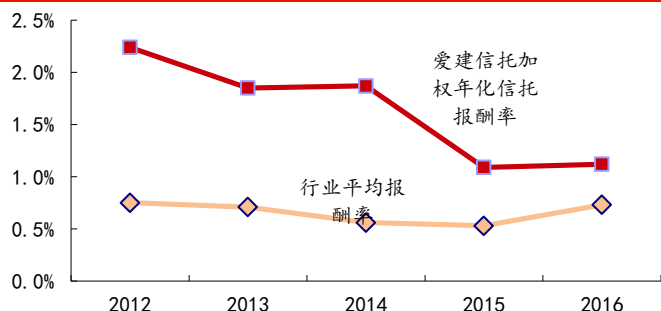
图表10：通道业务回流效果显著



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

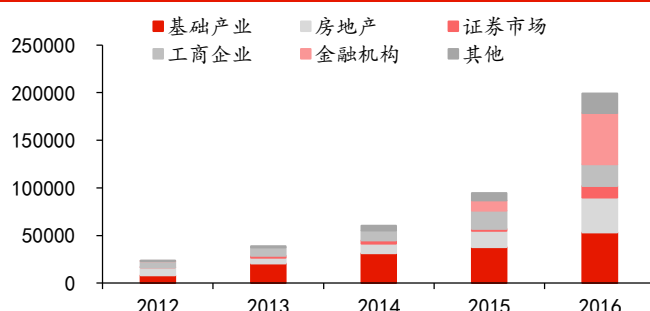
信托报酬率高于行业，资产分布日趋多元。爱建信托受益于较强的项目管理能力，历年信托报酬率在业内处于领先水平，2016年年化报酬率1.12%，高于行业平均0.73%。公司信托资产投资日趋多元化，基础产业占比从2015年的40%降至2016年的27%，房地产业维持18%稳定，金融机构业务从2015年的11%升至2016年的27%，资产分布的多元化进一步降低风险，资产质量得到一定程度的保障。

图表11：爱建信托年化信托报酬率高于行业平均



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：信托资产分布情况 (百万元)

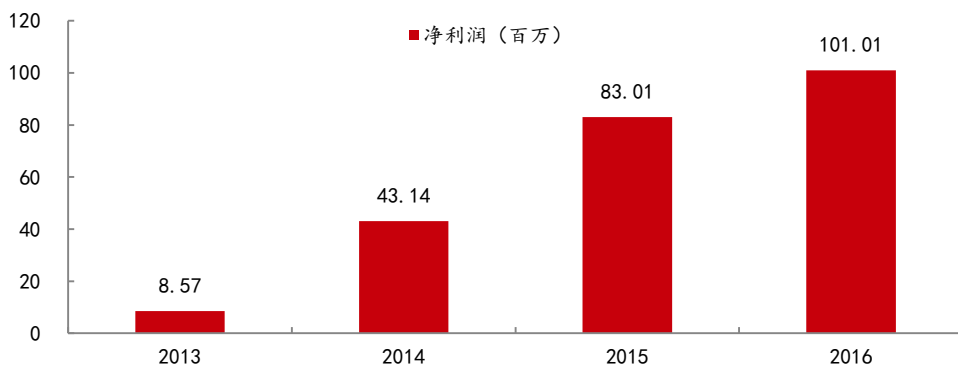


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

新设股权投资总部，积极探索创新投资业务。公司2016年新设股权投资总部，在传统业务持续发展的基础上，积极探索创新投资业务，以助力落实公司转型发展需要，支撑公司业务结构转型。爱建集团定增资金中的4亿元用于爱建信托实施创业投资项目，投资聚焦于新材料、新科技等重点行业，限定于与上海科创中心紧密相关的高科技实体企业，契合上海科创中心建设的迫切需要。此次业务调整有利于提升爱建信托的主动管理能力，提升投资业务占比，在政策支持下提升核心竞争力，加速促进转型。

爱建租赁：杠杆低空间大，业务整合实现协同

业绩增长迅速，低杠杆大空间。爱建租赁是公司全资子公司，2016年实现总营收2.66亿元，同比增长9.31%；净利润1.01亿元，同比增长21.68%；生息资产余额34.42亿元，同比增长18.51%；杠杆率达到4.85倍，比上年提高了14.77%，但仍低于10倍的杠杆上限，具有较大的业务发展空间。

图表13: 爱建租赁净利润逐年增长


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

积极拓展业务布局，受让华瑞实现协同。爱建租赁在传统教育类租赁项目的基础上，积极拓展业务的多样性，在基础设施、医疗、环保类方面的规模和占比逐步扩大和提高。同时，公司积极开展多渠道融资和利用创新融资方式，不断提高杠杆率，降低融资成本。公司拟受让均瑶集团旗下的华瑞租赁 100% 股权，华瑞租赁主要为均瑶集团下属航空板块提供飞机类运输设备的融资租赁服务，现注册资本 12 亿元，截至 2016 年末已与吉祥航空和九元航空分别开展 5 架和 4 架飞机的经营租赁业务，目前运营正常。虽然爱建租赁的业务领域集中于城市基础设施与基础教育类项目，但是两者拥有同一控股股东，本次交易将消除潜在同业竞争风险，并进一步完善公司租赁业务结构，扩大租赁业务范围，未来有望实现资源整合，扩大市场占有率和市场影响力。

爱建证券：估值低位增资，完善金控布局

受市场低迷影响，爱建证券业绩下滑严重，2016 年净利润下滑 74%。公司在爱建证券的估值低位受让股权，以 14.3 亿元受让上海汇银投资有限公司所持爱建证券 31,500 万股，对应爱建证券 28.636% 股权，2017 年 2 月 3 日已完成股权变更的工商登记手续，完成后合计持股 48.863%，仅次于陆家嘴，为第二大股东。公司受让爱建证券股权表明其逐步完善金控布局的决心，资产管理与股权投资业务正稳步推进，借助爱建香港的海外平台探索国际化战略，未来以长三角市场为核心的金控平台将逐步完善。

曲靖市商业银行：借助区位优势，进行外延布局

地方性商业银行，中东自贸前沿阵地。曲靖市商业银行股份有限公司作为一家地方性股份制商业银行，金融服务网点覆盖曲靖、昆明、红河、楚雄等区域。国家“一带一路”规划明确提出：发挥云南区位优势，推进与周边国家的国际运输通道建设，打造大湄公河区域经济合作新高地，建设成为面向南亚、东南亚的辐射中心；云南作为中国—东盟自由贸易区建立的“桥头堡”和“前沿阵地”，区位优势明显。

股权分散，落实混合所有制改革。曲靖市商业银行第一大股东为曲靖市开发投资有限责任公司，目前持股 7042.22 万股，占比 12.03%。公司于 2017 年 6 月 22 日审议通过了引进战略投资的增资扩股方案，拟募集不超过 60 亿元资金，募集股价暂按 2016 年末净资产 3.5 元计算，具体投资金额将进一步协商。

图表14： 2016年曲靖市商业银行股东结构

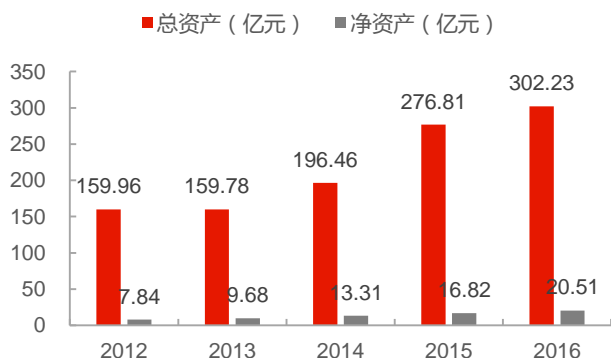
| 股东名称 | 股东性质 | 行业 | 持股总额(万股) | 持股比例(%) |
|--------------------|-------|----------|----------|---------|
| 曲靖市开发投资有限责任公司 | 国有法人股 | 租赁和商务服务业 | 7,042.22 | 12.03 |
| 云南省水务产业投资有限公司 | 国有法人股 | 租赁和商务服务业 | 3,831.59 | 6.55 |
| 曲靖晋源实业有限公司 | 企业法人股 | 建筑业 | 3,707.81 | 6.33 |
| 昆明城市管网设施综合开发有限责任公司 | 国有法人股 | 建筑业 | 3,640 | 6.22 |
| 昆明新都置业有限公司 | 企业法人股 | 建筑业 | 3,200 | 5.47 |
| 云南宇恒投资开发有限公司 | 企业法人股 | 批发和零售业 | 2,471.88 | 4.22 |
| 红河州开发投资有限责任公司 | 国有法人股 | 租赁和商务服务业 | 2,233.99 | 3.82 |
| 富源老厂乡上厂煤矿 | 企业法人股 | 采矿业 | 1,765.63 | 3.02 |
| 曲靖市闽南商贸有限责任公司 | 企业法人股 | 批发和零售业 | 1,647.81 | 2.82 |
| 富源县营上镇河东煤矿 | 企业法人股 | 采矿业 | 1,412.5 | 2.41 |
| 云南省曲靖市双友钢铁有限公司 | 企业法人股 | 制造业 | 1,412.5 | 2.41 |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

抓住机遇，加速外延布局。爱建集团拟以爱建信托作为曲靖市商业银行增资扩股的实施主体，参与云南地方国资混合所有制改革。爱建集团拟以对外投资方式收购曲靖市商业银行不超过20%的股权，意向成为并列第一大股东，并以取得实际控制权为目标，完成后将补充公司的金融业务结构，完善公司的金融业务链条，有利于公司的长期发展。

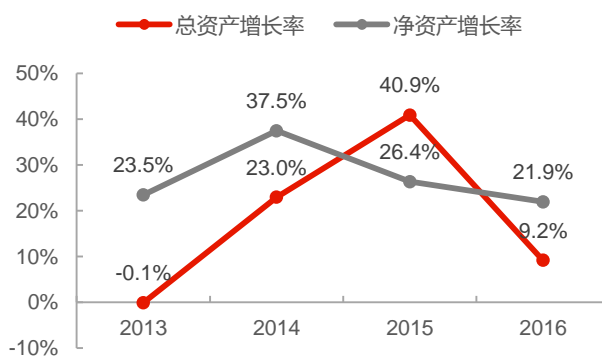
资产增长得益天时地利，负债增长模式分散风险。作为地方法人银行，曲靖商业银行在服务中小企业方面具有人缘、地缘优势和天生的亲和力，得益于此，该行资产规模近年来保持较高速增长。曲靖市商业银行2016年末总资产302.23亿元，净资产20.51亿元，同比增长9.2%和21.9%，增速相对有所放缓。

图表15： 2012至2016年曲靖市商业银行资产规模



资料来源：中诚信国际、公司年报

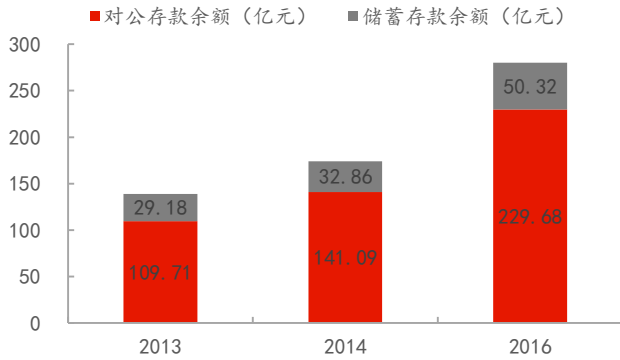
图表16： 2012至2016年曲靖市商业银行资产增长率



资料来源：中诚信国际、公司年报、华泰证券研究所

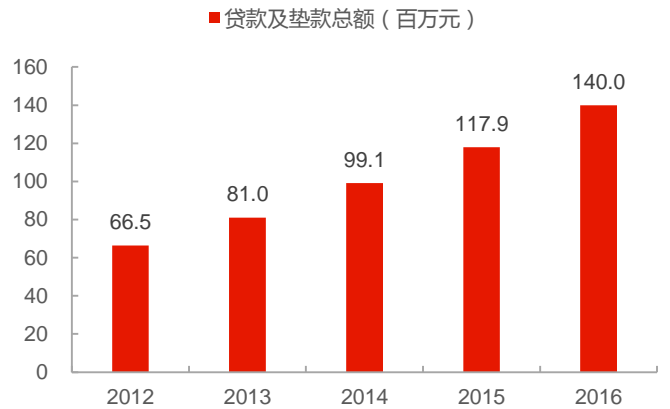
地方政府大力支持，对公存款占主导。作为地方政府发起组建的城市商业银行，曲靖商行与当地政府保持着良好的银政关系。得益于地方政府的大力支持，曲靖商行对公存款在曲靖市金融系统占有较高份额。截至2016年年末，该行对公存款余额稳占主导，共计229.68亿元，占比高达82%，储蓄存款则相对较少，余额仅为50.32亿元，占比仅18%。

图表17: 近年来曲靖市商业银行对公存款占主导



资料来源: 华泰证券研究所

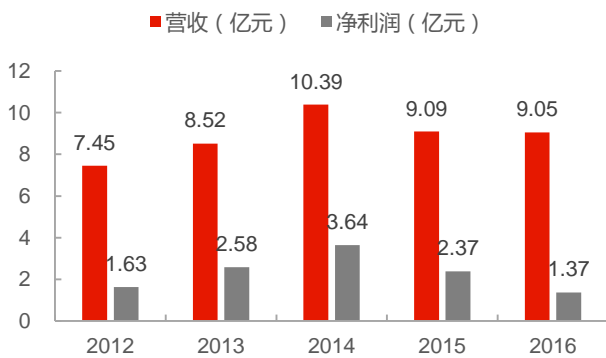
图表18: 近年来曲靖市商业银行对公存款与储蓄存款年末余额



资料来源: 华泰证券研究所

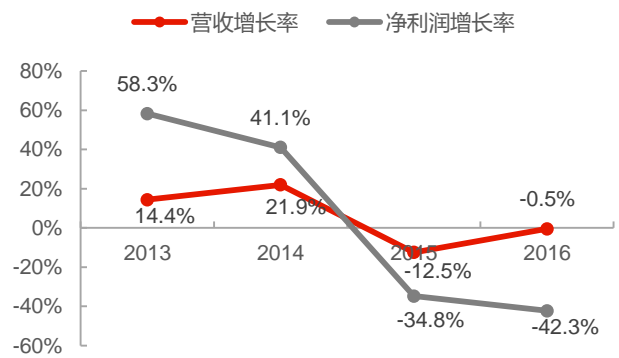
保持高资本充足率水平, 加强信用与流动性风险把控。尽管内外经济发展困难, 2016年曲靖商行各项经营业绩仍取得一定进步。曲靖市商业银行2016年全年吸收存款256亿元, 发放贷款及垫款139.96亿元, 同比增长6%和19%; 风险结构较为分散化, 其中最大十户贷款客户的贷款(含贴现资产)余额为13亿元, 仅占总贷款余额的9.29%。公司全年营收9.05亿元, 净利润1.37亿元, 资本充足率13.62%, 拨备覆盖率179%, 拨贷比4.62%, 流动性比例45.85%。

图表19: 2012至2016年曲靖市商业银行营收与利润水平



资料来源: 中诚信国际、公司年报

图表20: 2012至2016年曲靖市商业银行营收与利润增长率



资料来源: 中诚信国际、公司年报、华泰证券研究所

盈利预测与估值

爱建信托与爱建租赁为公司主要业绩贡献点，2016年营业收入分别为10.73亿元（占比67%）与2.66亿元（占比17%）；净利润构成中，爱建信托实现5.79亿元，占比93%，为绝对业绩贡献点。考虑到此次非公开发行对爱建信托的12亿元资本金补充，预计2017年资金到位，将显著提升业绩空间。

图表21：爱建集团营业收入预测

| 业务板块 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 信托业务 | 10.73 | 13.95 | 16.32 | 18.77 |
| 租赁业务 | 2.66 | 3.19 | 3.73 | 4.29 |
| 其他业务 | 2.65 | 4.26 | 4.95 | 5.80 |
| 合计 | 16.04 | 21.40 | 25.00 | 28.86 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

爱建信托2016年信托业务规模1966亿元，公司目标2019年末规模为4000亿元，对应2017-2019年均复合增长率为27%。如果2017年定增12亿元资本金到位，业务将会加速放量，给予35%的AUM增速，2017年AUM为2654亿元。对于信托业务，我们给予4.5%的P/AUM水平，测算信托业务的估值约为119亿元。公司2016年末净资产为40亿元，定增完成后净资产预计为55亿元，给予1.5xPB的市值预估约为82.5亿元。因此信托板块总市值约为201.5亿元。

爱建租赁2016年净资产为7.3亿元，与华瑞租赁资源整合后预计净资产超20亿元，给予2xPB，对应估值约为40亿元。爱建证券参考最新收购价格，48.863%股权对应估值约为24.5亿元。其他资产管理公司给予1.5xPB，对应估值约为26亿元~58亿元。

公司非公开发行完成后总股本为16.22亿股，目标价格区间为18元/股~20元/股。

盈利预测表

图表22: 盈利预测表

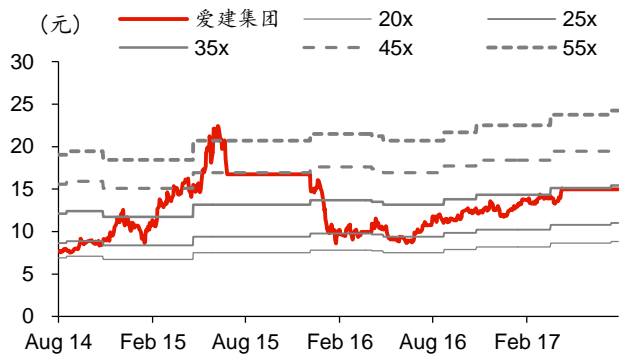
| 单位: 百万元 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 1324 | 1605 | 2140 | 2500 | 2886 |
| 营业收入 | 360 | 532 | 638 | 798 | 957 |
| 其他业务收入(金融类) | 964 | 1073 | 1502 | 1702 | 1929 |
| 营业总成本 | 753 | 1033 | 1275 | 1442 | 1636 |
| 营业成本 | 151 | 324 | 428 | 500 | 577 |
| 营业税金及附加 | 71 | 35 | 49 | 57 | 66 |
| 销售费用 | 5 | 7 | 8 | 12 | 14 |
| 管理费用 | 368 | 470 | 601 | 681 | 771 |
| 财务费用 | 66 | 67 | 78 | 65 | 65 |
| 资产减值损失 | 33 | 50 | 5 | 7 | 7 |
| 其他业务成本(金融类) | 60 | 79 | 105 | 119 | 135 |
| 其他经营收益 | 193 | 275 | 359 | 414 | 474 |
| 公允价值变动净收益 | 13 | -27 | 7 | 9 | 9 |
| 投资净收益 | 177 | 299 | 350 | 402 | 463 |
| 汇兑净收益 | 2 | 3 | 2 | 3 | 3 |
| 营业利润 | 763 | 847 | 1225 | 1472 | 1724 |
| 加: 营业外收入 | 8 | 13 | 10 | 13 | 13 |
| 减: 营业外支出 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 771 | 859 | 1235 | 1485 | 1736 |
| 减: 所得税 | 216 | 238 | 333 | 408 | 478 |
| 净利润 | 554 | 620 | 902 | 1076 | 1259 |
| 减: 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 555 | 621 | 902 | 1076 | 1259 |
| 基本每股收益 | 0.39 | 0.43 | 0.56 | 0.66 | 0.78 |

资料来源: 华泰证券研究所

注: 预计2017年完成非公开发行、定增和广州基金的要约收购。

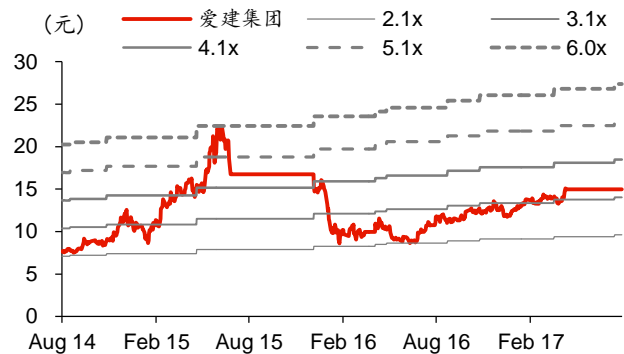
PE/PB - Bands

图表23: 爱建集团历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 爱建集团历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com