

2017年08月06日

爱建集团 (600643.SH)

# 广州基金要约待定，业绩向好参股银行

■ **事件：**爱建集团决定终止筹划重大资产重组事项，转为对外投资。公司股票于2017年8月2日开市起复牌。

■ **终止重组公司复牌，股权纠纷暂告段落。**爱建集团决定终止筹划重大资产重组事项，转为对外投资。在公司因重大资产重组停牌期间广州基金曾提出要约收购，拟获得公司控制权。修改要约后的方案中广州基金预定以每股18元的价格收购1.05亿股，占爱建集团总股本的7.3%。若方案顺利完成，广州基金将与爱建特种基金会并列成为公司第二大股东（持股12.3%，定增落地后10.9%）。股权纠纷的解决有利于各股东加强与上市公司的战略合作，促进公司发展。

■ **要约仍存不确定性，各方行为均受限制。**在要约期限内，爱建集团与广州基金的行为均在一定程度上收到法律的限制，并且要约收购的结果仍存一定的不确定性。受此影响，爱建集团8月2日复牌后公司股价剧烈波动（三个交易日分别涨停、下跌7%、上涨2%）。我们认为，若要约收购可以顺利完成，目前价格（8月4日收盘价15.72元）对投资者有一定的吸引力：若持有至接受要约（经测算概率至少为9.65%）则享受着2.28元的差价。在风险中性的假设下，投资者可以承受的价格回调经测算至少为0.24元（至15.48元）。

■ **估值处于行业高位，做强金融释放业绩。**爱建集团估值高于行业内其他上市公司，这代表了市场对公司业绩将大幅释放的判断。公司以金融业为主业，旗下有多家金融子公司。爱建信托2017年上半年实现营业收入6.1亿元，净利润3.85亿元(YoY+19.9%)。爱建证券业务发展稳健，股基交易额的市场占有率在2016年提升至0.17%。爱建租赁业务多元化发展，预计未来对公司业绩贡献度将进一步提高。在信托、券商和租赁的基础上，若公司顺利参股曲靖商业银行，将进一步完善其金融控布局，促进各版块业务协同与公司整体业绩的进一步释放。

■ **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价18.20元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为0.59元、0.76元、0.93元。

■ **风险提示：**市场风险、政策风险、运营风险

摘要(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,324.2	1,604.8	2,389.0	2,998.5	3,692.9
净利润	554.7	620.5	950.9	1,227.3	1,512.9
每股收益(元)	0.39	0.43	0.59	0.76	0.93
每股净资产(元)	4.00	4.44	5.98	5.73	7.12

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	36.4	32.5	23.9	18.5	15.0
市净率(倍)	3.5	3.2	2.3	2.4	2.0
净利润率	41.9%	38.7%	39.8%	40.9%	41.0%
净资产收益率	9.7%	9.7%	9.8%	13.2%	13.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	139.1%	733.6%	5104.9%	81%	168.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司动态分析

证券研究报告

综合

投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**18.20元**  
股价(2017-08-04) **15.72元**

### 交易数据

总市值(百万元)	22,591.84
流通市值(百万元)	22,542.92
总股本(百万股)	1,437.14
流通股本(百万股)	1,434.03
12个月价格区间	11.03/16.48元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	2.45	0.63	29.52
绝对收益	4.94	4.94	38.9

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-35082987

### 相关报告

爱建集团：转型见成效，定增强金控/赵湘怀	2017-03-22
爱建集团：民营金控启航，定增预案启动/赵湘怀	2016-10-31
爱建集团：机制转民营，资源待整合/赵湘怀	2016-08-26
爱建集团：均瑶控股爱建，民营布局金控/赵湘怀	2016-07-13

## 1. 爱建股权纠纷梳理

### 1.1. 公司的前世今生

**均瑶集团参股爱建。**1979年，爱建集团的前身——上海市工商界爱国建设公司成立。公司于1992年改制为上海爱建股份有限公司，并于1993年在上海证券交易所挂牌上市。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，引进上海国际集团等战略投资者。2015年8月，公司正式更名为“上海爱建集团股份有限公司”，同年12月，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，自此退出爱建集团的历史。

### 1.2. 均瑶集团定增获批

**均瑶进一步控股爱建。**2016年3月，公司公告称拟再次进行非公开发行股票募集资金，以充实资本金。2017年4月，该定增方案获批。定增落地后，均瑶集团将持有公司20.67%的股份，成为爱建集团第一大股东。

表 1：公司历史沿革

时间	重大事件	细节
1979年9月	爱建集团前身成立	上海市工商界爱国建设公司（爱建集团前身）成立。有刘靖基、唐君远等国内外工商业者出资5700余万元。
1986年8月	爱建信托成立	由中国人民银行及国家外管局批准，由爱建集团前身成立上海爱建信托投资有限责任公司，系国内首批民营非银行金融机构。
1992年9月	改制为爱建股份	工商界爱国建设公司改制为上海爱建股份有限公司。公司出资4500万元，设立“上海工商界爱国建设特种基金”并投资于爱建股份有限公司，成为公司的控股单位。
1993年4月	爱建股份上市	公司在上海证券交易所挂牌上市，发行两千万股。总股本一亿五千万股。
2012年6月	完成非公开发行股票募资	经过中国证监会核准，公司完成非公开发行股票募集资金的工作，引进上海国际集团有限公司等战略投资者。
2015年8月	更名为爱建集团	公司完成变更名称的工商登记，取得上海市工商行政管理局换发的《营业执照》，正式更名为“上海爱建集团股份有限公司”。
2015年12月	上海国际向均瑶集团转让股份	上海国际集团将所持上海爱建集团股份有限公司101,819,098股股份协议转让给上海均瑶（集团）有限公司的股份过户手续办理完毕。
2017年4月	均瑶集团定增方案过会	定增+增持完成后，均瑶集团将持有爱建集团20.67%的股份，成为后者第一大股东。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.3. 公司重组停牌期间广州基金发起要约收购

#### 1.3.1. 什么是要约收购

**要约收购是一种市场化的规范收购方式。**要约收购是指收购人通过向目标公司的股东发出购买其所持该公司股份的书面意思表示，并按照依法公告的收购要约中所规定的收购条件、价格、期限以及其他规定事项，收购目标公司股份的收购方式。其最大的特点是在所有股东平等获取信息的基础上由股东自主作出选择，因此被视为完全市场化的规范的收购模式，有利

于防止各种内幕交易，保障全体股东尤其是中小股东的利益。

**要约收购根据收购股份多少可以分为全面要约和部分要约。**全面要约是指收购人收购一家上市公司全部股份的行为，是一种以目标公司退市为目的的兼并式收购。部分要约是指收购者依据目标公司总股本确定预计收购的股份比例，在该比例范围内向目标公司所有股东发出收购要约，预受要约的数量超过收购人要约收购的数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份。

**要约收购根据发出要约动机可以分为自愿要约和强制要约。**自愿要约一般是收购人想增持目标公司股份或者巩固控股地位等，这时可以发起全面要约或者部分要约。强制要约属于按照收购法律必须进行的，有下列几种情况：(1) 通过证券交易所的证券交易，收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约；(2) 通过协议方式，收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的 30% 时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约（可以申请豁免）；(3) 通过协议方式，收购人拟收购一个上市公司的股份超过 30% 的，超过 30% 的部分，应当改以全面要约方式进行（可以申请豁免）；(4) 通过间接收购，收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 的，应当向该公司所有股东发出全面要约。

**在美国，要约收购一般是恶意收购的第一步。**美国法下的要约收购一般都是全面要约。目标公司在收到全面要约收购后要在规定的时间内表态。一旦要约发起一般不能撤回，所有公众股权有权根据要约收购的报价和条件请求要约发出方收购自己的股票。一般而言，在要约期内，要约发出方收购了一定数量的股份后，就可以进入下一步收购（Back-up merger）。所谓的两部合并（Tender offer + Back-up merger）就是这样来的。可见，在美国要约收购一般都是恶意收购或者没有足够控制权的卖方为买下整个上市公司控制权而做的前哨战。

**在中国，要约收购对公司的影响由多方面因素决定，但一般影响正面。**要约收购方一般资金雄厚，背景强大，对被收购公司的后续管理有明确的规划，正如广州基金在要约收购书摘要中提及到的收购目的。收购是资本市场近两年的大趋势，体现了产业的整合和规模经济效益的实现，要约收购作为收购的一种形式，其性质大多如此。

### 1.3.2. 初始方案意在控制权

**广州基金原本拟获得爱建集团控制权。**2017 年 6 月 15 日，广州基金向爱建集团发起部分自愿要约，拟在获得后者的控制权。本次要约收购股份数量为 4.31 亿股，要约收购价格为 18 元。若此要约收购完成，广州基金及其一致行动人华豚集团将合并持有爱建集团 35% 的股份（5.03 亿股），成为爱建最大股东。

### 1.3.3. 修改方案以和为贵

**各大股东调解后，广州基金同意修改要约。**2017 年 7 月 19 日，广州基金与另外两大股东均瑶集团和特种基金会达成和解，签署了《战略合作框架协议》。广州基金答应对要约收购方案。2017 年 8 月 2 日，广州基金公布修改后的要约收购方案。在新的方案中的收购股份数量为 1.05 亿股，收购价格仍为 18 元。要约仍为部分自愿要约。本次要约收购方案调整后，广州基金不再以取得爱建集团的控制权为目的。要约若完成，广州基金及其一致行动人华豚集团将合并持有爱建集团 12.30% 的股份，将成为与特种基金会并列的第二大股东。

**表 2：修改前后要约收购计划对比**

	修改要约前	修改要约后
预定收购的股份数量	431,141,953股	104,883,445股
占被收购公司目前已发行总股本的比例	30.00%	7.30%
支付方式	现金支付	现金支付
要约价格	18.00元/股	18.00元/股
最高要约金额	7,760,555,154元	1,887,902,010元
履约保证金金额	1,600,000,000元	1,600,000,000元
要约收购期限	30个自然日	30个自然日

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 要约对各方的影响

虽然广州基金作出让步，对要约收购作出调整，股权纠纷得到解决，但是目前的要约收购仍然在 30 天期限内，收购结果仍有一定的不确定性，对各方的影响也不尽相同。

### 2.1. 要约收购期限内双方行为受限

**对于爱建集团而言：**(1) 爱建集团董事会应当对广州基金的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见；(2) 在广州基金作出提示性公告后至要约收购完成前，爱建集团除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响；(3) 在要约收购期间，爱建集团董事不得辞职。

**对于广州基金而言：**(1) 要约期限内广州基金不得撤销其收购要约，若需要变更收购要约，必须事先向国务院证券监督管理机构及证券交易所提出报告，经批准后予以公告；(2) 不得卖出爱建集团的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入爱建集团的股票；(3) 收购要约期限届满前 15 日内，广州基金不得变更收购要约（出现竞争要约的情况除外）；(4) 在要约收购期限内，广州基金应当每日在证券交易所网站上公告已预受收购要约的股份数量。

### 2.2. 预受要约有规定的流程

**法律对预受要约的流程有详细规定。**(1) 在要约收购期限届满 3 个交易日前，预受股东可以撤回预受要约，解除对其股票的临时保管；(2) 在要约收购期限届满前 3 个交易日内，预受股东不得撤回其对要约的接受；(3) 收购期限届满后 3 个交易日内，接受委托的证券公司应当向证券登记结算机构申请办理股份转让结算、过户登记手续，解除对超过预定收购比例的股票的临时保管；(4) 收购期限届满后 15 个交易日内，广州基金应当公告本次要约收购结果。

**表 3：预受要约流程**



日期	流程
要约收购期限届满3个交易日前	预受股东可以撤回预受要约，解除对其股票的临时保管
要约收购期限届满前3个交易日内	预受股东不得撤回其对要约的接受
收购期限届满后3个交易日内	接受委托的证券公司应当向证券登记结算机构申请办理股份转让结算、过户登记手续，解除对超过预定收购比例的股票的临时保管
收购期限届满后15个交易日内	广州基金应当公告本次要约收购的结果

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.3. 要约目前仍然存在不确定性

**收购股份存在不确定性。**相关法律规定，以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的 5%。如果预受要约股份的数量大于预定收购数量，最终比例只能以预定收购数量为准（预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份）。所以，若此次预受要约股份小于爱建集团总股本的 5%，要约收购计划失败；若预受要约股份大于爱建集团总股本的 5%但小于总股本的 7.3%，以实际收购的数量为准；若预受要约股份的数量大于 7.3% 比例的股份，最终是收购 7.3%。

表 4：收购股份比例决定方式

预受要约占比	要约收购成功与否	要约收购占比
小于 5%	失败	0
大于 5% 且 小于 7.30%	成功	以实际收购数量为准
大于 7.30%	成功	7.30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**审批存在不确定性。**本次要约收购期限届满后，若持股 5% 以上股东与要约收购书发布日相比存在变动，则要约收购须获得证监会及其派出机构的审批。

### 2.4. 当前要约下，目前价格具有一定吸引力

**目前股价低于要约价格。**受上述不确定性影响，爱建集团 8 月 2 日复牌后公司股价剧烈波动（三个交易日分别涨停、下跌 7%、上涨 2%）。我们认为，若要约收购可以顺利完成，目前价格（8 月 4 日收盘价 15.72 元）对投资者有一定的吸引力。

**我们测算投资者最大承受股价回调 0.24 元。**目前爱建集团的三大股东（特种基金会、均瑶集团、广州基金及其一致行动人）持股占比共 24.38%，剩余股东持股占比 75.62%。若要约收购顺利完成，广州基金将收购 7.30% 的股份，占其余股东持股比例的 9.65%。换言之，若投资者以目前价格（15.72 元）买入，将至少有 9.65% 的概率享受 2.28 元的差价（若假设所有其余股东均申请被收购）。在风险中性假设下，这相当于 0.22 元无风险差价。假设最低收购率，在盈亏平衡的条件下，投资者可以承受的最大股价回调为 0.24 元，对应股价为 15.48 元、对应股价回调幅度为 -1.55%。

表 5：爱建集团目前价格享有一定差价（按最低收购率计算）

测算过程		
(1)	特种基金会持股占比	12.30%
(2)	均瑶集团持股占比	7.08%
(3)	广州基金及其一致行动人持股占比	5.00%
(4)	要约收购潜在股份占总股本比 $1-(1)-(2)-(3)$	75.62%
(5)	要约收购股份占总股本比	7.30%
(6)	最低收购概率 $(5)/(4)$	9.65%
(7)	要约收购价格	18.00
(8)	最新（2017年8月4日）收盘价	15.72
(9)	最新差价 $(7)-(8)$	2.28
(10)	盈亏平衡下可承受最大回调额 $(9)*(6)/(1-(6))$	0.24
(11)	盈亏平衡下可承受最低价格 $(8)-(10)$	15.48
(12)	盈亏平衡下可承受最大跌幅 $(11)/(8)-1$	-1.55%

资料来源：安信证券研究中心

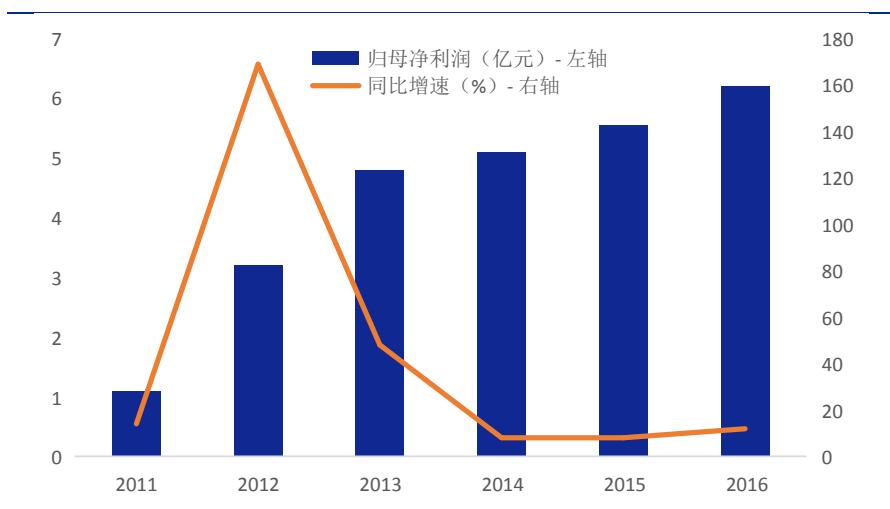
### 3. 公司全面打造金控，业绩有待释放

终止资产重组、股权纠纷、要约收购等都不会影响到公司做大做强金融主业的发展方向。我们认为，金融板块将助公司进一步释放业绩。目前市场给予公司的估值也印证了这一点。

#### 3.1. 金融板块助业绩快速释放

**金融综合能力突出。**公司以金融业为主业，通过旗下六大核心子公司（爱建信托、爱建租赁、爱建资产、爱建产业、爱建资本和爱建财富）从事金融等业务，并参股爱建证券。在各项金融业务的支持下，公司2016年实现营业总收入16亿元，同比上升21%；实现归母净利润6.21亿元，同比上升12%。2017年一季度公司手续费及佣金收入2.78亿元，同比增长78%，对公司总营收的贡献占比上升至70%。

图1：公司归母净利润持续提升

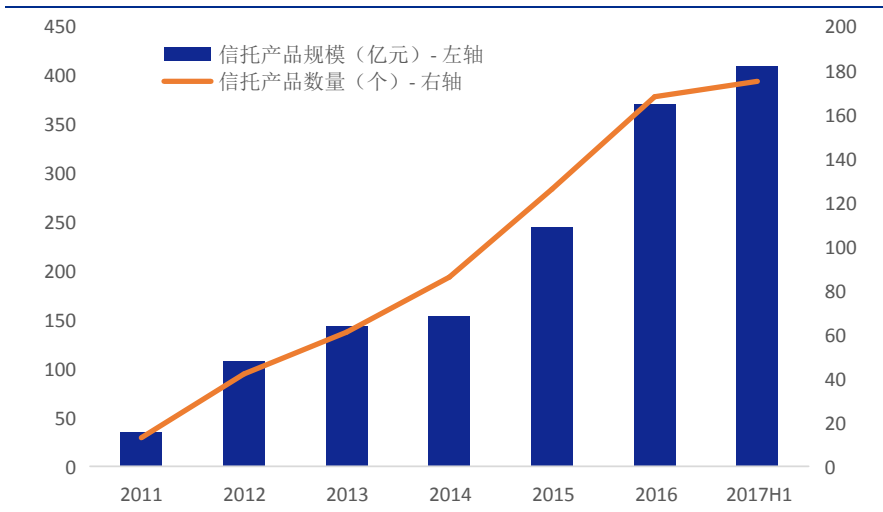


资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.1.1. 信托是公司的主业

**公司信托产品发行加速。**爱建信托 2017 年上半年发行信托产品 39 个 (YoY+25.8%)，发行规模达 96.0 亿元 (YoY+30.3%)。未经审计的财务数据显示，爱建信托上半年实现营业收入 6.1 亿元，其中手续费及佣金收入 5.4 亿元，投资收益 0.7 亿元，实现净利润 3.85 亿元 (YoY+19.9%)。

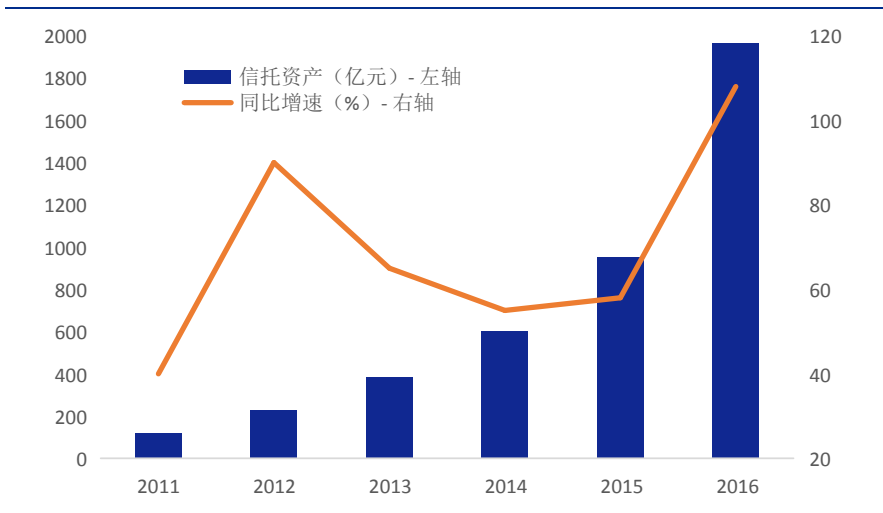
**图 2：爱建信托信托产品数量规模双升**



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**信托资产保持高增速。**爱建信托的信托资产规模自 2012 年以来维持高速增长 (55%以上)，2016 年资产规模达到 1966 亿元，同比增长 108%，增速再创新高。

**图 3：爱建信托资产高速增长**

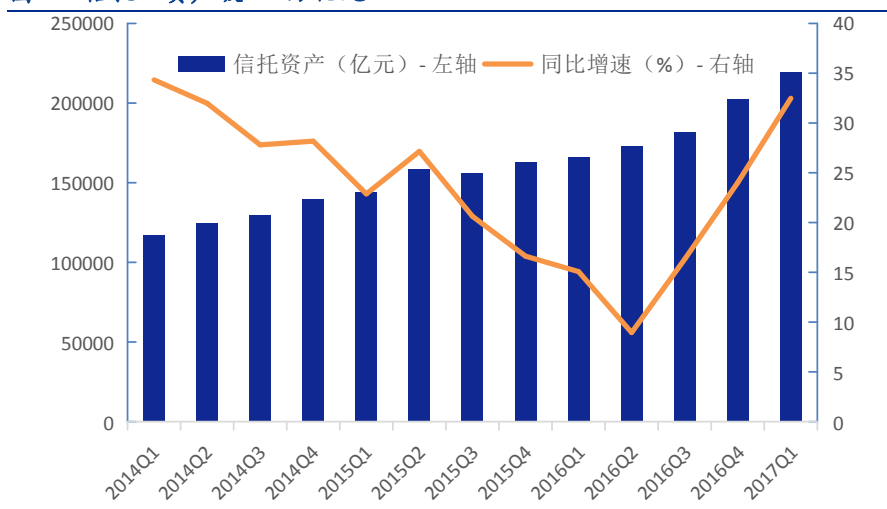


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**我国信托行业发展前景稳定。**截至 2017 年一季度末，全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 21.97 万亿元 (YoY+32.48%，QoQ+8.65%)。信托资产自 2016 年三季度开始连续第三季度的加速增长。以周为频率的多项数据显示，行业景气有所恢复。信托产品周平均发行规模按四周移动平均来看在六月底跌至 2.05 亿元的低点后有明显回升。发行速度的提升代表了信托业活动的走强。信托市场存续期规模近期明显加速扩张。按四周移动平均来看，该

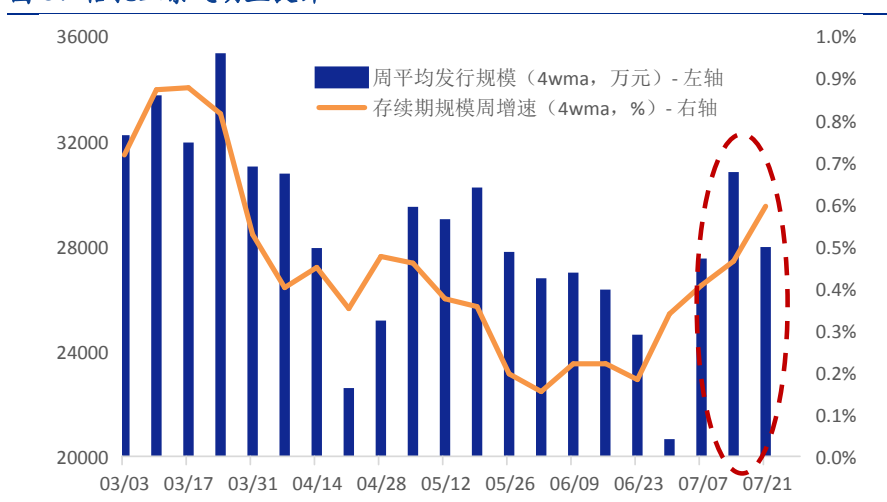
增速自6月最后一周起连续六周上升。综合来看，行业景气在下半年初进一步好转，行业前景稳固。我们认为，随着信托行业总体继续良好发展，爱建信托将有更大发展空间。

**图 4：信托业资产破 20 万亿元**



资料来源：信托业协会，安信证券研究中心

**图 5：信托业景气明显提升**



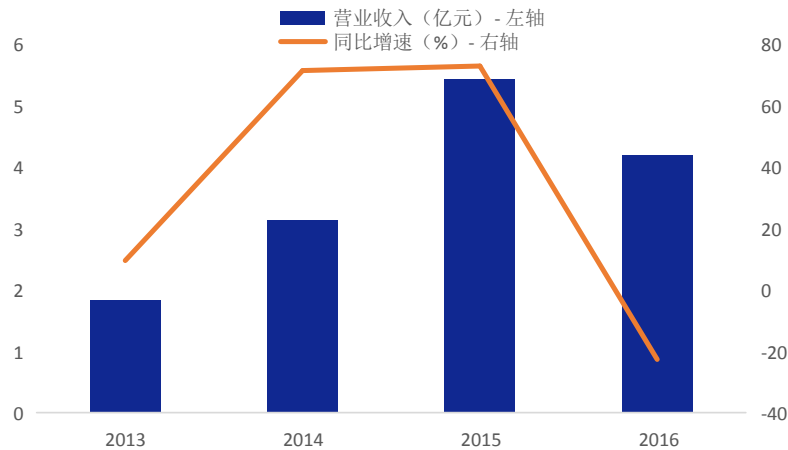
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.1.2. 证券、租赁板块快速成长

爱建证券经纪业务占比较大。2016 年公司增持爱建证券，股份占比达到 48.86%。爱建证券由于经纪业务占比较大（2016 年公司股基交易额达到 4559 亿元，市场占有率由 2015 年的 0.13% 提升至 0.17%），2016 年营收出现了负增长（4.2 亿元，YoY-23%），但仍实现净利润 4183 万元。未来随着证券市场的稳健发展，爱建证券能为公司带来更加丰厚的利润。

**图 6：爱建证券业绩弹性较大**





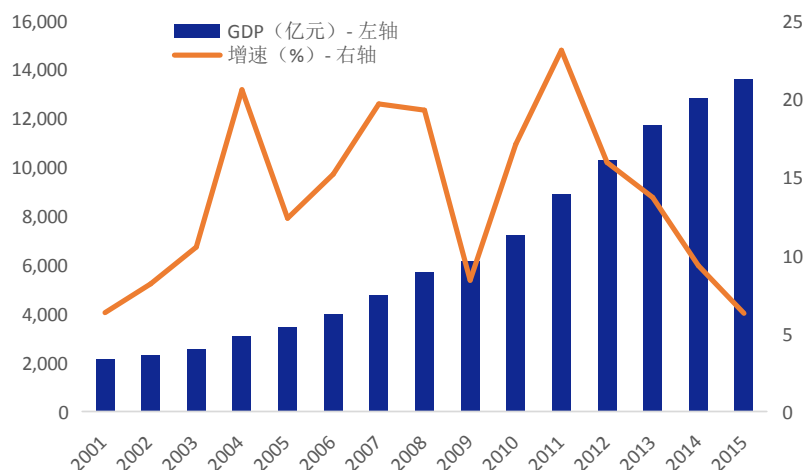
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

**爱建租赁利润贡献度提高。**2016 年爱建租赁实现收入 2.66 亿元 (YoY+9%); 实现净利润 1 亿元 (YoY+22%), 逐渐成为公司利润的重要来源之一。2016 年公司生息资产余额 34.42 亿元 (+YoY18.51%)。公司业务多元化发展, 在基础设施、医疗、环保等方面的规模均有提高, 预计未来租赁对公司业绩贡献度还将进一步提升。

### 3.1.3. 拟参股银行进一步完善金控

公司近日决定终止重大资产重组事项, 转而谋求对曲靖市商业银行的对外投资, 目标是成为其第一大股东。公司决定由全资子公司爱建信托作为出增资曲靖商业银行的实施主体, 认购曲靖市商业银行不超过股本 20% 的增发股份。曲靖市商业银行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, 可以在“一带一路”格局下发挥云南区位优势, 受益于大湄公河次区域经济合作新高地的打造。若公司顺利参股曲靖商业银行, 将进一步完善其金控布局, 促进各版块业务协同与公司整体业绩的进一步释放。

图 7: “一带一路”格局下云南省经济有很大上升空间



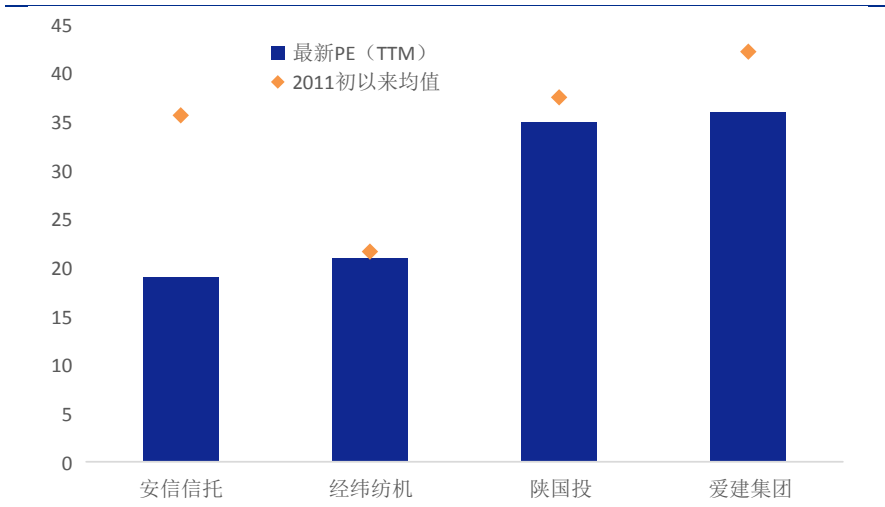
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 3.2. 公司估值在行业中处于高位

**公司估值在行业中较高。**公司估值长期高于行业中其他标的。2011 年初以来市盈率均值达 42 倍, 高于另外三家信托上市公司 (安信信托、经纬纺机、陕国投) 的均值。目前市盈率达 36

倍，同样高于另外三家信托上市公司。我们认为，高估值是因为市场判断公司业绩将大幅释放。

图 8：公司估值高于同行业其他标的



资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,324.2	1,604.8	2,389.0	2,998.5	3,692.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	150.9	323.9	382.2	475.6	640.7	营业收入增长率	19.4%	21.2%	48.9%	25.5%	23.2%
营业税费	71.5	34.8	83.6	110.6	115.2	营业利润增长率	11.6%	10.9%	51.2%	34.2%	21.6%
销售费用	4.5	7.1	9.9	12.0	15.5	净利润增长率	8.2%	11.9%	53.3%	29.1%	23.3%
管理费用	367.6	470.3	668.9	869.6	1,052.5	EBITDA 增长率	21.3%	12.9%	33.2%	30.4%	19.4%
财务费用	65.5	67.4	68.7	41.9	12.1	EBIT 增长率	21.6%	11.6%	35.8%	30.5%	19.4%
资产减值损失	33.0	50.4	32.7	40.0	39.0	NOPLAT 增长率	11.7%	10.7%	50.6%	25.7%	21.1%
加:公允价值变动收益	12.7	-27.3	-109.8	25.7	19.5	投资资本增长率	-79.0%	-78.4%	7820.1%	-41.7%	-24.2%
投资和汇兑收益	179.9	302.0	246.9	243.6	252.6	净资产增长率	11.5%	11.1%	51.9%	-4.1%	24.1%
<b>营业利润</b>	763.5	846.6	1,280.1	1,718.1	2,090.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	7.4	12.3	9.4	9.7	10.5	毛利率	88.6%	79.8%	84.0%	84.1%	82.7%
<b>利润总额</b>	770.8	858.9	1,289.6	1,727.8	2,100.5	营业利润率	57.7%	52.8%	53.6%	57.3%	56.6%
减:所得税	216.5	238.5	339.2	501.1	588.1	净利润率	41.9%	38.7%	39.8%	40.9%	41.0%
<b>净利润</b>	554.7	620.5	950.9	1,227.3	1,512.9	EBITDA/营业收入	68.0%	63.4%	56.7%	58.9%	57.1%
						EBIT/营业收入	67.2%	61.9%	56.5%	58.7%	56.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	8	58	73	58	47
货币资金	1,154.8	1,098.0	191.1	239.9	355.4	流动营业资本周转天数	66	-47	-25	-15	-36
交易性金融资产	526.0	669.0	557.2	584.1	603.4	流动资产周转天数	819	799	483	349	308
应收帐款	290.9	354.6	244.9	672.3	508.3	应收帐款周转天数	48	72	45	55	58
应收票据	-	-	2.3	1.1	1.0	存货周转天数	21	10	18	19	16
预付帐款	3.1	12.9	175.6	49.5	110.8	总资产周转天数	2,567	2,960	2,344	1,779	1,432
存货	78.9	11.1	231.2	78.9	255.1	投资资本周转天数	71	12	118	147	77
其他流动资产	1,415.6	1,510.0	1,357.1	1,427.6	1,431.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2,546.0	5,303.9	6,364.7	4,738.2	5,468.9	ROE	9.7%	9.7%	9.8%	13.2%	13.1%
持有至到期投资	10.0	-	3.3	4.4	2.6	ROA	5.2%	4.0%	6.2%	8.7%	10.0%
长期股权投资	312.2	1,754.3	1,754.3	1,754.3	1,754.3	ROIC	139.1%	733.6%	5104.9%	81.0%	168.2%
投资性房地产	491.6	54.0	54.0	54.0	54.0	<b>费用率</b>					
固定资产	29.7	487.0	484.6	482.2	479.8	销售费用率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	0.3	-	-	-	-	管理费用率	27.8%	29.3%	28.0%	29.0%	28.5%
无形资产	24.6	25.6	22.6	19.6	16.7	财务费用率	5.0%	4.2%	2.9%	1.4%	0.3%
其他非流动资产	2,328.9	2,585.0	2,208.6	2,371.6	2,387.8	三费/营业收入	33.1%	33.9%	31.3%	30.8%	29.2%
<b>资产总额</b>	10,728.3	15,663.3	15,447.4	14,180.8	15,195.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	2,224.6	3,004.7	1,401.0	1,649.2	-	资产负债率	46.3%	59.2%	37.1%	34.4%	24.0%
应付帐款	444.9	638.6	633.9	1,071.7	1,119.4	负债权益比	86.4%	145.0%	59.1%	52.3%	31.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.08	0.68	0.96	0.79	1.36
其他流动负债	528.3	1,704.7	852.5	1,135.4	1,284.6	速动比率	1.06	0.68	0.88	0.77	1.25
长期借款	1,430.2	2,094.2	1,978.4	-	-	利息保障倍数	13.57	14.74	19.64	41.97	173.61
其他非流动负债	344.4	1,829.0	872.6	1,015.3	1,239.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	4,972.4	9,271.2	5,738.4	4,871.6	3,643.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	9.8	9.4	8.9	8.4	7.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,437.1	1,437.1	1,621.9	1,621.9	1,621.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,010.7	4,551.2	8,078.1	7,678.9	9,922.5						
<b>股东权益</b>	5,755.9	6,392.1	9,708.9	9,309.2	11,552.3						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	0.39	0.43	0.59	0.76	0.93
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	BVPS(元)	4.00	4.44	5.98	5.73	7.12
净利润	554.4	620.4	950.9	1,227.3	1,512.9	PE(X)	36.4	32.5	23.9	18.5	15.0
加:折旧和摊销	10.9	23.8	5.4	5.4	5.4	PB(X)	3.5	3.2	2.3	2.4	2.0
资产减值准备	33.0	49.7	-	-	-	P/FCF	8.0	6.5	-7.6	82.9	102.0
公允价值变动损失	-12.7	27.3	-109.8	25.7	19.5	P/S	15.2	12.6	9.5	7.6	6.2
财务费用	198.8	207.1	68.7	41.9	12.1	EV/EBITDA	17.1	11.3	10.8	8.1	5.6
投资损失	-176.6	-299.1	-245.1	-241.2	-250.2	CAGR(%)	30.3%	34.6%	22.9%	30.3%	34.6%
少数股东损益	-0.3	-0.1	-0.5	-0.5	-0.6	PEG	1.2	0.9	1.0	0.6	0.4
营运资金的变动	-358.1	721.5	-1,153.7	475.4	196.2	ROIC/WACC	15.4	81.2	565.2	9.0	18.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	645.3	-189.7	-484.2	1,534.0	1,495.3	REP	11.1	7.3	0.0	1.8	0.9
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,478.6	-3,526.7	-306.9	1,778.6	-590.7						
<b>融资活动产生现金流量</b>	1,197.2	3,555.7	-115.8	-3,263.8	-789.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034