

2017年08月07日

爱建集团 (600643)

——信托、租赁业务高速发展，综合金融布局逐步完善

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点：

- **爱建集团主营业务由实业转向金融，历经三个阶段。**第一阶段（2008年之前）公司以实业为主，主营业务是房地产+贸易，二者收入占比高达90%，期间爱建证券、爱建信托先后爆发风险事件，使得集团遭受巨大的损失，并开始尝试进行资产重组；第二阶段（2009-2012年）公司主业逐渐由实业向金融过渡，房地产项目逐步清理，贸易占比仍然较高，同时信托业务收入占比逐渐提升；第三阶段（2012年之后）成功引入上海国际集团等战略投资者，并确立以金融业为主，提供财富管理和资产管理综合服务的金融公司的定位，其中爱建信托和爱建租赁收入占比高达80%以上，其他子公司（如爱建资产等）收入占比比较低。
- **均瑶集团入主，股权之争落幕，股东携手推进公司业务发展。**顺应上海国企改革的进程，均瑶集团受让上海国际集团持有爱建集团7.08%的股权，成为公司第二大股东。2017年公司定增获批，募集资金17亿，全部由均瑶集团出资，定增完成后，均瑶集团将成为公司第一大股东，持股17.7%，并获得爱国建设特种基金会支持成为实际控制人，均瑶集团灵活的民营机制以及旗下华瑞银行等金融资产的协同效应，有助于公司未来业务发展。2017年5月，广州基金拟要约收购公司30%的股份，进而谋求公司控股权，7月广州基金与均瑶集团签订战略合作协议，协助公司拓展华南业务，助力公司未来发展。
- **信托、租赁业务快速成长，综合金融布局逐渐丰富。**信托业务方面，2012年爱建信托获得增资后，信托规模高速增长，至2016年期间年均复合增长率高达71%，信托报酬率显著高于行业，虽然近几年有所下滑，但以量补价，信托业务收入年均复合增速仍高达33%，未来随着业务结构优化，信托业务有望量价齐升；租赁业务方面，公司受让华瑞租赁100%股权，与航空公司协同效应逐步显现，2016年华瑞租赁实现扭亏为盈，预计2017年业绩翻倍增长，若考虑受让华瑞租赁后的备考业绩，租赁业务收入贡献大幅提升；其他综合金融服务方面，除了财富管理和资产管理业务，公司还参股爱建证券、曲靖市商业银行，多元金融业务布局更加完善，未来业务协同可期。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**可比公司2017年平均PB估值约为3倍，考虑到：1)定增后均瑶集团成为控股股东，民营机制提升公司经营效率，同时广州基金及一致行动人成为公司股东，有利于拓展华南业务，预计未来公司信托业务、租赁业务增速将显著高于行业，带动集团业绩高速增长；2)若2017年定增顺利完成，ROE会被摊薄，但我们预计公司2017年ROE仍能维持在10%（与2016年一致），并且2018-2019年有望提升至12%和14%，因此给予较估值基准10%的溢价，即3.3倍的PB估值，对应目标价为18.3元，较最新收盘价有17%的空间。预计2017-2019年爱建集团归母净利润为9.0亿、12.5亿和16.3亿，每股收益为0.56元、0.77元和1.00元，对应最新收盘价的PE分别为28倍、20倍和16倍。
- **风险提示：**监管政策变动导致信托资产增速低于预期；自有资金投资收益大幅低于预期。

市场数据：2017年08月04日

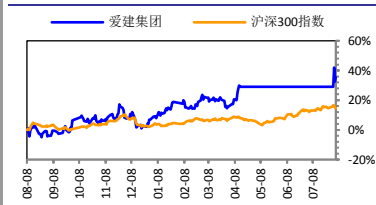
收盘价(元)	15.72
一年内最高/最低(元)	16.96/10.9
市净率	3.5
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	
上证指数/深证成指	3262.08/10361.23

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.53
资产负债率%	57.77
总股本/流通A股(百万)	1437/1434
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

联系人

王丛云
(8621)23297818x7430
wangcy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1605	397	2,551	3,415	4,363
同比增长率(%)	21.19	34.35	58.97	33.85	27.77
净利润(百万元)	621	128	904	1,250	1,630
同比增长率(%)	11.87	11.46	45.63	38.37	30.35
每股收益(元/股)	0.38	0.08	0.56	0.77	1.00
净资产收益率(%)	9.7		10.1	12.2	13.7
市盈率	41.1		28.2	20.4	15.6
市净率	4.0		2.8	2.5	2.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。
上表中每股收益均为假设2017年定增顺利完成并摊薄的EPS。

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖，给予“增持”评级。三家可比公司 2017-2019 年的平均 PB 估值为 2.9 倍、2.3 倍和 2.1 倍，三家公司内部估值差异较大，由于可比公司数量较少，因此无法直接剔除最大值与最小值。我们认为 PB 估值大体可以与 ROE 水平相对应（PB 估值中基本面之外的因素无法量化），爱建集团 ROE 水平介于中间，因此可以以 2017 年可比公司平均约为 3 倍的 PB 估值作为估值基准。考虑到：1) 定增后均瑶集团成为控股股东，民营机制提升公司经营效率，同时广州基金及一致行动人成为公司股东，有利于拓展华南业务，预计未来公司信托业务、租赁业务增速将显著高于行业，带动集团业绩高速增长；2) 若 2017 年定增顺利完成，ROE 会被摊薄，但我们预计公司 2017 年 ROE 仍能维持在 10%（与 2016 年一致），并且 2018-2019 年有望提升至 12%和 14%，因此给予较估值基准 10%的溢价，即 3.3 倍的 PB 估值，对应目标价为 18.3 元，较最新收盘价有 17%的空间。

我们预计 2017-2019 年爱建集团归母净利润为 9.0 亿、12.5 亿和 16.3 亿，每股收益为 0.56 元、0.77 元和 1.00 元，对应最新收盘价的 PE 分别为 28 倍、20 倍和 16 倍。

关键假设点

信托业务：预计 2017-2019 年行业信托资产增速为 33%、20%和 15%；预计 2017-2019 年公司信托资产增速为 44%、30%和 25%；预计 2017-2019 年信托报酬率分别为 0.55%、0.6%和 0.65%。**租赁业务：**预计 2017-2019 年租赁业务总资产规模为 100 亿、120 亿和 140 亿，利率水平为 8.5%、8%和 8%。**自营业务：**预计 2017-2019 年发放贷款和垫款规模为 19.8 亿、21.8 亿和 23.9 亿；预计 2017-2019 年贷款利率为 10%；预计 2017-2019 年自有资金投资规模为 84.6 亿、92.4 亿和 100.9 亿，自有资金投资收益率分别为 4.5%、5.0%和 5.5%。

有别于大众的认识

我们认为均瑶集团和广州基金对公司控制权的争夺，以双方达成战略合作的形式落幕，不仅有利于公司各项业务正常运行，更有利于未来公司业务由华东向华南的深入拓展，促进各项业务高速增长，而市场尚未完全反映未来公司业务的高增速；我们认为 2017 年公司信托业务的高速增长主要依靠信托资产规模的增长，未来随着业务结构优化、信托报酬率的提升，信托业务有望呈现量价齐升的增长趋势，同时信托业务的高增长将有利于维持集团业绩的高增速，市场忽略了公司信托报酬率提升后的业绩弹性。

股价表现的催化剂

信托资产规模增速超预期；信托报酬率提升；爱建租赁和华瑞租赁业务增长超预期。

核心假设风险

监管政策变动导致信托资产增速低于预期；自有资金投资收益大幅低于预期。

目录

1. 爱建集团发展经历“一波三折”，主营业务由实业转向金融 . 6	
1.1 改革开放后首家民营企业，发展经历“一波三折”	6
1.2 顺应时代发展适时调整战略，主营业务由实业转向金融	7
2. 均瑶集团入主，股权之争落幕	9
2.1 响应上海国企改革，均瑶集团受让股权.....	9
2.2 定增获批，均瑶有望成为实际控制人.....	10
2.3 股权之争落幕，股东携手推进公司发展.....	12
3. 信托、租赁业务快速成长，其他综合金融布局逐渐丰富	14
3.1 爱建信托：信托业务以量补价	15
3.1.1 信托业务处于高速发展阶段.....	15
3.1.2 固有业务以利息收入为主	17
3.2 爱建融资租赁：受让华瑞租赁，与航空公司协同效应逐步显现.....	18
3.3 其他金融业务：参股银行，综合金融版图扩张.....	18
4. 盈利预测与估值	19
4.1 公司盈利预测	19
4.2 估值.....	22

图表目录

图 1: 爱建集团战略定位与业务发展规划	6
图 2: 2002 年-2008 年各项业务收入占比	7
图 3: 2009 年-2012 年各项业务收入占比	8
图 4: 2013 年-2016 年各项业务收入占比	8
图 5: 均瑶集团产业布局.....	11
图 6: 华豚企业和广州基金国际的股东结构.....	13
图 7: 爱建集团近几年营收净利持续增长	14
图 8: 爱建信托和爱建租赁净利润规模持续扩大.....	14
图 9: 爱建集团业务板块图	14
图 10: 2016 年末爱建信托信托资产规模近 2000 亿.....	15
图 11: 2016 年爱建信托资产规模市场份额达到 1%.....	15
图 12: 爱建信托集合业务占比高达 60%	15
图 13: 信托行业集合业务占比不到 40%	15
图 14: 2016 年被动管理类业务大幅增长, 主动管理类业务占比降至 29%.....	16
图 15: 房地产信托占比稳定在 18%, 金融机构信托占比大幅提升至 27%.....	16
图 16: 2016 年公司信托报酬率同比略提升 0.03 个百分点, 与行业之间的差距收窄.....	17
图 17: 信托业务收入占比接近 80%	17
图 18: 固有业务逐渐转向投资 (亿元)	17
图 19: 爱建租赁收入和净利润逐年增长.....	18
图 20: 爱建租赁营业收入和净利润贡献超过 15%	18
表 1: 上海国资国企改革进程	9
表 2: 上海国际集团业务	10
表 3: 股份转让后前十大股东排名 (截止 2015 年末)	10
表 4: 2013-2015 年及 2016 年前三季度公司主营业务收入构成 (单位: 亿元) ..	11
表 5: 发行前后公司股本结构变化情况	12
表 6: 定增前后公司股本结构变化情况	13

表 7: 根据业务模式分拆利润表.....	20
表 8: 信托业务未来三年盈利预测.....	21
表 9: 未来三年利息收入预测.....	22
表 10: 未来三年投资收益预测.....	22
表 11: 上市信托公司可比公司估值比较表.....	23

1. 爱建集团发展经历“一波三折”，主营业务由实业转向金融

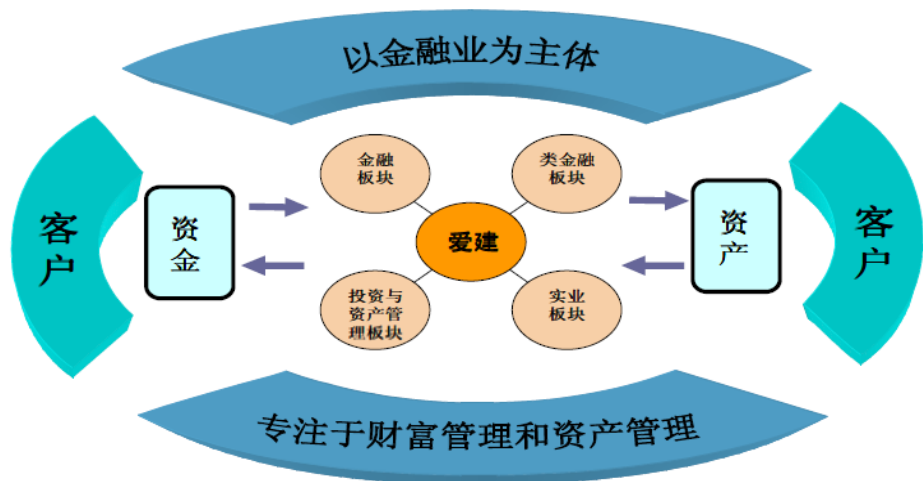
1.1 改革开放后首家民营企业，发展经历“一波三折”

爱建集团的前身是上海市工商界爱国建设公司，是在中共十一届三中全会改革开放政策感召下，在邓小平同志关于对原工商业者“钱要用起来，人要用起来”的指示精神鼓舞下，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 1000 余人共同集资 5700 余万元，于 1979 年 9 月 22 日创建的大陆改革开放后首家民营企业。公司于 1992 年改制为股份有限公司，1993 年在上交所挂牌上市。

2004 年后爱建证券、爱建信托先后发生“刘顺新案”和“颜立燕、马建平案”，使得爱建集团遭受巨大的损失，并开始尝试进行资产重组。2009 年上海国际集团拟通过注入房地产资产对爱建集团进行资产重组，恰逢我国正实施严格的房地产调控政策，证监会对房地产开发企业重组申请严格把控，爱建集团未能符合要求，因此终止重组。2011 年爱建集团重启再融资，引入上海国际集团等四家投资者，募集资金 26 亿，其中 20 亿向爱建信托增资，标志着上海国际集团正式成为爱建集团的战略投资者。

2012 年，爱建集团发布《爱建股份战略定位与业务发展规划》，明确了公司的战略定位：公司致力于成为一家以金融业为主体、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。围绕该战略定位，公司及下属公司爱建信托、爱建租赁、爱建资产、爱建产业、爱建资本、爱建财富、爱建香港公司等子公司围绕主业积极开展业务。目前经过近 40 年发展，爱建集团已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。截至 2017 年一季度末，公司总资产 154 亿元，净资产 65 亿元。

图 1：爱建集团战略定位与业务发展规划



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 顺应时代发展适时调整战略，主营业务由实业转向金融

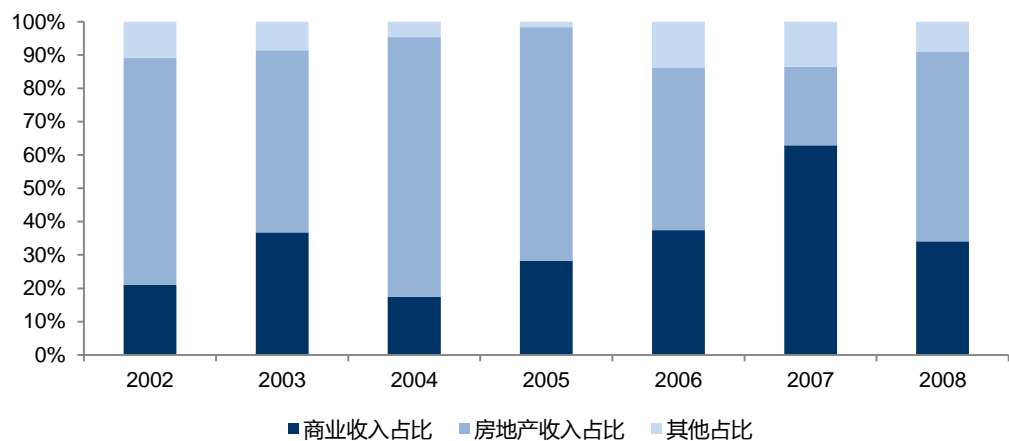
公司成立以来顺应我国经济大环境的变迁适时调整发展战略，公司主营业务演变可分为三个阶段：1) “房地产+贸易”阶段；2) “贸易+信托”阶段；3) 综合金融服务阶段。

1) “房地产+贸易”阶段：房地产和贸易为主体

1993年挂牌上市到2008年，爱建业务迅速发展，营业收入主要由房地产开发和外贸投资收入组成。其中，爱建房产开发的田林“爱建国”和“金桥爱建国”项目，2004年实现房地产收入10.6亿元，占当年主营业务收入78%，爱建房产也列入“上海十大房地产企业”。

贸易方面，公司主要依靠爱建进出口公司获取海外收益，同时集团稳步开展旗下实业资产的清理重组工作。2002年公司出让爱建试剂厂股权，实现净利润6745.02万元，占当年主营业务利润10%以上；之后又陆续对爱建纸业、爱建纺织品和爱建造纸机械进行了清理管理。

图 2：2002年-2008年各项业务收入占比

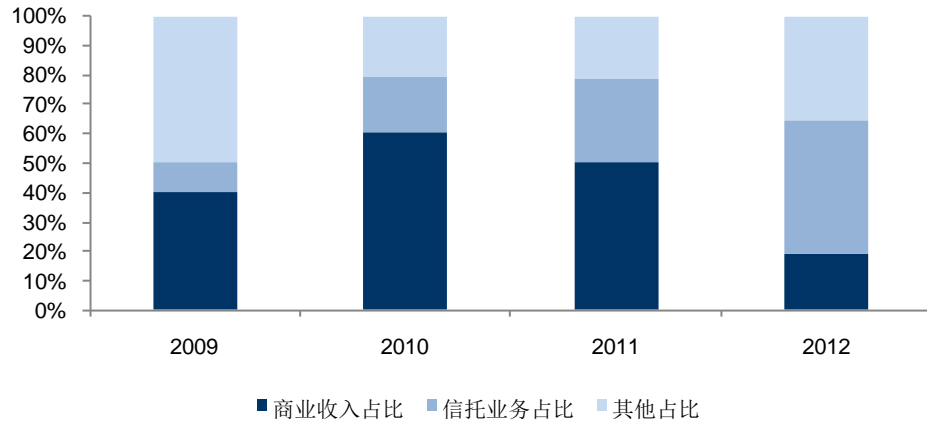


资料来源：wind，申万宏源研究

2) “贸易+信托”阶段：信托业务跃升为核心业务

从2008年至2012年，爱建集团信托业务比重不断扩大，逐渐成为集团主营业务。继爱建证券、爱建信托先后爆发了“刘顺新案”和“颜立燕、马建平案”后，公司加大力度进行资产重组和追索。2011年，公司信托业务实现银信合作零突破，获得信托报酬672.62万元；同时自营业务取得加大发展，创造了“第一单质押式逆回购交易、第一单上市公司可转债申购投资、第一单票据转贴现业务”等爱建信托自营业务历史上的多个“第一”，年内爱建信托自有资金运作实现收益1040.64万元。在严守监管的方针下实现产品多样化、交易复杂化，2011年信托业务净利润同比增长90.6%；2012年，爱建信托完成了换牌、增资和历史遗留问题化解等三大关键性工作，信托业务规模和收入增长都在100%以上，一跃成为爱建集团的最核心业务。

图 3：2009 年-2012 年各项业务收入占比



注：信托业务收入仅为爱建信托的手续费及佣金收入，不包括固有业务收入

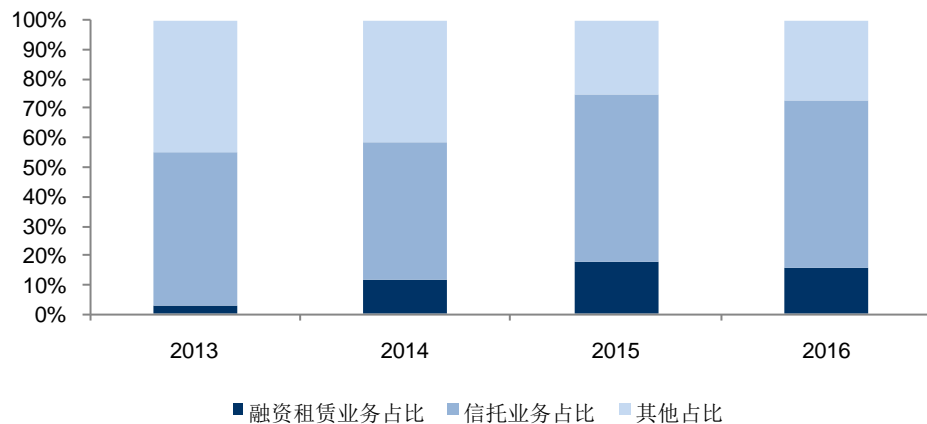
资料来源：wind，申万宏源研究

自 2009 年开始，公司主动进行房地产项目清理，房地产收入占比逐渐下降，同时加紧外贸实业结构调整，2008 年组建爱建实业，先后完成造纸机械公司清算和微捷路厂房出售等资产清理，爱建进出口收缩传统进出口代理业务，加大进口食品营销。

3) 综合金融服务阶段：以信托为核心，完善财富管理和资管业务布局

自 2012 年，公司步入“发展振兴”新阶段，在信托业务为核心下，逐步完成爱建资产管理公司、爱建资产管理公司、爱建融资租赁公司及爱建财富管理公司的组建，打造以金融业为主体，专注于提供财富管理和资管业务的全新布局。2016 年，爱建信托实现营业收入 10.7 亿元，受托资产规模 1966.2 亿元，同比增长 108.4%；融资租赁成为第二大收入来源，占比 15.76%；爱建资管和财富管理重点扩张产业链，深化布局，推动子公司协同发展。未来，公司将整合金融资源，扩大 6 家金融子公司业务规模，实现创新发展。

图 4：2013 年-2016 年各项业务收入占比



注：信托业务收入仅为爱建信托的手续费及佣金收入，不包括固有业务收入

资料来源：wind，申万宏源研究

2. 均瑶集团入主，股权之争落幕

2.1 响应上海国企改革，均瑶集团受让股权

从 2013 年 12 月发布首个地方国资国企改革方案开始，上海率先迈入国企改革的进程。其中在国企混改中，提出应利用现有市场环境，积极引入战略投资者等举措，丰富投资主体，市场化经营机制。2014 年开始，陆续出台了推进上海市国企积极混改的配套政策方案。2014 年 7 月，上海市市委常委会审议通过了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见》，意见明确提出本次国企改革的目标在于，经过 3-5 年的推进，基本完成国有企业公司制改革，除国家政策明确必须保持国有独资外，实现股权多元化，发展混合所有制经济。

表 1：上海国资国企改革进程

时间	相关事件
2013 年十八届三中全会	上海首先发布第一个地方国资国企改革方案《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》（上海国资国企改革 20 条）
2014 年 1 月	上海市商务委员会发布《关于进一步加快培育上海国有跨国公司的实施意见》，鼓励国有企业积极“走出去”开展跨国经营，培育一批具有较强国际竞争力的上海国有跨国公司
2014 年 7 月	上海市发布了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见》，进一步明确了推进混合所有制经济的要求与目标、形式与途径。
2015 年 1 月	信达国鑫国企混合所有制改革（上海）促进基金成立。该基金旨在为国企改革提供稳定且强有力的资金支持，实现国有企业活力和国有经济整体竞争力的提升。
2015 年 2 月	上海国资国企工作会议召开，全面部署了着力完善平台规范运作启动资本流动项目等八个方面的工作。
2015 年 6 月	浦东新区召开深化国资改革促进企业发展工作会议，会上发布浦东国资国企改革的 18 条意见，提出优化国资布局、强化分类监管在内的五大改革重点。
2016 年 1 月	上海国资委召开年度会议，“深化国资国企改革”，已被上海市委列入 9 项重点推进和督查工作之一。

资料来源：上海国有资产监督管理委员会，申万宏源研究

与此同时，上海进行了国有资本投资运营公司试点实践，2015 年 2 月，上海国际集团、上海国盛集团正式转型成为国资流动平台。上海国际集团的国资运营工作从 2014 年起步，先后完成将下属六家子公司划拨至上海实业（集团）有限公司的跨界重组，将上海信托股权并入浦发银行、上海证券并入国泰君安，以及安信农业保险并入太平洋保险等金融股权改革，并于 2015 年 7 月份完成国资运营第一单——锦江航运与上港集团的战略重组。

表 2：上海国际集团业务

性质	时间	参与国企改革事件
跨界重组	2014 年 6 月	上海国际集团就将旗下金融服务有限公司、再担保有限公司、国际集团创业投资有限公司等 6 家类金融和房地产企业打包转让给上实集团。
	2015 年 6 月	浦发银行通过向上海国际集团非公开发行普通股，受让其持有的上海国际信托股权，2016 年 3 月正式完成了对上海信托 97.33% 股权的收购
金融同业归并	2014 年 7 月	上海国际集团向国泰君安转让上海证券有限责任公司 51% 的股权，同业归并的完成推动国泰君安实现上市，进一步扩大了业务规模。
	2014 年 10 月	中国太平洋财产保险股份有限公司受让安信农业保险股份有限公司，此次获得农业保险牌照，太保已囊括几乎所有保险牌照。
实业纵向整合	2015 年 1 月	上海市国资委将锦江航运 48% 股权无偿划转至国际集团，10 月完成该股权运营，将其注入上港集团，该项目为国际集团完成的上海市国资运营第一单。
	2015 年 4 月	上海汽车工业有限公司将持有的本公司 33440.9 万股股份无偿划转给上海国际集团有限公司。

资料来源：上海国际集团官网，申万宏源研究

为响应新一轮国企改革的号召，继续发挥其国资运营平台的职能，2015 年 8 月上海国际集团拟以公开征集受让方的方式转让爱建集团 7.08% 的股份。9 月选定均瑶集团为受让方，交易完成后，均瑶集团持爱建集团 7.08% 股份，成为第二大股东。

表 3：股份转让后前十大股东排名（截止 2015 年末）

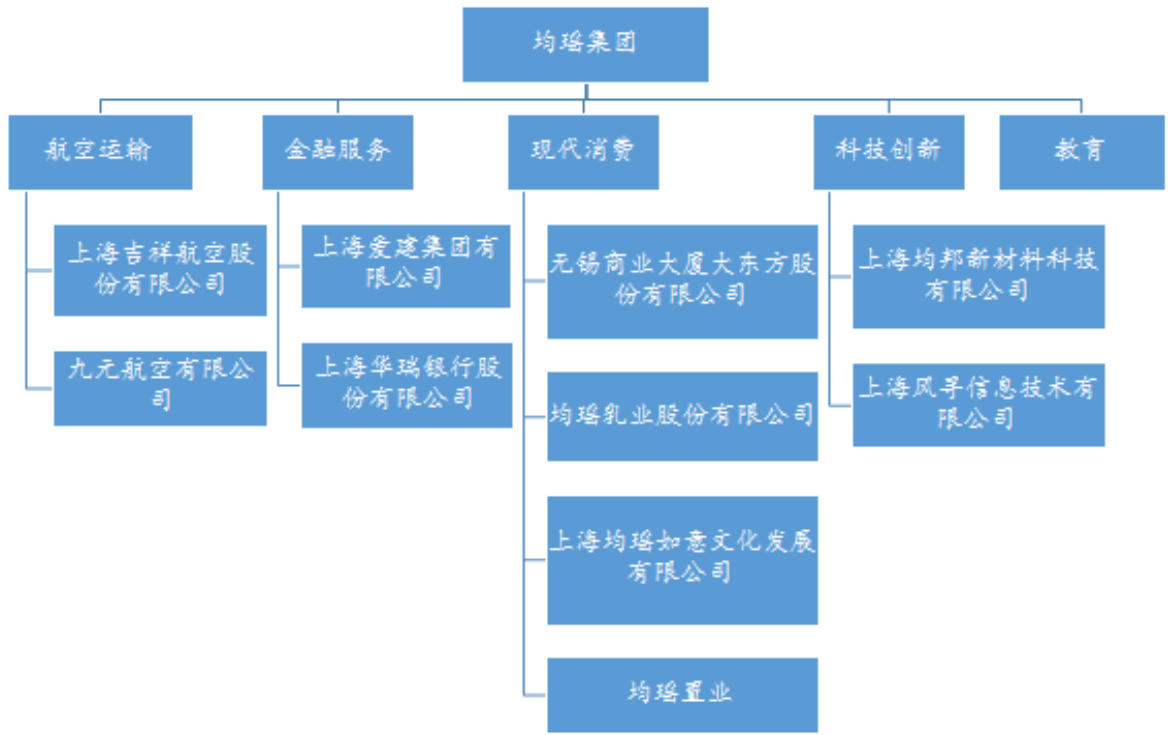
排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	上海工商界爱国建设特种基金会	176,740,498	12.30
2	上海均瑶(集团)有限公司	101,819,098	7.08
3	上海经怡实业发展有限公司	74,107,925	5.16
4	中国农业银行股份有限公司-富国中证国有企业改革指数分级证券投资基金	15,037,727	1.05
5	中海集团投资有限公司	14,025,130	0.98
6	史振明	11,752,669	0.82
7	刘靖基	9,085,727	0.63
8	海通证券股份有限公司	6,006,600	0.42
9	中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	5,380,887	0.37
10	香港中央结算有限公司(沪股通)	5,189,559	0.36
	合计	419,145,820	29.17

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2.2 定增获批，均瑶有望成为实际控制人

均瑶集团创始于 1991 年 7 月，是以实业投资为主的现代服务业企业，现已形成航空运输，金融服务，现代消费，教育服务，科技创新五大业务板块，旗下 3 家 A 股上市公司，分别为吉祥航空(603885.SH)、大东方(600327.SH)和爱建集团(600643.SH)。

图 5：均瑶集团产业布局



资料来源：公司公告，申万宏源研究

均瑶集团以航空运输业起步，后续逐步拓展到乳制品、商贸零售、地产、金融等领域，从收入结构来看，航空运输和商贸零售是主要收入来源，占比约为 90%。

表 4：2013-2015 年及 2016 年前三季度公司主营业务收入构成（单位：亿元）

	2016 年前三季度		2015		2014		2013	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
民航运输	76.56	49.24%	81.01	46.08%	66.13	40.96%	59.02	39.17%
百货销售	15.49	9.96%	22.13	12.59%	21.97	13.61%	24.54	16.29%
汽车销售	45.39	29.19%	56.93	32.38%	58.79	36.41%	60.47	40.13%
售房及租赁	0.84	0.54%	0.62	0.35%	1.98	1.23%	2.23	1.48%
超市销售	0.37	0.24%	0.53	0.30%	0.69	0.43%	0.75	0.50%
饮食服务	13.35	8.59%	11.76	6.69%	9.47	5.87%	1.97	1.31%
文化产品	1.17	0.75%	0.19	0.11%	0.01	0.01%	0.05	0.03%
学费	2.17	1.40%	2.07	1.18%	1.86	1.15%	1.63	1.08%
其他	0.15	0.10%	0.58	0.33%	0.55	0.34%	0.02	0.01%
合计	155.49	100.00%	175.82	100.00%	161.45	100.00%	150.68	100.00%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2015 年以来均瑶集团积极布局金融板块，先后发起设立华瑞银行并参控股爱建集团，虽然目前金融板块业务规模和收入贡献较小，但未来在银行、信托、租赁和实业之间的协同效应仍然可期，收入贡献预计将逐步提升。

为更好配合公司战略定位，继续做大做强金融主业，2016 年 3 月爱建集团拟向上海均瑶集团非公开发行股份募集资金 17 亿元，其中 12 亿增资爱建信托，4 亿由爱建信托实施创

投投资项目,1亿用于偿还银行贷款,完成后均瑶集团将持股 17.67%,成为公司第一大股东。本次筹资主要用于补充爱建租赁、爱建信托相关业务资本金,以增强公司金融业务实力。而爱建集团原第一大股东爱建特种基金会将支持均瑶集团取得控股股东地位,爱建集团目前董事会有 9 名董事,未来 3 个席位仍为独立董事,剩余 6 个席位中均瑶集团有权推荐 5 名。截至目前,董事会成员王均金、侯福宁、蒋海龙为均瑶集团推荐的人选。未来,如均瑶集团 5 名董事推荐安排实现,均瑶集团能够获得上市公司的控制权。

表 5: 发行前后公司股本结构变化情况

股东名称	发行前		本次认购数量 (万股)	发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例		持股数量 (万股)	持股比例
爱建特种基金会	17,674.05	12.30%		17,674.05	10.90%
均瑶集团	10,181.91	7.08%	18,478.26	28,660.17	17.67%
其他股东	115,858.02	80.62%		115,858.02	71.43%
总股本	143,713.98	100%		162,192.24	100%

资料来源:公司公告,申万宏源研究

2.3 股权之争落幕,股东携手推进公司发展

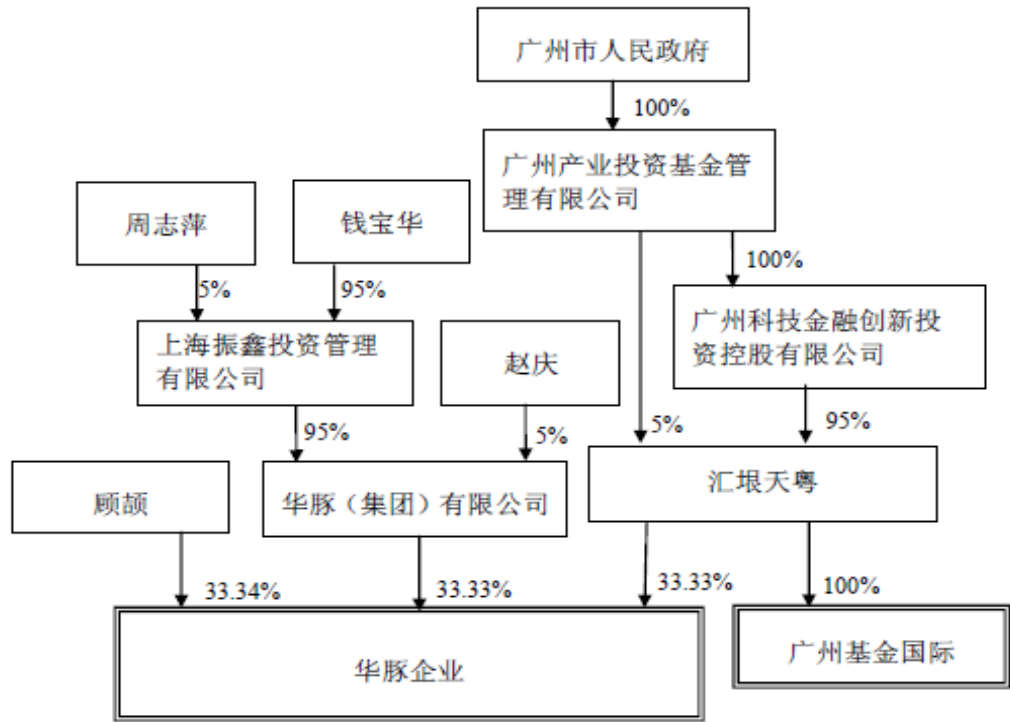
要约收购,引发爱建集团控股权之争

2017 年 4 月 17 日,公司公告上海华豚企业及其一致行动人广州基金国际增持公司股份达 5%,并计划在未来 6 个月内增持、不低于 2.1%的股份;18 日均瑶集团公告计划在 12 个月内增持不低于 3%的股份,并获得第一大股东支持;5 月 10 日,广州基金获得广州国资委批准要约收购公司 30%的股份,若收购成功,广州基金将成为爱建集团的控股股东,将改选董事会成员,更换及任命高管,同时华豚企业将根据要约收购结果决定是否继续增持公司股份。

华豚企业的主要股东之一华豚集团的业务涵盖金融服务、科技实业、房地产等领域;主要股东之一顾颀先生在金融及地产领域具有丰富的专业经验;主要股东之一广州汇垠天粤,同时也是广州基金国际的母公司,主要从事受托管理股权投资基金、股权投资和基金管理服务,重点投向为新能源、环保、医疗、农业、高端制造、智慧城市、文化传媒等行业。

广州基金 2013 年 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。业务领域涵盖政府基金管理、私募股权投资(PE)、风险投资(VC)和其他金融平台等,并打造了天使投资、VC 投资、PRE-IPO、PIPE、并购基金、城市发展基金、政府基金、互联网金融、固定收益等金融全产业链。截至 2016 年底,公司签约基金规模超过 1700 亿元。

图 6：华豚企业和广州基金国际的股东结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

达成战略合作，股东携手推进公司发展

7月19日，均瑶集团、广州基金以及爱国建设特种基金会签署战略合作框架协议，广州基金同意降低要约收购股权比例。8月2日，公司复牌，同时披露要约收购书三次修订稿，调整要约收购股权占总股本比例为7.3%，收购后广州基金及其一致行动人最多合并持有爱建集团股权12.3%，若定增顺利完成，则持股比例为不超过10.9%。

股权之争历经三个月最终得到妥善解决，各方以大局为重、协商一致，结成了稳定深入的合作伙伴关系，互惠互利，开展沪穗两地战略合作。一方面维持股权结构的相对稳定，充分保护了股东合法权益；另一方面以举牌为契机，推进爱建集团以广州为华南基地进行市场拓展。公司成功化险为夷，在实现成长性战略的路途中更进一步。

表 6：定增前后公司股本结构变化情况

股东名称	发行前		本次认购数量 (万股)		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例			持股数量 (万股)	持股比例
均瑶集团	10,181.91	7.08%	18478.26		28,660.17	17.67%
特种基金会	17,674.05	12.30%			17,674.05	10.90%
广州基金及其一致行动人	17,674.05	12.30%			17,674.05	10.90%
其他	98,183.98	68.32%			98,183.98	60.54%
合计	143,713.98	100%	18478.26		162,192.24	100%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 信托、租赁业务快速成长，其他综合金融布局逐渐丰富

2016 年实现营业收入 16.05 亿元，实现归母净利润 6.21 亿元，分别同比增长 21.19% 和 11.87%，其中信托和融租业务是公司最重要的利润来源。2013-2016 年，爱建信托和爱建租赁净利润复合增长率分别为 17% 和 128%。2016 年，爱建信托实现营业收入 10.73 亿元、净利润 5.79 亿元；爱建租赁实现营收 2.66 亿元，净利润 1.01 亿元。

图 7：爱建集团近几年营收净利持续增长

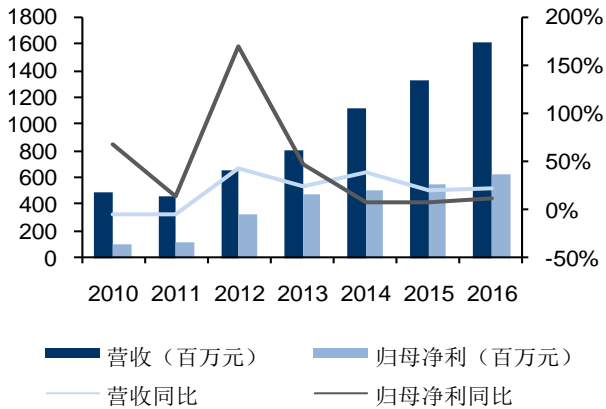
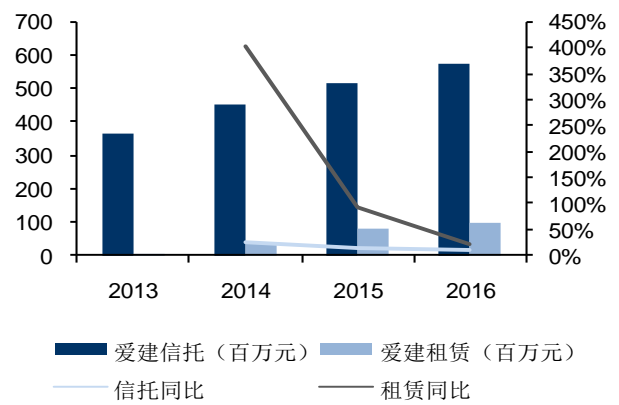


图 8：爱建信托和爱建租赁净利润规模持续扩大

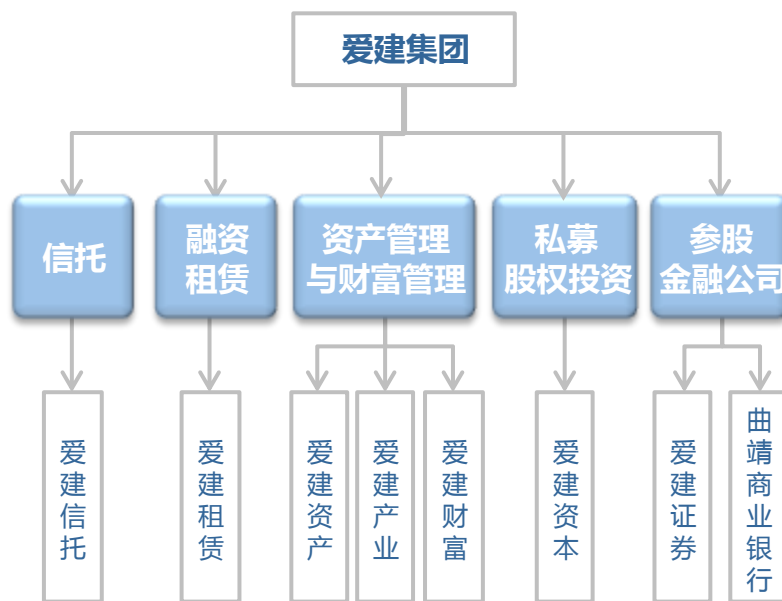


资料来源：Wind，申万宏源研究

资料来源：Wind，申万宏源研究

目前公司的综合金融布局包括信托、融资租赁、资产管理与财富管理、私募股权投资以及对外投资等。公司围绕以金融业为核心的战略定位，推动板块联动协同发展，逐步强化公司核心竞争力。

图 9：爱建集团业务板块图



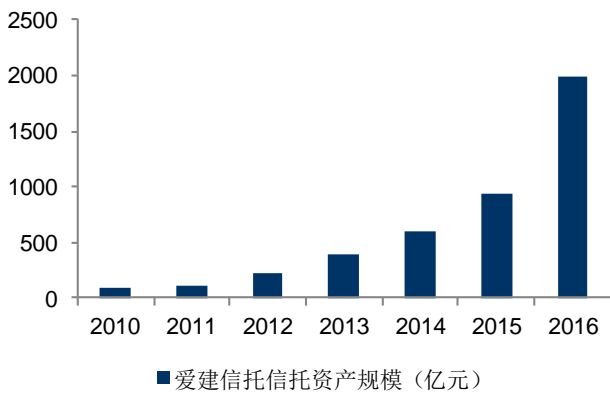
资料来源：公司年报，申万宏源研究

3.1 爱建信托：信托业务以量补价

3.1.1 信托业务处于高速发展阶段

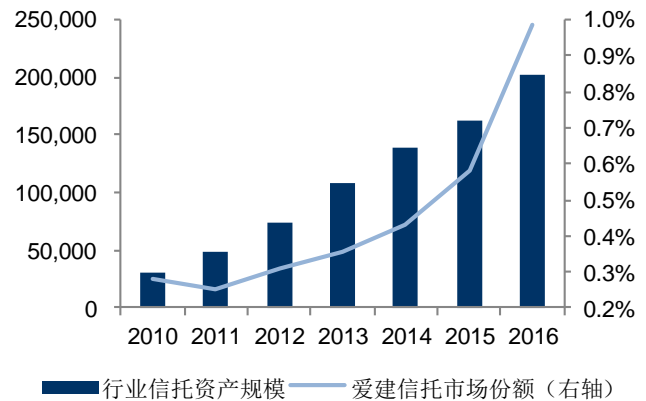
爱建信托成立于1986年，注册资本10亿，2002年发行了国内首个规范的资金信托产品，2004年后哈尔滨信托项目风险爆发，使得公司的业务发展处于停滞的状态，而公司的业务重心转移到基础制度建设、资产追索和解决历史遗留问题上，进而影响了金融牌照的更换，错过2007-2010年行业快速成长的阶段，2010年末公司信托资产规模仅85亿。2012年公司获得20亿增资后，资本金夯实，历史遗留问题也得到解决，公司顺利更换牌照，业务进入快速发展的通道，2012-2016年信托资产规模复合增速为71%，远高于行业。

图 10: 2016 年末爱建信托信托资产规模近 2000 亿



资料来源：公司年报，申万宏源研究

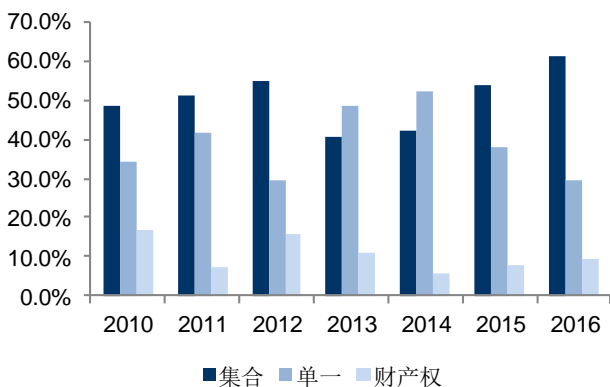
图 11: 2016 年爱建信托资产规模市场份额达到 1%



资料来源：信托业协会，公司年报，申万宏源研究

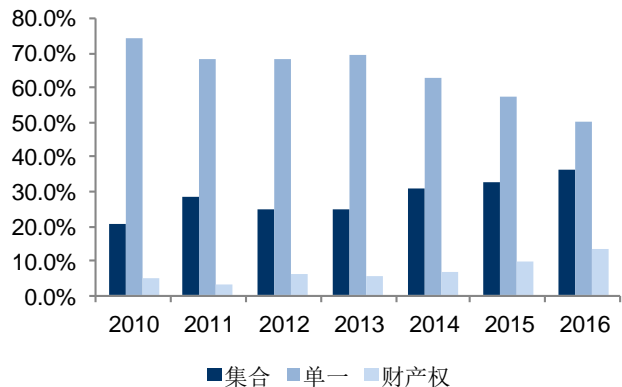
爱建信托的集合信托业务占比高于行业，但主动管理类业务占比有所下降，可以说近几年公司信托业务的发展主要依靠“量”（信托资产规模）的增长。

图 12: 爱建信托集合业务占比高达 60%



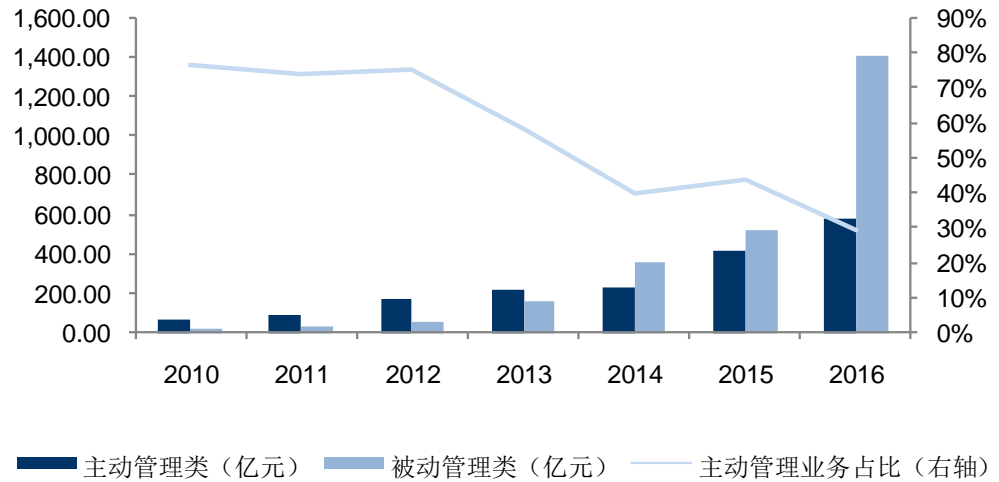
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 13: 信托行业集合业务占比不到 40%



资料来源：信托业协会，申万宏源研究

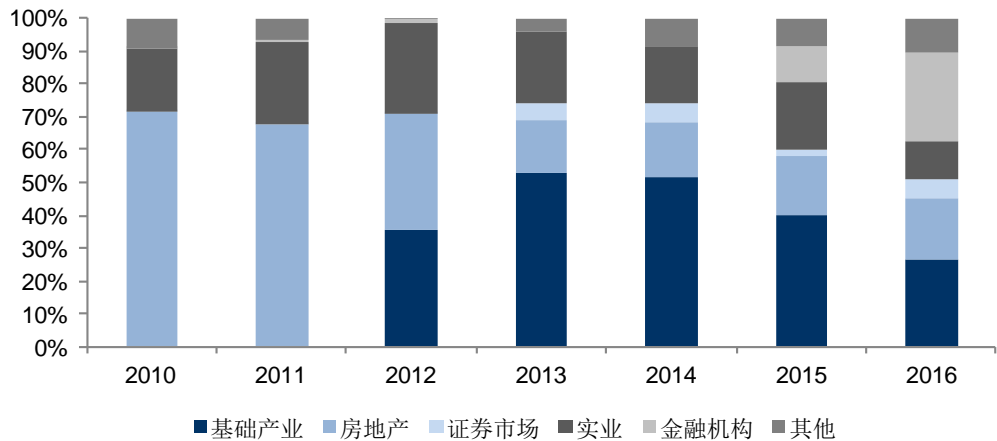
图 14：2016 年被动管理类业务大幅增长，主动管理类业务占比降至 29%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

爱建信托的信托业务投向以基础产业和房地产为主，2012 年之前 70% 的信托资产投向房地产领域，2012 年后在房地产宏观调控政策下，投资增速下滑，叠加经济下行，房地产信托风险逐步暴露，同时公司在哈尔滨爱建新城信托项目终止后，积极调整业务结构，因此房地产信托占比下降，在此期间信政项目由于风险较低，基础产业信托业务占比明显提升。

图 15：房地产信托占比稳定在 18%，金融机构信托占比大幅提升至 27%

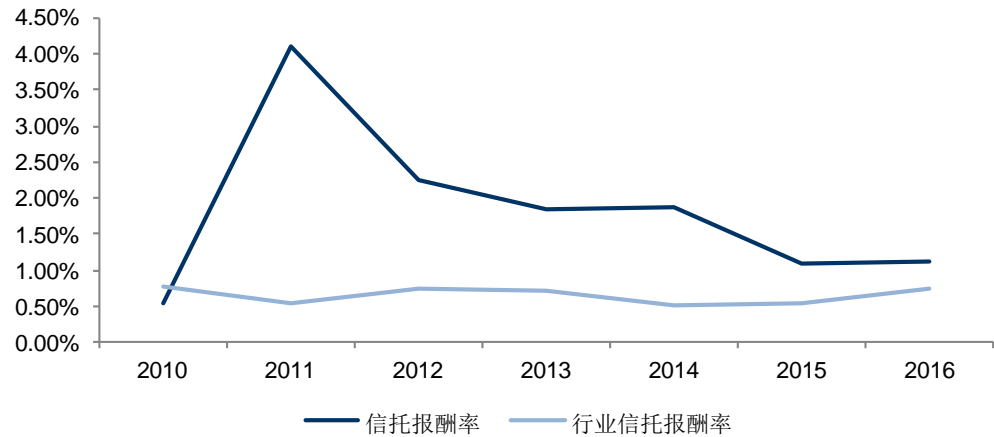


资料来源：公司公告，申万宏源研究

从信托业务收入的角度来看，需要从两个维度考量——信托规模和报酬率。信托规模上，公司 2012 年之后业务步入正轨，信托资产规模增速明显高于行业，2016 年公司信托资产规模同比增长超过 100%，达到 1900 亿，预计 1-2 年内公司信托资产增速仍将高于行业，长远来看趋于行业平均水平。信托报酬率上，公司长期保持高于行业水平，但需要注意的

是爱建信托的信托报酬率只考虑当年已清算项目，并不能完全体现当年全部信托项目的收益，因此与行业不具有完全的可比性。对于公司未来信托报酬率的判断，可以从业务结构上窥之一二，2013-2014 年被动管理类产品增速明显超过主动管理类产品，因此预计 2015-2016 年报酬率仍会有所下降，2017 年之后信托报酬率的改善需要依靠业务结构的改善。

图 16: 2016 年公司信托报酬率同比略提升 0.03 个百分点，与行业之间的差距收窄

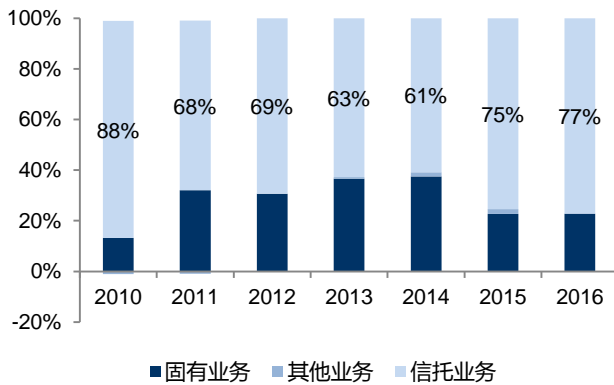


资料来源：信托业协会，公司公告，申万宏源研究

3.1.2 固有业务以利息收入为主

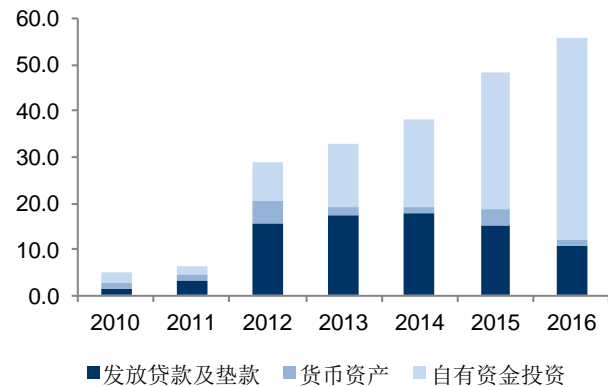
爱建信托的收入结构以信托业务为主，固有业务收入占比一般在 20%-30%，其中又以发放贷款获得利息收入为主要资产配置方式。2012 年公司获得 20 亿增资后，自有资金实力增强，资产配置方向也更多地向证券市场、股权投资、非标资产倾斜，因此固有业务收入中投资收益的占比逐步提升，2016 年投资收益大幅超过利息收入，在固有业务收入中的占比达到 67%。

图 17: 信托业务收入占比接近 80%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18: 固有业务逐渐转向投资 (亿元)

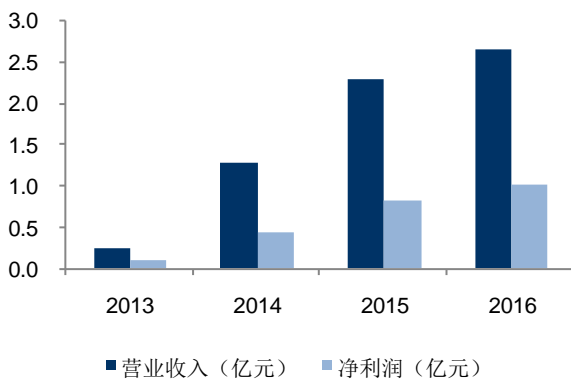


资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 爱建融资租赁：受让华瑞租赁，与航空公司协同效应逐步显现

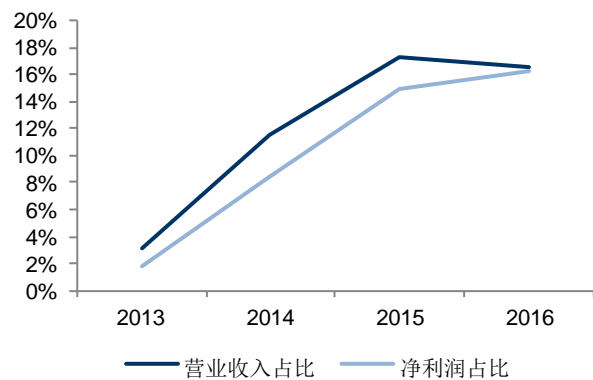
为完善类金融板块业务布局，公司于 2013 年 4 月成立爱建融资租赁，公司的主要业务模式是融资租赁和售后回租，在业务领域方面，城市基础设施、教育、医院医疗等特定市场是公司重点发展的领域。自成立以来，公司营业收入和净利润逐年快速增长，CAGR 分别为 120%和 128%，2016 年营业收入和净利润分别达到 2.66 亿和 1.01 亿，占爱建集团营业收入和净利润的比重高达 17%和 16%。

图 19：爱建租赁收入和净利润逐年增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 20：爱建租赁营业收入和净利润贡献超过 15%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2017 年 1 月，爱建集团公布受让吉祥航空和吉祥香港持有的华瑞融资租赁 100%的股权。与爱建融资租赁的业务领域不同，华瑞融资租赁主要从事航空设备租赁业务。2015 年华瑞租赁亏损 333 万，但 2016 年即实现扭亏为盈，前 9 个月实现净利润 1746 万。2016 年末，华瑞租赁与吉祥航空和九元航空共开展 9 架飞机的经营租赁业务，预计未来两年随着吉祥航空和九元航空机队的扩张，华瑞租赁业务收入仍将呈现高增长的趋势。

3.3 其他金融业务：参股银行，综合金融版图扩张

1) 爱建证券

2016 年爱建集团受让上海汇银投资有限公司所持爱建证券 28.64%的股权，合计持有 48.86%的股权，是爱建证券的第二大股东。爱建证券属于小型券商，2016 年末爱建证券总资产规模为 92.07 亿，归母净资产规模为 13.86 亿，2016 年营业收入为 4.24 亿，净利润为 0.42 亿。爱建证券业务收入以经纪业务为主，2015 和 2016 年收入占比分别为 68%和 35%。

2) 爱建资产

爱建资产管理有限公司前身为爱建房地产分公司，成立于 2013 年 6 月，注册资本 2.5 亿元，是爱建集团全资子公司。2016 年末，爱建资管公司总资产为 9.66 亿元，净资产为 2.57 亿元，净利润为 0.19 亿元。爱建资产管理公司立足上海，重点布局长三角，以结构性融资、房地产基金为手段，大力开展房地产金融业务。

3) 爱建财富

爱建财富管理有限公司成立于 2013 年 9 月，由爱建集团发起设立，注册资本金 5000 万元。2016 年末，爱建财富公司总资产为 1.19 亿元，净资产为 0.52 亿元，净利润为 201.9 万元，同比增长 110.6 倍。爱建财富有限公司拥有公募基金代销牌照和私募基金管理人资格，以基金代销和母基金为两大业务方向。

4) 爱建产业

爱建产业发展有限公司也是爱建集团的全资子公司，注册资本 2 亿元。2016 年末，爱建产业总资产为 3.04 亿元，净资产为 2.5 亿元，净利润为 601.5 万元。爱建产业主要经营实业投资、国际国内贸易等，现有进口食品、纺织品、进出口代理服务等业务板块，未来选择医疗、养老、环保等新产业领域进行重点发展。

5) 爱建资本

爱建资本管理有限公司成立于 2013 年 5 月，是爱建集团全资子公司，注册资本 1 亿元。爱建资本是爱建股份的专业投融资平台，2016 年末，爱建资本总资产为 9,882.6 万元，净资产为 9,664.3 万元，净利润为 -132.6 万元。爱建资本公司推进类合伙人制创新，发展业务端跟投和建立项目投决会，重点关注医疗健康、节能环保等领域。

6) 曲靖商业银行

2017 年 8 月 1 日，公司公告终止向曲靖市商业银行增资的重大资产重组，改为以现金方式增资曲靖市商业银行不超过 20%¹的股权，成为其并列第一大股东。曲靖市商业银行是 2006 年在原曲靖市城市信用社基础上改制组件的城市商业银行，注册资本 5.85 亿元，2016 年末公司总资产为 302 亿元，净资产 20 亿元，2016 年实现营收 9.05 亿元、净利润 1.37 亿元。本次增资有望完善公司的金融业务结构，完善金融业务产业链，是实现公司战略目标的又一重要举措。

4. 盈利预测与估值

4.1 公司盈利预测

爱建集团营业收入和净利润主要来自于信托业务和租赁业务，2016 年爱建信托和爱建租赁的营业收入占集团收入比重分别为 67%和 17%。通过对利润表的分拆，根据业务模式不同，我们分四个部分完成爱建集团的盈利预测。

¹ 为增资扩股后的股权比例

表 7：根据业务模式分拆利润表

利润表科目	业务类型
手续费及佣金收入	信托业务
营业收入	租赁业务 商业
利息收入	
投资收益	自营业务

资料来源：申万宏源研究

信托业务：

1) 行业假设：2017 年信托资产增速约为 33%。2016 年监管层发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，《证券公司风险控制指标管理办法》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》等新规，一方面限制了结构化产品杠杆，另一方面使得券商资管和基金子公司通道业务成本大幅提升，部分业务回流信托公司，这一点可以从四季度信托资产规模上得到验证，2016 年 4 季末信托行业资产规模环比增长 11%，是 2014 年信托规模增速大幅下降以来，单季度最高的环比增速。展望 2017 年，二季度银监会连续发文对同业业务和理财业务进行规范整治，对各业态的通道类业务均有所抑制，但相对基金子公司和券商资管，信托公司作为“实业投行”，在与实体经济对接的业务上仍具有相对优势，因此，我们判断未来中长期内信托行业资产规模仍将维持较高增速。在 2017 年 Q1 信托资产规模环比增长 8.7%的前提下，考虑在监管环境的影响下，信托通道相对其他业态仍具有一定优势，估计二、三、四季度也将维持较高增速，复合季均增速为 6%-8%，则预计 2017 年全年增速 29%-37%，均值约为 33%，预计 2018-2019 年行业信托资产增速有所下降，分别为 20%和 15%。

2) 爱建信托自 2012 年后一直处于高速增长阶段，预计 2017 年增速仍将高于行业，但考虑基数增大的原因，增速较 2016 年有所下降，约为 44%，其中主动管理信托业务增速为 30%，被动管理信托业务增速 50%，预计 2018-2019 年信托资产增速分别为 26%和 23%。

3) 若 2018 年信托业务结构逐步优化，预计 2018 年公司信托报酬率出现向上拐点，则 2017-2019 年信托报酬率将呈现稳中有升的趋势。近两年以业务规模扩张为主，被动管理业务占比提升，信托报酬率有所下降，2015 年信托报酬率为 0.99%（通过信托业务收入和规模计算而得，非年报公布数据），2016 年下降至 0.63%，预计 2017 年信托业务结构尚未有明显改善，被动管理业务占比仍然较高，则 2017 年信托报酬率或继续下降至 0.55%，考虑主动管理业务仍是重点发展方向，若 2018 年业务结构改善，则公司信托报酬率拐头向上，预计 2018-2019 年信托报酬率分别为 0.6%和 0.65%。

综合以上假设，2017-2019 年信托业务收入分别为 13.4 亿、19.5 亿和 26.2 亿。

表 8：信托业务未来三年盈利预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
信托业务：						
主动管理信托规模	239	415	581	756	982	1,277
增长率	5%	74%	40%	30%	30%	30%
被动管理信托规模	364	531	1,409	2,114	2,643	3,171
增长率	126%	46%	166%	50%	25%	20%
信托资产规模	603	946	1,991	2,870	3,625	4,448
信托报酬率	1.05%	0.99%	0.63%	0.55%	0.60%	0.65%
手续费及佣金净收入	5.2	7.6	9.2	13.4	19.5	26.2

资料来源：申万宏源研究

租赁业务：

1) 行业假设：根据《2016 年中国融资租赁业发展报告》数据，2016 年全国融资租赁合同余额为 53,300 亿元，较 2015 年底增长 20%，说明融资租赁行业呈现较快的发展态势，预计 2017-2019 年行业仍将维持 15%-20% 的增长。

2) 由于目前华瑞租赁的股权未完成交割，因此在预测爱建集团租赁业务业绩时，我们采用备考业绩。2016 年 9 月末华瑞租赁总资产为 30.2 亿，净资产为 5.6 亿，资产负债率为 81%；2016 年末爱建融资租赁总资产为 35.1 亿，资产负债率为 79%。考虑融资租赁行业发展以及吉祥航空、九元航空机队建设需求，预计 2017-2019 年租赁业务总资产规模为 100 亿、120 亿和 140 亿，对应资产负债率为 85%、85%和 85%，利率水平为 8.5%、8%和 8%，预计营业收入为 7.0 亿、8.8 亿和 10.6 亿，净利润率为 34%、34%和 34%，净利润分别为 2.4 亿、3.0 亿和 3.6 亿。

自营业务：

自有资金收入主要由利息收入和投资收益构成，利息收入主要来源是发放贷款，投资收益主要由投资证券市场、股权投资和非标产品等资产获得。

1) 利息收入：发放贷款和垫款规模波动较大，业务规模取决于需求，我们中性假设发放贷款年均增速为 10%，则 2017-2019 年发放贷款和垫款规模为 19.8 亿、21.8 亿和 23.9 亿；2016 年平均贷款利率为 9%，2017 年初开始资金成本上升，假设 2017-2019 年贷款利率为 10%，对应的利息收入为 1.9 亿、2.0 亿和 2.2 亿。

2) 投资收益：自有资金由交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资构成。假设 2017 年公司完成定增，自有资金投资规模将继续增长，预计 2017-2019 年自有资金投资规模为 84.6 亿、92.4 亿和 100.9 亿，增速分别为 10%、9%和 9%；在 2017 年证券市场中性的假设下，考虑金融产品收益率提升，预计 2017-2019 年自有资金投资收益率分别为 4.5%、5.0%和 5.5%，对应的投资收益为 3.6 亿、4.4 亿和 5.3 亿。

表 9：未来三年利息收入预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
发放贷款及垫款	20.7	15.2	18.0	19.8	21.8	23.9
贷款利率	11.9%	10.8%	9.0%	10.0%	9.5%	9.5%
贷款利息净收入	2.2	1.9	1.5	1.9	2.0	2.2
其他利息收入（同业存款和买入返售）	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
利息收入	2.4	2.0	1.5	1.9	2.0	2.2

资料来源：申万宏源研究

表 10：未来三年投资收益预测

单位：亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
自有资金投资规模	17.8	33.9	77.3	84.6	92.4	100.9
投资收益率	16.5%	7.4%	4.9%	4.5%	5.0%	5.5%
投资收益及公允价值变动损益	2.0	1.9	2.7	3.6	4.4	5.3

资料来源：申万宏源研究

其他业务：

其他业务收入主要体现在营业收入中的商业收入，2013 年贸易收入占比大幅下降之后，其他业务收入的占比也大幅下降，近几年收入占比在 10%-20%之间。预计 2017-2019 年其他业务收入为 3.2 亿、3.8 亿和 4.6 亿。

营业总成本：

营业总成本中占比最大的是营业成本和期间费用，营业成本对应主营业务收入，占营业总成本比重在 30%左右，期间费用占比在 55%左右，其中管理费用占比超过 90%。2016 年营业成本占营业收入比重为 61%，假设该比例不变，则 2017-2019 年营业成本为 6.2 亿、7.7 亿和 9.2 亿；期间费用占营业总收入比重近几年稳定在 33%-34%之间，假设未来三年为 33.5%，则 2017-2019 年期间费用为 8.6 亿、11.4 亿和 14.6 亿。

综合以上判断，我们预计 2017-2019 年爱建集团营业总收入为 25.5 亿、34.2 亿和 43.6 亿，营业总成本为 16.7 亿、21.3 亿和 26.4 亿，归母净利润为 9.0 亿、12.5 亿和 16.3 亿，归母净利润增速分别为 46%、38%和 30%。

4.2 估值

首次覆盖给予“增持”评级。三家可比公司 2017-2019 年的平均 PB 估值为 2.9 倍、2.3 倍和 2.1 倍，三家公司内部估值差异较大，由于可比公司数量较少，因此无法直接剔除最大值与最小值。我们认为 PB 估值大体可以与 ROE 水平相对应（PB 估值中基本面之外的因素无法量化），爱建集团 ROE 水平介于中间，因此可以以 2017 年可比公司平均约 3 倍的 PB 估值作为估值基准。考虑到：1）定增后均瑶集团成为控股股东，民营机制提升公司经营效率，同时广州基金及一致行动人成为公司股东，有利于拓展华南业务，预计未来公司信托业务、租赁业务增速将显著高于行业，带动集团业绩高速增长；2）若 2017 年定增顺利完成，ROE 会被摊薄，但我们预计公司 2017 年 ROE 仍能维持在 10%（与 2016 年一

致)，并且 2018-2019 年有望提升至 12%和 14%，因此给予较估值基准 10%的溢价，即 3.3 倍的 PB 估值，对应目标价为 18.3 元，较最新收盘价有 17%的空间，首次覆盖给予“增持”评级。

表 11：上市信托公司可比公司估值比较表

简称	股票代码	所属行业	股价(2017/08/04)	BPS			PB		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
陕国投 A	000563.SZ	多元金融 II	5.60	2.07	3.36	3.58	2.7	1.7	1.6
经纬纺机	000666.SZ	多元金融 II	22.56	10.57	11.48	12.78	2.1	2.0	1.8
安信信托	600816.SH	多元金融 II	14.01	3.57	4.19	4.91	3.9	3.3	2.9
平均							2.9	2.3	2.1
爱建集团	600643.SH	多元金融 II	15.72	5.54	6.31	7.32	2.8	2.5	2.1

注：经纬纺机每股净资产采用万得一致预测

资料来源：Wind，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

人民币：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,324	1,605	2,551	3,415	4,363
营业总成本	753	1,033	1,673	2,133	2,643
营业成本	151	324	623	771	925
利息支出	44	56	68	81	97
手续费及佣金支出	16	23	27	39	52
营业税金及附加	71	35	51	68	87
期间费用	438	545	855	1,144	1,462
资产减值损失	33	50	50	30	20
营业利润	763	847	1,245	1,726	2,253
其他收益及营业外收支	200	287	376	455	544
利润总额	771	859	1,255	1,736	2,263
所得税	216	238	351	486	634
净利润	554	620	903	1,250	1,630
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	904	1,250	1,630

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

人民币：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,155	1,098	1,318	1,581	1,897
应收款项	226	329	362	398	437
长期应收款	1,973	2,201	7,000	8,400	10,080
长期投资	322	1,754	1,930	2,123	2,335
固定资产及一年内到期的非流动资产	937	1,129	3,200	3,840	4,608
其他	6,116	9,152	9,950	10,695	11,515
资产合计	10,728	15,663	23,759	27,037	30,873
各类借款及长期应付款	1,430	2,094	4,000	4,800	5,760
吸收存款及同业存放	0	0	0	0	0
代理买卖证券款	0	0	0	0	0
其他负债	3,542	7,177	10,764	11,991	13,238
负债合计	4,972	9,271	14,764	16,791	18,998
股本	1,437	1,437	1,622	1,622	1,622
其他所有者权益	4,309	4,946	7,364	8,615	10,245
归属母公司所有者权益	5,746	6,383	8,986	10,237	11,867
少数股东权益	10	9	9	9	9
负债及所有者权益合计	10,728	15,663	23,759	27,037	30,873

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。