

强烈推荐-A (维持)

爱建集团 600643.SH

目标估值: 18.5-18.5 元

当前股价: 14.2 元

2017年09月01日

2017中报点评: 不畏浮筹遮望眼

基础数据

上证综指	3361
总股本(万股)	143714
已上市流通股(万股)	143403
总市值(亿元)	204
流通市值(亿元)	204
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	9.9
资产负债率	58.1%
主要股东	上海工商界爱国建设
主要股东持股比例	12.3%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《爱建集团(600643)点评—抢权终章,以和为贵,产业定价,要约十八》2017-08-01
- 2、《爱建集团(600643)点评—和气生财,回归基本面》2017-07-25
- 3、《爱建集团(600643)点评报告—要约收购 谁的爱建》2017-06-04

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

- **事:** 公司披露 17 年中报, 报告期内实现营业收入 2.59 亿, 同比 27.8%; 归母净利润 3.6 亿元; 同比增长 15.16%, EPS0.25 元, ROE 5.48%。
- **均瑶联手广州基金, 展业沪穗, 合作共赢。** 均瑶、广州基金、爱建基金会签署“停战协议”, 爱建股权大战落幕, 公司同期终止重大资产重组, 均瑶经历波折后终成为实际控制人, 广州基金与爱建特种基金会将成为并列第二大股东。均瑶与广州基金将共同全力推进爱建主营业务的发展, 构建以上海为主基地、以广州为华南基地的金融平台, 凭借各自区位优势, 拓展爱建金融业务, 携手共谋发展, 实现双赢。
- **信托为轴, 现金参股曲靖银行股份。** 爱建信托拟以现金方式增资曲靖市商业银行, 持有其不超过 20% 股权, 成为并列第一大股东。曲靖银行 16 年总资产 302 亿, 净利润 1.37 亿, 贷款余额 163 亿, 云南省市场份额 0.7%, 拨备覆盖率 179%, 在处于较高水平。自此, 爱建集团金控版图将下辖银行、证券、信托、租赁、资产管理等主流金融资产, 金控版图持续扩张, 未来资源共享背景下, 业绩爆发潜力巨大。结合金融工作会议强调“规范金融综合经营和产融结合”, 现有上市金控牌照含金量陡升。
- **爱建信托含苞待放, 下半年开始业绩锐不可当。** 中报披露爱建信托 1H17 营收 5.92 亿, 同比增 26%, 行业排名较 16 年末提高 8 位至 28 位; 净利润 3.78 亿, 同比增 18%, 行业排名较 16 年末提高 12 位至 27; 此外, 爱建信托规模由年初的 1966 亿增加至年中的 2626 亿, 同时我们了解到公司逐步加强主动管理业务发展, 规模和信托产品直销规模同比均有较高增长; 规模在延续 2 年突飞猛进的背景下, 公司营收、净利润均较过往长期平稳增长的趋势出现大幅提高, 我们维持公司年末规模 3600 亿元的判断, 展望下半年, 爱建信托业绩有望厚积薄发、深蹲起跳。我们预期 17 年爱建信托业绩将突飞猛进, 全年利润达 9-9.5 亿, 同比大涨 55%-64%。
- **身披通道黄马褂, 信托行业持续向好。** 金融工作会议强调“金融支持实体经济, 推动经济去杠杆”, 信托受宠于会议主旋律。1) 房地产融资收紧, 今年以来房地产融资渠道(直接、间接)明显收紧, 房地产企业长期资金续命压力较大, 信托输血命门不会断也不能断, 费率有望提升, 保障行业业绩稳步增长; 2) 表外融资搬家趋势愈发明显, 7M17 新增信托贷款 1232 亿, 同比增 487%, 1-7 月累计 14347 亿, 同比增 378%, 占新增社融比重 11.58% 逐步逼近 13 年 3 月 13.47% 历史高值; 同期反映券商资管和基金子公司的新增委托贷款 7 月仅 163 亿、1-7 月 6151 亿, 同比降 91%、50%, 占新增社融比重一路收缩至 4.97%; 3) 通道迁徙加速, 持续受益挤出效应。2Q17 券商资管规模 18 万亿, 环比降 3.6%, 历史首次下滑; 专户&基金子公司规模 10.73 万亿, 环比降 11.2%, 加速萎缩。通道迁徙加速背景下 2Q17 信托规模有望达 24 万亿, 再创新高。展望今、明两年, 信托将在支持实体融资中扮演重要角色, 同时房地产资产价格将保持稳定, 信托将在风险可控的背景下实现利润的快速增长。

- **金控版图不乏亮点，证券有望后来居上。爱建租赁净利润 0.45 亿，同比增长 2%，未来华瑞租赁注入后提升租赁业务整体实力，增厚公司业绩；爱建证券归母净利润 0.32 亿，而去年同期为亏损 900 万，公司股权结构稳定后，证券板块扬帆起航，有望在 17-18 年给集团公司带来额外业绩增量。此外，爱建其余金融业务表现也明显好于去年同期，金控协同效应逐步显现，我们拭目以待参股曲靖银行完成后的全新爱建金控版图绽放光芒。**
- **要约收购，彰显价值。我们认为广州基金猛龙过江的行为是一次价值发现之旅，彰显产业资本认为爱建以信托牌照为首的爱建金控集团二级市场价值被严重低估。根据相关公告，我们判断广州基金及一致行动人拟要约收购股份 1.05 亿股，定增摊薄前 7.3%，定增摊薄后 5.9%，要约收购价 18 元，要约规模近 20 亿元，对二级市场定价具有明确指导、支撑作用。同时我们预计广州基金将基于友好协商、互利共赢的原则，对爱建的要约收购或将在爱建定增完成后启动，保持对均瑶股权上的安全距离。**
- **均瑶控股比例过低是永远的痛，定增之后，或还有二级增持。均瑶作为实际控制人，定增完成前仅持股 7%，定增完成后持股增至 17.67%。但无论距离绝对控股或者相对控股仍有较大差距。公司过往相对分散的股权结构招致资本市场觊觎乃前车之鉴，根据爱建集团此前公告，均瑶拟二级市场直接增持 3% 股份，我们相信定增完成后，均瑶将启动相关增持行为，持股比例将提高至 20% 以上，同时结合广州基金要约收购的 7%，产业投资者将向市场吸筹 10% 流通股本。**
- **现价 14 元，要约收购提供总成本安全垫近 1 元，实际股价仅 13 元。我们已知广州基金确定要约，且要约比例占总股本的 7.3%，当前非产业投资者持有的流通股本约 75%，即全部非产业投资者选择接受要约，被交割股比将达到 10%；此外考虑操作性的实际问题和过往接受要约案例，我们预计仅一半投资者将会操作接受要约，即被交割股比将达到 20%；按照当前市场价 14 元计算，每 10 股被接受 2 股，每 2 股将为剩余 8 股提供 4 元套利价差，即剩余每股享受 1 元套利价差作为安全垫，所以实际股价仅约 13 元。**
- **投资建议：维持公司强烈推荐评级。我们强调市场短期过于在乎“天降横财”，广州基金的要约收购和均瑶的承诺增持对于公司价值只加分不减分，而且 18 元提供了明确的短期价值指引。而回眸新年伊始，投资者聚焦行业、公司基本面，在公司规模持续翻倍的情况下，坚定看好公司 17-18 年业绩储备和释放。并且参照同城的明星信托公司安信信托，爱建基本面持续向好的基础上，股价有望再现安信神话。当前公司治理关系终于理顺，均瑶千辛万苦终成实际控制人，其综合实力不可小觑，对公司做强做大的诉求有望更强。考虑公司上半年股权大战影响政策经营情况，我们下调公司 17 年盈利预测至 9-10 亿。采用分部估值法，给予公司总市值 300（爱建信托 250 亿，爱建租赁+华瑞租赁 30 亿，爱建证券 20 亿），对应定增后股价 18.5 元，17 年 PE 估值 31 倍，向上空间 30%。**

风险提示：业绩未达预期

表 1: 爱建集团估值简表

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1324	1605	2271	3508	4497
同比增长	19.42%	21.21%	41.46%	54.50%	28.19%
营业利润(百万元)	764	847	1168	1994	2669
同比增长	11.75%	10.84%	37.93%	70.71%	33.82%
归母净利润(百万元)	556	620	952	1477	1976
同比增长	8.66%	11.48%	53.59%	55.06%	33.80%
每股收益(元)	0.39	0.43	0.59	0.91	1.22
PE	35.63	31.96	23.49	15.15	11.32
PB	3.44	3.10	3.05	2.54	2.07

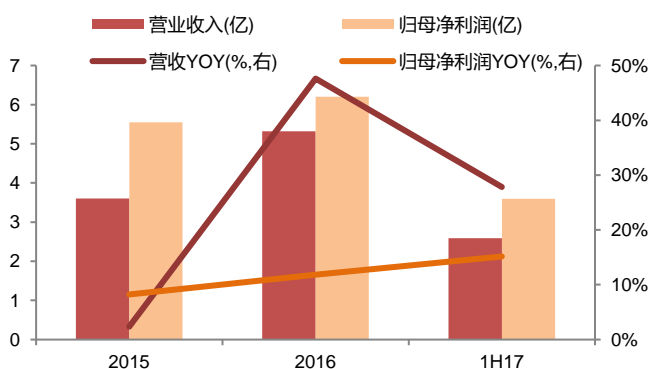
资料来源: wind, 招商证券

图 1: 爱建集团要约收购股价测算

爱建集团要约收购股价测算			
流通盘比例	75.0%	产业盘比例	25.0%
要约收购比例	7.3%		
理论收购率	9.7%	真实收购率	19.5%
现价	14	15	16
要约收购价	18	18	18
被收购股份套利价差	4	3	2
接受要约的比例所获收益	0.78	0.58	0.39
真实现价	13.03	14.27	15.52
现价隐含的要约收购价值	0.97	0.73	0.48

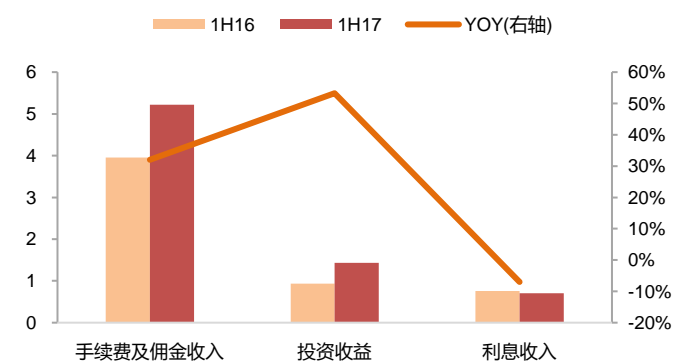
资料来源: 招商证券

图 2: 公司上半年营收、净利润及同比情况



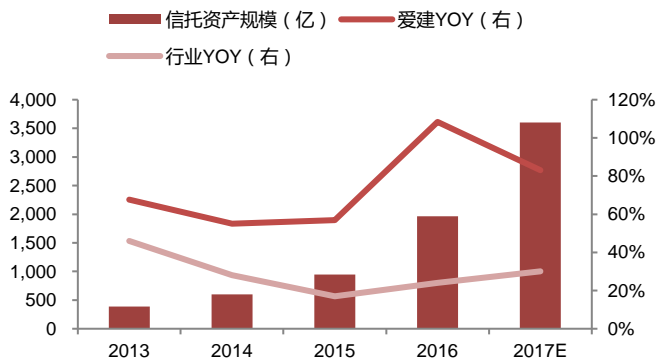
资料来源: wind, 招商证券

图 3: 信托业务收入、投资收益、利息收入及同比



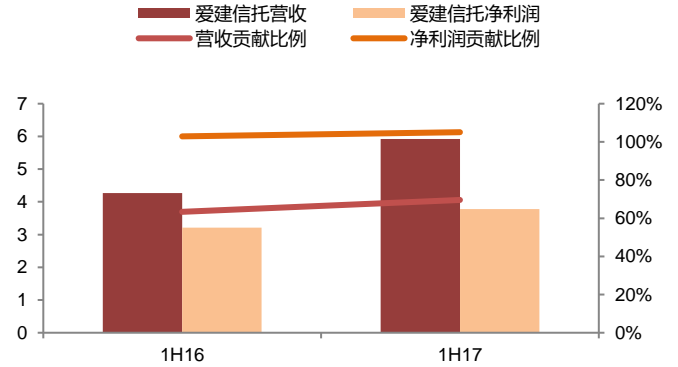
资料来源: wind, 招商证券

图 4: 爱建信托信托资产规模及同比



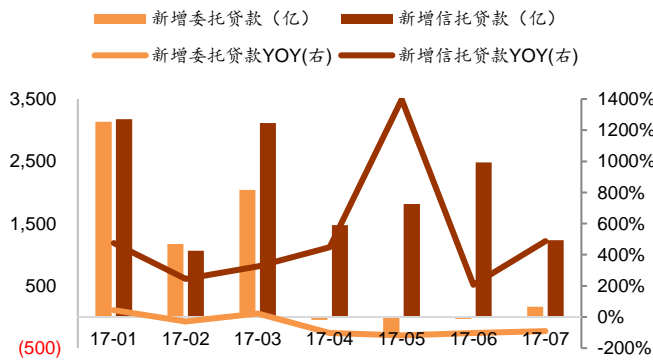
资料来源: wind, 招商证券

图 5: 爱建信托贡献营收及净利润



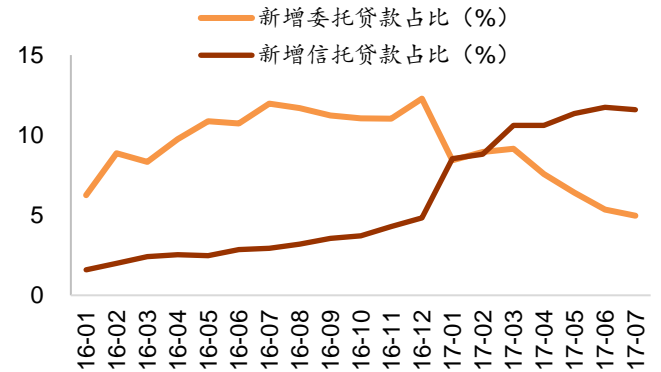
资料来源: wind, 招商证券

图 6: 新增信托贷款 vs 新增委托贷款



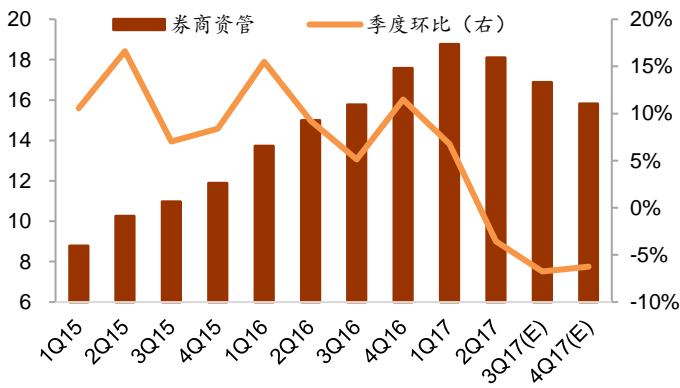
资料来源: wind, 招商证券

图 7: 新增信托贷款占比 vs 新增委托贷款占比



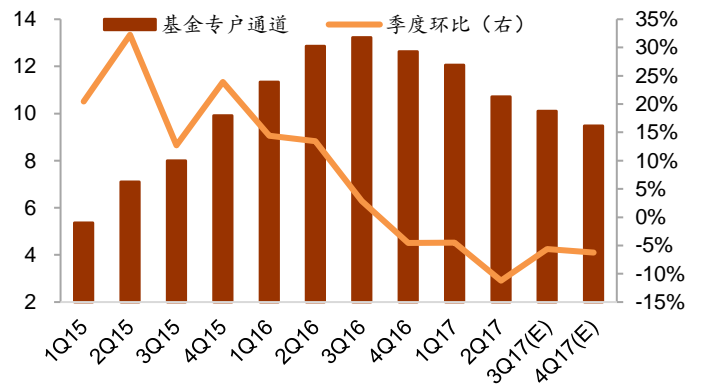
资料来源: wind, 招商证券

图 8: 券商资管规模历史首次下滑 (万亿)



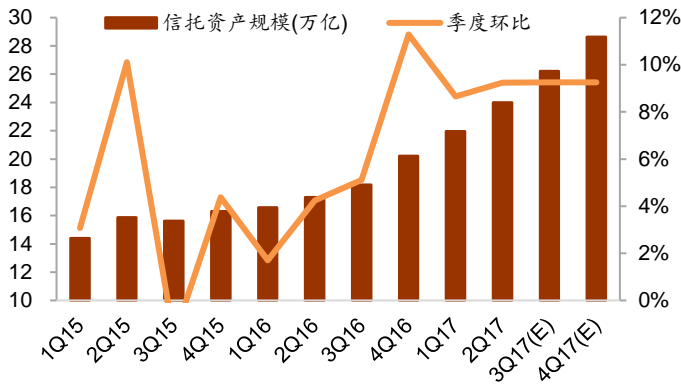
资料来源: wind, 招商证券

图 9: 基金通道规模加速下滑 (万亿)



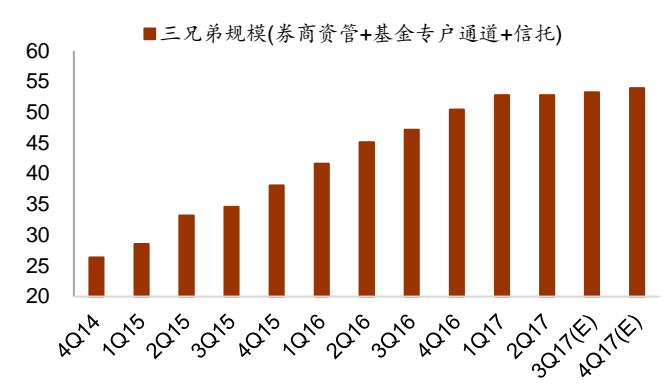
资料来源: wind, 招商证券

图 10: 信托资产规模 (万亿)



资料来源: wind, 招商证券

图 11: 通道三兄弟规模合计 (万亿)



资料来源: wind, 招商证券

表 2: 爱建集团利润表

亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	11.09	13.24	16.05	22.71	35.08	44.97
营业总收入分部						
租赁业务	1.28	2.43	2.67	2.93	3.22	3.54
证券业务	0.63	1.10	0.46	0.92	1.10	1.32
信托业务	5.19	7.65	9.00	16.07	27.41	36.32
利息收入	2.38	1.99	1.53	1.99	2.39	2.63
其他业务	1.61	0.07	0.67	0.80	0.96	1.16
营业收入	3.52	3.60	5.32	4.65	5.29	6.02
利息收入	2.38	1.99	1.53	1.99	2.39	2.63
手续费及佣金净收入	5.19	7.65	9.00	16.07	27.41	36.32
信托资产规模	603	946	1966	3600	5004	6194
通道规模	323	549	1516	2700	3780	4725
费率	0.15%	0.15%	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%
主动规模	280	397	450	900	1224	1469
费率	1.68%	1.72%	1.80%	2.00%	2.20%	2.42%
营业总成本	6.23	7.52	10.33	14.45	18.91	22.42
其中: 营业成本	1.70	1.51	3.24	3.89	5.05	6.07
利息支出	0.02	0.44	0.56	0.84	1.18	1.41
手续费及佣金支出	0.07	0.16	0.23	0.51	0.76	0.91
税率	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
营业税金及附加	0.70	0.71	0.35	1.22	1.88	2.41
销售费用	0.05	0.05	0.08	0.14	0.14	0.14
业务管理费	3.13	3.68	4.70	6.11	7.94	9.53
财务费用	0.38	0.66	0.67	1.01	1.21	1.21
资产减值损失	0.18	0.31	0.50	0.75	0.75	0.75
加: 投资总收入	1.98	1.90	2.72	3.40	3.74	4.11
加: 其他业务收入	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
营业利润	6.84	7.64	8.47	11.68	19.94	26.69
加: 营业外收入	0.09	0.08	0.13	0.01	0.01	0.01
减: 营业外支出	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	6.93	7.72	8.59	11.69	19.95	26.70
税率	0.26	0.28	0.28	0.26	0.26	0.26
减: 所得税	1.81	2.16	2.39	3.04	5.19	6.94
净利润	5.12	5.56	6.20	9.52	14.77	19.76

资料来源: wind, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明

表 3: 爱建集团资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产:					
货币资金	11.55	10.98	12.08	13.29	14.61
交易性金融资产	5.26	6.69	7.36	8.09	8.90
应收账款	2.26	3.29	3.62	3.98	4.38
预付款项	0.03	0.13	0.14	0.16	0.17
应收利息	0.21	0.62	0.68	0.75	0.83
其他应收款	0.65	0.26	0.29	0.31	0.35
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.24	1.44	1.58	1.74	1.92
存货	0.79	0.11	0.12	0.13	0.15
一年内到期的非流动资产	9.37	11.29	12.42	13.66	15.03
其他流动资产	4.33	1.75	1.93	2.12	2.33
流动资产合计	34.69	36.56	40.22	44.24	48.66
非流动资产:					
发放贷款及垫款	15.16	17.98	19.78	21.76	23.93
可供出售金融资产	25.46	53.04	58.34	64.18	70.60
持有至到期投资	0.10				
长期应收款	19.73	22.01	24.21	26.63	29.30
长期股权投资	3.12	17.54	19.29	21.22	23.35
投资性房地产	4.92	0.54	0.59	0.65	0.72
固定资产	0.30	4.87	5.36	5.89	6.48
无形资产	0.25	0.26	0.29	0.31	0.35
商誉	0.40	0.32	0.35	0.39	0.43
长期待摊费用		0.01	0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	0.34	0.75	0.83	0.91	1.00
其他非流动资产	2.83	2.76	3.04	3.34	3.67
非流动资产合计	72.59	120.08	132.09	145.30	159.83
资产总计	107.28	156.63	172.29	189.52	208.47
流动负债:					
短期借款	22.25	30.05	33.06	36.36	40.00
交易性金融负债	0.00				
应付账款	2.43	0.46	0.51	0.56	0.61
预收款项	1.08	1.12	1.23	1.36	1.49
应付职工薪酬	1.11	2.44	2.68	2.95	3.25
应交税费	1.32	1.95	2.15	2.36	2.60
应付利息	0.26	0.19	0.21	0.23	0.25
应付股利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03
其他应付款	2.02	5.92	6.51	7.16	7.88
划分为持有待售的负债					
一年内到期的非流动负债	1.49	11.33	12.46	13.71	15.08
流动负债合计	31.98	53.48	58.83	64.71	71.18
非流动负债:					
长期借款	14.30	20.94	23.03	25.34	27.87
应付债券					
长期应付款	1.98	1.96	2.16	2.37	2.61
递延所得税负债	0.65	0.72	0.79	0.87	0.96
递延收益-非流动负债					
其他非流动负债	0.82	15.61	17.17	18.89	20.78
非流动负债合计	17.75	39.23	43.15	47.47	52.22

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
负债合计	49.72	92.71	101.98	112.18	123.40
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	14.37	14.37	15.81	17.39	19.13
资本公积金	25.54	25.54	28.09	30.90	33.99
其它综合收益	1.22	1.38	1.52	1.67	1.84
盈余公积金		0.18	0.20	0.22	0.24
一般风险准备	1.76	2.56	2.82	3.10	3.41
未分配利润	14.57	19.79	21.77	23.95	26.34
归属于母公司所有者权益合计	57.46	63.83	70.20	77.22	84.94
少数股东权益	0.10	0.09	0.20	0.32	0.45
所有者权益合计	57.56	63.92	70.40	77.54	85.40

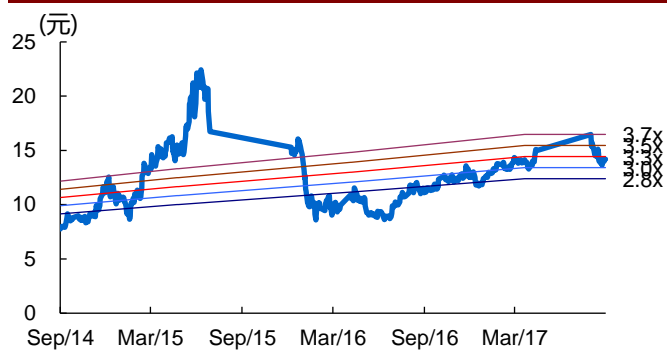
资料来源：公司公告，招商证券

图 12: 爱建集团历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 13: 爱建集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。