

## 爱建股份 (600643)

2016年2月26日

首席分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

[dingwt@dwzq.com.cn](mailto:dingwt@dwzq.com.cn)

联系人 田晓

执业资格证书号码: S0600115110022

[tiand@dwzq.com.cn](mailto:tiand@dwzq.com.cn)

## 投资要点

- 独特的股东架构将受益于民营资本活力和政府背景:**本次增发重组成功后,均瑶集团将成为公司实际控制人,原大股东爱国建设特种基金将成为公司二股东。一方面,均瑶集团作为上海本地实力较强的民营资本,将显著提高上市公司发展活力和公司治理;另一方面,未来的二股东爱国建设特种基金有着浓厚政府背景,将为公司战略发展带来协同效应。我们认为公司作为率先进行股东架构改革的上海本地综合金控平台,未来将同时受益于民营资本活力和地方政府背景带来的竞争优势。
- 信托业务平稳增长,逐步转型综合金融平台:**前三季实现营业收入9.41亿,净利润4.29亿,基本保持平稳增长;其中信托手续费收入5.17亿元,同比增长28.93%。公司逐步形成以信托、证券、资产管理、资本管理、财富管理、融资租赁六大金融支柱为主,产业发展、建筑设计等地产业务为辅的综合金融地产平台,有利于发挥行业间的协同效应。随着均瑶集团获得实际控制人地位,未来公司的信托、租赁业务有望与均瑶集团旗下的银行、航空业务实现协同。
- 股东背景+体量小+综合平台,皆有助于未来公司转型:**东方财富、银之杰等企业已经刮起互联网金融之风,而上海作为未来的国际金融中心,目前尚未出现本地的支柱性互联网金融平台,爱建股份作为率先进行改革的本地金控平台,在整合本地金融平台资源方面具有先发优势,同时,民营+政府的股东背景、较小的体量、完善的金融平台布局皆有助于公司未来转型。

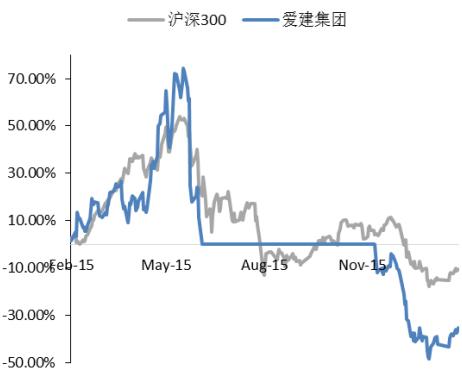
## 投资建议

预计公司并表均瑶乳业后15/16/17年净利润为5.61/8.37/10.08亿元,对应EPS0.39/0.52/0.62元。公司估值可分为三部分:1)采用净资产及信托管理资产的方法为爱建信托估值;2)采用市占率类比法为爱建证券估值;3)采用PB为均瑶乳业及其他部分估值。作为同时具有民营和政府背景的上市平台,公司未来有望受益于上海金改转型综合金控平台,目前市值仅150亿左右,维持公司“买入”评级,6个月目标价14.85元,对应29倍16PE。

## 风险提示:

- 1) 信托、租赁行业景气度下降;2) 业务进展低于预期;3) 本次并购的较高商誉带来估值压力。

## 股价走势



## 市场数据 (2016年2月26日)

收盘价 (元)	9.84
市盈率 (2015)	23.4
市净率 (2015)	2.46
流通A股市值 (百万元)	14100

## 基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	4.0
总股本 (百万股)	1437
流通A股 (百万股)	1434

## 相关报告

1. 最具潜力的金控平台----爱建股份研究报告 20150601
2. 金控平台潜力巨大,或受益上海金改----爱建股份研究报告 20150821
3. 爱建集团:三季报点评-打响上海金改第一枪

## 目录

<b>1. 爱建集团：上海金融国资改革典范 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 公司概况 .....	4
1.2. 均瑶集团入主，注入民营资本活力 .....	5
<b>2. 六大金融支柱搭建综合金控平台 .....</b>	<b>6</b>
2.1. 业务布局完善，协同效应显著 .....	6
2.2. 信托业绩稳定，为主要利润来源 .....	7
2.3. 租赁增长迅猛，未来前景可期 .....	8
2.4. 股东背景+小体量+综合平台，推动未来转型 .....	10
<b>3. 与均瑶融合发展，推动转型升级.....</b>	<b>11</b>
3.1. 均瑶集团：本地民营资本翘楚 .....	11
3.2. 均瑶乳业注入，促进多元发展 .....	12
3.3. 均瑶旗下金融资产有望实现协同 .....	14
<b>4. 投资建议：维持“买入”投资评级 .....</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险提示： .....</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1: 爱建集团发展历程.....	4
图表 2: 爱建集团业务格局.....	4
图表 3: 2011-2015.Q3 爱建集团业绩表现 .....	5
图表 4: 2013-2015H 爱建集团净利润结构 .....	5
图表 5: 公司增发完成后股权结构.....	6
图表 6: 2013、2014 年均瑶集团总资产、净资产 .....	6
图表 7: 爱建集团主要子公司.....	7
图表 8: 2012.Q1-2015.Q3 信托资产余额及其同比增速 .....	7
图表 9: 信托行业与爱建信托利润及同比增长.....	8
图表 10: 2006-2015 年我国融资租赁合同余额及增速 .....	8
图表 11: 2013 年世界主要国家租赁市场渗透率.....	9
图表 12: 我国中小企业融资成本调研.....	9
图表 13: 近期融资租赁相关政策.....	10
图表 14: 2013-2015H 爱建集团融资租赁业务净利润 .....	10
图表 15: 上海本地金融控股平台.....	11
图表 16: 均瑶集团重大事件.....	11
图表 17: 均瑶集团业务版图 .....	12
图表 19: 2013-2015 年 8 月均瑶乳业业绩表现 .....	13
图表 20: 2016 年以来相对收益率排名前五行业 (对比沪深 300 指数) .....	13
图表 21: 2003-2015 年 10 月含乳饮料和植物蛋白饮料行业利润及增速 .....	14
图表 22: 均瑶集团旗下下属金融类公司 .....	14
图表 23: 均瑶集团旗下上市公司平台 .....	15
图表 23: 爱建集团盈利预测.....	15
图表 24: 爱建集团估值表.....	16

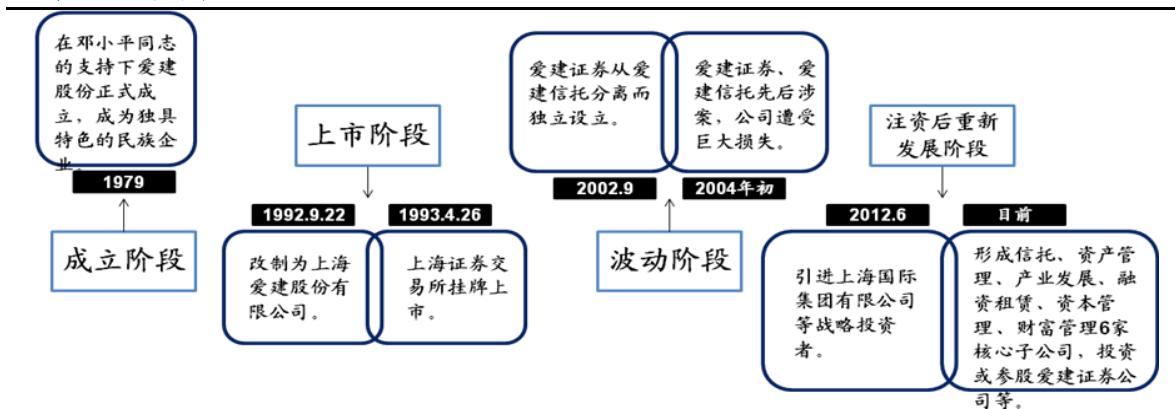
## 1. 爱建集团：上海金融国资改革典范

### 1.1. 公司概况

爱建集团前身是上海市工商界爱国建设公司，是改革开放后首家民营企业。经过多年发展，逐渐成为同时拥有金融、房地产、实业、进出口等业务板块的综合类上市公司。

**与政府关系密切的独特民营金融企业。**（1）改革开放初期国内共成立中信集团、光大集团、爱建股份三家民营企业，中信和光大先后被收为国有，爱建集团大股东爱国建设特种基金仍为民营企业。（2）公司历任董事长均与地方政府关系密切，大股东又有着浓厚的政府背景。因此，公司是唯一一家具有深厚政府背景的民营金融企业。

图表 1：爱建集团发展历程



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

**以金融为核心的多元化业务格局推动综合发展。**公司通过控股子公司构建金融、地产、实业、贸易的多元化业务格局。金融板块是公司核心业务，涵盖信托、租赁、证券、资产管理、资本管理、财富管理六大领域。此外，公司拥有多处商业、工业类地产物业，以开展产业发展、建筑设计等地产类业务，实业、贸易业务板块则包含进出口、纺织等。

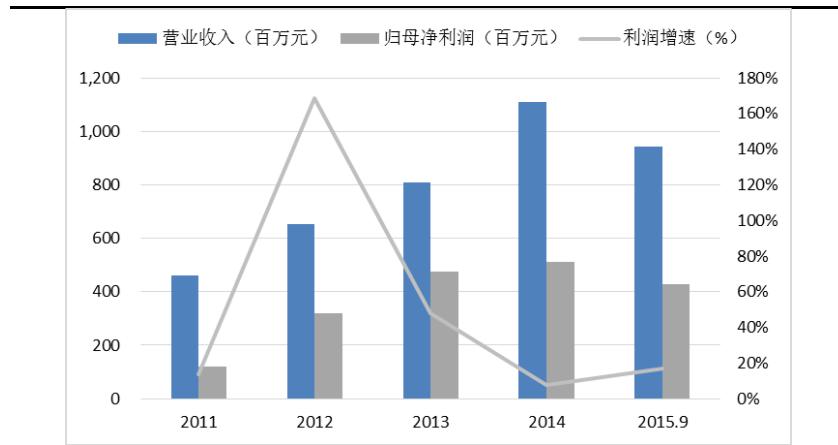
图表 2：爱建集团业务格局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

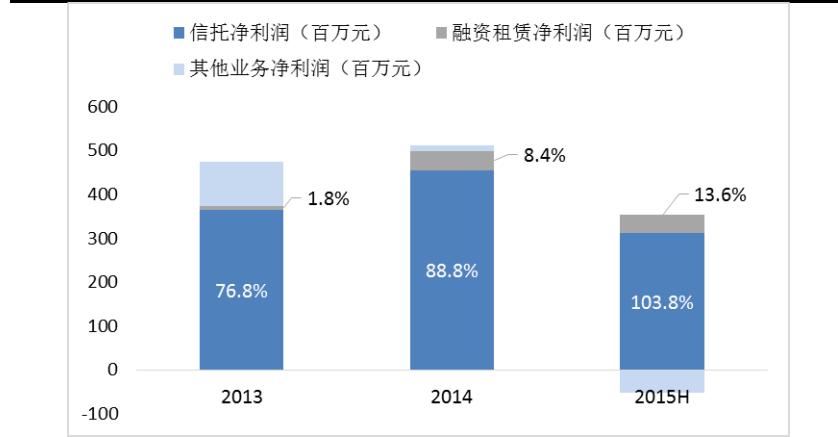
**信托、租赁轮番发力，业绩保持稳步增长。**近五年来，公司在信托、租赁等主业带动下，业绩保持高速增长。2011-2014 年期间营业收入复合增长率 23%，净利润复合增长率高达 49%。利润构成中，信托业务贡献占 70%以上，融资租赁利润占比逐年提高，2015 年上半年超过 10%。

图表 3: 2011-2015.Q3 爱建集团业绩表现



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 4: 2013-2015H 爱建集团净利润结构



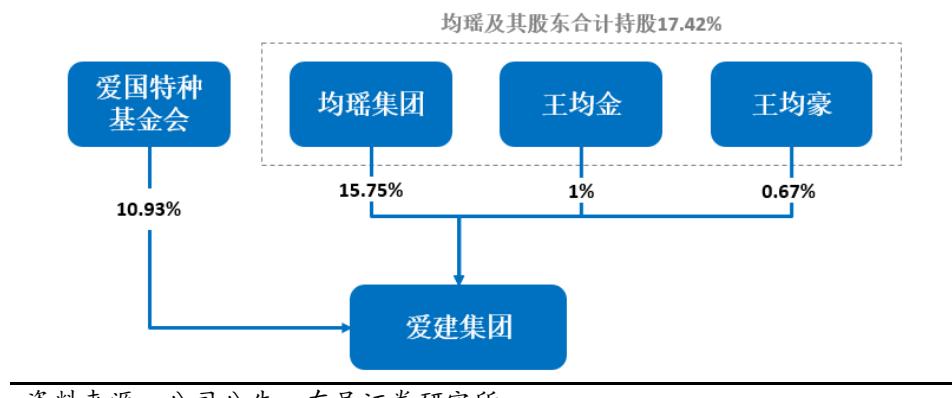
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 1.2. 均瑶集团入主，注入民营资本活力

2015 年下半年，公司停牌开展重大资产重组。根据重组方案，公司原第二大股东上海国际集团将所持的 7.08% 股权协议转让给上海均瑶集团，并向均瑶集团控制人非公开发行股份购买均瑶乳业 99.81% 股权。

**增发完成后均瑶集团或成实际控制人。**根据重组预案，增发完成后，均瑶集团及其一致行动人王均豪、王均金合计持有上市公司股权 17.42%，均瑶集团成为公司第一大股东。根据目前董事会构成情况，均瑶集团尚未取得公司实际控制权，但交易完成后，上市公司原第一大股东爱国特种基金会将支持均瑶集团取得上市公司实际控制人地位。

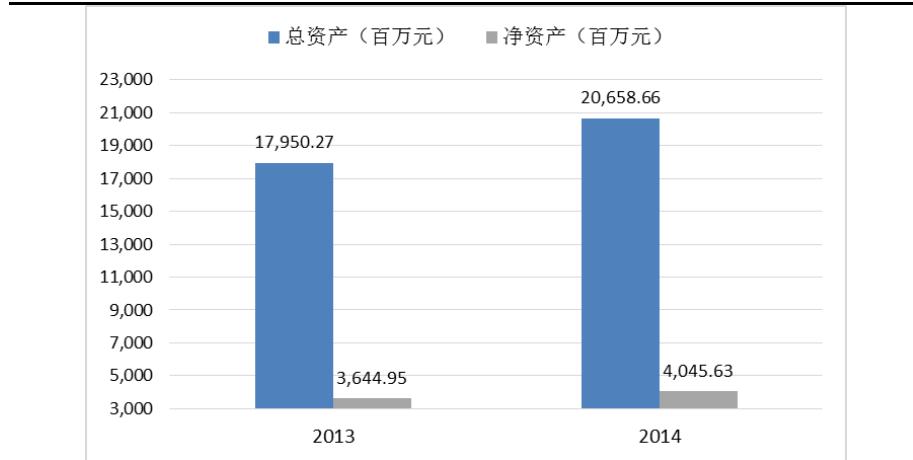
图表 5: 公司增发完成后股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**历史悠久+管理才能优秀，均瑶入主激发活力。**新晋大股东均瑶集团是创办于 1991 年的服务业民营企业。公司成立以来，不断探索航空、商业、金融、教育、地产等多个领域，致力于打造国际化现代服务业百年老店。目前，均瑶集团旗下航空运输、商业零售、综合业务三大板块齐头并进，体现优秀的管理才能，预计入主公司后将有效提升激励机制，激发公司活力。

图表 6: 2013、2014 年均瑶集团总资产、净资产



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**率先受益上海金融国资改革。**由于公司大股东爱国特种基金会有浓厚的政府背景，在上海发展成为国际金融中心的大环境下，公司作为上海本地综合金控平台，伴随上海国资国企改革迎来诸多新机遇。

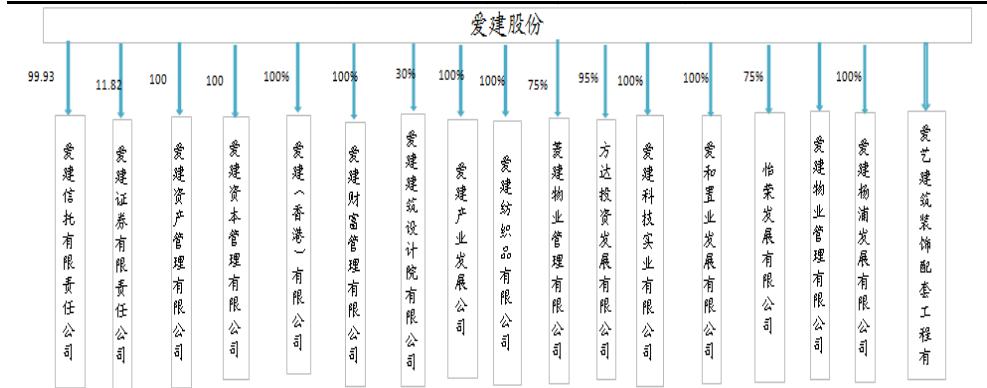
## 2. 六大金融支柱搭建综合金控平台

### 2.1. 业务布局完善，协同效应显著

爱建集团作为一个整体上市的综合型金融控股集团，致力于为客户提供综合型、一体化的金融增值服务。

**全面布局，转型综合金融控平台。**历经多年发展，公司逐步形成以信托、证券、资产管理、资本管理、财富管理、融资租赁六大大金融支柱为主的综合金融业务布局，由单一信托业务转型为综合金融控平台。

图表 7：爱建集团主要子公司



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

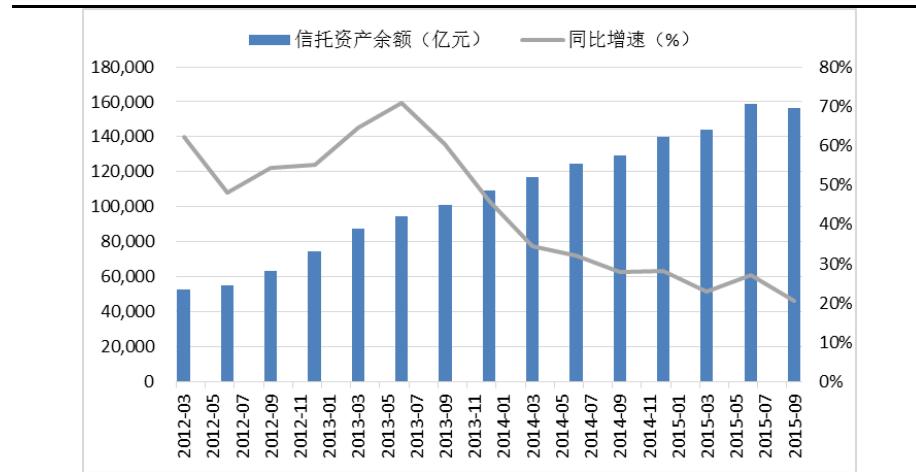
**推进资源共享，协同效应显著。**公司积极推动不同业务之间的衔接、支撑和互补，逐步构建子公司业务协同体系。目前，子公司之间业务资源整合效率、客户和信息资源共享度持续提高，协同成效逐步释放。

## 2.2. 信托业绩稳定，为主要利润来源

爱建信托为公司全资子公司，注册资本 30 亿元，经营范围为资金信托、动产信托、不动产信托等各类信托业务，2015 年上半年末总资产达 50 亿元。

**信托行业增速放缓，步入转型升级时期。**历经若干年高速发展后，2015 年 3 季度末，信托资产规模为 15.62 万亿，同比增长 20.62%，增速明显回落，且环比下降 1.58%，自 2010 年一季度以来首现环比负增长，表明信托业亟需增长新动力。

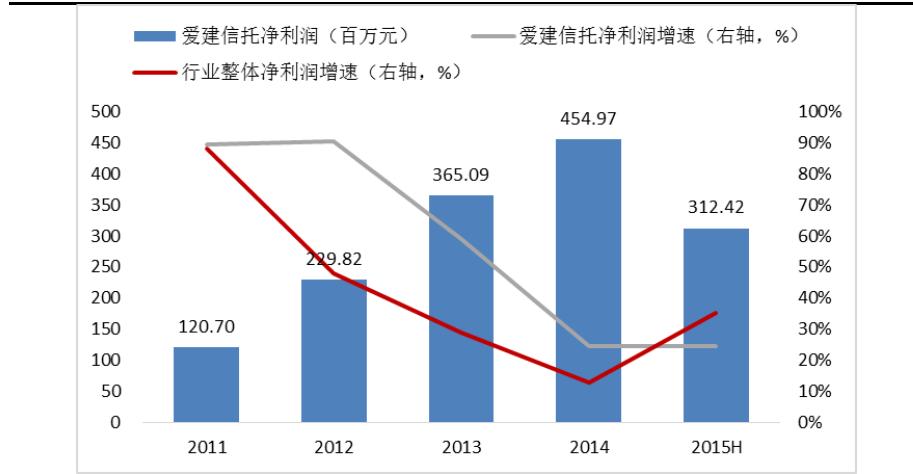
图表 8：2012.Q1-2015.Q3 信托资产余额及其同比增速



资料来源：Wind，东吴证券研究所

爱建信托贡献主要利润，业绩增速领先行业平均。爱建集团 2015 年半年度利润构成中，信托业务净利润 3.1 亿元，为公司主要利润来源。近年来公司业绩增速显著高于行业整体水平。

图表 9：信托行业与爱建信托利润及同比增长



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

### 2.3. 租赁增长迅猛，未来前景可期

爱建集团于 2013 年 6 月成立全资子公司爱建融资租赁有限公司，通过增资扩股，目前注册资本为 6 亿元，2015 年上半年末总资产 24.4 亿元。

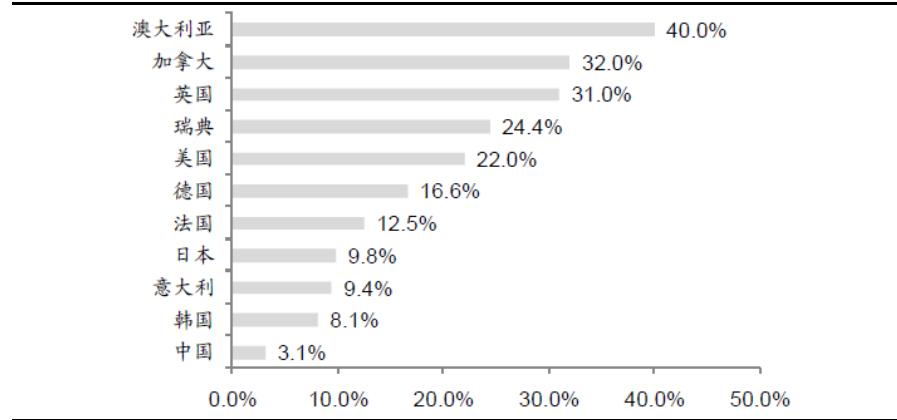
**市场快速膨胀，租赁行业成长潜力巨大。** 2006-2015 年，国内租赁余额增长超过 500 倍，年复合增速 102%。尽管发展迅猛，但我国租赁渗透率尚未达到 5%，而发达国家普遍达到 9% 至 40%，存在较大提升空间。未来预计国内租赁行业市场容量仍将快速扩张，短期内或可实现合同余额超 5 万亿，从而超越美国成为世界第一租赁大国。

图表 10：2006-2015 年我国融资租赁合同余额及增速



资料来源：中国租赁联盟，东吴证券研究所

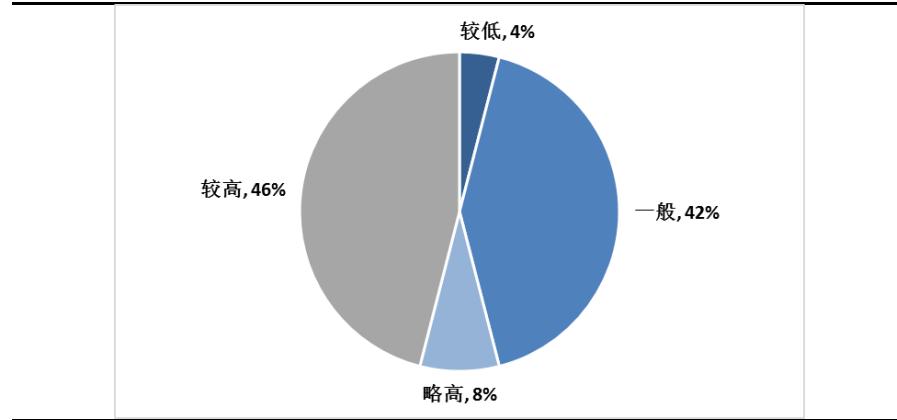
图表 11: 2013 年世界主要国家租赁市场渗透率



资料来源: 世界租赁协会, 东吴证券研究所

**中小企业融资困境驱动融资租赁发展。**尽管 2015 年以来, 政府采取定向降准、降息等措施向市场注入流动性, 然而中小企业经营依旧困难。目前中小企业融资呈现出来的特点包括: (1) 融资渠道较狭窄, 银行贷款仍是主要渠道; (2) 银行信贷支持缺乏力度; (3) 融资成本高, 银行贷款等间接融资成本高且门槛高, 资本市场直接融资则周期长、时间成本过高。相比之下, 融资租赁便捷、直接的特点, 在服务实体经济方面越来越体现出它的独特优势。

图表 12: 我国中小企业融资成本调研



资料来源: 慧聪咨询, 东吴证券研究所

**政策持续加码, 助推行业发展。**李克强总理 2015 年 8 月 26 日在国务院常务会议上指出, 加快发展融资租赁和金融租赁是深化金融改革的重要举措。近年来, 一系列政策红包已陆续发放, 诸如 《关于加快融资租赁业发展的指导意见》全面系统部署加快发展融资租赁业, 《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》对通过加快金融租赁行业发展, 服务经济社会发展大局作出科学规划和部署。

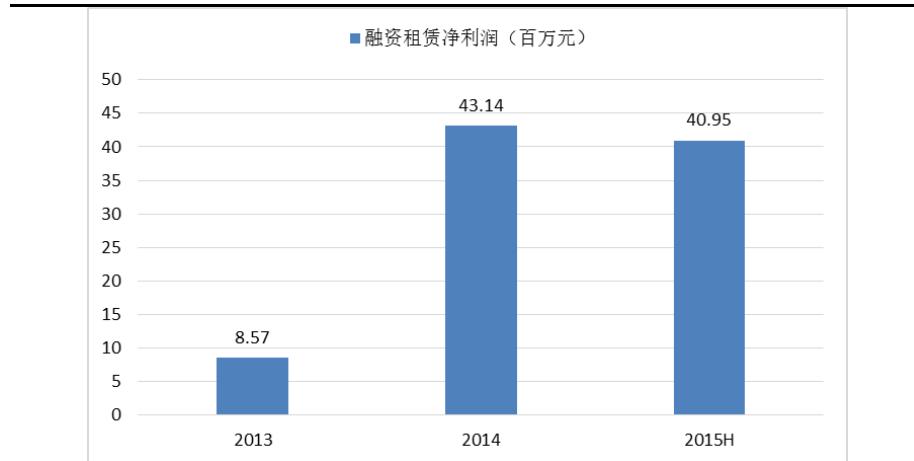
图表 13: 近期融资租赁相关利好政策

时间	发布机构	政策
2013. 07	商务部	关于加强和改善外商投资融资租赁公司审批与管理工作的通知
2013. 08	商务部	融资租赁企业监督管理办法
2013. 12	央行	关于金融支持中国(上海)自由贸易试验区建设的意见
2013. 12	银监会	修订《金融租赁公司管理办法》
2013. 12	商务部	部署加强融资租赁业监管工作
2014. 03	银监会	金融租赁公司管理办法
2014. 07	银监会	金融租赁公司专业子公司管理暂行规定
2014. 08	国务院	关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见
2015. 03	商务部	《外商投资租赁业管理办法》的补充规定
2015. 08	国务院	加快融资租赁和金融租赁行业发展的措施,更好服务实体经济
2015. 09	国务院	《关于加快融资租赁业发展的指导意见》
2015. 09	国务院	《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

**公司融资租赁业务进入快速增长期。**虽然爱建集团的租赁子公司成立仅两年,但期间发展迅猛,2015年中报披露公司融资租赁业务收入1.08亿元,同比增长129%,净利润4095.44万元,同比大增149%,接近2014年全年总额。未来受益于行业发展和业务规模扩张,预计融资租赁业务将持续高速增长。

图表 14: 2013-2015H 爱建集团融资租赁业务净利润



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 2.4. 股东背景+小体量+综合平台, 推动未来转型

近年来,东方财富、银之杰等企业已经刮起互联网金融之风,而上海作为未来的国际金融中心,目前尚未出现本地的支柱性互联网金融平台。近期爱建集团积极对互联网金融、养老、医疗、房地产等行业进行跟踪研究,推进公司在自贸区的业务布局,作为上海本地的金控平台,有望借此进一步转型。

爱建集团具有体量较小及民营股东背景的优势，有助于公司未来较快推进转型。爱建集团总资产仅 107.3 亿元，大股东爱国特种基金会是具有政府背景的民营企业，对比上海本地已经形成的金控平台，诸如上海国际集团、复星集团、交通银行等，公司体量小、独一无二的股东背景和完善的平台都有助于推进转型。

图表 15：上海本地金融控股平台

金控平台	总资产	主要控股、参股企业
上海国际集团	1659.5 亿	浦发银行、上海农商行、上海国际信托、国泰君安、华安基金、上投摩根、安信农保、上海国际资管等
复星集团	3535.3 亿	复星保德信人寿、永安财险、恒利证券、浙江网商银行、创富融资租赁、杭州金投租赁、集团 PE/VC/创投业务
交通银行	72068.7 亿	交银施罗德、交银国信、交银租赁、交银保险、华英证券

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

### 3. 与均瑶融合发展，推动转型升级

#### 3.1. 均瑶集团：本地民营资本翘楚

均瑶集团是以实业投资为主的现代服务企业，创始于 1991 年，以航空运输、商业零售和金融服务为三大主营业务，涉及教育服务、信息科技、投资等多领域。

**历史悠久，打造现代服务业百年老店。**公司 1991 年成立以来，不断探索航空、商业、金融、教育、地产等多个领域，同时在资本市场长袖善舞，目前旗下控股三家上市公司：吉祥航空、大东方、爱建集团。2007 年，集团开启品牌国际化战略，正式发布企业新标识，倾力打造国际化现代服务业百年老店。

图表 16：均瑶集团重大事件

年份	重大事件
1991	承包开通长沙航线，首开中国民营包机先河
1994	创办温州均瑶乳品公司，均瑶乳业起步
1995	创建温州均瑶集团有限公司，集团化经营格局形成
1998	建设温州均瑶宾馆，进军置业板块
2002	入股东方航空，成为中国第一家投资民航的民营企业
2004	收购大厦股份（后改名大东方），进军资本市场
2005	投资筹建吉祥航空
2005	控股改制湖北武汉汉阳房地产公司，进军经适房领域
2005	参与上海市世界外国语中、小学教育改制，进军民办教育
2007	推动品牌国际化，倾力打造国际化现代服务业百年老店
2013	大东方（无锡商业大厦）销售规模突破百亿
2014	成立九元航空，成为中南地区首家低成本模式基地航空公司
2015	吉祥航空登陆 A 股市场

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

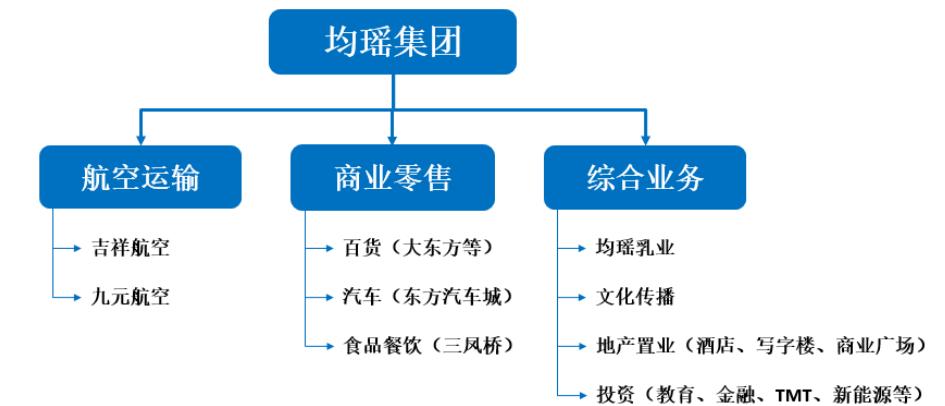
**各领域齐头并进，彰显优秀管理才能。**目前，均瑶集团产业格局划分为航空运输、商业零售、综合业务三大板块。

**航空运输是集团基石业务，凸显集团具备前瞻性战略眼光。**均瑶是中国民营包机的先驱，1991 年长沙至温州包机航线的开通意味着中国民营经济首次介入国家专控领域，成为中国改革开放的一个生动案例。目前，吉祥航空是集团空运业务第一品牌，凭借准确的市场定位和差异化竞争策略，成为卓越的高效益航空公司及民营航空龙头企业。

**商业零售**板块版图较广，覆盖百货、汽车、食品等领域，旗下最为著名的品牌是大东方百货，连续多年位居全国百强百货。

**综合业务**板块包括乳业、文化、地产、投资等，近年来对新兴产业的投资持续加强。此外，均瑶集团持续加码综合金融领域的投资，业务范围覆盖民营银行、征信、互联网金融等。

图表 17：均瑶集团业务版图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

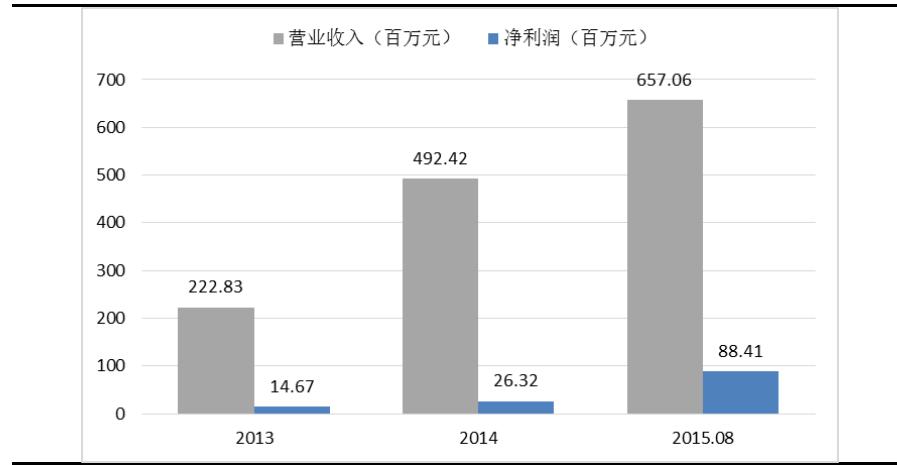
**激励机制完善，显著增强企业凝聚力。**均瑶集团作为优秀民营企业，拥有完善、灵活的激励机制，有效提升企业运营效率。此外，公司激励措施不仅应用于内部管理，更广泛推广至社会活动中。例如，均瑶自 2005 年起，先后在上海、四川、新疆地区出资 800 万元设立“均瑶育人奖”，惠及三地千余名教师交流，以带动教师的教研教学热情，发挥正向激励作用，提升企业社会价值。

### 3.2. 均瑶乳业注入，促进多元发展

本次资产重组实施后，公司将持有均瑶乳业 99.81% 股权。均瑶乳业是均瑶集团营销服务领域中的传统业务，注册资本 5000 万，均瑶集团于 1994 年进入乳制品行业，并逐渐成为行业中知名品牌。

**均瑶品牌知名度提升，业绩爆发式增长。**2015 年 1-8 月，均瑶乳业实现净利润 8841 万元，为 2014 年全年净利润的 3.36 倍，业绩爆发式增长主要系公司持续提升品牌知名度并取得成效，营销体系建设成果显著，同时推出了契合市场潮流的新产品。

图表 18: 2013-2015 年 8 月均瑶乳业业绩表现

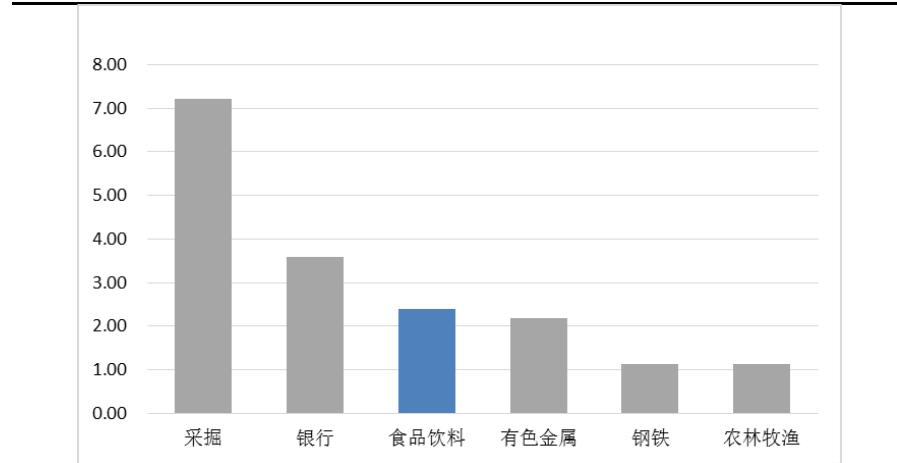


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

行业利润高速增长，乳制品行业前景广阔。在经济增速总体下滑的环境下，防御性较强的食品饮料行业具有显著的逆周期性，且 2016 年市场持续下跌以来，食品饮料行业相对收益率排名前三，市场表现较好。

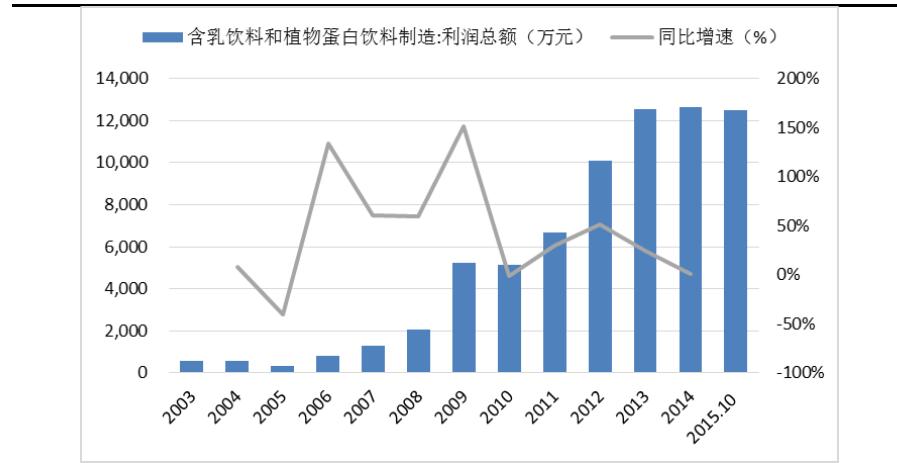
均瑶乳业涉及的高健康度的含乳饮料和植物蛋白饮料作为饮料行业的一个细分领域，具备添加剂少、含糖量低等特征，属于饮品中较为健康的子品类。随着女性及新一代消费群体在食品市场的重要性不断提升，卡路里低，不易胖的饮料将倍受追捧，具有良好的行业发展前景和市场拓展空间。

图表 19: 2016 年以来相对收益率排名前五行业（对比沪深 300 指数）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 20: 2003-2015 年 10 月含乳饮料和植物蛋白饮料行业利润及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

**进军大健康食品领域，多元发展丰富利润来源。**爱建集团在强化推进金融服务业发展的同时，拟通过业务多元化丰富收入及利润来源。收购均瑶乳业将进军大健康食品领域，补强实业投资板块，优化业务结构，构建良好的业务发展势头和业绩增长前景。

### 3.3. 均瑶旗下金融资产有望实现协同

均瑶集团此前已在多个金融领域完成布局，立足于普惠金融战略，注重互联网金融业务的开拓，下属公司涉足民营银行、征信、互联网金融等具有前景的新兴金融业务。

图表 21: 均瑶集团下属金融类公司

公司名称	注册资本 (万元)	经营概况
上海华瑞银行股份有限公司	10000	国内首批民营银行之一，2015 年正式上线，践行普惠金融战略，积极开展互联网化业务，推行零售银行 O2O
上海宝镜征信服务股份有限公司	5000	正在积极申请第二批个人征信牌照，致力于形成以上海为主，辐射全国的快速发展模式
上海智邦创业投资有限公司	15000	主营投资、资产托管，并购咨询服务等业务
上海华瑞金融科技有限公司	10000	专业从事互联网金融业务以及互联网资产交易平台建设、运营的专业化互联网金融公司
上海国瑞投资管理中心（有限合伙）	500	主营实业投资

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

均瑶入主爱建集团后，旗下将拥有三家上市平台：爱建集团、大东方、吉祥航空。与其他两家上市公司相比，爱建集团作为金控上市平台，拥有信托、证券、租赁等稀缺性金融牌照，传统金融业务布局完善，能有与均瑶集团新兴金融业务实现优势互补，获取协同效应。未来预计公司还将择机实施相关资产重组，有效进行资源整合，提升集团金融业务

的整体经营效率。

图表 22: 均瑶集团旗下上市公司平台

上市公司	经营特色	经营概况
爱建集团	打造综合金控平台	信托、租赁、证券、资管、资本管理、财富管理六大支柱打造综合金控平台
大东方	拓展商业零售 O2O	主营汽车销售及食品、百货零售，募资搭建互联网汽车销售平台及餐饮食品 O2O 平台
吉祥航空	布局旅游产业 O2O	深耕廉价航空运输细分市场，拓展休闲旅游 O2O 业务，设立上海淘旅行网络科技有限公司

资料来源：东吴证券研究所

#### 4. 投资建议：维持“买入”投资评级

作为业务布局完善的金控平台，目前爱建集团市值仅 156 亿元，安全边际极高。若收购资产顺利完成，爱建集团 2016 年财务报表范围将增加均瑶乳业。预计公司并表均瑶乳业后 15/16/17 年净利润为 5.61/8.37/10.08 亿元，对应 EPS 0.39/0.52/0.62 元。

公司估值可分为三部分：1) 采用净资产及信托管理资产的方法为爱建信托估值；2) 采用市占率类比法为爱建证券估值；3) 采用 PB 为均瑶乳业及其他部分估值。维持公司“买入”评级，6 个月目标价 14.85 元，对应 29 倍 16PE。

图表 23: 爱建集团盈利预测

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,109.27	1,324.63	2,818.69	3,403.01
营业收入增速	36.97%	19.41%	112.79%	20.73%
归母净利润	512.46	561.11	836.64	1,007.57
归母净利润增速	7.83%	9.49%	49.11%	20.43%
EPS (元)	0.46	0.39	0.52	0.62
PE (对应最新股价)	22.59	26.82	20.24	16.80

资料来源：东吴证券研究所

图表 24: 爱建集团估值表

单位: 百万元	项目	编码	数值
<b>爱建信托部分</b>	预计爱建信托 16 年底净资产	A	4645.2
	预计上市公司信托 PB	B	3
	预计爱建信托 16 年底信托管理资产	C	64730
	预计信托管理资产对估值贡献比例	D	8%
<b>爱建证券部分</b>	爱建信托部分估值	E=A+B+C+D	19114
	国金证券市场份额	F	1.49%
	国金证券市值	G	38900
	西南证券市场份额	H	0.59%
	西南证券市值	I	47200
	太平洋证券市场份额	J	1.39%
	太平洋证券市值	K	30400
	爱建证券市场份额	L	0.14%
	爱建证券估值	$M=(G/F+I/H+K/J) / 3*L$	5972.30
<b>爱建集团除信托、证券外的其他部分</b>	爱建集团对爱建证券持股比例	N	20.23%
	爱建证券部分估值	$O=M*N$	1208.20
	预计 16 年底其他部分净资产	P	1040.8
	其他部分 PB	Q	1.5
<b>均瑶乳业部分</b>	其他部分估值	$R=P*Q$	1561.2
	预计均瑶乳业 16 年底净资产	S	266.45
	均瑶乳业 PB	T	8
	均瑶乳业估值	$U=S*T$	2131.6
	爱建集团对均瑶乳业持股比例	V	99.81%
<b>爱建集团整体估值</b>	均瑶乳业部分估值	$W=U*V$	2127.55
	爱建集团整体估值	X	24010.95
	总股本	Y	1617.01
	爱建集团目标股价	$Z=X/Y$	14.85

资料来源：东吴证券研究所

## 5. 风险提示：

- 1) 信托、租赁行业景气度下降；
- 2) 业务协同效应低于预期；
- 3) 本次并购的较高商誉带来估值压力。

### 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出自为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

买入: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

#### 行业投资评级:

增持: 预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持: 预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>