



2017-06-02

公司点评报告

买入/维持

爱建集团 (600643)

目标价: 20

昨收盘: 14.98

非银金融 多元金融 II

## 爱建集团 (600643): 公布要约收购报告书摘要, 广州股权基金剑指 35%+股权

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 1,437/1,434   |
| 总市值/流通(百万元)   | 21,528/21,482 |
| 12 个月最高/最低(元) | 15.08/8.63    |

### 相关研究报告:

《爱建集团 (600643): 要约收购 30% 股权, 广州基金意在控制权》  
--2017/05/09

《爱建集团 (600643) 2017 一季报点评: 信托业务手续费大增 78%, 规模扩张见成效》--2017/04/24

《爱建集团 (600643): 定增落地, 均瑶集团增持, 举牌之争催化价值发现进程》--2017/04/18

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

**事件:** 6月2日晚, 公司公告《要约收购报告书摘要》等四份公告, 收购人广州产业投资基金管理有限公司 (以下简称“广州产业基金”), 拟向除一致行动人广州基金国际和华豚企业以外的股东发出部分收购要约爱建集团 30%股份, 要约收购价格18元/股, 总金额77.61亿, 采取现金支付方式。公司继续停牌, 同时爱建集团也就收购提出质疑。

### 点评:

**广州产业基金有备而来, 剑指35%+股权, 意在控制权。**收购人广州产业基金实际控制人是广州市人民政府, 净资产189亿。本次要约收购采取现金支付方式, 要约总金额77.61亿。收购价格18元/股, 较停牌前股价14.98元/股, 溢价20%。根据该方案, 收购完成后, 广州产业基金及其一致行动人最多合并持有爱建集团 35%的股份, 其中30%由广州产业基金通过本次要约收购完成, 其中5%已经由一致行动人持有。此外, 广州产业基金不排除未来 12 个月内根据市场情况继续增持。

**爱建集团近两年处于变革期, 均瑶集团先入为主。**均瑶集团目前持股 7.08%, 如果定增顺利落地, 则持股比例将提升至17.67%, 同时均瑶集团已经在华豚举牌后第一时间公布未来12个月增持不低于3%的股权, 则持股比例有望达到20.67%以上, 再考虑到当前第一大股东有望成为均瑶集团的一致行动人, 当前持股比例为12.3%, 经定增稀释后持股比例为10.90%, 合计持股比例将不低于31.57%。

**股权之争源于价值被严重低估。**爱建集团拥有信托 (持股爱建信托比例为 99.33%)、证券 (持有爱建证券 49%股权)、租赁 (持股爱建租赁比例为 100%) 等稀缺性金融牌照, 这是对各路资本最有吸引力的地方。公司多元金融战略定位是 2012 年提出来的, 先发优势明显。

**投资建议: 基于公司金融牌照优势 (信托+证券+租赁) 和发展潜力, 继续看好公司, 给予评级“买入”, 六个月目标价为 20 元/股。**

**风险提示: 资本运作进度可能落后于预期; 转型进度可能不及预期。**

### ■ 主要财务指标

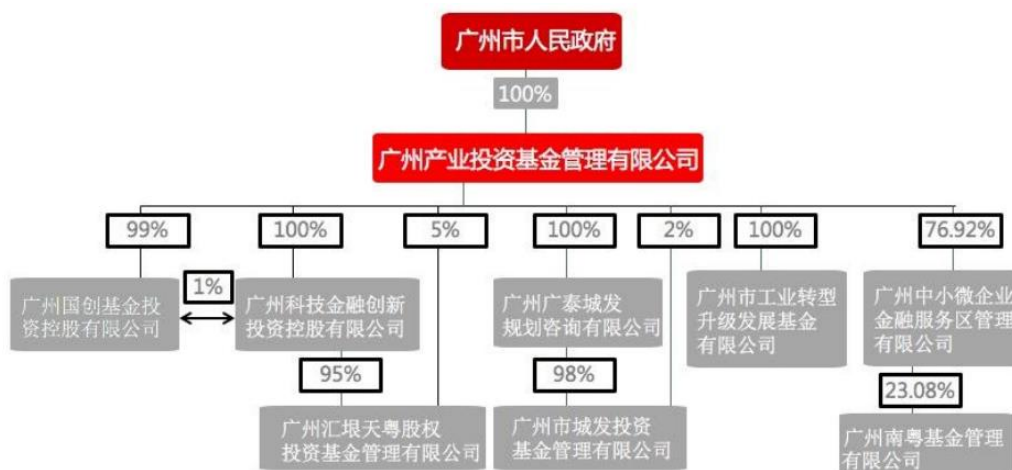
|           | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 1,604.80 | 1,951.72 | 2,358.59 | 2,877.00 |
| (+/-%)    | 21.19%   | 21.62%   | 20.85%   | 21.98%   |
| 净利润(百万元)  | 620.50   | 880.50   | 1,186.29 | 1,436.70 |
| (+/-%)    | 11.87%   | 41.90%   | 34.73%   | 21.11%   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.38     | 0.54     | 0.73     | 0.89     |
| 市盈率(PE)   | 39.16    | 27.59    | 20.48    | 16.91    |

资料来源: 太平洋证券研究院; 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

广州产业基金有备而来, 剑指 35%+股权, 意在控制权。收购人广州产业基金实际控制人是广州市人民政府, 广州市人民政府持有 100% 股权。广州基金成立于 2013 年 2 月 7 日, 注册资本 31 亿, 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。广州市人民政府持有公司 100% 股权。公司净资产 189 亿, 总资产 271 亿, 近三年归母净利润均在 4 亿左右。广州产业基金 2017 年 4 月 24 日审议通过了《关于要约收购爱建集团的方案》, 根据该方案, 收购完成后, 广州产业基金及其一致行动人最多合并持有爱建集团 35% 的股份, 其中 30% 由广州产业基金通过本次要约收购完成, 其中 5% 由一致行动人持有 (本次要约收购前, 广州基金通过全资间接控股的子公司广州基金国际持有爱建集团 0.9643% 的股份; 广州基金国际的一致行动人华豚企业持有爱建集团 4.0357% 的股份; 二者合计持有爱建集团 5.00% 的股份。)。此外, 广州产业基金不排除收购人未来 12 个月内根据市场情况和自身的战略安排继续增持爱建集团股份的可能。2017 年 4 月 28 日, 广州市国资委出具了《广州市国资委关于广州产业投资基金管理有限公司要约收购上海爱建集团股份有限公司股份方案的批复》(穗国资批[2017]44 号), 同意广州基金要约收购爱建集团 30% 股份的方案。

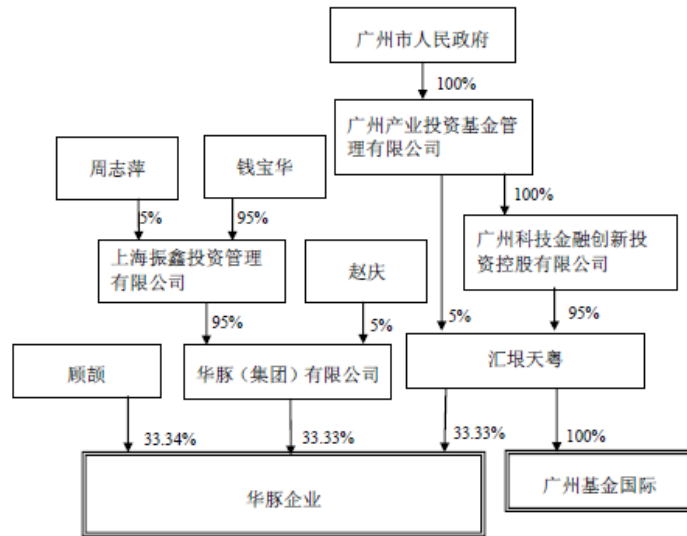
本次要约收购采取现金支付方式, 要约总金额 77.61 亿。收购价格 18 元/股, 较停牌前股价 14.98 元/股, 溢价 20%。

图表 1: 广州产业基金股权结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 2: 广州产业基金及其一致行动人 (华豚企业、广州基金国际) 间的股权关系



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

爱建集团近两年处于变革期, 均瑶集团先入为主。均瑶集团目前持股 7.08%, 如果定增顺利落地, 则持股比例将提升至 17.67%, 同时均瑶集团已经在华豚举牌后第一时间公布未来 12 个月增持不低于 3% 的股权, 则持股比例有望达到 20.67% 以上, 再考虑到当前第一大股东有望成为均瑶集团的一致行动人, 当前持股比例为 12.3%, 经定增稀释后持股比例为 10.90%, 合计持股比例将不低于 31.57%。

图表 3: 爱建集团十大股东

| 股东名称                              | 方向 | 持股数量(股)     | 占总股本比例(%) | 持股比例变动(%) |
|-----------------------------------|----|-------------|-----------|-----------|
| 上海工商界爱国建设特种基金会                    | -  | 176,740,498 | 12.3000   | 0.0000    |
| 上海均瑶(集团)有限公司                      | -  | 101,819,098 | 7.0800    | 0.0000    |
| 新华人寿保险股份有限公司-分红-团体分红-018L-FH001 沪 | 增持 | 59,171,617  | 4.1200    | 3.0000    |
| 香港中央结算有限公司(陆股通)                   | 增持 | 30,994,462  | 2.1600    | 1.1800    |
| 全国社保基金一一一组合                       | 新进 | 23,660,524  | 1.6500    |           |
| 全国社保基金四一三组合                       | -  | 20,000,062  | 1.3900    | 0.0000    |
| 泰康人寿保险有限责任公司-分红-个人分红-019L-FH002 沪 | 新进 | 12,568,830  | 0.8700    |           |
| 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 | 减持 | 12,003,289  | 0.8400    | -0.0600   |
| 兴业银行股份有限公司-工银瑞信金融地产行业混合型证券投资基金    | -  | 11,855,916  | 0.8200    | 0.0000    |
| 全国社保基金四一四组合                       | 新进 | 9,149,410   | 0.6400    |           |
| 合计                                | -  | 457,963,706 | 31.8700   |           |

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

注: 2015 年 12 月 25 日, 上海国际集团将所持爱建集团 1.02 亿股协议全部转让给均瑶集团, 第二大股东由上海国际集团交给均瑶集团 (持股比例 7.08%, 定增后进一步提升持股比例)。2016 年 7 月 26 日, 公司选举王钧金 (均瑶集团实际控制人) 为董事长。

- 2012 年 6 月 5 日, 定增 2.85 亿股, 发行价 9.12, 融资 26 亿元 (净融资额 25.75 亿元)。总股本有 8.20 亿股上升至 11.05 亿股。
- 2015 年 6 月 8 日, 限售股上市流通, 解禁的是 2012 年 6 月 5 日定增的 2.85 亿股。
- 2015 年 6 月 17 日, 公司资本公积金转增股本, 每 10 股转增 3 股。
- 2015 年 6 月 30 日, 重大事项停牌 (至 2015 年 12 月 9 日复牌, 向均瑶集团、王钧金、王钧豪发行 1.8 亿股, 购买均瑶集团、王钧金、王钧豪持有的均瑶乳业 99.81% 的股权, 交易金额为 25.02 亿元)。
- 2015 年 12 月 25 日, 上海国际集团将所持爱建集团 1.02 亿股协议全部转让给均瑶集团, 第二大股东由上海国际集团交给均瑶集团。
- 2016 年 3 月 18 日停牌, 4 月 7 日复牌。期间 2016 年 3 月 31 日公告, 终止发行股份购买均瑶乳业股权交易, 同时启动定增事项 (定增 22 亿, 12 亿增资爱建信托、5 亿增资爱建租赁、5 亿还银行贷款; 发行对象为公司第二大股东均瑶集团 (持股比例 7.08%, 定增后可达到 20.63%), 现金认购)。
- 2016 年 7 月 26 日, 公司选举王钧金 (均瑶集团实际控制人) 为董事长。
- 2016 年 7 月 26 日停牌, (2016 年 8 月 2 日复牌), 调整定增方案, 金额 22 亿不变, 资金用途微变 (5 亿用于偿还贷款, 改为 4 亿用于增资爱建资本, 1 亿用于偿还贷款), 单价 8.97 调整至 9.20 (主要原因是定价基准日调整, 从以前的 2016 年 3 月 31 日, 调整至 2016 年 8 月 2 日), 股数由 2.45 亿股调整到 2.39 亿股。
- 2016 年 9 月 8 日, 公司定增项目收到《中国证监会行政许可申请受理通知书》。
- 2016 年 10 月 22 日, 公司定增项目收到《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》。11 月 11 日回复, 并发布《爱建集团: 非公开发行 A 股股票预案 (二次修订稿)》、《爱建集团: 非公开发行 A 股股票募集资金之可行性研究报告 (二次修订稿)》。
- 2017 年 1 月 21 日, 公司定增收到《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》。1 月 25 日回复, 并发布《非公开发行 A 股股票预案 (三次修订稿)》、《非公开发行 A 股股票募集资金之可行性研究报告 (三次修订稿)》。调整募集资金金额, 从 22 亿调到 17 亿 (对应股数从 2.39 亿调整到 1.85 亿), 资金用途方面增资爱建资本的 4 亿删去。
- 2017 年 4 月以来, 举牌及要约收购 (广州产业基金)

**股权之争源于价值被严重低估。**爱建集团多元布局战略启动早, 牌照优势明显, 拥有信托、证券、租赁等稀缺性金融牌照, 这是对各路资本最有吸引力的地方。其中持股爱建信托比例为 99.33%; 持股爱建证券比例去年为 11.82%, 今年 2 月 3 日, 完成受让另外 28.6% 股权的工商登记, 比例达到 49%; 持股爱建租赁比例为 100%; 此外还有其它附属金融业务。公司的战略定位是“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”。这个战略是 2012 年提出来的, 具有较早的前瞻性, 行业内安信信托主业做大之后, 最近一两年也在加大多元化金融布局, 但在其他金融业务的布局多为少量股权, 爱建集团在战略方面有先发优势。

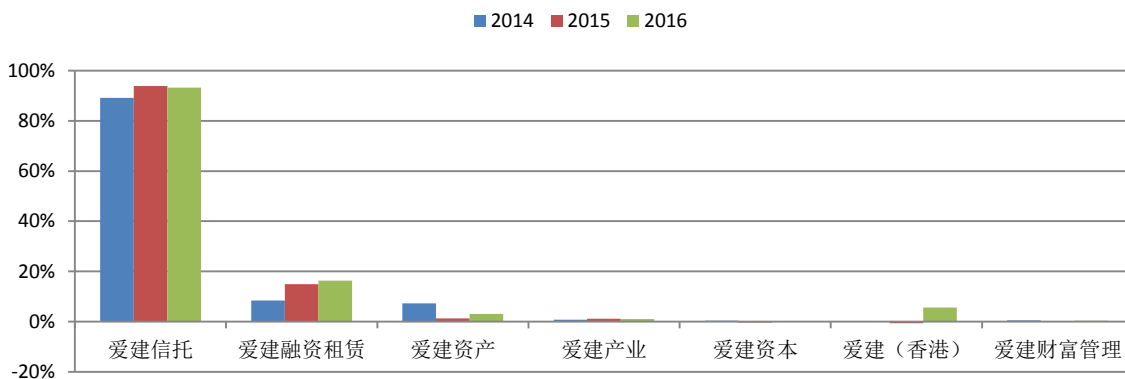
图表 4: 爱建集团核心利润来源的子公司或参股公司

|        | 持股比例   |
|--------|--------|
| 爱建信托   | 100%   |
| 爱建融资租赁 | 100%   |
| 爱建资产管理 | 100%   |
| 爱建产业   | 100%   |
| 爱建资本   | 100%   |
| 爱建(香港) | 100%   |
| 爱建财富管理 | 100%   |
| 爱建证券   | 48.86% |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

**信托、租赁业务快速发展, 成长性好。**当前爱建集团业绩主要来源于信托、租赁, 其中信托占 90% 以上, 信托业务利润增速在 11%, 但信托规模增长了 108%, 规模达到了 2000 亿水平, 规模进一步增长和结构改善均是未来业绩的驱动力。租赁业务利润增速 20%, 行业形势依然向好, 高增长有望延续。爱建集团业务开展主要通过七家全资控股的子公司以及控股 20.23% 的爱建证券(2017 年爱建证券股权将提升到 49%)。从 2014、2015、2016 三期数据来看, 爱建集团净利润分别为: 5.12 亿、5.55 亿、6.21 亿元, 其中爱建信托净利润分别为: 4.57 亿、5.21 亿、5.79 亿, 对集团净利润的贡献度分别为: 89%、94%、93%。爱建租赁净利润分别为: 0.43 亿元、0.83 亿元、1.01 亿元, 对集团净利润的贡献度分别为: 8%、15%、16%。爱建证券 2014、2015 年净利润分别为: 0.88 亿、1.59 亿, 根据 20.23% 的股权比例折算, 贡献投资收益分别为: 1800 万、3200 万。

图表 5: 爱建集团 2014-2016 净利润来源结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**投资建议:** 基于公司金融牌照优势 (信托+证券+租赁), 以及信托、租赁行业稳定的业绩增长, 继续看好公司潜在价值, 给予评级“买入”, 六个月目标价为 20 元/股。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.54、0.73、0.89, 对应 PE 分别为: 37、27、23。

**风险提示:** 资本运作进度可能落后于预期; 转型进度可能不及预期。

附表: 爱建集团盈利预测表 20170602

| 资产负债表(百万)   |        |        |        |        |        | 利润表(百万)   |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |           | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 货币资金        | 1,155  | 1,098  | 1,427  | 1,856  | 2,320  | 营业总收入     | 1,324  | 1,605  | 1,952  | 2,359  | 2,877  |
| 结算备付金       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业收入      | 360    | 532    | 647    | 711    | 854    |
| 拆出资金        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 利息收入      | 199    | 153    | 186    | 196    | 205    |
| 交易性金融资产     | 526    | 669    | 870    | 1,131  | 1,413  | 已赚保费      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 买入返售金融资产    | 259    | 24     | 144    | 187    | 244    | 手续费及佣金收入  | 765    | 920    | 1,119  | 1,454  | 1,818  |
| 一年内到期的非流动资产 | 937    | 1,129  | 1,468  | 1,908  | 2,385  | 营业总成本     | 753    | 1,033  | 1,013  | 1,023  | 1,224  |
| 其它流动资产      | 828    | 616    | 800    | 1,041  | 1,301  | 营业成本      | 151    | 324    | 259    | 320    | 384    |
| 发放贷款及垫款     | 1,516  | 1,798  | 2,337  | 3,038  | 3,798  | 利息支出      | 44     | 56     | 56     | 68     | 72     |
| 可供出售金融资产    | 2,546  | 5,304  | 6,895  | 8,964  | 11,205 | 手续费及佣金支出  | 16     | 23     | 28     | 73     | 91     |
| 持有至到期投资     | 10     | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业税金及附加   | 71     | 35     | 59     | 83     | 101    |
| 长期应收款       | 1,973  | 2,201  | 2,861  | 3,720  | 4,649  | 销售费用      | 5      | 7      | 8      | 9      | 12     |
| 长期股权投资      | 312    | 1,754  | 2,281  | 2,965  | 3,706  | 管理费用      | 368    | 470    | 507    | 637    | 777    |
| 投资性房地产      | 492    | 54     | 70     | 91     | 114    | 财务费用      | 66     | 67     | 59     | 83     | 115    |
| 固定资产        | 30     | 487    | 633    | 823    | 1,029  | 资产减值损失    | 33     | 50     | 39     | 71     | 58     |
| 无形资产        | 25     | 26     | 33     | 43     | 54     | 公允价值变动净收益 | 13     | -27    | 0      | -5     | -11    |
| 商誉          | 40     | 32     | 42     | 54     | 68     | 投资净收益     | 177    | 299    | 220    | 232    | 250    |
| 长期待摊费用      | 0      | 1      | 2      | 2      | 3      | 营业利润      | 763    | 847    | 1,158  | 1,563  | 1,892  |
| 递延所得税资产     | 34     | 75     | 97     | 126    | 157    | 利润总额      | 771    | 859    | 1,174  | 1,581  | 1,915  |
| 其他非流动资产     | 283    | 276    | 359    | 466    | 583    | 所得税       | 216    | 238    | 293    | 395    | 479    |
| 资产总计        | 10,728 | 15,663 | 20,362 | 26,471 | 33,089 | 净利润       | 554    | 620    | 880    | 1,186  | 1,436  |
| 短期借款        | 2,225  | 3,005  | 3,699  | 5,291  | 6,970  | 归母股东净利润   | 555    | 621    | 881    | 1,186  | 1,437  |
| 吸收存款及同业存放   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 主要财务比率    |        |        |        |        |        |
| 拆入资金        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |           | 2015A  | 2016A  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
| 交易性金融负债     | 0      | 0      | 274    | 392    | 516    | 成长能力      |        |        |        |        |        |
| 卖出回购金融资产款   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业收入增长率   | 19.37% | 21.19% | 21.62% | 20.85% | 21.98% |
| 代理买卖证券款     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利润增长率    | 8.24%  | 11.87% | 41.90% | 34.73% | 21.11% |
| 一年内到期的非流动负债 | 149    | 1,133  | 234    | 335    | 442    | 盈利能力      |        |        |        |        |        |
| 其他应付款       | 202    | 592    | 672    | 961    | 1,265  | 营业利润率     | 57.66% | 52.75% | 59.34% | 66.25% | 65.77% |
| 其他流动负债      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 净利率       | 41.89% | 38.67% | 45.11% | 50.30% | 49.94% |
| 长期借款        | 1,430  | 2,094  | 3,533  | 5,053  | 6,657  | 回报率分析     |        |        |        |        |        |
| 应付债券        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 总资产收益率    | 5.88%  | 4.70%  | 4.89%  | 5.07%  | 4.82%  |
| 长期应付款       | 198    | 196    | 387    | 553    | 729    | 净资产收益率    | 10.16% | 10.22% | 11.48% | 12.43% | 13.22% |
| 递延所得税负债     | 65     | 72     | 121    | 173    | 228    | 每股指标      |        |        |        |        |        |
| 其他非流动负债     | 82     | 1,561  | 57     | 81     | 107    | 每股净利润(元)  | 0.39   | 0.43   | 0.54   | 0.73   | 0.89   |
| 负债合计        | 4,972  | 9,271  | 11,414 | 16,326 | 21,506 | 每股净资产(元)  | 4.00   | 4.44   | 5.51   | 6.25   | 7.14   |
| 股本          | 1,437  | 1,437  | 1,622  | 1,622  | 1,622  | 估值分析      |        |        |        |        |        |
| 资本公积金       | 2,554  | 2,554  | 4,069  | 4,069  | 4,069  | 市盈率       | 43.80  | 39.16  | 27.59  | 20.48  | 16.91  |
| 归母权益合计      | 5,746  | 6,383  | 8,940  | 10,136 | 11,574 | 市净率       | 3.75   | 3.37   | 2.72   | 2.40   | 2.10   |
| 所有者权益合计     | 5,756  | 6,392  | 8,949  | 10,145 | 11,583 |           |        |        |        |        |        |
| 负债及股东权益总计   | 10,728 | 15,663 | 20,362 | 26,471 | 33,089 |           |        |        |        |        |        |

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

## 分析师简介:

【魏涛】太平洋证券研究院院长, 非银金融行业首席分析师  
2015 年“新财富”非银第一; 2011 年“新财富”非银第三名; 2012 年“新财富”非银第二名; 2013 年“新财富”非银第三名; 2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师, 北京大学企业管理硕士, 复合学科背景, 八年金融行业从业经验, 2015 年加入太平洋证券。对证券、保险、信托、综合金融、跨界金融、金融科技有深入研究。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。