

## 业绩超预期，机制变革带动高成长

### 买入（维持）

2019 年 03 月 29 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司发布 2018 年报，实现营业总收入 26.54 亿元，同比增长 13.70%；归属于上市公司股东净利润 11.58 亿元，同比增长 39.57%；实现每股收益 0.721 元/股，公司业绩超预期。

#### 投资要点

■ **2018 年业绩超预期，同比+39.6%至 11.6 亿元：**1) 主业爱建信托逆势增长（净利润占比达 95.6%），实现 2018 年营业总收入同比+2.6%至 17.1 亿元，净利润同比+23.6%至 11.1 亿元（行业利润同比-11.2%），表现明显优于行业。2) 爱建信托主动降通道规模，提升主动管理规模同比+19.6%至 660.0 亿元（致集团 2018 年手续费及佣金净收入同比+10.3%至 16.3 亿元），带动信托报酬率稳步提升，业绩有望保持高增速。3) 公司积极创新转型，成立了消费金融、ABS 产品推进工作小组，还获得银监会批准经营 QDII 资格，我们认为公司主动管理能力稳步向好，信托保持高成长性（3 年净利润复合增长率 22.9%），发展潜力值得期待。

■ **综合金融平台价值凸显，业务协同深化：**1) 爱建租赁作为公司的第二利润贡献点，净利润同比-8.16%至 0.85 亿元，生息资产同比+31.88%至 42.19 亿元。同时公司已于 9 月底受让华瑞租赁 100%股权进一步扩大租赁版图，Q4 贡献净利润 0.38 亿元。2) 公司提供以客户为中心、定制化的资管产品和多元化的财富管理，其中爱建资产管理实现净利润同比+195.49%至 1.31 亿元，爱建财富管理净利润由-704.7 万元提升到-8.6 万元，已接近盈亏平衡。3) 公司已开展信托、证券、融资租赁、资产管理与财富管理、私募股权投资等金融业务的综合布局。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，协同效应凸显。

■ **大股东持续增持提振信心，激励机制深化已见成效：**1) 2018 年公司成功定增（17 亿元），全面完成重组工作，大股东均瑶集团持续增持（截至 2019 年 2 月 1 日持股比例为 28.34%），不断夯实控股地位，公司的股权关系、长期发展战略逐步清晰，同时，显示了大股东对公司价值的高度认可。2) 公司顺利回归民营体制后，经营理念与发展策略更加灵活，创新动力与能力进一步提升，市场化激励吸引大量优秀外部团队，为主动管理业务转型及直销体系建立提供人才基础，信托主业业绩持续高增长，激励机制已见成效。3) 均瑶集团业务布局范围广，管理能力和综合实力强劲，未来有望与各子公司形成良好协同。

■ **盈利预测与投资评级：**信托业绩持续向好，主动管理能力提升迅速，看好公司发展潜力全年有望保持高增。控股股东均瑶集团资源丰富，民营化治理和激励机制贯穿全业务线，公司盈利水平和运营效率或将持续提升。预计公司 2019、2020 年归母净利润分别为 16.2、21.1 亿元，对应估值约 11.7、9.0 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 信托主动管理不及预期；2) 租赁资产质量下滑。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	11.70
一年最低/最高价	7.70/13.96
市净率(倍)	1.97
流通 A 股市值(百万元)	16778.49

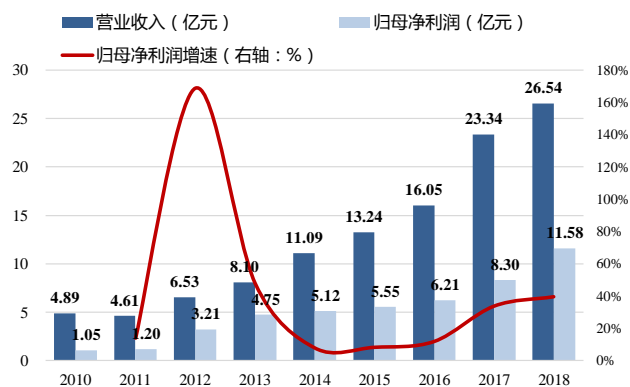
#### 基础数据

每股净资产(元)	5.94
资产负债率(%)	62.96
总股本(百万股)	1621.92
流通 A 股(百万股)	1434.06

#### 相关研究

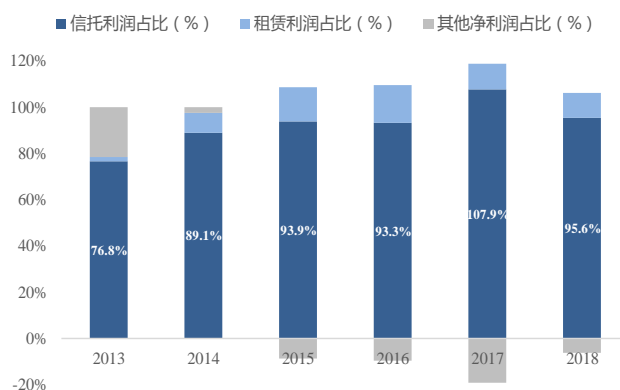
- 1、《爱建集团（600643）：三季报超预期，激励机制转型初见成效》2018-10-31
- 2、《爱建集团（600643）：主业信托发力，业绩超预期》2018-08-30
- 3、《爱建集团（600643）：控股地位落地 民营机制有望逐步深化》2018-07-02

图 1：2010~2018 年爱建集团收入及净利润



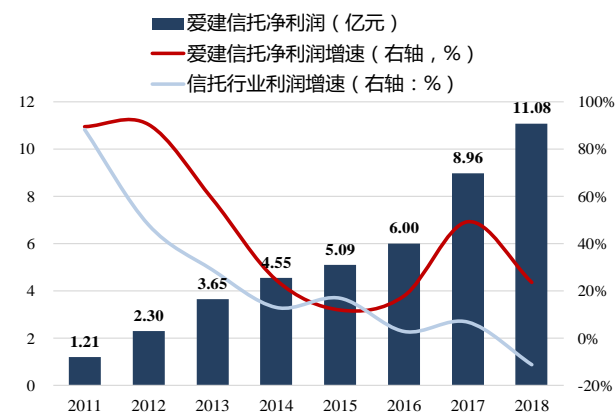
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2012~2018 年爱建集团业务结构



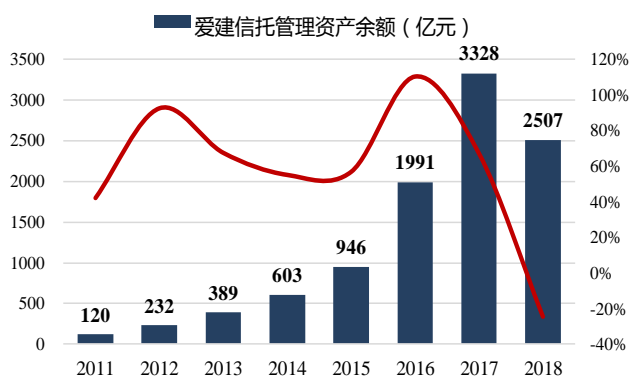
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2011~2018 年爱建信托净利润及增速



数据来源：公司公告，Wind，东吴证券研究所

图 4：2010~2018 年爱建信托管理资产规模



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

爱建集团财务预测表

资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>6487.8</b>	<b>6497.5</b>	<b>7880.1</b>	<b>9625.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>2654.0</b>	<b>3224.7</b>	<b>4098.8</b>	<b>5071.6</b>
现金	1539.0	1568.0	1897.7	2311.5	减:营业成本	1623.4	1819.4	2188.4	2640.4
交易性金融资产	26.3	26.5	32.1	39.2	营业税金及附加	34.1	43.3	53.2	65.4
应收账款	938.1	935.5	1135.5	1388.7	销售费用	7.2	8.3	10.4	13.0
应收利息	67.8	61.8	73.6	87.8	管理费用	691.1	829.8	1003.8	1213.1
其他应收款	662.0	660.1	801.3	979.9	财务费用	123.8	118.5	148.2	185.2
其他流动资产	3254.7	3245.6	3939.8	4818.0	资产减值损失	55.8	55.1	56.1	57.1
<b>非流动资产</b>	<b>19615.6</b>	<b>20995.9</b>	<b>25243.3</b>	<b>30476.6</b>	加:投资净收益	524.6	647.6	769.8	921.3
发放委托贷款及垫款	1514.0	1906.8	2295.1	2775.1	其他收益	25.3	30.0	30.0	30.0
可供出售金融资产	7722.6	8575.0	10213.8	12174.6	<b>营业利润</b>	<b>1583.7</b>	<b>2140.5</b>	<b>2748.2</b>	<b>3410.8</b>
长期股权投资	1743.8	1745.3	2117.5	2587.7	加:营业外净收支	-0.3	5.2	6.2	7.2
固定资产	5067.1	5054.2	6135.0	7502.2	<b>利润总额</b>	<b>1583.4</b>	<b>2145.7</b>	<b>2754.3</b>	<b>3418.0</b>
无形资产	37.7	40.5	48.7	58.7	减:所得税费用	425.2	520.8	640.7	776.2
其他非流动资产	3530.3	3674.0	4433.2	5378.2	少数股东损益	0.2	0.3	0.7	1.7
<b>资产总计</b>	<b>26103.4</b>	<b>27493.4</b>	<b>33123.4</b>	<b>40101.7</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1158.1</b>	<b>1624.6</b>	<b>2113.0</b>	<b>2640.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>8572.9</b>	<b>8011.5</b>	<b>9861.8</b>	<b>12189.7</b>	<b>重要财务与估值指标</b>				
短期借款	3781.2	4537.5	5445.0	6534.0	每股收益(元)	0.7	1.0	1.3	1.6
应付账款	76.1	83.8	92.1	101.3	每股净资产(元)	5.9	6.7	8.2	10.1
预收款项	109.2	120.1	132.2	145.4	发行在外股份(百万股)	1621.9	1621.9	1621.9	1621.9
应付职工薪酬	334.8	368.2	405.1	445.6	ROE(%)	12.0	15.8	17.5	17.8
其他流动负债	4271.5	2901.9	3787.4	4963.4	毛利率(%)	59.7	66.4	67.0	67.3
<b>非流动负债</b>	<b>7861.8</b>	<b>8500.0</b>	<b>9852.0</b>	<b>11446.1</b>	销售净利率(%)	59.7	66.5	67.2	67.4
长期借款	6128.9	7354.7	8825.7	10590.8	资产负债率(%)	63.0	60.1	59.5	58.9
递延所得税负债	90.8	95.3	100.1	105.1	收入增长率(%)	13.7	21.5	27.1	23.7
其他非流动负债	1642.1	1050.0	926.3	750.2	<b>净利润增长率(%)</b>	<b>39.6</b>	<b>40.3</b>	<b>30.1</b>	<b>24.9</b>
<b>负债合计</b>	<b>16434.7</b>	<b>16511.5</b>	<b>19713.8</b>	<b>23635.7</b>	P/E	16.4	11.7	9.0	7.2
少数股东权益	34.8	87.2	106.4	130.7	P/B	2.0	1.7	1.4	1.2
归属母公司股东权益	9633.9	10894.8	13303.2	16335.3					
<b>负债和股东权益</b>	<b>26103.4</b>	<b>27493.4</b>	<b>33123.4</b>	<b>40101.7</b>					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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,并注明出处为东吴证券研究所,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>