

爱建集团 (600643)

信托主业反弹提升业绩，民营回归激发机制活力

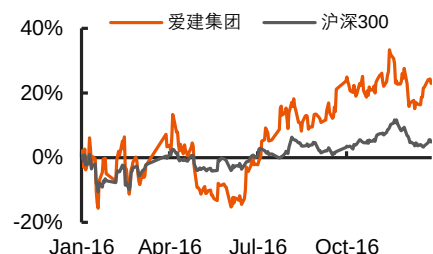
推荐（上调）

现价：14.35 元

主要数据

行业	银行
公司网址	www.aj.com.cn
大股东/持股	上海工商界爱国建设特种基金会/12.30%
实际控制人/持股	上海工商界爱国建设特种基金会/%
总股本(百万股)	1,437
流通 A 股(百万股)	1,434
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	206
流通 A 股市值(亿元)	206
每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	47.80

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

研究助理

袁喆奇 一般从业资格编号
S1060115060010
021-20661426
YUANZHEQI052@PINGAN.COM.CN

王思敏 一般从业资格编号
S1060115120019
02120660384
WANGSIMIN134@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 内外部积极变化驱动爱建信托主业回暖

作为公司业务发展的主引擎，信托板块一直是爱建集团最主要的利润来源，对集团利润贡献超过 9 成。此前，由于受到信托行业整体监管趋严与其他资管机构竞争加剧的外部冲击以及公司内部管理层的调整，公司信托主业增速下滑，16 年上半年净利润增速仅为 2.7%。16 年下半年以来，前期困扰爱建信托发展的内外部环境发生积极变化：1）行业层面受益于资管行业格局的调整以及表外融资的复苏；2）公司层面，新股东均瑶集团的入主带来的短期震动逐步消退，经营重归稳定，同时也将爱建集团未来的发展方向引回金融主业。两方面因素的共同作用将催化公司信托主业回暖反弹，我们预计公司 17 年信托贡献利润将达到 8-9 亿，对应同比增速 30%-50%。

■ 均瑶入主激发民营机制活力，资源协同重新启航

均瑶的入主利好公司经营活力提升，公司新一届高管更替已经完成，均瑶集团董事长王均金出任爱建集团新任董事长。此外，包括了原上海农商行行长侯福宁、原上海银监局副局长蒋明康、原海通新能源基金董事长金晓斌等在金融业从业多年的资深业内人士进入爱建董监高队伍，经营机制的转变及优秀金融人才的加盟有助于公司改善经营效率，公司未来发展前景值得看好。此外，考虑到均瑶入主爱建集团后，爱建将成为均瑶唯一的金融系上市平台（均瑶控股的吉祥航空与大东方均以实业为主），均瑶旗下金融资源丰富（包括华瑞银行、华瑞租赁、自金网等），未来与上市平台存在较大的协同及整合空间。

■ 六大板块布局完善，定增完成再赢扩张契机

公司定增正在稳步推进过程中，募集资金主要用于爱建信托的资本金补充（12 亿）以及股权创投业务的开展（4 亿）。我们对定增后公司的信托业务规模以及手续费收入的极限进行了测算，在净资本完全覆盖风险资本的情况下，公司的信托规模将接近 3400 亿元，手续费收入可以达到 30.5 亿，分别是 2015 年末水平的 3.59/3.97 倍。考虑到爱建信托目前杠杆率较低，自身规模扩张空间尚未充分使用，未来信托主业的贡献值得期待。我们认为随着定增资金的到位以及均瑶金融子版块与爱建子公司之间的整合，未来在信托主业平稳发展的前提下，包括租赁、产业投资等子模块的利润贡献将不断提升，提升公司业绩弹性。

■ 投资建议：上调评级至“推荐”

我们通过可比估值法估算爱建集团的合理市值大约在 224-247 亿左右，对应股价大约为 16-17 元左右。对应 2017/18 年 3.3/2.9 倍 PB，以及 26/20 倍的 PE 水平。大股东目前的持股成本 12.42 元，仅高于目前股价 16%，为股价提供支撑。我们认为信托行业景气度的回升以及公司内部经营机制的理顺将对催化公司主业回暖反弹。爱建作为均瑶唯一上市金融平台，旗下丰富金融资源与上市平台的协同和整合空间值得期待，提升包括租赁、证券、产业投资等子版块业绩弹性，上调评级由“中性”至“推荐”。

■ **风险提示：**定增进程低于预期；信托及租赁行业整体下行导致业绩增速不达预期；刚兑打破导致资产质量出现恶化。

	2015A	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,356	1,453	2,022	2,562	3,118
YoY(%)	18	7	39	27	22
净利润(百万元)	554	674	950	1,211	1,477
YoY(%)	8	22	41	28	22
ROE(%)	10	11	14	15	16
EPS(摊薄/元)	0.39	0.47	0.66	0.84	1.03
P/E(倍)	37	31	22	17	14
P/B(倍)	3.59	3.21	2.80	2.40	2.05

正文目录

- 一、内外部积极变化带动爱建信托主业回暖..... 4
 - 1.1 信托行业调整充分，受益融资环境变化行业景气度回升4
 - 1.2 信托主引擎回暖带动公司业绩反转7
 - 1.3 行业分级监管落地，利好上市信托公司长期发展10
- 二、均瑶入主激发民营机制活力，资源协同重新启航 11
 - 2.1 均瑶入主重归民营血统，机制红利有待释放 11
 - 2.2 均瑶产业布局丰富，协同效应值得关注13
- 三、六大板块布局完善，定增完成再赢扩张契机 16
 - 3.1 定增方案调整体现公司发展决心16
 - 3.2 信托领头金控平台推进稳步，6 大子公司战略协同17
- 四、盈利预测及估值 18
 - 4.1 盈利预测18
 - 4.2 估值分析19

图表目录

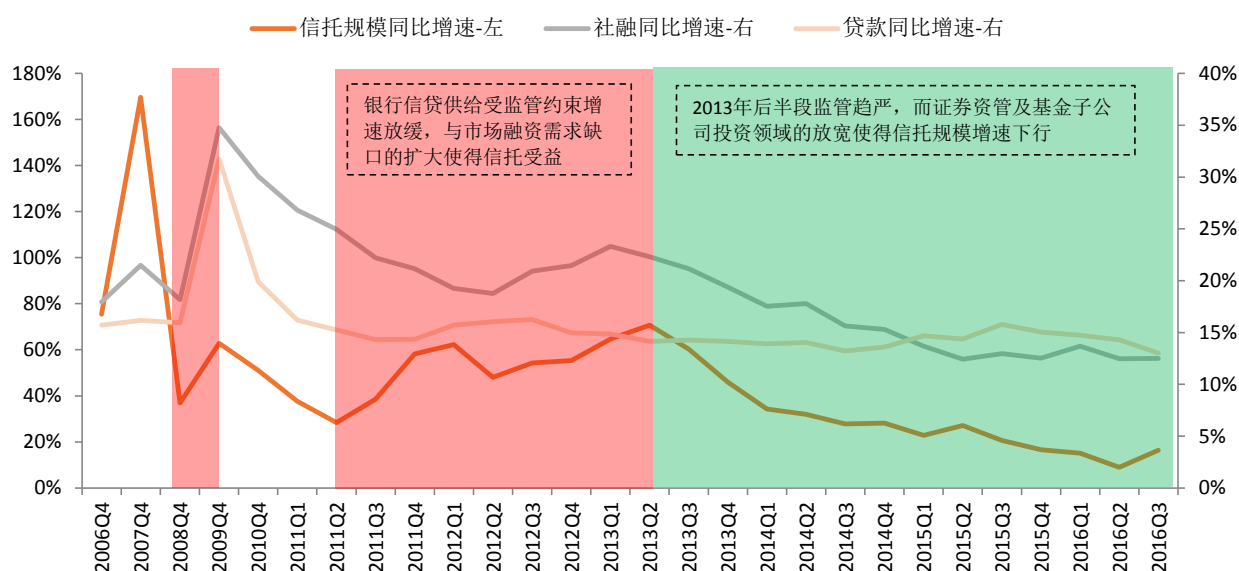
图表 1	信托规模增速与社融增速协同性较高	4
图表 2	信托通道业务占比不断降低	5
图表 3	传统基建与地产类项目占比下行	5
图表 4	16 年主被动信托规模增速筑底	5
图表 5	证券投资信托增速 15 年下半年以来快速下滑	5
图表 6	信托行业监管从 11 年开始趋严	6
图表 7	证券资管规模增速放缓	7
图表 8	基金子公司规模增速放缓通道类降幅明显	7
图表 9	信托资产规模增速 3 季度反弹	7
图表 10	信托和委托贷款增速底部回升	7
图表 11	爱建信托是集团利润的主引擎	8
图表 12	近年来信托利润增速明显放缓	8
图表 13	爱建信托主业收入增速放缓	8
图表 14	爱建信托固有业务规模增长慢于行业	8
图表 15	爱建信托报酬率水平高于行业	9
图表 16	爱建信托主动业务管理规模高于行业平均	9
图表 17	爱建信托市场份额占比较低	9
图表 18	爱建信托规模指标排名位居行业中下游	9
图表 19	爱建托杠杆率行业低位	10
图表 20	爱建信托 ROE 水平在对标公司中处于中下游	10
图表 21	信托公司监管评级考核要素	10
图表 22	爱建集团发展历程	11
图表 23	均瑶集团入主，股权结构分散	11
图表 24	爱建集团新进董事、监事、高管	12
图表 25	均瑶与政府的合作项目	13
图表 26	均瑶集团业务布局	13
图表 27	吉祥航空营收规模扩大	14
图表 28	吉祥航空 15 年净利润可观	14
图表 29	华瑞银行股权结构	14
图表 30	自金网平台运作原理	15
图表 31	均瑶集团下属金融类公司	15
图表 32	爱建集团定增方案调整过程	16
图表 33	爱建集团于 17 年 1 月再次修改定增方案	17
图表 34	爱建集团于 17 年 1 月再次修改定增方案	17
图表 35	爱建集团战略布局 4 大业务板块，6 大子公司	18
图表 36	爱建集团子版块经营概览	18
图表 37	信托可比公司估值	19
图表 38	爱建集团盈利预测	20

一、 内外部积极变化带动爱建信托主业回暖

1.1 信托行业调整充分，受益融资环境变化行业景气度回升

回溯过去十年信托行业的发展历程可以看到，行业景气程度的高低与货币政策及监管环境的变化有着很高的相关性。信托行业的大幅发展是伴随 08 年金融危机下财政货币政策急剧膨胀之后的货币开始逐步收紧为背景的。2009 年 4 万亿刺激之后，上层逐渐意识到过快的货币扩张的副作用开始显露，然而大量基建及地产项目投资扩张仍需要后续资金支持。宏观政策导向下银行信贷供给的快速回落与融资惯性需求的极大不平衡加速了自下而上的金融创新。我们将信托规模与银行信贷、社融规模的变化进行比较，可以发现信托规模增速的变化与社融增速变化的协同度更高，而与银行信贷增速变化的趋势往往会发生背离。我们认为前者的协同来自对于实体融资需求的反映，后者则表现了两种融资工具存在一定的替代效应。

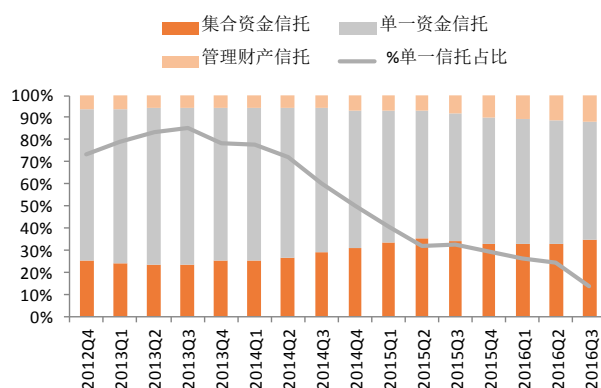
图表1 信托规模增速与社融增速协同性较高



资料来源：Wind、平安证券研究所

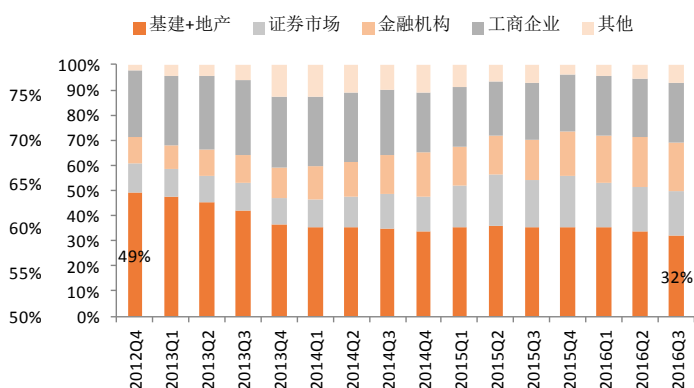
16 年以来，一行三会对于金融行业降杠杆的监管要求贯彻始终，对于信托行业而言，相比于其他资管子领域，监管对于信托领域的规范时间点更早，负面冲击在过去几年已经反映的较为充分。而由于通道业务市场受到其他机构的挤压以及监管的约束，各家信托公司自身转型的脚步开始加快，从业务类型上加大对主动管理型业务模式的开拓，而在项目端也由传统平台+地产的模式向实业、证券市场等更多元化业务领域进军。

图表2 信托通道业务占比不断降低



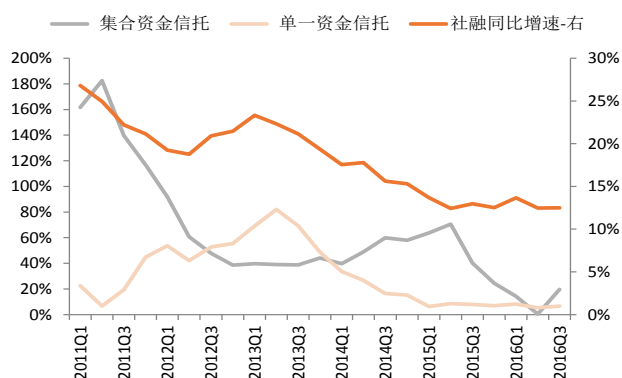
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表3 传统基建与地产类项目占比下行



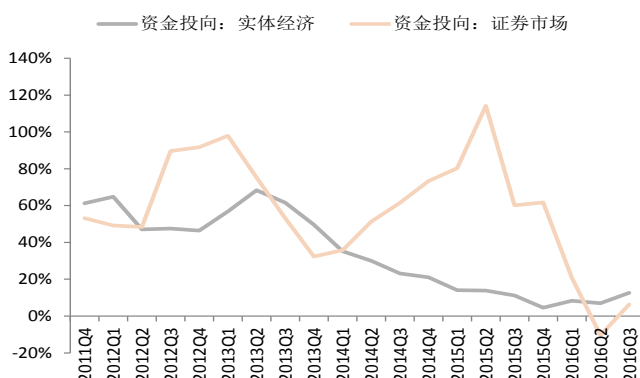
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表4 16年主被动信托规模增速筑底



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表5 证券投资信托增速 15年下半年以来快速下滑



资料来源：Wind，平安证券研究所

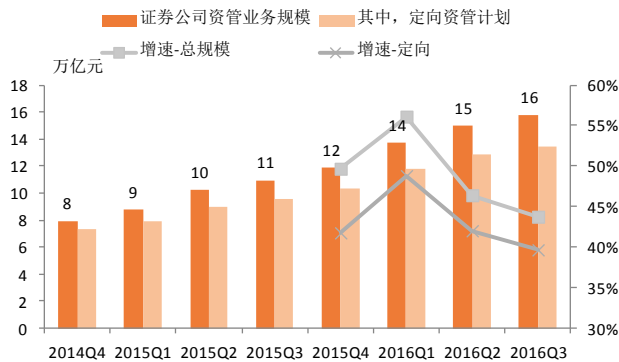
图表6 信托行业监管从 11 年开始趋严

时间	相关批文	主要内容	针对的创新产品
2009.12	《关于进一步规范银信合作有关事项的通知》(111号文)	银信合作理财产品不得投资于理财产品发行银行的信贷资产或票据资产	银信合作
2010.8	《关于规范银信理财合作业务有关事项通知》(72号文)	信托公司不得安排通道类业务	银信合作
		产品期限不得低于1年，不得为开放式	
		融资类业务余额占银信理财合作业务余额比例小于30%	
2011.6	《关于切实加强票据业务监管的通知》	立即停办违规机构票据业务，完善会计核算 排查银行承兑汇票贸易背景的真实性、贴现资金流向的合规性以及是否存在通过票据贴现逃避信贷规模等	农信社违规贴现票据
2011.6	《商业银行理财业务监管座谈会会议纪要》	明确票据等融资类资产、信托贷款、信托收益权等不得进入理财产品资产池	理财产品资产池
2011.8	《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》(7号文)	银信合作贷款余额按照每季度25%的比例予以压缩	银信合作
		信托公司对银行未转表内的银信合作信托贷款计提10.5%比例的风险资本	
2012.3	《关于信托公司票据信托业务等有关事项的通知》	包括信托公司票据信托业务和银信合作业务，这被市场解读为票据集合信托业务被正式禁止。从2011年7月票据集合信托成立量增大到此类业务被禁止，不过半年时间。	信托票据
2012.3	《关于规范同业代付业务管理的通知》(征求意见稿)	银行开展同业代付业务应遵循“三真实”原则，即具有真实贸易背景、进行真实会计处理以及体现真实受托支付。	同业代付
2012.7	《关于票据业务管理的若干规定》(征求意见稿)	要求银行加强票据业务内部管理，通过上收经营网点的自主审批权等 除了从商业汇票使用主体，票据背书，贴现、转贴现和再贴现，票据书写、更改，提示付款等方面加强票据业务规范性之外，央行还重点提及票据业务内部管理。	银证/银基票据合作
		“纸质商业汇票贴现后，持票银行只能将票据转让给其他银行、财务公司或中国人民银行。”	
2012.8	《关于规范同业代付业务管理的通知》	同上，另外明确新老划段同时隔年转表的规定	同业代付
		2012年底前到期的业务，可采取自然到期结清；2012年底后到期的业务，应于2012年12月31日前按照通知要求整改到位。	
2013.3	《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》	投资非标产品必须“一一对应”	理财产品
		非标产品设置上限：理财产品余额的35% or 总资产的4%； 不能以自有资金安排回购条款	
2013.5	《关于排查农村中小金融机构违规票据业务的通知》	农信社违规票据监管排差	买入返售票据收益权
2014.1	《国务院关于加强影子银行业务若干问题的通知》(107号文)	1) 全口径界定影子银行概念和框架	全面监管影子银行的框架性文件
		2) 按照目前“分业经营、分业监管”的职责，各监管部门进一步落实监管责任	
2014.1	银监会《在2014年全国银行业监督管理工作会议上的讲话》	1) 明确同业及理财为2014年银监会工作重点；2) 要求商业银行对同业业务建立专营机构，理财业务设立事业部制3) 要求同业业务回归流动性管理本质，理财业务回归代客理财的本质4) 1季度定方案，2季度见到实际成效	理财及同业业务监管
2014.3	《中国银监会办公厅关于2014年银行理财业务监管工作的指导意见》(39号文)	限制资金池运作、排查理财产品流动性风险	理财产品
2014.3	部分银监局下发《关于同业业务规范和改革治理有关事项的通知》	1) 严格执行同业监管额度、期限等规定，加快同业业务专营机构设立；2) 防范和排查同业业务风险，补提准备金和计提资本；3) 同业集中度设置	同业业务
2014.5	《关于规范金融机构同业业务的通知》(127/140号文)	逐项界定并规范了同业拆借、同业存款、同业借款、同业代付、买入返售(卖出回购)等同业投融资业务	同业业务
		强化了金融机构同业业务内外部管理要求，规范了会计核算和资本计量要求，设置了同业业务期限和风险集中度要求，强调了加强流动性管理的重要性。	

资料来源：银监会、平安证券研究所

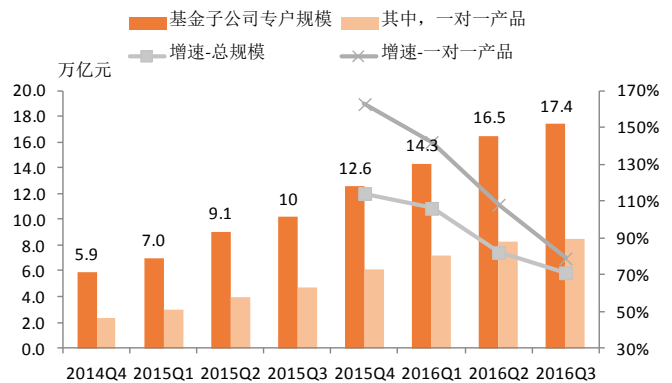
我们认为由于信托行业对监管及其他外部冲击的调整已较为充分，而 2016 年出台的各项新规对其他通道约束的明显增强，预计监管思路在 17 年仍将得以延续，使得信托牌照价值有所提升。

图表7 证券资管规模增速放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

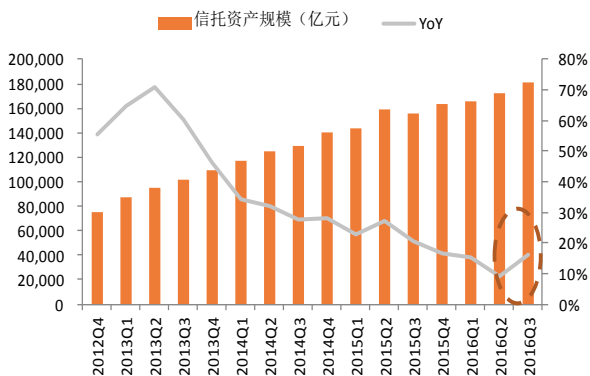
图表8 基金子公司规模增速放缓通道类降幅明显



资料来源: Wind, 平安证券研究所

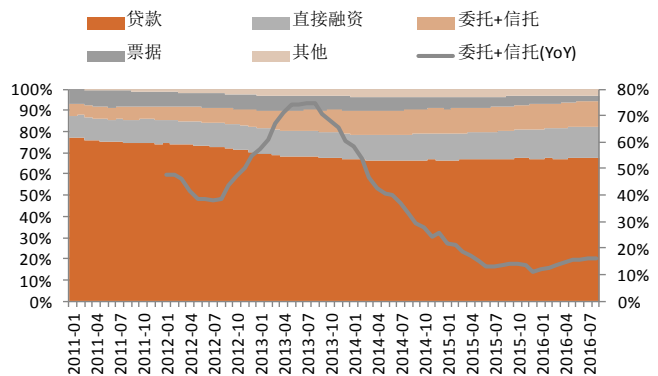
此外, 我们认为在 17 年银行信贷供给偏紧, 企业债券融资受限的背景下, 企业融资需求将向信托行业转移, 带动行业景气度提升。从 2016 年 3 季度信托业协会公布的数据来看, 信托规模同比增速由 2 季度末 9% 回升至 16%, 这是自 2013 年 3 季度以来首次出现反弹, 这样的趋势有望在 17 年得以延续。我们判断 2017 年全年信托存量规模将增加 3.5-4 万亿至 22.5-23 万亿, 对应同比增速 18%-21%, 在 16 年 3 季度基础上继续回升。

图表9 信托资产规模增速 3 季度反弹



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 信托和委托贷款增速底部回升

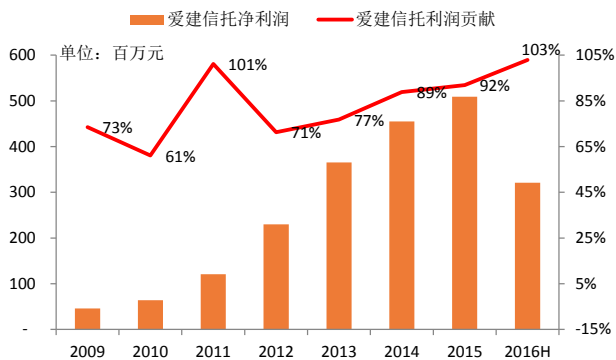


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 信托主引擎回暖带动公司业绩反转

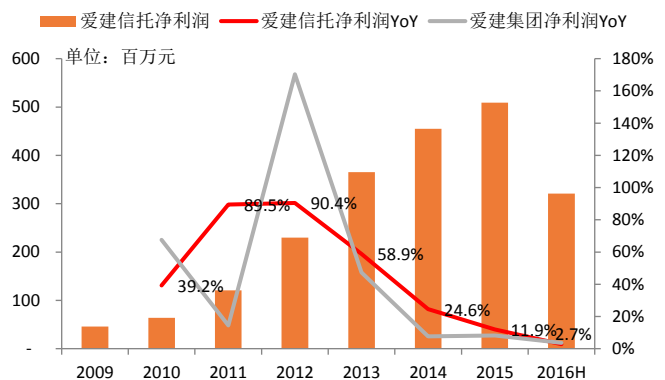
作为公司业务发展的主引擎, 信托板块一直是爱建集团最主要的利润来源。2012 年以来信托对于集团利润的贡献度始终保持在 70% 以上并不断攀升, 16 年上半年该比重更是超过 100%, 信托板块的贡献是决定集团业绩的核心因素。因此, 在近年来爱建信托利润增速放缓的背景下, 集团业绩增速也呈下滑趋势, 16 年上半年爱建信托净利润增速为 2.7%, 集团净利润增速为 3.7%, 为集团 08 年金融危机以来最低水平。

图表11 爱建信托是集团利润的主引擎



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 近年来信托利润增速明显放缓

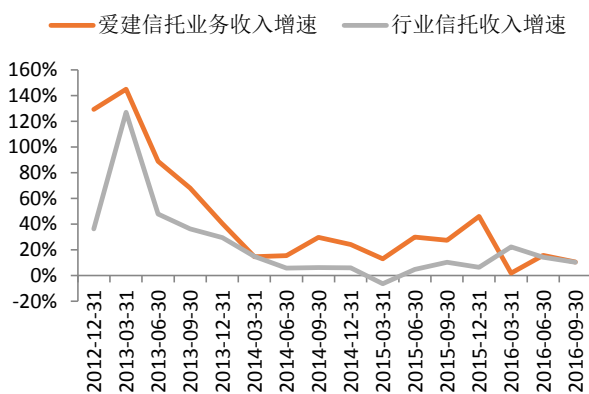


资料来源: Wind, 平安证券研究所

近年来爱建信托业绩增速下滑主要受到行业及公司两个层面因素的影响。行业层面的因素我们在上一节已经进行了阐释，行业监管的趋严以及其他资管子行业的兴起制约了信托业务规模的增长，因此虽然 2012 年上海国际集团等投资者的进入充实了爱建信托发展的资本，但受制于行业整体景气度的下行，公司在经历了 11-12 年的业绩爆发后又开始步入下行通道之中。

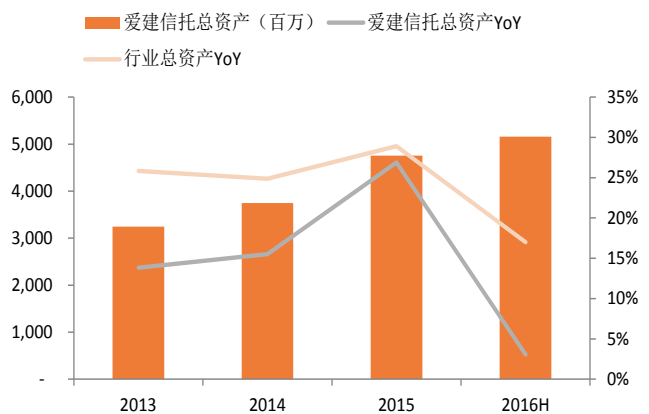
从公司层面来看，上海国际集团的进入也带来了公司管理层的变化（时任上海国际集团副总经理的杨德红前往爱建集团担任总经理，公司的董事长由原上海市金融服务办公室副主任范永进接任），国有元素的加入使得公司的经营风格变得更为保守和稳健。这样的变化对此前经历了不少风波的爱建来说有一定积极意义，不过另一方面也对公司的经营活力带来一些抑制。而进入 2015 年下半年，均瑶集团接棒上海国际集团成为爱建集团第二大股东，随之又带来新一轮公司战略方向的调整，顶层设计的调整难以避免地对公司的经营产生负面影响。

图表13 爱建信托主业收入增速放缓



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 爱建信托固有业务规模增长慢于行业

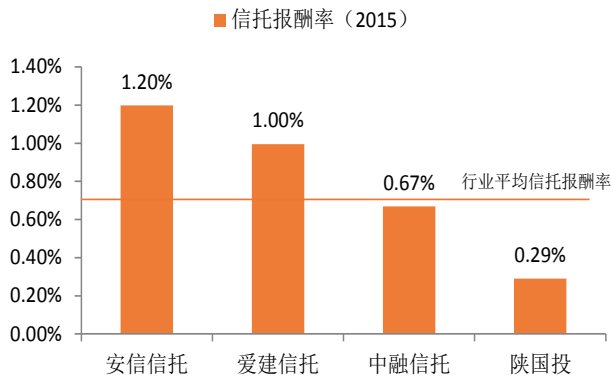


资料来源: Wind, 平安证券研究所

爱建信托盈利能力好于行业平均，但市场份额呈下滑趋势。横向对标来看，我们认为爱建信托的盈利能力位于行业中上水平，信托报酬率与主动业务规模占比均好于行业平均数水平。但受困内外部

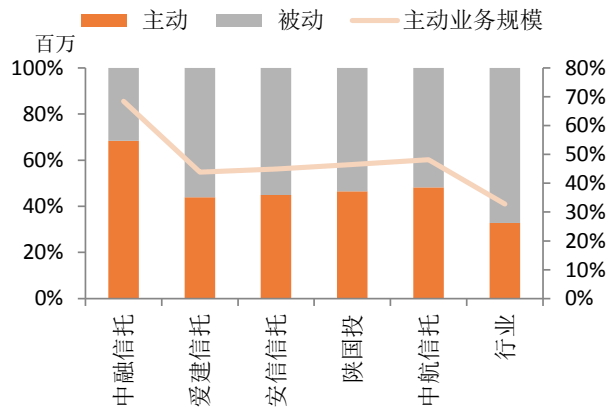
因素影响，爱建信托的市场份额在 2012 年以后有所下滑，目前仅占市场 3%，其利润、信托规模、资本实力均在行业中排名中下游，也拖累了公司 ROE 水平。

图表15 爱建信托报酬率水平高于行业



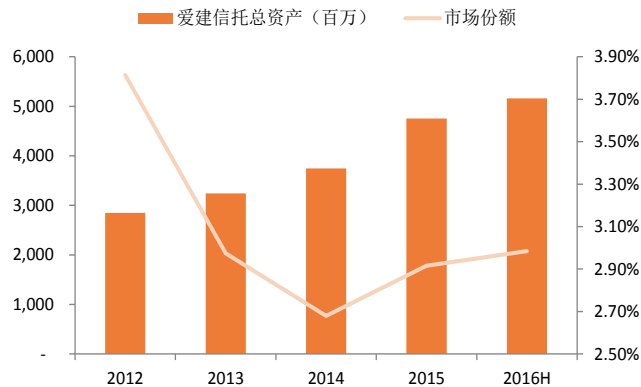
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 爱建信托主动业务管理规模高于行业平均



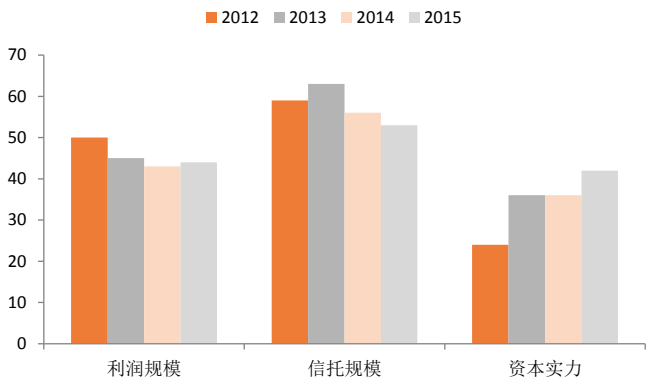
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表17 爱建信托市场份额占比较低



资料来源：Wind，平安证券研究所

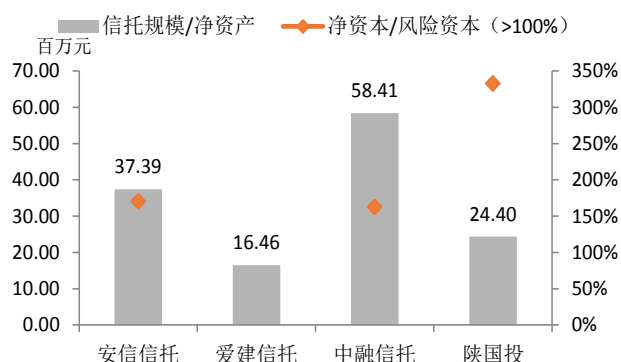
图表18 爱建信托规模指标排名位居行业中下游



资料来源：Wind，平安证券研究所

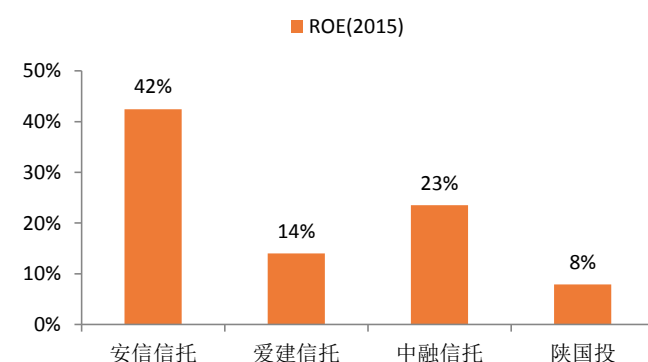
爱建信托的杠杆率水平存在较大提升空间，业绩改善潜力十足。我们发现爱建信托的整体杠杆率（受托资产/净资产）的比例从 2011 年以前的 20 倍下降到目前仅 16 倍左右，几乎位于所有信托公司最低的水平。而目前信托行业平均杠杆水平已上升到 40 倍以上，即使是同样位于上海地区、同样以主动型管理为主的上海国际信托，其杠杆率也在 30 倍左右。未来伴随杠杆率向行业均值的回归，爱建信托的 ROE 水平将逐步回升到行业平均甚至以上。

图表19 爱建托杠杆率行业低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 爱建信托 ROE 水平在对标公司中处于中下游



资料来源: Wind, 平安证券研究所

内外部环境的积极变化有望带动爱建信托主业回暖反弹。16 年下半年以来,前期困扰爱建信托发展的内外部环境均发生了一些积极变化:1)行业层面受益于资管行业格局的调整以及表外融资的复苏;2)公司层面,新股东均瑶集团的入主带来的短期震动逐步消退,经营重归稳定,同时也将爱建集团未来的发展方向引回金融主业。两方面因素的共同作用将催化公司信托主业回暖反弹。

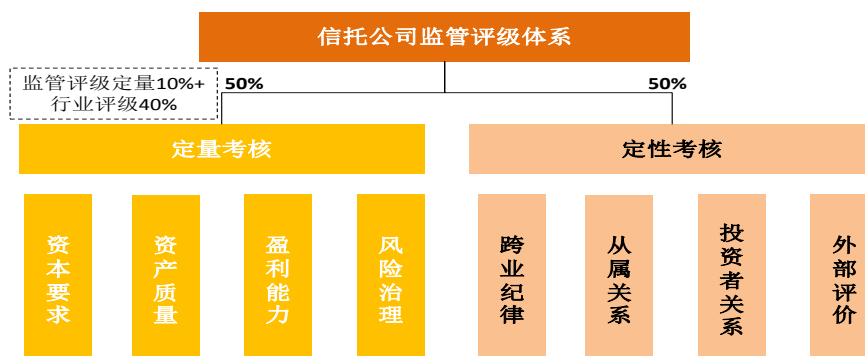
1.3 行业分级监管落地,利好上市信托公司长期发展

随着新版《信托公司监管评级办法》以及《信托公司行业评级指引(试行)》的落地,信托行业未来分级监管雏形已现。对于信托公司来说,未来资本实力和自身增值实力将很大程度上决定了公司未来的发展空间。前者由信托公司的资本金规模决定,后者考核的是信托公司的经营效率和业务能力,两项指标均体现了信托公司的硬实力。

从目前行业现状来看,大部分信托公司在资本实力和增值能力均无法达到满分标准,例如从净资本一项来看,15 年末预计净资本能够达到 100 亿获得满分的仅有包括平安、中信在内的 5-6 家信托公司,而 ROE 能够达到满分的信托公司也只有 20 家不到,预计未来能够达到创新类评级的信托公司并不会太多。

考虑行业分类评级与业务范围挂钩的情况下,部分无法达标的信托公司由于在业务经营范围上受到限制,其与业内优质信托公司间的差距将被进一步放大,加速行业分化。在这一过程中,我们认为上市信托公司以及股东资金实力丰富的信托公司由于其在融资渠道上的便利性将占据明显优势。

图表21 信托公司监管评级考核要素



资料来源: 银监会、平安证券研究所

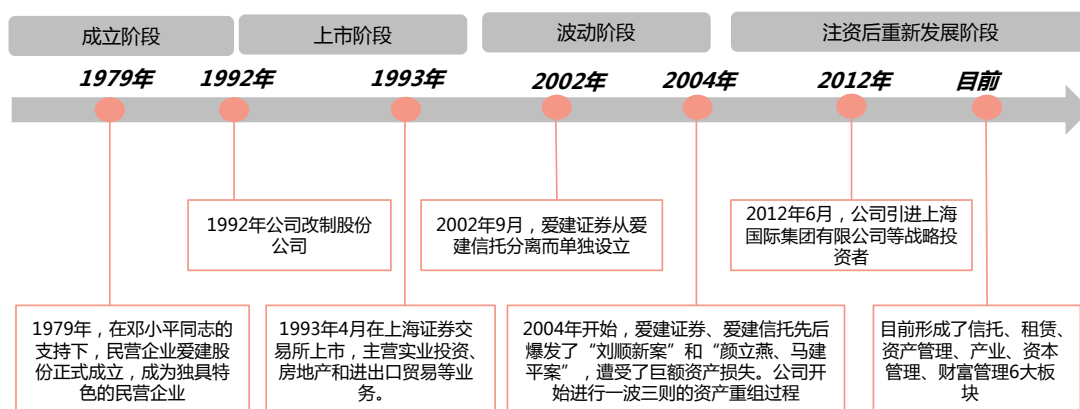
二、均瑶入主激发民营机制活力，资源协同重新启航

2.1 均瑶入主重归民营血统，机制红利有待释放

■ 爱建集团的前世今生

爱建集团前身是上海市工商界爱国建设公司。1979年，在邓小平同志的支持下，民营企业爱建集团正式成立，成为独具特色的民营企业。1992年公司改制股份公司，是大陆改革开放后首家民营企业。此后，爱建集团在进入2000年后内部治理出现一定问题，导致公司经营步入调整期，直至2011年在上海市政府的牵头下由上海国际集团等4家公司出资定增后，公司业务才逐步重回正轨。上海国际的入主为爱建带来了稳定，不过同时也为爱建增添了更多国企化的元素。

图表22 爱建集团发展历程

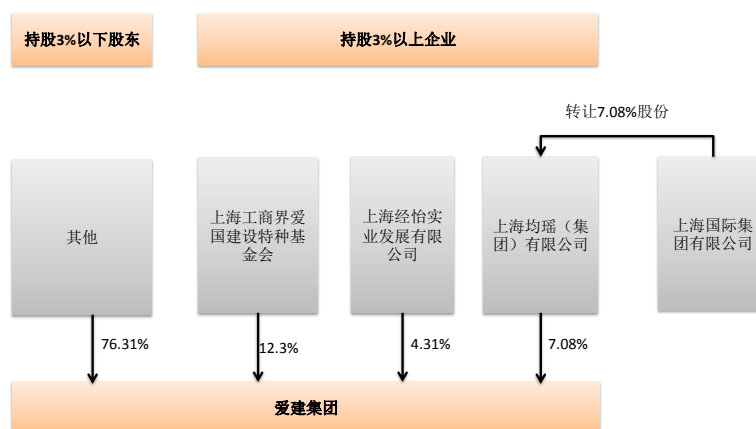


资料来源：公司网站、平安证券研究所

■ 均瑶入主，民营血统回归

公司股东结构在2015年下半年再次迎来新的变化。2015年9月，爱建集团原第二大股东上海国际集团将其持有的爱建集团1.02亿股A股（占爱建集团总股本7.08%），以每股18.32元转让给上海本地知名的民营企业——均瑶集团，并在当年12月完成过户。由此均瑶集团成为爱建集团的第二大股东，为爱建再次注入了民营基因。

图表23 均瑶集团入主，股权结构分散



资料来源：公司公告、平安证券研究所

均瑶集团的入主有望提升公司经营效率。随着爱建集团股权结构调整的完成，公司董事会及高管的人员变动也相继落地。2016年7月，公司通过换届选举，任命均瑶集团董事长王均金为公司新任董事长。此外，新任的董事、监事及高管队伍中还包括了原上海农商行行长侯福宁、原上海银监局副局长蒋明康、原海通新能源基金董事长金晓斌等在金融业从业多年的资深业内人士。在子公司层面，原浦发银行上海分行副行长张建中于16年11月正式前往爱建信托任总经理一职。均瑶的入主完善爱建集团顶层设计蓝图，优秀金融人才的加盟有助于公司改善经营效率，公司未来发展前景值得看好。

图表24 爱建集团新进董事、监事、高管

	人员	职位	到任时间	背景
董事	王均金	董事长	2016.07	均瑶集团董事长
	张毅	董事	2016.07	现任金杜律师事务所高级合伙人
	侯福宁	董事	2016.07	曾任上海农商银行行长，现任上海均瑶(集团)有限公司副总裁
	蒋海龙	董事	2016.07	现任上海均瑶(集团)有限公司副总裁
	乔依德	独立董事	2016.07	曾任美国纽约人寿(上海)首席代表，现任上海发展研究基金会副会长、秘书长
	季立刚	独立董事	2016.07	上海市法学会金融法、破产法研究会副会长
	郭康玺	独立董事	2016.07	现任沪港国际咨询集团党委书记、董事长
监事	胡爱军	监事会副主席	2016.07	现任爱建股份人力资源部总经理
	王晓鹏	监事	2016.07	曾任国富浩华会计师事务所董事长，现任国富浩华会计师事务所管理合伙人
	金晓斌	监事	2016.07	曾任海通新能源基金管理公司董事长，现任上海骋宇实业有限公司高级顾问
	樊芸	监事	2016.07	曾任上海富申国有资产评估有限公司董事长，现任上海富申评估咨询集团董事长
	任俊芳	监事	2016.07	曾任信永中和会计师事务所上海分所高级项目经理，现任上海爱建股份审计总部副总经理
高管	蒋明康	副总经理	2016.07	曾任上海银监局副局长，曾在上海均瑶(集团)有限公司工作。
	侯学东	董秘	2016.07	现任上海方达投资发展有限公司董事长

资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 均瑶的入主不会改变爱建与本地政府间良好的合作关系

爱建集团前身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”的指示精神鼓舞下所创建，因而爱建集团的第一大股东爱建特种基金会有着浓厚的政府背景。在国企改革的大背景环境下，公司有望迎来新的发展机遇。同时，新进股东均瑶集团是上海当地的知名民营企业，同样在各个领域与本地政府在城市基础设施建设、交通、教育等方面有着广泛而深入的合作。我们认为均瑶的加入并不会破坏爱建集团原先在政府合作上的优势，更有利于合作领域的进一步拓宽。

图表25 均瑶与政府的合作项目

时间	合作项目
2008. 09	均瑶文化传播与都江堰政府签订了都江堰—青城山文化创意产业战略合作伙伴战略合作协议。
2012. 09	均瑶集团与温州瓯江口新区管委会签订均瑶现代城建设合作框架协议，投资总额达55亿元人民币。
2013. 06	黄冈市、黄梅县政府与均瑶集团、赣商集团在汉签订战略合作框架协议，共同推进小池新型城镇化发展。
2015. 05	沈阳市政府与上海均瑶集团签署战略合作框架协议，双方将在无线智慧城市、信息惠民工程、基础教育战略和均瑶味动力饮品加工基地等方面进行深入合作。
2015. 07	均瑶集团签约辽沪两省经济合作项目。
2015. 07	金山区政府与均瑶集团签订合作办学框架协议，均瑶集团在金山区新建一所覆盖各学段的一贯制民办学校。
2015. 09	均瑶集团与浦东新区人民政府签订战略合作，将金融控股总部、航空母港产业园、新业务总部、科创产业园、建世外优质教育资源等项目与浦东新区深度合作。
2016. 06	均瑶集团斥80亿元打造“宜昌环城南路片区棚户区改造项目”。
2016. 10	均瑶集团在全国对口支援洽谈会上与夷陵区政府签订了均瑶三期PET瓶乳酸菌水项目意向协议。

资料来源：公司网站、平安证券研究所

2.2 均瑶产业布局丰富，协同效应值得关注

■ 均瑶集团是上海本地知名民营企业

均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业，成立于1991年7月。截至16年9月，均瑶集团资产规模达352亿元，13~15年资产规模CARG达31.0%；实现营收159亿元；净利润为12.9亿元，13~15年CARG达57.3%。2016年，均瑶集团获“上海企业100强”第43位、“上海民企100强”第7位、“上海服务业企业100强”第24位等多项殊荣。

目前，均瑶集团以航空运输、商业零售和金融服务业为三大主营业务，并涉及教育服务、信息科技、投资等领域。公司实力雄厚且涉足领域多元，近年来更是加快了金融板块的布局进程。

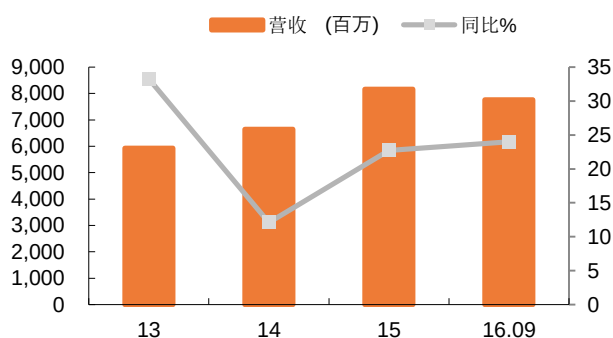
图表26 均瑶集团业务布局



资料来源：公司网站、平安证券研究所

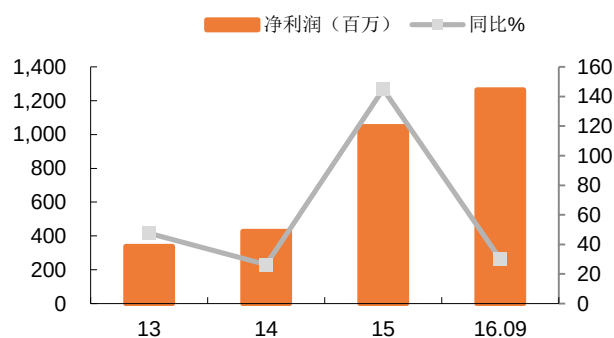
均瑶旗下公司中，吉祥航空是其实业板块中的核心部分。吉祥航空于2006年9月25日开航运营，截至2016年2月，已拥有50架全新空客A320、A321系列飞机，是世界上最年轻的机队之一。截至16年9月，吉祥航空资产规模175亿元，实现营收77.6亿元（YoY 24.0%），净利润12.6亿元（YoY 30.0%）。

图表27 吉祥航空营收规模扩大



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 吉祥航空 15 年净利润可观

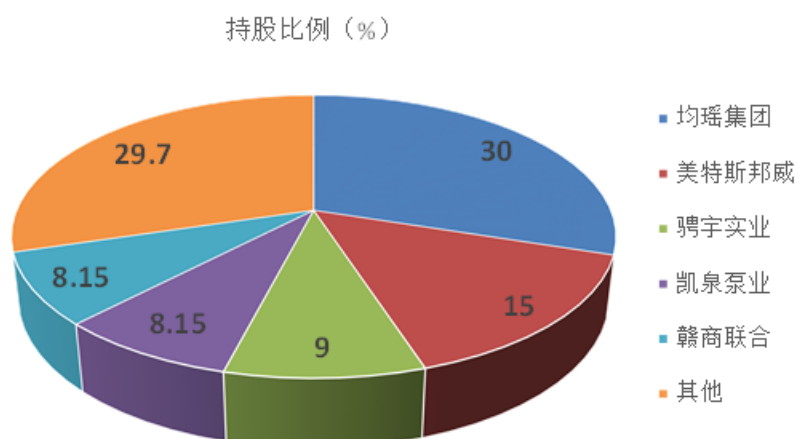


资料来源：公司公告、平安证券研究所

近年来，均瑶集团更是将触角伸及金融行业，目前旗下已经拥有银行、租赁等业务牌照。

上海华瑞银行是首批的五家民营银行之一，16 年成为投贷联动业务首批试点银行之一。均瑶集团作为华瑞第一发起人，出资 10.5 亿元，持有华瑞 30% 股份。截止 2015 年 8 月，华瑞银行总资产达 128.6 亿元；营业净收入为 1.34 亿元，其中净利息收入 3498 万元，手续费及佣金收入 2647 万元，投资收益 7251 万元，实现净利润 0.19 亿元。

图表29 华瑞银行股权结构



资料来源：公司网站、平安证券研究所

华瑞租赁作为均瑶集团旗下专业租赁公司，是吉祥航空 75% 控股的合资企业。华瑞租赁以融资租赁、商业保理为模式载体，借助自贸区的境内外融资便利，逐步成为航空业乃至国内、国际企业融资租赁的重要平台。华瑞租赁目前以飞机租赁为主业。截至 16 年前 3 季度末，华瑞租赁资产规模 30 亿元，实现营收 1.39 亿元，净利润 1700 万元。

此外，凭借均瑶强大的资源优势，旗下华瑞金科打造了创新互联网金融资产交易服务平台“自金网”，将传统金融与互联网技术相结合，通过优化金融资产配置，提高了投融资效率。自金网连接投、融资两端客户，依托均瑶集团，有较丰富的金融资源。爱建集团能够利用自金网平台，扩大公司的金融领域覆盖范围，同时拥有更多的融资渠道，增强公司的综合实力。

图表30 自金网平台运作原理



资料来源：公司网站、平安证券研究所

均瑶集团下属金融类公司还包括：上海宝镜征信服务股份有限公司（正在申请第二批个人征信牌照）、上海智邦创业投资有限公司（主营投资、并购咨询服务等业务）、上海国瑞投资管理中心（主营实业投资）。均瑶集团旗下丰富的金融资产资源，未来或将通过爱建来实现上市，资产注入发展可期。

图表31 均瑶集团下属金融类公司

公司名称	注册资本（百万元）	经营概况
上海华瑞银行股份有限公司	100	国内首批民营银行之一，2015年获批开业，服务小微，积极探索投贷联动商业新模式。
上海华瑞融资租赁有限公司	550	以融资租赁、商业保理为模式载体，致力于融资租赁和商业保理为主要形式的金融支持和相关增值服务。
上海华瑞金融科技有限公司	100	专业从事互联网金融服务及互联网资产交易平台建设、运营的互联网金融公司
上海宝镜征信服务股份有限公司	50	提供征信服务，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	150	实业投资、项目投资，资产托管，企业并购及相关咨询服务
上海国瑞投资管理中心	5	实业投资

资料来源：公司网站、平安证券研究所

我们认为爱建集团获均瑶集团资本入注后，一方面均瑶集团的实业部分可以为爱建集团创造金融服务需求，另一方面可以通过两家集团的金融资源整合，增厚爱建集团的业务实力，发挥协同效应优势：

➤ 均瑶集团可共享爱建的金融牌照优势

爱建集团拥有信托、证券、租赁等稀缺性金融牌照，对于均瑶集团来说具有不可抗拒的吸引力。均瑶入主爱建集团，在一定程度上打破了原有的金融牌照稀缺的隔阂。凭借爱建集团的金融资源，均瑶集团能够与自身新兴金融业务实现优势互补，从而获取协同效应。

➤ 未来存在较大资源整合空间

考虑到入主爱建集团后，爱建将成为均瑶唯一的金融系上市平台（均瑶控股的吉祥航空与大东方均以实业为主），未来均瑶旗下的金融资源与爱建集团存在较大整合空间。

而在 17 年 1 月，爱建集团或控股子公司拟以现金方式受让吉祥航空以及吉祥香港合并持有的华瑞租赁 100% 股权。爱建集团旗下爱建租赁经营范围为融资租赁业务、租赁业务等，而华瑞租赁主要通过吉祥航空等企业开展飞机经营性租赁业务。爱建收购华瑞租赁，进一步完善公司金融租赁布局，扩大了公司租赁金融的业务范围。

三、 六大板块布局完善，定增完成再赢扩张契机

3.1 定增方案调整体现公司发展决心

公司调整战略规划及定增方案。2015 年 11 月，爱建集团拟向均瑶集团、王均金、王均豪非公开发行股份购买其合计持有的均瑶乳业 99.8% 股权。2016 年 3 月，公司对重组方案进行调整，将非公开发行股份购买均瑶乳业调整为向均瑶集团非公开发行股份募集资金，以每股 8.97 元定向增发 2.45 亿股。2016 年 8 月，爱建集团调整定增方案，发行价格由每股 8.97 元调整为 9.20 元，发行股票数量由不超过 2.45 亿股调减为不超过 2.39 亿股；募集资金用途调整为：12 亿元用于增资爱建信托；5 亿元用于增资爱建租赁；4 亿元用于增资爱建资本；剩余 1 亿元偿还银行借款。

此次调整使得爱建集团的战略方向再度向金融板块回归，反映了大股东均瑶集团对爱建集团未来发展的明确定位以及坚定拓展金融主业的决心。同时，爱建集团作为均瑶唯一的金融上市平台，未来内部资源的整合有望加速（如均瑶旗下未上市的华瑞银行、华瑞租赁）。

图表32 爱建集团定增方案调整过程

时间	内容
2015.09	上海国际集团拟将持有的爱建集团1.02亿股A股（占爱建集团总股本7.08%）转让给上海均瑶（集团）。
2015.11	公司同意拟发行股份购买均瑶集团、王均金、王均豪合计持有的均瑶乳业99.81%的股份。
2015.12	上海国际集团完成所持爱建集团1.02亿股A股（占7.08%）过户转让。
2016.03	均瑶集团拟以现金方式，以8.97元每股认购爱建集团非公开发行的2.45亿股A股股票。
2016.08	爱建集团拟向均瑶集团非公开发行不超过2.39亿股股票，均瑶集团以现金方式认购，每股9.20元，发行后均瑶集团持有爱建集团20.34%股份。
2017.01	非公开发行方案调整：募集资金由不超过22亿元改为17亿元；发行不超过2.39亿股改为1.85亿股；发行后均瑶持有爱建集团17.67%股份。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

而在 2017 年 1 月，为了尽快推进公司定增落地，爱建再次调整非公开发行方案。本次非公开发行方案的调整中，发行股票的数量由不超过 2.39 亿股，调减为不超过 1.85 亿股；募集资金总额由 22 亿元调减为 17 亿元；其中 12 亿元用于补充爱建信托资本金，4 亿元由爱建信托作为主体，实施股权创投投资项目，剩余 1 亿元用于偿还银行借款。我们认为定增方案主要源自目前监管层对于上市公司类金融业务融资的审慎态度，调整后的方案虽取消了对爱建租赁的增资，但考虑到爱建旗下各个金融牌照之间的协同合作空间，未来并不会成为制约爱建租赁发展的束缚，反而更有利于推进定增的尽快落地。

图表33 爱建集团于17年1月再次修改定增方案

调整前			调整后		
募投项目	投资总额（万元）	使用募金（万元）	募投项目	投资总额（万元）	使用募金（万元）
增资爱建信托	120,000	120,000	增资爱建信托	120,000	120,000
增资爱建租赁	50,000	50,000	爱建信托实施创投投资项目	40,000	40,000
增资爱建资本	40,000	40,000	偿还银行	10,000	10,000
偿还银行	10,000	10,000			
合计	220,000	220,000	合计	170,000	170,000

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.2 信托领头金控平台推进稳步，6大子公司战略协同

■ 爱建信托未来规模扩张空间较大

我们对定增后公司的信托业务规模以及手续费收入的极限进行了测算，假设净资本水平为公司定增后净资产的80%，公司的信托业务主被动结构与15年基本相同，占比中主动类业务占比维持在40%左右，房地产类业务占比维持18%不变，通道类业务比例同样维持在40%，在净资本正好覆盖风险资本的情况下，公司的信托规模将接近3400亿元，是2015年末规模的3.59倍。

按我们估算公司目前加权平均信托资产报酬率0.9%的水平测算公司未来手续费收入可以达到30.5亿，是公司2015年全年的3.97倍。考虑到爱建信托目前杠杆率较低，自身规模扩张空间尚未充分使用，未来信托主业的贡献值得期待。

图表34 爱建集团于17年1月再次修改定增方案

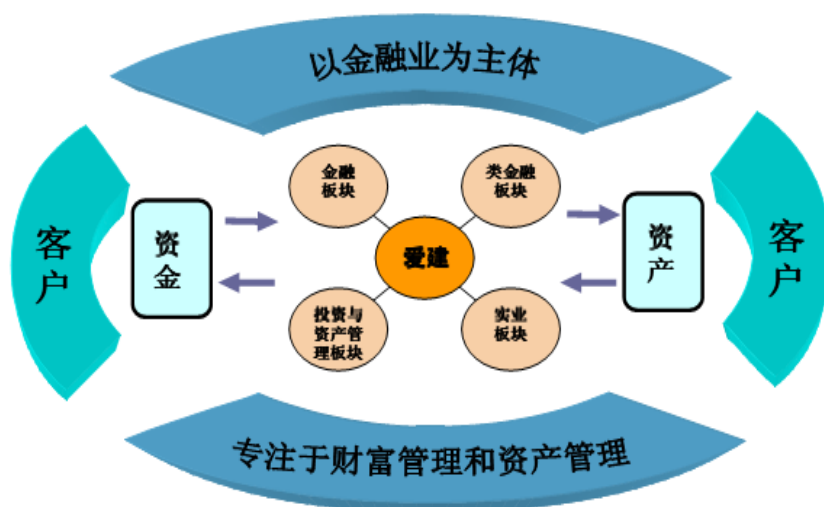
信托类型	预计规模 (百万元)	规模占比 (现在)	规模占比 (未来)	净资本 计提比例	定增后净资本水平 (百万元)
主动类	135,932	40%	40%	1.50%	
房地产类	61,170	18%	18%	3%	
通道类	142,729	42%	42%	0.10%	
合计	339,831			1.2%	4,016.80
信托资产报酬率					0.90%
手续费收入(百万元)					3,058.48

资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 组织架构理顺将提升6大板块的协同

前两年爱建集团处在组织架构调整、业务人员补足、子公司建立并完成增资的战略部署阶段。2017年开始，随着核心管理层的落定和业务人员将逐步到位，围绕公司战略定位，结合公司自身特点与优势，公司四大业务板6大子公司运行模式逐步成熟，它们分别是金融板块、类金融板块、投资与资产管理板块以及产业板块，涵盖了爱建信托为核心的集合租赁、资产管理、产业、资本管理、财富管理等业务条线的6大子公司模块。

图表35 爱建集团战略布局 4 大业务板块，6 大子公司



资料来源：公司公告、平安证券研究所

截止 2016 年上半年，各个业务条线的总资产/利润构成之中，爱建信托分别占比为 51%和 84%。业务板块的利润及规模增长较快的是爱建租赁，已占到整体总资产/利润的 30%/11%。我们认为随着定增资金的到位以及均瑶金融子版块与爱建子公司之间的整合，未来在信托主业平稳发展的前提下，包括租赁、产业投资等子模块的利润贡献将不断提升，提升公司业绩弹性。

图表36 爱建集团子版块经营概览

业务结构	子公司名称	股权比例 (%)	成立时间	注册资本 (亿元)	经营范围	经营情况 (2016年中报, 万元)			
						总资产	净资产	营收	净利润
6 大重点业务子公司	爱建信托	100	1986年	30	资金信托，动产信托，不动产信托，有价证券信托，其他财产或财产权信托，作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务等	515,821	415,485	47,119	32,119
	爱建资产管理	100	2013年6月	2.5	投资管理，资产管理，商务咨询，工程管理领域内的技术咨询、技术服务，物业管理，企业管理咨询	108,075	24,665	NA	-109
	爱建产业	100	2013年7月	2	实业投资、资产管理、投资管理、企业管理、商务咨询	31,367	24,379	NA	166
	爱建融资租赁	100	2013年4月	11	融资租赁业务；租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保	302,768	74,548	NA	4,441
	爱建资本管理	100	2013年5月	1	资产管理，股权投资，股权投资管理，实业投资，投资管理，投资咨询，商务信息咨询，财务咨询（不得从事代理记账）	10,353	10,257	NA	112
	爱建财富管理	100	2013年9月	0.5	理财咨询，理财产品研究开发及技术咨询，投资咨询、投资管理，资产管理，财务咨询（除代理记账）	26,565	5,050	NA	24
其他重要子公司	爱建（香港）	100	1988年	1.4	一般贸易和投资	19,231	15,984	NA	1,596
	爱建证券	20	2002年	11	证券经纪、证券承销与保荐、证券自营、财务顾问、企业并购、投资咨询、证券自营买卖、证券资产管理、证券投资基金代销、代办股份转让和股份报价等		NA		
	爱建建筑设计院	30	1984年	0.03	国内外建筑装饰工程设计和咨询服务，工程总承包（涉及行政许可的，凭许可证经营）		NA		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、盈利预测及估值

4.1 盈利预测

我们认为爱建集团未来的盈利增长点仍将主要来自爱建信托以及爱建租赁。同时公司通过爱建财富力图打造的第三方财富管理平台值得期待，但短期还无法形成业绩贡献。我们预计爱建集团 2017、2018 年的利润增速分别为 41%/28%，对应 EPS 为 0.66/0.84 元。其中核心假设如下：

- 爱建信托：我们认为公司新管理层的落定将带来激励机制的变化，公司未来会加快信托管理规模的扩张速度。未来两年的信托资产规模增速分别为 40%/30%；我们假设信托业务报酬率由于快速的规模扩张从 16 年的 1.1% 逐渐下降到 2017、18 年的 0.9% 左右水平。
- 爱建租赁：爱建租赁从 13 年组建开始，正处在快速增长的业绩爆发期。借助自贸区的政策红利，资本补充及华瑞租赁整合完成后规模扩张空间进一步打开。我们预计爱建租赁 2017、18 年的营收增速分别为 79% 和 33%。净利率维持在 40% 左右。

投资收益：预计随着后续资本补充的完成，公司在未来会加大了股权投资的比例，预计 2017、18 年公司投资收益增速将在 50%/20%。

4.2 估值分析

我们对爱建集团进行分部估值法，由于爱建的 6 大子公司主要业务仅刚刚开始起步，除信托、租赁外的其他板块对公司业绩贡献度几乎可以忽略不计，因此我们对公司的估值主要集中在信托及租赁板块以下几个方面：

- 爱建信托：作为爱建集团中最重要利润贡献来源，我们将参考上市信托公司的可比水平进行估值。目前上市的四家可比信托公司对应 17 年 PE 平均水平为 23 倍。我们认为爱建信托未来的盈利增速将高于信托行业平均，保守按行业平均 23xPE 以及我们预测的爱建信托 17 年 8-9 亿净利润水平估算，对应市值 184 亿-207 亿。

图表37 信托可比公司估值

	PE			PB		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
安信信托	17.76	13.56	11.40	5.68	4.10	3.07
经纬纺机	38.39	32.76	26.42	2.65	2.46	2.28
陕国投A	35.28	26.46	19.84	2.74	2.56	2.36
平均	30.49	23.63	18.69	3.57	2.98	2.53

资料来源：公司公告、平安证券研究所

- 爱建租赁：爱建租赁处于低基数发展期，未来三年的 CAGR 将达到 40%-50%。我们给予 17 年 25X 的 PE，这样对应大约 40 亿左右的市值。

综上所述，我们估算爱建集团的合理市值大约在 224-247 亿左右，对应股价大约为 16-17 元左右。对应 2017/18 年 3.3/2.9 倍 PB，以及 26/20 倍的 PE 水平。

图表38 爱建集团盈利预测

资产负债表	2015	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2015	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	10,728	12,367	14,195	16,537	19,383	增速					
流动资产	3,469	4,205	4,259	4,961	5,815	总资产	32%	15%	15%	16%	17%
非流动资产	7,259	8,162	9,937	11,576	13,568	其中：发放贷款	-27%	-27%	15%	16%	17%
其中：发放贷款	1,516	1,113	1,278	1,488	1,744	总负债	66%	19%	15%	16%	17%
负债	4,972	5,936	6,814	7,938	9,304	所有者权益	11%	12%	15%	16%	17%
流动负债	3,198	3,818	4,382	5,105	5,983	营业总收入	18%	7%	39%	27%	22%
非流动负债	1,775	2,119	2,432	2,833	3,320	利息收入	-34%	-45%	-10%	1%	17%
所有者权益	5,756	6,431	7,381	8,599	10,079	手续费及佣金收入	46%	11%	44%	34%	24%
归母所有者权益	5,746	6,420	7,370	8,581	10,058	投资收益	-3%	-12%	18%	10%	9%
负债和所有者权益	10,728	12,367	14,195	16,537	19,383	营业总成本	23%	-5%	36%	25%	21%
利润表						成本费用率	40%	36%	35%	34%	34%
营业净收入	1,356	1,453	2,022	2,562	3,118	营业利润	11%	22%	41%	28%	22%
利息净收入	155	85	76	77	90	归属母公司净利润	8%	22%	41%	28%	22%
手续费及佣金净收入	749	834	1,200	1,610	2,002	盈利能力					
投资净收入	193	170	200	220	240	信托业务报酬率	1.09%	0.90%	0.90%	0.90%	0.90%
其他营业净收入	260	364	546	655	786	信托资产规模增速	57%	50%	40%	30%	20%
营业总成本	542	516	702	879	1,064	每股收益（元）	0.39	0.47	0.66	0.84	1.03
营业税金及附加	71	29	40	51	62	每股净资产（元）	4.00	4.47	5.13	5.97	7.00
费用支出	438	492	667	833	1,007	资产负债率	46%	48%	48%	48%	48%
资产减值损失	33	-5	-5	-5	-5	市盈率	37	31	22	17	14
利润总额	771	937	1,320	1,684	2,054	市净率	3.6	3.2	2.8	2.4	2.1
所得税	216	263	371	473	577	ROAE (%)	10.2%	11.1%	13.8%	15.2%	15.9%
净利润	554	674	950	1,211	1,477	ROAA (%)	5.9%	5.8%	7.2%	7.9%	8.2%

资料来源：wind、平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033