

强烈推荐-A (维持)

爱建集团 600643.SH

目标估值: 19.5-19.5 元

当前股价: 14.98 元

2017 年 05 月 09 日

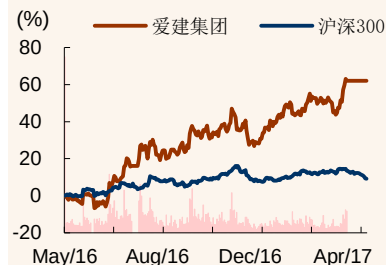
华豚要约收购30%股份，爱建花落谁家尚待观察

基础数据

上证综指	3081
总股本(万股)	143714
已上市流通股(万股)	143403
总市值(亿元)	215
流通市值(亿元)	215
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	57.8%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	22	42
相对表现	14	22	35



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《爱建集团(600643) 2017 年一季报点评—定增过会均瑶已占上风，规模花开静待业绩硕果》2017-04-25
- 2、《爱建集团(600643) 定增过会点评—定增过会均瑶绝地反击并拟继续增持，爱建股权大战持续升级》2017-04-18
- 3、《爱建集团(600643) —华豚企业举牌爱建点评》2017-04-17

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

021-68407836
makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn
S1090517040005

□ 华豚要约收购，均瑶定增过会，双方针锋相对。5 月 9 日，华豚回函明确广州国资委批复同意广州基金要约收购爱建集团 30%股权，未来仍将以控股为目的，并改组董事会；4 月 17 日，爱建基金会明确支持均瑶取得实际控制人地位，不排除形成一致行动人；同期，爱建集团针对均瑶取得实际控制人的单一股东定增通过证监会审核；4 月 16 日，华豚突击举牌爱建，持股比例达 5%；3 月 29 日，爱建公告做好定增上发审会前相关准备工作。华豚本次明确相关要约收购得到广州国资委批复，并且两个主要股东的业务领域与爱建有明显协同，此外广州基金将持续支援爱建的经营发展。爱建股价有望短期产生明显催化，具体影响将受到后期华豚要约收购细节条款所左右。

□ 全年业绩高增长无忧。考虑公司前期稳定的业务结构，预计 17 年公司归母净利润仍将达到 11 亿(+77%)，短期业绩不受抢权大战影响，基本面含苞待放，全年业绩锐不可挡：1) 国资筑巢引民营之风，民营活力提高公司展业动能；2) 爱建信托作为业绩主力军，信托资产规模有望继续翻番。在行业收入、规模增速出现向上拐点时，公司具备成长股基因，同时进一步优化业务结构，确保业绩越级式增长。

□ 信托行业蒸蒸日上。1) 地产资金需求持续旺盛，直融被暂停，间接融资被收紧，17 年行业收入拐点铁板钉钉；2) 通道收缩预期持续加强，监管持续升温，在资本市场维稳的总基调下，信托凭借完备的风控体系及银监体系，将受益通道挤出效应。

□ 投资建议，维持公司强烈推荐评级，继续看好公司后续走势：1) 华豚要约收购，抢权大战催化股价短期上行；2) 全年业绩 11 亿，利润坚挺增速强劲；3) 爱建信托规模先行爆发，业绩 17 年将快速确认；4) 信托行业向好，享受估值溢价。从基本面角度出发，我们采用分部估值法给予公司总市值 316 亿(爱建信托 260 亿，爱建租赁+华瑞租赁 35 亿，爱建证券 20 亿)，对应股价 19.5 元，向上空间 30%，对应公司整体 29 倍 17 年备考 PE 估值。

风险提示：定增进度低于预期。

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1109	1324	1605	2568	3596
同比增长	37.10%	19.42%	21.21%	59.97%	40.07%
营业利润(百万元)	684	764	847	1368	1766
同比增长	14.90%	11.75%	10.84%	61.49%	29.11%
净利润(百万元)	512	556	620	1100	1308
同比增长	7.80%	8.66%	11.48%	77.41%	18.88%
每股收益(元)	0.46	0.39	0.43	0.68	0.81
PE	32.34	38.71	34.72	22.09	18.58
PB	3.21	3.74	3.37	3.24	2.76

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1：爱建集团财务数据简表

亿元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业总收入	11.09	13.24	16.05	25.68	35.96
营业收入	3.52	3.60	5.32	7.29	8.19
利息收入	2.38	1.99	1.53	1.92	2.30
手续费及佣金净收入	5.19	7.65	9.20	16.47	25.47
信托资产规模	603	946	1966	3600	4050
通道规模	323	549	1516	2700	2970
主动规模	280	397	450	900	1080
营业总成本	6.23	7.52	10.33	15.43	22.07
加：投资总收入	1.98	1.90	2.72	3.40	3.74
加：其他业务收入	0.00	0.02	0.03	0.03	0.03
营业利润	6.84	7.64	8.47	13.68	17.66
加：营业外收入	0.09	0.08	0.13	0.01	0.01
减：营业外支出	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
利润总额	6.93	7.72	8.59	13.69	17.67
净利润	5.12	5.56	6.20	11.00	13.08

资料来源：wind，招商证券

表 2：爱建集团估值简表

	净利润/净资产	PE/PB	市值
信托业务	8.00	30	240
固有业务	1.35	15	20
租赁业务	1.39	25	35
证券业务	13.98	3	20
总市值			316

资料来源：wind，招商证券

表 3：爱建集团资产负债表

亿	2014	2015	2016	2017E	2018E
流动资产：					
货币资金	7.88	11.55	10.98	12.08	13.29
交易性金融资产	4.77	5.26	6.69	7.36	8.09
应收票据	0.02				
应收账款	0.52	2.26	3.29	3.62	3.98
预付款项	0.09	0.03	0.13	0.14	0.16
应收利息	0.07	0.21	0.62	0.68	0.75
其他应收款	0.07	0.65	0.26	0.29	0.31
应收股利	0	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	2.59	0.24	1.44	1.58	1.74
存货	0.79	0.79	0.11	0.12	0.13
一年内到期的非流动资产	4.61	9.37	11.29	12.42	13.66
待摊费用					
其他流动资产	4.18	4.33	1.75	1.93	2.12
流动资产合计	25.59	34.69	36.56	40.22	44.24
非流动资产：					
发放贷款及垫款	20.74	15.16	17.98	19.78	21.76
可供出售金融资产	9.93	25.46	53.04	58.34	64.18
持有至到期投资		0.10			
长期应收款	13.89	19.73	22.01	24.21	26.63
长期股权投资	3.08	3.12	17.54	19.29	21.22
投资性房地产	4.28	4.92	0.54	0.59	0.65
固定资产	0.3	0.30	4.87	5.36	5.89
在建工程	0.13	0.00			
无形资产	0.24	0.25	0.26	0.29	0.31
开发支出					
商誉	0.4	0.40	0.32	0.35	0.39
长期待摊费用			0.01	0.01	0.01
递延所得税资产	0.26	0.34	0.75	0.83	0.91
其他非流动资产	2.69	2.83	2.76	3.04	3.34
非流动资产合计	55.94	72.59	120.08	132.09	145.30
资产总计	81.53	107.28	156.63	172.29	189.52
流动负债：					
短期借款	7.9	22.25	30.05	33.06	36.36
交易性金融负债	0.05	0.00			
应付账款	0.94	2.43	0.46	0.51	0.56
预收款项	0.19	1.08	1.12	1.23	1.36
应付手续费及佣金					
应付职工薪酬	0.76	1.11	2.44	2.68	2.95
应交税费	0.92	1.32	1.95	2.15	2.36
应付利息	0.08	0.26	0.19	0.21	0.23
应付股利	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
其他应付款	0.77	2.02	5.92	6.51	7.16
划分为持有待售的负债					
一年内到期的非流动负债	0.34	1.49	11.33	12.46	13.71
流动负债合计	11.98	31.98	53.48	58.83	64.71
非流动负债：					
长期借款	13.48	14.30	20.94	23.03	25.34
应付债券					
长期应付款	1.44	1.98	1.96	2.16	2.37
递延所得税负债	0.54	0.65	0.72	0.79	0.87

亿	2014	2015	2016	2017E	2018E
递延收益-非流动负债					
其他非流动负债	2.47	0.82	15.61	17.17	18.89
非流动负债差额(特殊报表科目)					
非流动负债差额(合计平衡项目)					
非流动负债合计	17.92	17.75	39.23	43.15	47.47
负债差额(特殊报表科目)					
负债差额(合计平衡项目)					
负债合计	29.9	49.72	92.71	101.98	112.18
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	11.05	14.37	14.37	15.81	17.39
其它权益工具					
其它权益工具: 优先股					
资本公积金	28.86	25.54	25.54	28.09	30.90
减: 库存股					
其它综合收益	0.83	1.22	1.38	1.52	1.67
盈余公积金			0.18	0.20	0.22
一般风险准备	1.07	1.76	2.56	2.82	3.10
未分配利润	9.72	14.57	19.79	21.77	23.95
归属于母公司所有者权益合计	51.53	57.46	63.83	70.20	77.22
少数股东权益	0.1	0.10	0.09	0.20	0.32
所有者权益合计	51.63	57.56	63.92	70.40	77.54

资料来源: wind, 招商证券

表 4: 爱建集团现金流量表

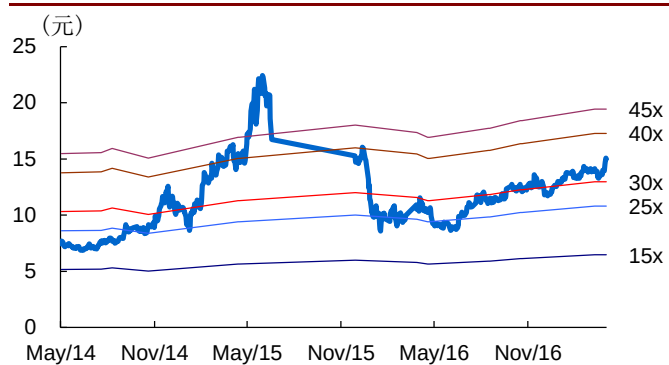
	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2.65	2.59	3.49	3.84	4.22
收到的税费返还	0.03	0.08	0.07	0.08	0.08
收到其他与经营活动有关的现金	2.13	4.25	3.48	3.83	4.21
经营活动现金流入(金融类)	7.50	9.65	11.12	12.23	13.46

	2014	2015	2016	2017E	2018E
经营活动现金流入小计	12.31	16.57	18.16	19.98	21.97
购买商品、接受劳务支付的现金	1.49	0.53	2.42	2.66	2.93
支付给职工以及为职工支付的现金	2.11	2.64	2.67	2.94	3.23
支付的各项税费	2.42	2.98	3.03	3.33	3.67
支付其他与经营活动有关的现金	10.53	9.44	8.93	9.82	10.81
经营活动现金流出(金融类)	4.03	-5.48	3.00	3.30	3.63
经营活动现金流出小计	20.58	10.11	20.05	22.06	24.26
经营活动产生的现金流量净额(合计平衡项目)					
经营活动产生的现金流量净额	-8.27	6.45	-1.90	-2.09	-2.30
投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	50.29	210.16	349.06	383.97	422.36
取得投资收益收到的现金	0.82	1.50	1.92	2.11	2.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	51.13	211.66	350.98	386.08	424.69
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.41	0.68	0.41	0.45	0.50
投资支付的现金	54.13	225.77	385.83	424.41	466.85
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1.95				
投资活动现金流出小计	56.49	226.45	386.25	424.88	467.36
投资活动产生的现金流量净额(合计平衡项目)					
投资活动产生的现金流量净额	-5.35	-14.79	-35.27	-38.80	-42.68
筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金			0.04	0.04	0.05
其中:子公司吸收少数股东投资收到的现金			0.04	0.04	0.05
取得借款收到的现金	21.05	30.54	57.18	62.90	69.19
收到其他与筹资活动有关的现金	3.20	8.12	22.35	24.59	27.04
筹资活动现金流入小计	24.24	38.66	79.57	87.53	96.28
偿还债务支付的现金	7.25	14.52	34.51	37.96	41.76
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1.56	2.22	2.31	2.54	2.80
其中:子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00				
支付其他与筹资活动有关的现金	1.65	9.95	7.20	7.92	8.71
筹资活动现金流出小计	10.45	26.69	44.01	48.41	53.25
筹资活动产生的现金流量净额(合计平衡项目)					
筹资活动产生的现金流量净额	13.79	11.97	35.56	39.12	43.03
汇率变动对现金的影响	0.00	0.03	0.02	0.02	0.02
现金及现金等价物净增加额	0.18	3.67	-1.59	-1.75	-1.92
期初现金及现金等价物余额	7.70	7.88	11.55	12.71	13.98
期末现金及现金等价物余额	7.88	11.55	9.96	10.96	12.05

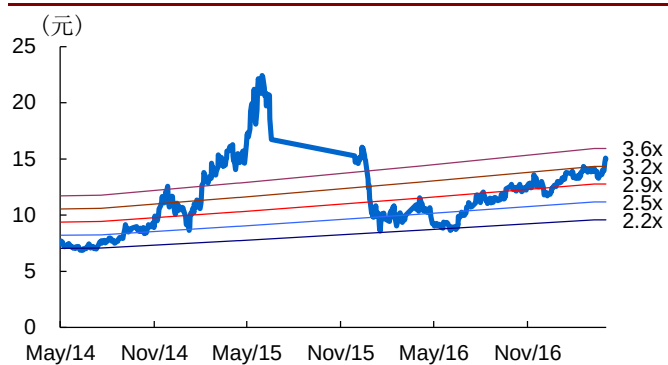
资料来源: wind, 招商证券

图 1: 爱建集团历史 PE Band

图 2: 爱建集团历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



资料来源：贝格数据、招商证券

分析师承诺

敬请阅读末页的重要说明

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）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

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。