

信托驱动增长，租赁完善版图

——爱建集团（600643）深度报告

增持（首次）

日期：2019年04月29日

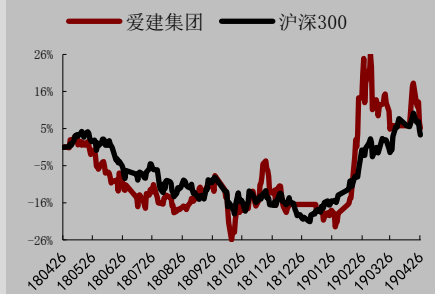
投资要点：

- **均瑶入主，老牌金融集团焕发活力：**爱建集团起步于中国大陆首家民营企业，历史积淀深厚。近年来，随着新股东均瑶集团入主，公司老树开新花，迎来新的高增速时期，2015-2018年间营业总收入和归母净利润的年均复合增速分别为24.37%和22.61%，显著优于前期。目前公司已经逐步发展为涵盖信托、租赁、证券、资管等业务的综合金融服务平台。
- **大股东实力雄厚，连续增持彰显信心：**均瑶集团实力雄厚，旗下拥有金融、航空、消费、教育和科创五大业务板块，而公司作为均瑶旗下金融板块的核心资产，有望和其他实业板块形成产融结合，开启联动发展。此外均瑶集团近两年在二级市场频繁增持，对公司持股比例已经增至28.34%，彰显经营信心。
- **信托“以量补价”，驱动业绩高速增长：**爱建信托是公司业绩增长的核心驱动力，2018年的利润贡献率已经提升至90%以上。其发展策略可以总结为“以量补价”，一方面受托资产规模持续高增长，由2013年的267.00亿元暴增至2017年的2776.35亿元，展现行业领先的扩张能力；另一方面信托报酬率也相应下行，由2013年的1.85%降至2017年的0.84%。“以量补价”模式尽管在近年带来了业绩高速增长，但在行业主动管理改革的大趋势下，业务结构的“去通道化”将决定公司业绩高增速的延续性。
- **纳入华瑞租赁，租赁版图日益完善：**爱建租赁在2014-2016年借行业扩张东风取得迅速发展，期间营业收入和净利润年均复合增长率分别为120.62%和127.54%，但2017-2018年受监管趋严和实体经济信用风险攀升两方面影响，业绩开始呈现负增长。但公司在2018年受让华瑞租赁，完成和大股东之间的首次资源整合，预计完善租赁版图后两家公司将协同发展，利润贡献有望提升。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司在2019-2021年间的营业收入分别为32.27亿元、39.80亿元、50.73亿元，同比增速分别为21.59%、23.33%、27.47%；归母净利润分别为13.20亿元、15.27亿元、17.91亿元，同比增速分别为14.02%、15.67%、17.29%；对应EPS分别为0.81元、0.94元、1.10元。通过PB估值法得到2019年的第一目标价13.82元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险因素：**信托贷款增速不及预期；主动管理转型进度不及预期

基础数据

行业	非银金融
公司网址	
大股东/持股	上海工商界爱国建设 特种基金会/12.3%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	1,621.92
流通A股(百万股)	1,434.06
收盘价(元)	11.09
总市值(亿元)	179.87
流通A股市值(亿元)	159.04

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年04月26日

相关研究

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	23.34	26.54	32.27	39.80
增长比率(%)	45.44	13.71	21.59	23.33
净利润(亿元)	8.30	11.58	13.20	15.27
增长比率(%)	33.73	39.57	14.02	15.67
每股收益(元)	0.51	0.71	0.81	0.94
市净率(倍)	2.55	1.87	1.66	1.48

请阅读正文后的免责声明

公司研究

公司深度报告

证券研究报告

目录

1、公司简介：焕发活力的老牌金融集团	4
1.1 发展历程：历史沉浮，均瑶入主焕发活力	4
1.2 股权结构：大股东实力雄厚，增持彰显信心	5
1.3 主营构成：信托驱动业绩高增长	6
2、信托业务：爱建信托凸显价值，扩张速度领先行业	7
2.1 轻装上阵，进入业绩高增长通道	7
2.1.1 信托业务“以量补价”驱动增长	7
2.1.2 固有业务逐步转向投资	9
2.2 信托业景气度重启上行	10
3、租赁业务：纳入华瑞租赁，利润贡献有望提升	12
3.1 爱建租赁增速有所放缓	12
3.2 收购华瑞租赁完善版图	13
4、其他业务：多元布局，转型金控可期	13
4.1 爱建证券：具有较大业绩提升空间	13
4.2 爱建产业：贡献商贸收入，布局新产业	14
4.3 其他子公司：金融资产丰富，有望协同发展	14
5、投资建议和盈利预测	14
5.1 投资建议	14
5.2 盈利预测	15
5.3 估值	15
6、风险提示	16
图表 1：爱建集团发展历程	4
图表 2：爱建集团主要股东	5
图表 3：大股东均瑶集团业务版图	5
图表 4：爱建集团业绩变化情况（百万元，%）	6
图表 5：爱建集团资产体量变化情况（百万元，%）	6
图表 6：爱建集团分业务收入情况（百万元，%）	6
图表 7：爱建集团业务收入结构（%）	6
图表 8：爱建集团主要子公司及基本情况	7
图表 9：爱建信托业绩变化情况（百万元，%）	7
图表 10：爱建信托信托资产规模发展	8
图表 11：爱建信托信托资产规模市占率	8
图表 12：爱建信托主动管理占比情况	8
图表 13：爱建信托报酬率情况	8
图表 14：爱建信托产品结构变化	9
图表 15：爱建信托资金投向变化	9
图表 16：与主要竞争对手信托规模比较（万元）	9
图表 17：与主要竞争对手费率比较（%）	9
图表 18：爱建信托业务收入结构（%）	10
图表 19：爱建信托固有业务资产结构变化（万元）	10
图表 20：行业信托资产余额（万亿元）	10
图表 21：券商资管规模及结构变化	11

图表 22: 当月新增信托贷款情况.....	12
图表 23: 累计新增信托贷款情况.....	12
图表 24: 爱建融资租赁业绩变化情况 (百万元, %)	13
图表 25: 爱建租赁对于集团的利润贡献率	13
图表 26: 爱建证券业绩变化情况 (百万元, %)	14
图表 27: 爱建证券近年股基交易情况.....	14
图表 30: 可比公司估值.....	16

万联证券

1、公司简介：焕发活力的老牌金融集团

爱建集团（600643.SH）起步于中国大陆首家民营企业，历史积淀深厚。近年来，随着新股东均瑶集团入主，公司老树开新花，迎来新的高增速时期，目前已经逐步发展为涵盖信托、证券、租赁、资管等业务的综合金融服务平台。

1.1 发展历程：历史沉浮，均瑶入主焕发活力

上海爱建集团股份有限公司的前身是上海市工商界爱国建设公司，成立时间可以追溯到1979年9月22日，是中国改革开放后首家民营企业。彼时中共十一届三中全会顺利落幕，改革春风吹来，在邓小平关于对原工商业者“钱要用起来，人要用起来”的指示精神下，以刘靖基、唐君远等为代表的上海市老一辈工商业者和部分海外爱国人士共同集资5700余万元组建公司。

公司成立至今，大致经过四个发展阶段，分别是成立初期、改制上市、动荡时期和均瑶入主：

1) 成立初期（1979-1991年）：在政策支持和工商界资源的支持下，上海市工商界爱国建设公司敢为人先，多点开花，陆续投资设立了中国首家民营非银行金融机构——上海爱建金融信托投资公司；上海首家中外合资公司——上海联合毛纺织品有限公司；闵行开发区第一家中外合资企业——上海环球玩具有限公司。多项开拓性业务令公司在成立初期取得快速发展。

2) 改制上市（1992-2003年）：为了适应市场经济发展，进一步做大做强，公司1992年9月22日改制为上海爱建股份有限公司，并于1993年4月26日在上海证券交易所挂牌上市。改制上市后，公司资本实力和品牌知名度获得提升，业务发展进一步提速，在信托业务（上海外环隧道项目集合资金信托计划）和房地产业务（田林爱建园）领域都取得亮眼表现。

3) 动荡时期（2004-2014年）：进入2004年，公司的高增速发展戛然而止。爱建证券、爱建信托先后爆发了“刘顺新案”和“颜立燕、马建平案”，使公司遭受了巨额资产损失，引发不良社会影响，而公司也由此开始了长期的资产追索和资产重组。2012年6月，公司通过非公开发行股票发行方式引入上海国际集团有限公司等战略投资者，整体发展有所起色。

4) 均瑶入主（2015年至今）：2015年6月，上海市委市政府启动新一轮金融国资改革，决定对公司进行战略重组；同年8月公司正式更名上海爱建集团股份有限公司；同年12月，经国务院国资委批准，均瑶集团受让上海国际集团所持爱建股份，成为爱建集团大股东。公司重回民营机制后，迎来新的发展时期，各项业务增速均有显著提升。

图表1：爱建集团发展历程



资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.2 股权结构：大股东实力雄厚，增持彰显信心

从公司当前的股权结构来看，上海均瑶集团有限公司、上海工商界爱国建设特种基金会、广州产业投资基金管理有限分列前三大股东，持股比例分别为27.84%、10.90%、6.47%。其中均瑶集团入主于2015年上海金融国企改革之际，通过全额认购公司非公开发行股份，正式成为第一大股东（22.08%），原大股东上海市工商界爱国建设特种基金会（发起人股东之一）持股比例降至10.90%，为第二大股东。

值得注意的是，大股东均瑶集团曾与第三大大股东发生股权纷争。2017年广州产业投资基金层披露要约收购书，计划收购爱建集团30%股份以获得控制权，但此后和均瑶集团、爱建特种基金会进行三方协商后，下调要约收购比例至7.3%，成为公司第三大股东。股权纷争在一定程度上提升公司的市场关注度，也反映了公司旗下系列金融牌照的市场稀缺性。

图表 2：爱建集团主要股东

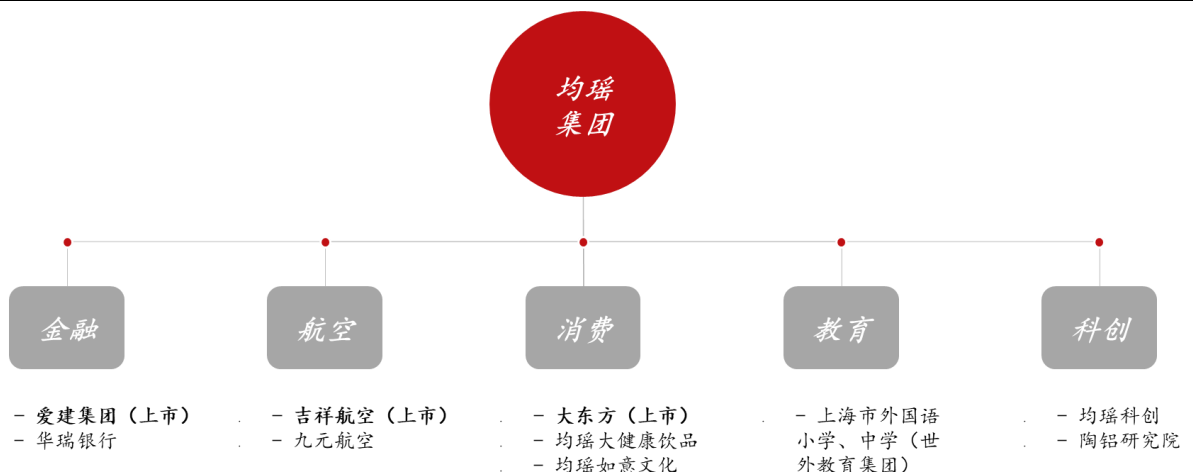
排名	股东名称	期末参考市值（亿元）	持股数量（股）	持股数量变动（股）	占总股本比例（%）
1	上海均瑶(集团)有限公司	38.33	451,496,335	6,951,919	27.84
2	上海工商界爱国建设特种基金会	15.01	176,740,498	0	10.90
3	广州产业投资基金管理有限公司	8.90	104,883,445	0	6.47
4	上海华豚企业管理有限公司	4.92	57,999,070	0	3.58
5	中国证券金融股份有限公司	4.15	48,850,411	354,813	3.01
	合计	71.31	839,969,759		51.80

资料来源：公司年报，万联证券研究所
备注：截至 2018 年末

大股东均瑶集团是以实业投资为主的现代服务业企业，经过多年发展，已经形成了金融、航空、消费、教育和科创五大业务板块，同时拥有爱建集团、吉祥航空、大东方三家A股上市公司。而公司作为均瑶旗下金融板块的核心资产，有望和其他实业板块形成联动发展，充分发挥信托、租赁、证券等业务对实体经济的支持作用，同时打开基于内部资源的利润空间。

而均瑶集团对于公司也始终保持较高战略关注度，近两年在二级市场频繁增持。最新公告显示，均瑶集团对公司持股比例已经由初始的22.08%增至2019年初的28.34%，夯实控股地位的同时也显示了对于公司长期经营的信心。

图表3：大股东均瑶集团业务版图



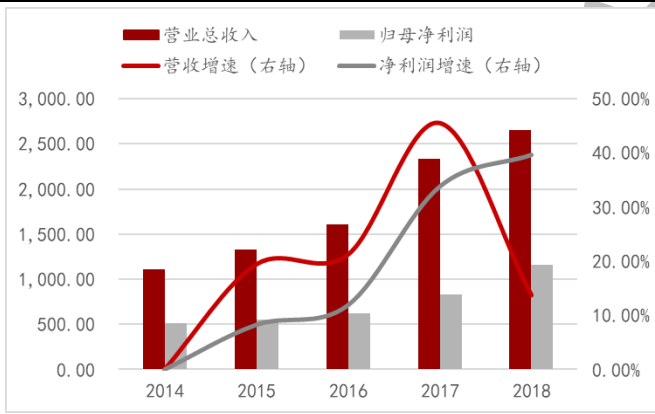
资料来源：万联证券研究所

1.3 主营构成：信托驱动业绩高增长

回溯公司近年发展，2015是公司业绩腾飞的起点。均瑶入主后的2015-2018年，公司营业总收入和归母净利润的年均复合增速分别为24.37%和22.61%，显著高于前期增速，均瑶带来的民营管理机制和集团业务资源对公司经营的促进作用可见一斑。与此同时，在内生增长和增资扩股的共同作用下，公司体量规模亦有较快增长。2015-2018年间，公司总资产和归母净资产的年均复合增长率分别为33.77%和16.93%，2018年末已经分别达到261.03和96.34亿元。

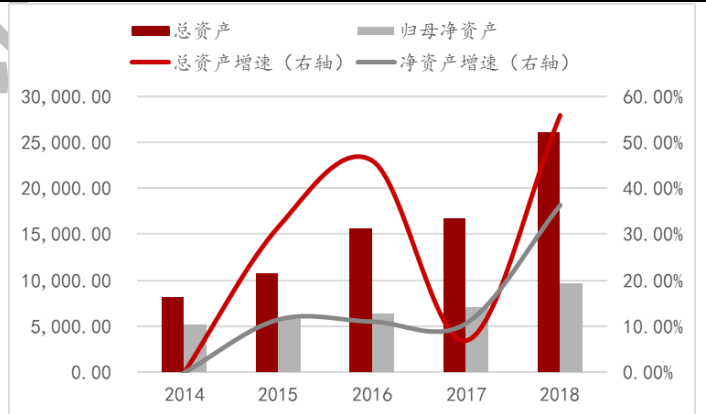
从业务来看，公司主要通过旗下子公司爱建信托、爱建租赁、爱建资产等开展相应的金融业务，其中爱建信托为公司核心资产与关键利润源。2018年爱建信托实现净利润11.08亿元，同比大增27.94%，利润贡献率超过90%，是集团延续业绩高增长的主要驱动力。

图表4：爱建集团业绩变化情况（百万元，%）



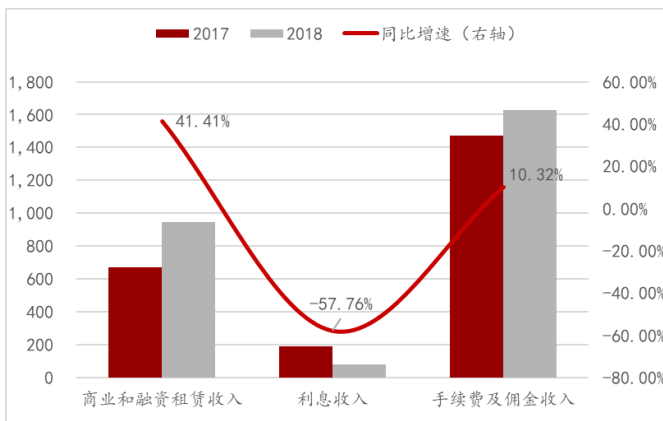
资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表5：爱建集团资产体量变化情况（百万元，%）



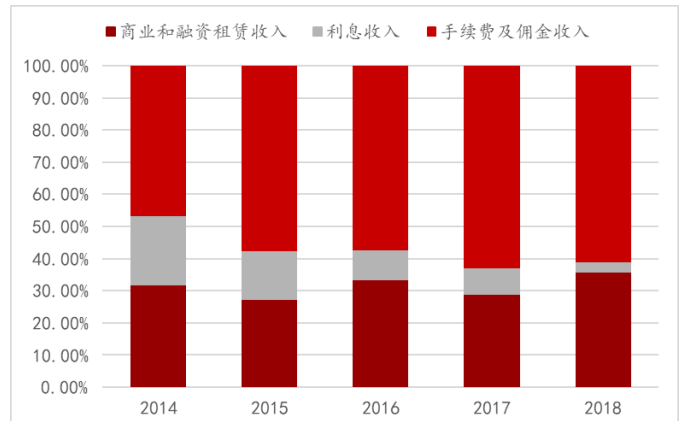
资料来源：wind，公司年报，万联证券研究所

图表6：爱建集团分业务收入情况（百万元，%）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表7：爱建集团业务收入结构（%）



资料来源：公司年报，万联证券研究所

图表 8：爱建集团主要子公司及基本情况

	成立时间	持股	业务类型	总资产 (万元)	净利润 (万元)
爱建信托	1986	100%	信托	1,097,841.10	110,760.34
爱建资产管理	2013	100%	资产管理	158,545.92	13,140.59
爱建融资租赁	2013	100%	融资租赁	442,738.49	8,541.22
华瑞租赁	2014	100%	融资租赁	540,057.28	-
爱建资本管理	2013	100%	股权投资	9,867.46	-86.13
爱建财富管理	2013	100%	理财咨询等	4,709.22	-8.62
爱建香港	1988	100%	债券北向通、转口贸易	65,360.70	1,798.38
爱建证券	2002	48.46%	证券业务 (全牌照)	443,156.69	-9,855.62

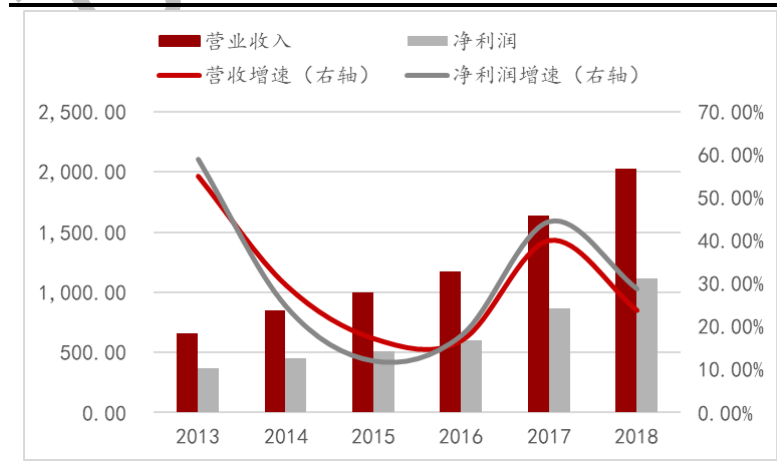
资料来源：公司年报，万联证券研究所

2、信托业务：爱建信托凸显价值，扩张速度领先行业

2.1 轻装上阵，进入业绩高速增长通道

爱建信托成立于1986年，系全国首家民营非银行金融机构。2002年发行了首个规范的资金信托产品，发展一度领跑行业；2004年哈尔滨信托风险爆发后业务发展陷入停滞，重心转移至资产追索和制度优化，此后几年间业务发展缓慢，错过行业爆发期；2012年获20亿增资后，资本金夯实，同时历史遗留问题基本解决，业务开始加速发展；2018年爱建信托在行业景气度下滑的情况下依旧维持相对高增速，实现净利润11.08亿元，同比增长27.94%，业绩表现处于行业领先地位。

图表9：爱建信托业绩变化情况 (百万元，%)

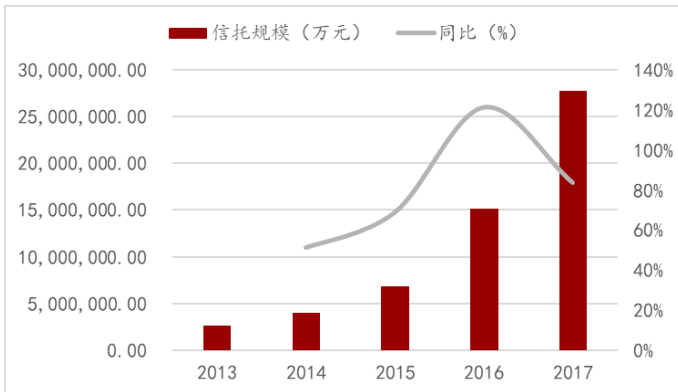


资料来源：wind，万联证券研究所

2.1.1 信托业务“以量补价”驱动增长

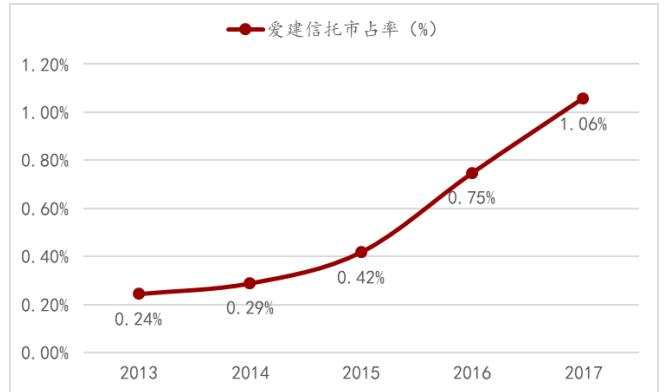
近年来爱建信托的受托资产规模持续高速增长，市场份额逐步攀升。2013-2017年，爱建信托信托资产规模由267.00亿元大增至2776.35亿元，历年增长率维持在51.30%-121.43%区间，展现行业领先的扩张能力。根据信托业协会披露的数据，同期行业的大致在16.60%-29.82%区间，爱建信托也凭借优于行业的增长速度将规模市占率由0.24%提升至1.06%。

图表10: 爱建信托信托资产规模发展



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 爱建信托信托资产规模市占率

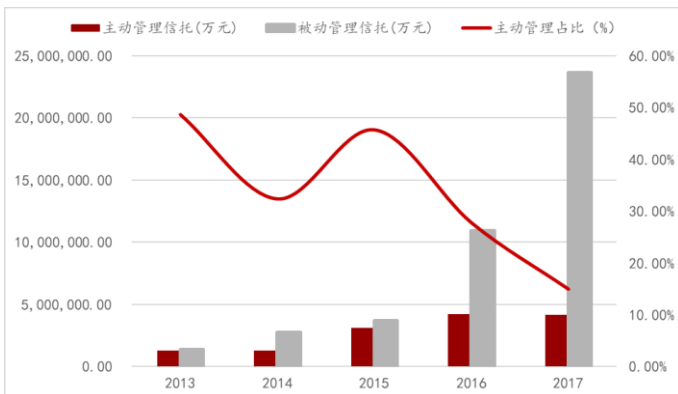


资料来源: wind, 信托业协会, 万联证券研究所

从业务结构来看,在2013-2017年间爱建信托的被动管理类业务大幅增加,是驱动信托规模增长的主要因素。2013年爱建信托主动管理占比高达48.60%,此后四年间主动管理规模仅由129.78亿元增至415.79亿元,而被动管理规模却由137.23亿元暴增16倍至2360.56亿元,导致主动管理比例降至14.98%。随着附加价值更高的主动管理项目占比下滑,爱建信托的报酬率也随之下行,由2013年的1.85%降至2017年的0.84%。尽管当前公司的信托报酬率依旧维持相对行业整体(0.71%-0.42%区间)的领先,但领先幅度正在收窄。

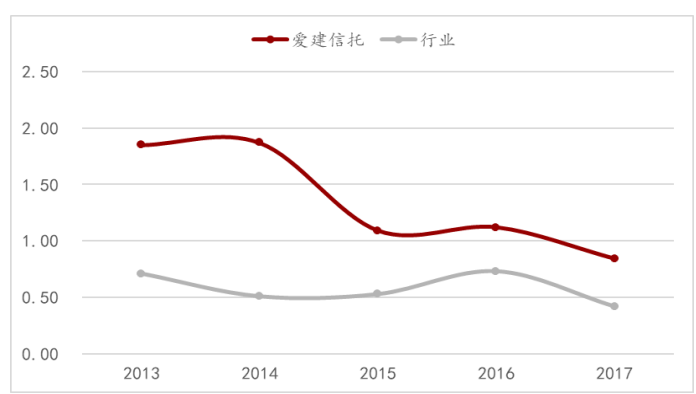
综合来看,费率的下行限制了爱建信托的业绩增幅,“以量补价”的发展模式尽管在近年带来了业绩高增长,但在行业主动化改革的大趋势下,长期发展的可持续性仍待验证。不过,根据公司2018年年报披露,爱建信托和爱建财富已经就信托产品直销业务进行资源整合,预计直销产品规模将迎来较大增幅,反映公司顺应监管,转型主动管理的意图,信托报酬率或虽转型的推进有所企稳。

图表12: 爱建信托主动管理占比情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: 爱建信托报酬率情况

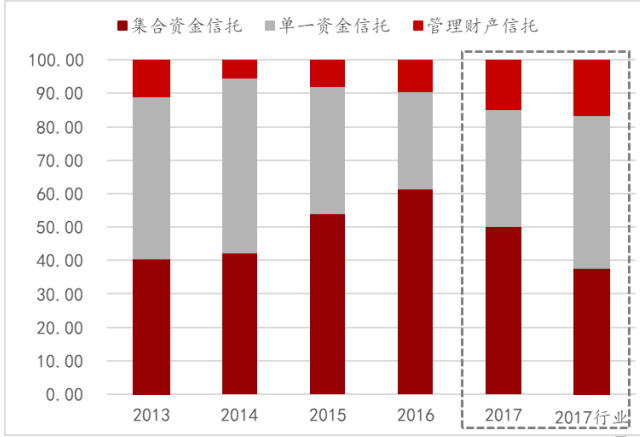


资料来源: wind, 万联证券研究所

此外,爱建信托的信托业务结构还有两方面特点:1)从产品结构上来看,爱建信托在2013-2017年的集合信托占比稳定在40%以上,单一信托占比则基本控制在50%以下,两项比例在2017年分别为50.08%和34.87%,显著优于行业整体的37.74%和45.73%。集合信托规模占比维持高位不仅利于扩大信托资金运作空间,也能间接提振信托收益率,而且为后续的主动管理转型打下良好基础。2)从资金投向上来看,爱建信托的资金主要流向基础产业和房地产。2012年之前70%的信托资产投向房地产领域,而该

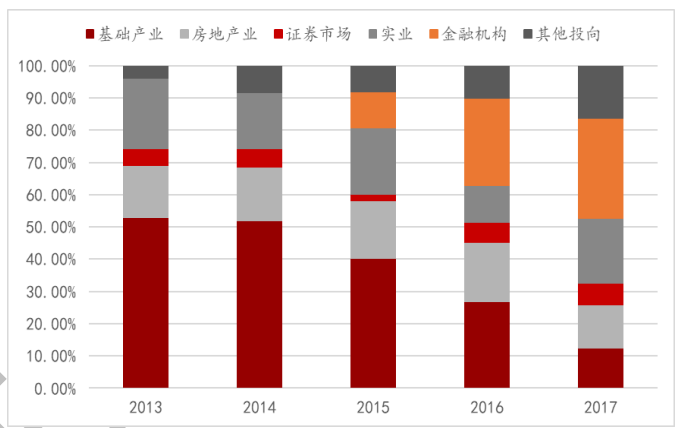
年遭遇房地产宏观调控后，投资增速快速下滑，叠加经济下行，房地产信托风险逐步暴露，爱建信托房地产信托投资占比开始下降。同时随着信政项目逐步崛起，其低风险特点也成为吸引信托资金的关键，基础产业信托业务投资占比明显提升。

图表14：爱建信托产品结构变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

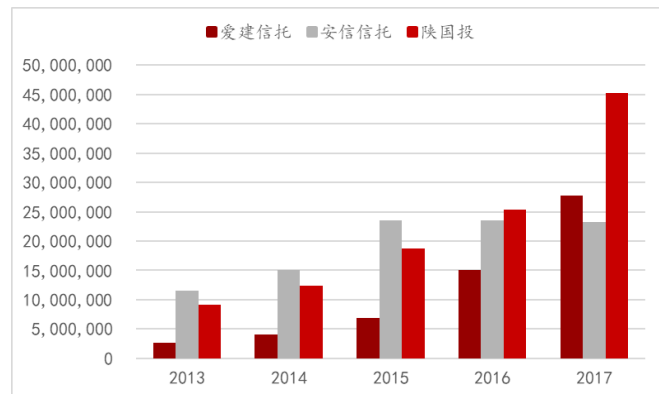
图表15：爱建信托资金投向变化



资料来源: wind, 万联证券研究所

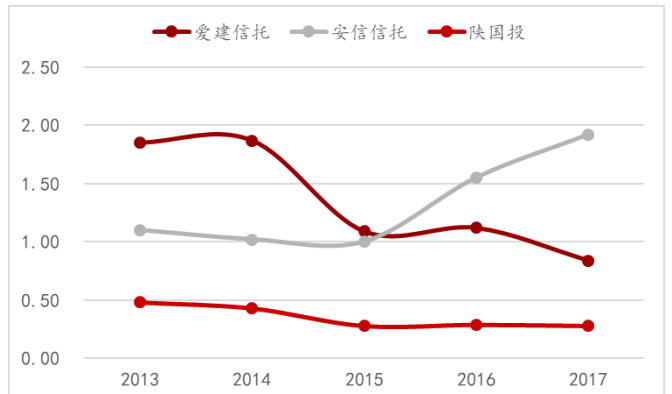
信托业务的竞争格局来看，爱建信托的主要（上市）竞争对手是安信信托和陕国投。其中陕国投与爱建信托在近年的发展颇为相似，也是通过“以量补价”策略驱动业绩增长。相较而言，陕国投的信托资产规模基数更大，2013-2017年间由906.87亿元大幅增至4532.22亿元，拥有明显的业务体量优势。但与此同时，陕国投的信托报酬率由0.48%逐步降至0.28%，整体大幅落后爱建信托和安信信托。安信信托则在业内率先推进主动管理转型，“去通道化”效果从2016年开始逐渐显现。2016和2017年，安信信托整体规模逐步下滑，其中被动管理业务规模分别同比变化-27.95%和-20.88%，同时也将信托报酬率则分别升至1.55%和1.92%，在竞争中处于领跑地位。综合而言，爱建信托在量、价两方面均处中间位置，业务策略相对持稳，转型进度落后安信信托，但较陕国投仍有优势。

图表16：与主要竞争对手信托规模比较（万元）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表17：与主要竞争对手费率比较（%）



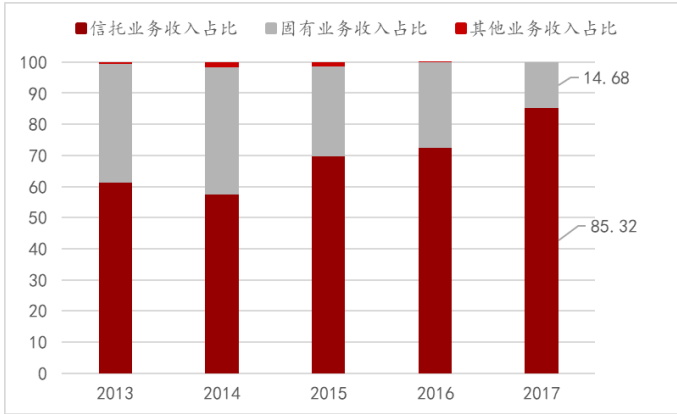
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.1.2 固有业务逐步转向投资

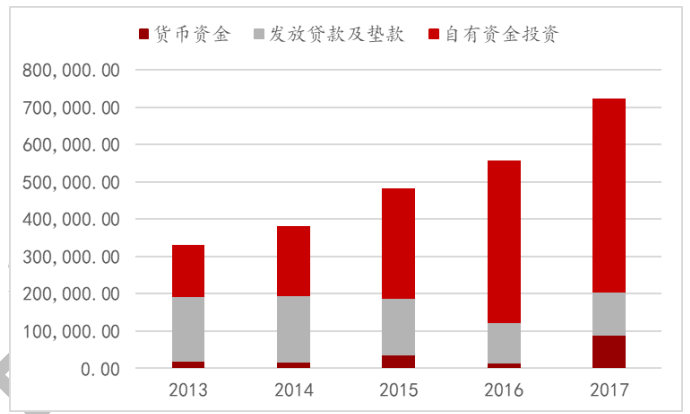
除了信托业务，爱建信托的另一主要收入来源是固有业务，其收入贡献在近年持续走低。2014年固有业务收入占比处于40.93%高位，但随着信托业务规模及收入的快

速提升，固有业务收入贡献占比在此后三年分别降至28.76%、27.65%和14.68%。而从固有业务的资产结构来看，主要的配置方已经由向发放贷款及垫款向自有资金投资转变。主要原因是公司自2012年以后屡次增资扩股，自有资金规模扩张的同时，资产配置方向也更多地向证券市场、股权投资、非标资产倾斜，因而压缩固定收益类资产配置比例。

图表18：爱建信托业务收入结构（%）



图表19：爱建信托固有业务资产结构变化（万元）



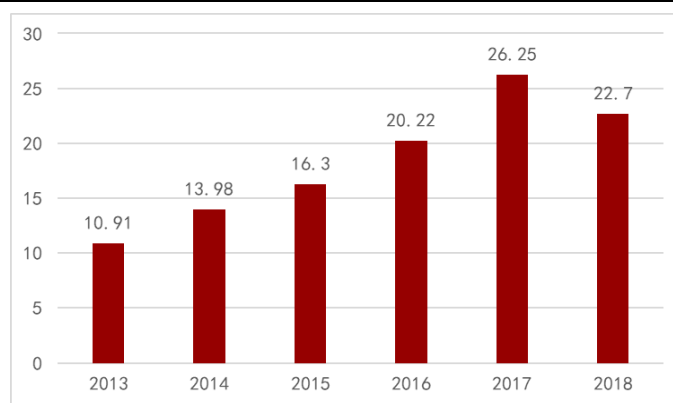
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.2 信托业景气度重启上行

受益于实体经济融资需求扩张与金融监管政策调整，信托业在此前几年发展迅速，2013-2017年行业信托资产(合计68家信托公司)由10.91万亿元大增至26.25万亿元，但随着资管新规引导下的“去通道”转型在业内全面铺开，信托资产规模由扩张转为收缩，2018年同比下降15.64%至22.7万亿元。

图表20：行业信托资产余额（万亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

回顾信托业的历史发展发展，基本可以划分为五个阶段：

1) 1979-2011年：多次整顿后信托业步入正轨。我国信托业自成立以来经历了多次行业清理整顿，其中有两次整顿对行业产生了深远影响。1999年的监管整顿切断了银行和信托的资金联系，极大抑制了由不规范银信合作引发的不良资产问题，同清退了大量出现偿债危机、濒临破产的小型信托机构，机构数量在两年内由239家直降至59家；2007年的立法整顿则完善了法规体系，《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式出台，连同2001年颁布的《信托法》共同形成“一法两

规”，对信托经营范围及业务定位重新界定，淡化原信托投资公司的“投资”属性，要求清理实业投资、整改存续业务。两次大规模清理整顿后，留存的信托公司普遍拥有较强的业务规范性和发展稳定性。

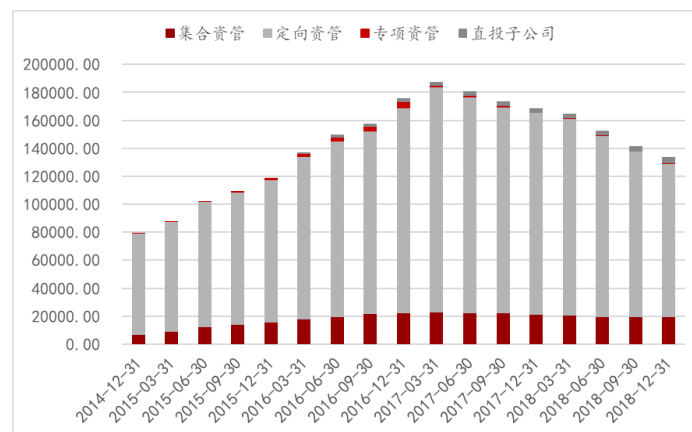
2) 2012-2016年：券商资管入场，通道竞争加剧。2012年券商创新大会召开，资管业务范围获得松绑，券商资管产品由此具备了信托通道功能。通道业务作为低门槛、低附加值的业务，其业务竞争的核心在于渠道开发及规模扩张。相较于信托通道，券商资管通道在当时受到的监管限制更少，因而可以通过灵活、高效的方式展业，在渠道之争中具有明显优势。受此影响，信托公司在通道领域的市场份额遭到快速抢占，叠加当时宏观经济下行趋势导致刚兑风险抬头，信托业发展受到较大压制。

3) 2017年：资管受限，信托业受益挤出效应。随着券商通道业务乱象频发，证监会开始大力整治资管通道，不仅提升了券商资管、基金子公司通道业务对净资本的占用比例，变相抬升资管通道业务成本；而且广泛清查各类金融机构，限制展业渠道，双管齐下导致通道资金被挤出券商资管，重新回流信托。2017年券商资管规模首次出现同比下降(-3.95%)，规模降至16.88万亿元，而另一方面全年累计新增信托贷款同比大增162.48%至2.26万亿元，占新增社融比重也大幅提升5.24个百分点达到10.07%，达到历史高位，此消彼长之下信托行业进入黄金发展期。

4) 2018年：资管新规封堵通道，行业发展停滞。资管新规出台导致信托行业整体受到较大冲击，一方面通道多层嵌套被禁止，通道业务遭到清理，单一信托规模收缩18.04%；另一方面资管新规细则也进一步规范业务模式，部分较为灵活的展业方式遭到限制。在此背景下，新增信托贷款快速下行，且在2018年内基本维持负增长，信托业发展再次趋缓。

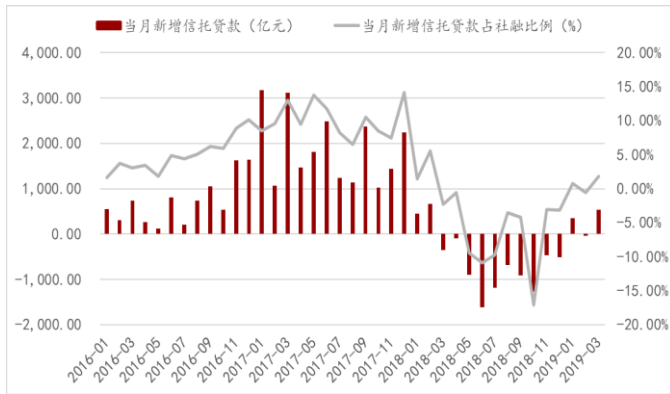
5) 2019年：信托贷款转正，行业景气度上行。进入2019年，随着监管层重申银行的功能性，信托监管呈现边际放松迹象，新增信托贷款余额迅速由负转正，1月大增345.02亿元，2月受春节效应营销小幅减少-37.01亿元，但3月重又增长528.25亿元，累计新增信托贷款占社融比重也回升至1.02%，创2018年3月以来的新高。我们认为，在社融需求快速回暖叠加信托监管边际放松的背景下，信托行业景气度或将再度上行。

图表21：券商资管规模及结构变化



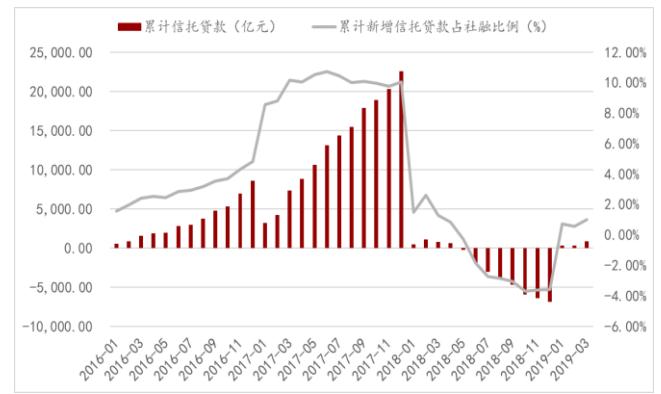
资料来源：wind，万联证券研究所

图表22: 当月新增信托贷款情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 累计新增信托贷款情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

综合来看,爱建信托的业绩增速与行业景气度具有较强关联性。2017年行业因受益资管挤出效应而显著扩张,公司业绩明显同步走强,净利润增速达到40.13%,而后2018年影子银行受限,资管新规出台的情况下,行业规模显著收缩,公司业绩增速也小幅回落至23.85%。而当前时点来看,行业景气度或将重启上行。一方面利率中枢持续下行导致信托产品对资金的吸引力提升,资金端无需担忧;另一方面宏观经济筑底企稳、信托监管边际放松的情况下,信托贷款需求有望继续扩张,资产端大概率持续向好。两端并举的情况下,爱建信托有望分享行业景气红利,延续业绩高增长。

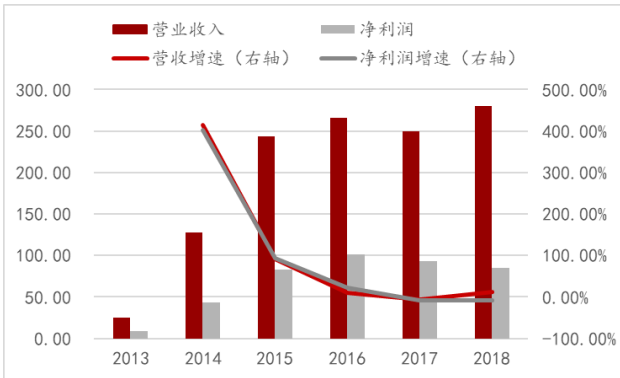
3、租赁业务: 纳入华瑞租赁, 利润贡献有望提升

3.1 爱建租赁增速有所放缓

爱建租赁成立于2013年,而后借政策东风取得快速发展。公司成立于租赁行业快速发展时期,随着2015、2016年《国务院办公厅关于加快融资租赁发展的指导意见》和《关于在全国开展融资租赁货物出口退税政策试点的通知》先后出台,各地政府积极响应,纷纷推出融资租赁扶持政策,行业全面进入发展快车道。而公司受益政策红利,取得快速发展,2014-2016年公司营业收入和净利润年均复合增长率分别为120.62%和127.54%,2016年末已经实现营业收入2.66亿元和净利润1.01亿元,对于集团的利润贡献率达到16.28%。

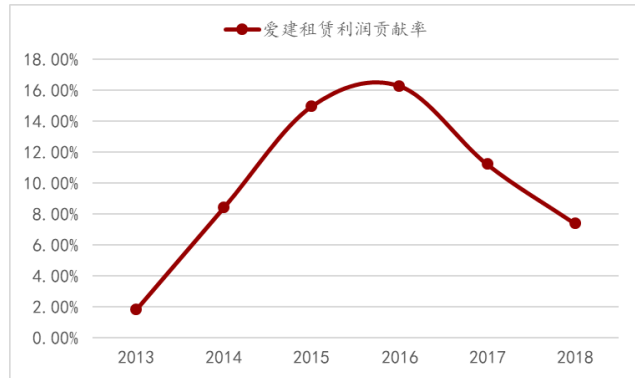
然而2017-2018年受监管趋严和实体经济信用风险攀升两方面影响,租赁企业向银行融资难度加大,公司亦受到较大影响,业绩呈现负增长。2018年末公司净利润已经下滑至0.85亿元,利润贡献率也迅速下滑至7.38%。但另一方面公司在2018年的生息资产增长相对稳健,生息资产余额达到42.19亿元,同比增加31.88%,整体稳中向好。目前行业监管逐步落地,宏观经济筑底企稳的大环境下,爱建租赁有望凭借近两年积累的优质生息资产,实现业绩的触底回升。

图表24：爱建融资租赁业绩变化情况（百万元，%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表25：爱建租赁对于集团的利润贡献率



资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 收购华瑞租赁完善版图

2018年9月公司完成华瑞租赁股权交割事宜，受让其100%股权。本次战略收购的主要目的在于整合股东资源，拓宽业务范畴。华瑞租赁原属吉祥航空，是大股东均瑶集团在航空业务板块的重要资产。两家租赁公司的业务侧重点颇为不同，爱建租赁以城市基础设施、教育、医院医疗等特定市场租赁业务作为重点发展领域（以自有固定资产为租赁物），而华瑞租赁则主要进行飞机、备用发动机等租赁业务，其主要业务资源就来自吉祥航空。目前华瑞租赁与吉祥航空开展9架飞机的经营租赁业务、4架飞机的融资租赁业务，业务发展稳健，2018年实现新增投放3.66亿元，生息资产规模也已经达到49.32亿元。收购完成后，公司租赁版图进一步完善，两家子公司有望发挥均瑶集团的实业资源优势，逐步打造产融结合业务模式，实现租赁板块的利润提升。

4、其他业务：多元布局，转型金控可期

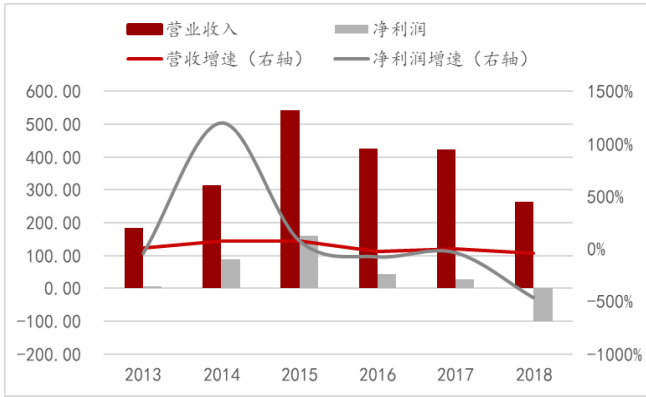
4.1 爱建证券：具有较大业绩提升空间

爱建证券成立于2002年，并于2006年完成增资扩股，资本实力得到扩充。同年爱建集团受让上海汇银投资有限公司所持公司28.64%的股权，合计持有48.86%的股权，成为公司第二大股东。

整体来看，爱建证券属于小型券商，截至2018年末总资产规模为44.32亿元，归母净资产规模13.12亿元，体量处于行业第三梯队，旗下证券营业部数量为37家。而业绩方面，近三年来公司业绩开启下行通道，整体发展乏力。2015-2018年间公司营业收入由5.43亿元大幅下滑51.26%至2.65亿元，净利润更是由1.59亿元下滑至-1亿元。其主要原因有两方面，一是经纪收入持续下滑。2015年行情回落以来，公司股基交易额连年减少，由高峰的6657.67亿元降至4212.55亿元，与此同时公司佣金率也随行业下滑，量价齐跌导致业务收入大减；二是公司在近年来也颇多踩雷事件，尤其“*ST凯迪”事件严重拖累公司净利润，反映公司风控水平有待加强。

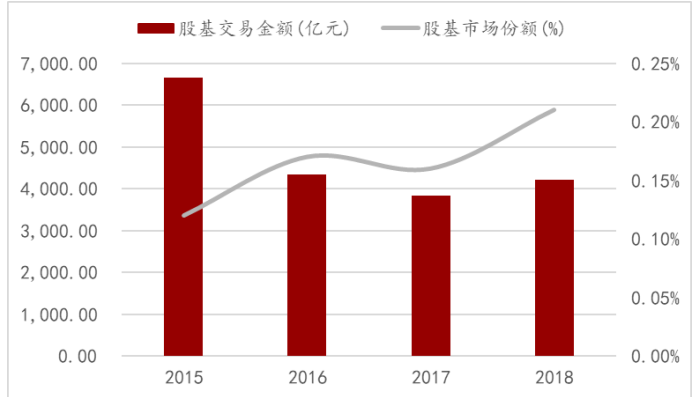
尽管如此，考虑到公司在近三年弱势行情下，股基交易市占率仍从0.12%上升至0.21%，呈平缓上升趋势，在小型券商中实属不易。我们认为公司的经纪业务经营潜力较大，预期随着市场行情持续回暖，公司有望发挥β属性，大幅提升对于集团的利润贡献。

图表26: 爱建证券业绩变化情况 (百万元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表27: 爱建证券近年股基交易情况



资料来源: wind, 万联证券研究所

4.2 爱建产业: 贡献商贸收入, 布局新产业

爱建产业成立于2013年, 是爱建集团旗下主要的实业子公司, 主要业务涵盖国际国内贸易、实业投资、资产及企业托管等。目前公司在国际贸易领域已经涉足食品、纸业、纺织品、进出口代理等细分业务, 同时拥有浦东外高桥保税区、黄浦区、普陀区等区域商业、工业类及保税仓储等多处经营物业和配套设施, 业务体系完善。不仅如此, 公司还在积极布局医疗、养老、环保等新产业领域, 试图探索新的商贸利润增长点。截至2018年末, 爱建产业的总资产为3.50亿元, 净资产为2.65亿元, 净利润为35.62万元。尽管当前商贸业务收入相对有限, 但作为金融实业联动的主要枢纽, 公司依旧是集团内部的重要战略板块。

4.3 其他子公司: 金融资产丰富, 有望协同发展

1) **爱建财富:** 爱建财富成立于2013年, 拥有公募基金代销牌照和私募基金管理人资格, 主要以基金代销和母基金为两大业务方向。2018年公司爱与建信托直销业务资源进行了业务整合, 将销售有关资源进行集中, 构建统一财富端服务体系。截至2018年末, 公司总资产为0.47亿元, 净资产为0.43亿元, 净利润为-8.62万元。

2) **爱建资产:** 爱建资产成立于2013年, 爱建股份有限公司爱建房地产分公司, 目前经营范围为投资管理, 资产管理, 商务咨询等。2018年公司继续在投融资、第三方管理等方面开拓市场, 通过担保和资金支持推进相关房地产、PPP等的投融资项目落地。截至2018年末, 公司总资产为15.85亿元, 净资产为3.15亿元, 净利润为1.31亿元。

3) **爱建资本:** 爱建资本成立于2013年, 主要通过发起设立各类基金, 从事股权、债权投资等资产管理业务。2018年爱建资本围绕PE投资、资本运作上市培育等企业资本服务, 进行业务链整合, 同时推进医疗健康、节能环保等重点领域产业布局。截至2018年末公司总资产为0.99亿元, 净资产为0.95亿元, 净利润为-86.13万元。

综合来看, 公司旗下金融资产丰富, 除了信托、租赁、证券以外, 还同步打造财富管理、资产管理、产业投资等多元金融板块。尽管各子公司目前规模、利润贡献较小, 但随着爱建集团整体规模的壮大, 多元布局有望形成产融协同, 并逐步打造全业务金融服务体系。

5、投资建议和盈利预测

5.1 投资建议

综合来看, 均瑶集团入主后公司业绩改善明显, 整体运营已经重回正轨。展望公司后

续发展，我们认为主要有三方面关注点：

一是信托业务能否在较短时期内完成结构优化，降低通道占比。过去几年间，爱建信托凭借“以量补价”的策略获得快速扩张，对于集团的利润贡献也较为可观。但作为代价，其主动管理业务占比和综合信托报酬率均呈持续下滑趋势，尽管目前仍领先行业整体水平，但较部分转型领先的竞争者（如安信信托）已经有明显差距。目前来看，清理通道的监管大方向不会发生变化，预计后续信托通道业务的展业、获利将愈发受阻。公司2018年已经开始逐步开展转型，但其是否能在较短时期内落实转型，实现控制通道规模与扩张主动业务两手抓，将是公司此后3-5年业绩延续高增长的关键。

二是华瑞租赁与爱建租赁的协同发展能否大幅提升租赁收入。融资租赁市场前景广阔，爱建租赁和华瑞租赁的协同发展值得期待，而两者能在多大程度上优势互补、跨领域合作，将决定公司租赁业务的扩张速度。

三是大股东均瑶集团入主后，能否加强和公司间的资源共享。大股东均瑶集团在多个实业领域具有较强实力，其能否发挥公司在各类金融业务中的优势，实现产融一体业务互联模式，将在很大程度上决定公司的未来发展方向。

5.2 盈利预测

基于上述分析，同时结合公司财务报表的关键细分指标，我们对爱建集团在2019-2021年的业务发展作如下中性假设：

1) 信托业务方面：公司在2013-2017年间通道业务规模持续增长，导致主动管理占比逐渐下滑至14.98%，信托报酬率也降至0.84%。但2018年公司在行业“去通道”大背景下已经开始推进主动管理转型，预计2019年主动管理占比下滑趋势有望在15%水平企稳，并在2020和2021年逐步回升至20%以上，同时预计三年间信托资产整体规模增长率控制在15%以内；综合信托报酬率由0.84%升至1%左右。

2) 固有业务方面：近年来公司贷款投放业务发展稳健，预计2019-2021年贷款及垫款总额增长率维持在10%-15%区间，保持稳定利息收入增长；同时考虑到公司过去几年间较优的投资回报，预计公司有望在2019年能够抓住权益市场投资机遇，将收益率提升至6%水平。

3) 租赁业务方面：公司旗下爱建租赁在2018年实现生息资产的快速增长，规模已经达到42.19亿元，同时考虑到新纳入的华瑞租赁也具有相近的业务规模，预计公司租赁业务收入增长将有所增长，2019-2021年间增长率维持在18%-26%区间。

4) 其他业务方面：其他业务收入主要包括爱建产业运营的商业贸易收入等，收入占比贡献有限，均以历史增速作为预测依据。

基于以上假设，我们预计爱建集团在2019-2021年间的营业收入分别为32.27亿元、39.80亿元、50.73亿元，同比增速分别为21.59%、23.33%、27.47%；归母净利润分别为13.20亿元、15.27亿元、17.91亿元，同比增速分别为14.02%、15.67%、17.29%；对应EPS分别为0.81元、0.94元、1.10元。

5.3 估值

可比公司方面，我们选取两家纯信托公司安信信托、陕国投A，以及一家主营信托业务的综合型金融集团中航资本来对公司进行相对估值。以2019年4月26日收盘价为基准价，得出可比平均PE为33.55倍，可比平均PB为2.07倍，考虑到爱建集团是较为纯正的综合金融集团，金融资产规模是其业务发展的关键，因此倾向于选择PB估值法，代入公司2019年的BVPS预测值（6.67元），得到2019年的第一目标价13.82元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表28：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值	2018营业收入	2018归母净利润	2019PE (倍)	2019市净率 (倍)
600816.SH	安信信托	336.90	-	-	38.86	2.43
000563.SZ	陕国投A	197.80	10.27	3.19	45.05	1.87
600705.SH	中航资本	529.60	138.67	31.66	16.73	1.91
均值					33.55	2.07

资料来源：wind, 万联证券研究所

6、风险提示

宏观经济企稳趋势有变；金融监管超预期；社融及信托贷款增速不及预期；公司主动管理转型进度不及预期

万联证券

资产负债表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
资产	261.03	274.51	299.88	326.30
货币资金	15.39	16.16	16.48	16.81
交易性金融资产	0.26	0.28	0.34	0.40
买入返售金融资产	0.00	1.58	1.65	1.74
应收账款	9.38	10.99	12.98	15.52
应收利息	0.68	0.75	0.83	0.91
其他应收款	6.62	3.52	5.07	4.29
存货	0.07	0.09	0.08	0.08
一年内到期的非流动资产	26.79	28.13	29.54	31.02
其他流动资产	5.69	6.12	6.63	7.26
发放贷款及垫款	15.14	17.41	19.15	21.07
可供出售金融资产	77.23	79.60	89.83	101.6
长期应收款	24.52	25.75	27.04	28.39
长期股权投资	17.44	20.58	24.28	28.65
固定资产	50.67	52.19	53.76	55.37
在建工程	5.62	5.22	5.38	5.54
无形资产	0.38	0.38	0.38	0.38
商誉	0.49	0.49	0.49	0.49
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.57	0.63	0.69	0.76
其他非流动资产	4.10	4.64	5.27	6.00
负债	164.35	165.69	177.59	189.11
短期借款	37.81	38.24	42.07	44.30
应付账款	0.76	0.77	0.85	0.89
预收账款	1.09	1.10	1.22	1.28
应付职工薪酬	3.35	3.77	4.36	5.13
应交税费	6.15	7.04	6.94	9.18
应付利息	0.32	0.33	0.45	0.61
应付股利	0.02	0.02	0.02	0.02
其他应付款	20.22	20.42	20.63	20.83
一年内到期的非流动负债	16.01	16.19	17.81	18.76
长期借款	61.29	61.98	68.18	71.81
长期应付款	2.33	2.36	2.59	2.73
递延所得税负债	0.91	0.80	0.83	0.85
其他非流动负债	14.09	12.68	11.70	12.82
所有者权益	96.69	108.82	122.29	137.18
股本	16.22	16.22	16.22	16.22
资本公积	40.45	40.45	40.45	40.45
其它权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00
其他综合收益	0.64	1.99	3.14	3.56
盈余公积	1.01	1.60	2.37	3.26
一般风险准备	5.21	7.19	9.48	12.17
未分配利润	32.81	40.78	49.96	60.78
归属于母公司股东权益	96.34	108.2	121.6	136.4
少数股东权益	0.35	0.59	0.66	0.74

利润表

单位: 亿元

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	26.54	32.27	39.80	50.73
营业收入	9.48	11.18	13.87	18.54
利息收入	0.80	1.44	1.52	1.64
手续费及佣金收	16.25	19.64	24.40	30.54
营业总支出	16.23	19.19	23.91	31.76
营业成本	5.50	6.33	7.85	11.01
利息支出	1.33	1.37	1.44	1.59
手续费及佣金支	0.28	0.39	0.49	0.61
税金及附加	0.34	0.41	0.51	0.65
销售费用	0.07	0.10	0.18	0.23
管理费用	6.91	8.39	10.75	14.21
财务费用	1.24	1.51	1.96	2.62
资产减值损失	0.56	0.69	0.74	0.84
公允价值变动损	0.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.25	4.70	4.73	5.24
汇兑收益	0.02	0.02	0.02	0.02
其他收益	0.25	0.25	0.25	0.25
营业利润	15.84	18.06	20.88	24.49
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	15.83	18.05	20.88	24.49
所得税费用	4.25	4.85	5.61	6.58
净利润	11.58	13.21	15.28	17.92
归母股东净利润	11.58	13.20	15.27	17.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增速(%)	13.71	21.59	23.33	27.47
归母净利润增速	39.57	14.02	15.67	17.29
收入增速				
营业收入增速(%)	41.41	17.93	24.00	33.71
利息收入增速(%)	-57.76	79.72	5.63	7.87
手续费收入增速	10.32	20.85	24.25	25.16
获利能力				
ROE(%)	13.87	12.91	13.29	13.88
每股指标				
EPS(元)	0.71	0.81	0.94	1.10
BVPS(元)	5.94	6.67	7.50	8.41
PE	15.53	13.62	11.78	10.04
PB	1.87	1.66	1.48	1.32

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场