

信托规模增长，参股涉足 AMC

■事件：2017年3月6日晚陕国投A发布2016年年报。公司2016年全年实现营业收入10.3亿元，同比下滑12%，实现归母净利润5.2亿元，同比增长14%。

■信托业务稳健发展，主动管理能力提升。

(1) 信托业绩保持稳定。2016年全年，公司实现手续费及佣金净收入5.6亿元，同比增长25%，公司新增信托项目395个，新增规模1385.12亿元，安全兑付信托项目244个，金额达到489.6亿元，且向信托客户分配信托收益122.09亿元。信托主业转型探索取得成效，发展态势良好。

(2) 主动管理能力有所提升。截至2016年末公司存续信托资产达到2538.11亿元，同比增长35.91%，其中集合类资产1041亿元（占比41%），单一类资产1493.7亿元（占比58.9%），财产权类资产2.9亿元（占比0.11%），2016年集合类资产占比比2015年同期大幅提升了18.5个百分点，公司主动管理能力有所增强，预计未来公司集合类资产占比将进一步提升。

(3) 信托业务创新发展卓有成效。2016年公司信贷资产证券化业务规模达到将近50亿元，且成功中标两单PPP项目，并积极探索公益信托，推出了“陕国投·公安民警英烈基金公益信托计划”等项目，此外在普惠+消费金融也有所涉猎，公司创新发展成果显著。

■信托资产收益率保持稳定。2016年公司信托资产配置更加偏重于权益类投资，其中投向证券市场的资产占比达到43%（比上年+9%，下同），而投向基础产业与房地产的资产占比为30.6%（-3.7%）；2016年公司的加权年化信托收益率为0.29%，与2015年的0.28%基本持平，预计2017年公司信托资产收益率将稳中有进。

■固有业务资产规模稳步提升。2016年公司固有资产达到77亿元，比去年同期提升1%，资产规模稳步提升；同时2016年固有资产配置中金融股权投资占比有所提升，因此受到证券市场表现相对疲软的影响，2016年全年公司实现投资净收益2.9亿元（同比-44%）；此外利息净收入1.7亿元，同比增长0.73%，利息净收入同比增速较为平缓。预计2017年证券市场影响将有所减弱，固有业务收入增速将提升。

■涉足 AMC，发展多元业务。

(1) 公司认购陕金资，涉足 AMC 业务。2016年公司通过认购陕金资涉足 AMC 业务，目前公司在陕金资的持股占比为6.65%，预计未来陕金资将增加增加公司投资收益，同时公司的信托主业有望借助 AMC 实现不良资产的有效处理，拓展业务链。

(2) 发展多元金融，提升综合实力。公司参股保险（在永安保险持股占比2.29%）、银行（在长安银行持股占比1.21%），布局多元金融提升公司综合竞争力。此外虽然公司2016年末的长安银行股权收购方案夭折，但我们预计这将对公司混业经营与多元金融拓展步伐产生较大影响。

■定增方案待定。2017年1月公司公告称拟通过定增募集资金20亿元用于补充资本金，2017年2月公司公告称由于证监会发布再融资新规，公司可能对目前定增方案进行调整。

■投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 9.2 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别为 0.18 元、0.20 元、0.23 元。

■风险提示：宏观风险、市场风险、运营风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,151.0	1,013.6	1,165.6	1,352.1	1,575.2
净利润	454.0	515.2	604.9	696.6	797.3
每股收益(元)	0.15	0.17	0.18	0.20	0.23
每股净资产(元)	2.48	2.50	3.03	3.23	3.45
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	45.1	39.8	37.5	32.6	28.4
市净率(倍)	2.7	2.7	2.2	2.1	1.9
净利润率	39.4%	50.8%	51.9%	51.5%	50.6%
净资产收益率	5.9%	6.7%	5.8%	6.3%	6.8%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%
ROIC	669.5%	-95.4%	-257.3%	-181.8%	-5906.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 9.2 元

股价 (2017-03-06) 6.63 元

交易数据

总市值(百万元)	20,489.96
流通市值(百万元)	18,974.16
总股本(百万股)	3,090.49
流通股本(百万股)	2,861.86
12 个月价格区间	5.16/14.32 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.6	-9.15	2.76
绝对收益	10.68	-11.36	21.42

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaohx3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-35082968

马琦

报告联系人

maqj@essence.com.cn

021-35082773

相关报告

陕国投 A：涉足 AMC，定增增强资本实力	2016-10-31
陕国投 A：信托主业稳健，混改预期增强	2016-08-31
陕国投 A：布局多元金融，涉足不良资管	2016-02-28
陕国投 A：传统业务转型创新，多元金融加快布局	2016-01-13

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,151.0	1,013.6	1,165.6	1,352.1	1,575.2	成长性					
减:营业成本	-	-	-	-	-	营业收入增长率	37.8%	-11.9%	15.0%	16.0%	16.5%
营业税费	69.4	29.7	69.9	81.1	94.5	营业利润增长率	30.1%	12.6%	17.7%	8.0%	22.0%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	29.5%	13.5%	17.4%	15.2%	14.5%
管理费用	306.4	287.3	291.4	270.4	378.0	EBITDA 增长率	96.1%	-14.8%	-16.0%	7.9%	21.8%
财务费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	96.2%	-14.9%	-16.1%	8.0%	22.0%
资产减值损失	165.4	10.3	120.0	40.0	60.0	NOPLAT 增长率	29.5%	13.4%	17.5%	15.2%	14.4%
加:公允价值变动收益	-5.4	-19.0	121.7	-90.0	19.4	投资资本增长率	-895.9%	-56.4%	63.1%	-96.5%	2369.6%
投资和汇兑收益	525.0	293.6	-	-	-	净资产增长率	100.7%	1.0%	34.3%	6.3%	6.9%
营业利润	607.7	684.6	805.9	870.6	1,062.1	利润率					
加:营业外净收支	0.5	1.0	0.6	0.2	1.0	毛利率	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
利润总额	608.2	685.5	806.5	870.7	1,063.0	营业利润率	52.8%	67.5%	69.1%	64.4%	67.4%
减:所得税	154.2	170.3	201.6	174.1	265.8	净利润率	39.4%	50.8%	51.9%	51.5%	50.6%
净利润	454.0	515.2	604.9	696.6	797.3	EBITDA/营业收入	98.7%	95.5%	69.8%	65.0%	67.9%
						EBIT/营业收入	98.1%	94.8%	69.1%	64.4%	67.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	22	29	24	18	14
						流动资产周转天数	-77	-149	-113	-60	-45
						流动资产周转天数	644	980	1,302	2,013	2,174
						应收账款周转天数	54	116	64	78	86
						存货周转天数					
						总资产周转天数	2,033	3,241	3,230	3,155	2,904
						投资资本周转天数	-74	-137	-95	-53	-40
						投资回报率					
						ROE	5.9%	6.7%	5.8%	6.3%	6.8%
						ROA	5.2%	5.4%	5.3%	5.7%	6.1%
						ROIC	669.5%	-95.4%	-257.3%	-181.8%	-5906.0
						费用率					
						销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						管理费用率	26.6%	28.3%	25.0%	20.0%	24.0%
						财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	26.6%	28.3%	25.0%	20.0%	24.0%
						偿债能力					
						资产负债率	12.5%	18.7%	9.0%	10.2%	10.1%
						负债权益比	14.2%	23.0%	9.9%	11.3%	11.2%
						流动比率	3.20	1.33	6.14	7.53	7.71
						速动比率	3.20	1.33	6.14	7.53	7.71
						利息保障倍数					
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.01	0.01	0.01
						分红比率	10.2%	0.0%	6.9%	5.7%	4.2%
						股息收益率	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	454.0	515.2	604.9	696.6	797.3	EPS(元)	0.15	0.17	0.18	0.20	0.23
加:折旧和摊销	9.0	8.0	7.9	7.9	7.9	BVPS(元)	2.48	2.50	3.03	3.23	3.45
资产减值准备	165.4	10.3	-	-	-	PE(X)	45.1	39.8	37.5	32.6	28.4
公允价值变动损失	5.4	19.0	121.7	-90.0	19.4	PB(X)	2.7	2.7	2.2	2.1	1.9
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	19.3	97.1	30.1	69.4	20.3
投资损失	-514.0	-268.2	-	-	-	P/S	17.8	20.2	19.5	16.8	14.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	13.4	15.6	14.6	13.2	9.9
营运资金的变动	1,381.8	-574.2	247.2	-401.9	292.4	CAGR(%)	15.3%	15.7%	19.9%	15.3%	15.7%
经营活动产生现金流量	356.3	157.9	981.7	212.5	1,117.0	PEG	2.9	2.5	1.9	2.1	1.8
投资活动产生现金流量	-1,855.6	-2,448.8	1,442.7	2,300.4	61.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	3,215.7	792.5	2,047.4	-39.7	-33.4	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034