

审慎推荐-A (维持)

陕国投A 000563.SZ

目标估值: 7 元
当前股价: 6.5 元
2017 年 03 月 07 日

信托业务快速发展, 资本运作持续受挫

基础数据

上证综指	3242
总股本(万股)	309049
已上市流通股(万股)	286186
总市值(亿元)	201
流通市值(亿元)	186
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	6.7
资产负债率	18.7%
主要股东	陕西煤业化工集团有
主要股东持股比例	34.58%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《陕国投 A (000563) — 大股东参与定增彰显公司前景光明》2017-01-24
- 2、《陕国投 A (000563) — Q3 业绩下滑超预期, 参股 AMC 乘风“债转股”》2016-10-13
- 3、《陕国投 A (000563) — 回归信托业务本质, 联姻 AMC 化解不良》2016-08-31

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

马鲲鹏

makunpeng@cmschina.com.cn
S1090516030003

研究助理

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn

- 陕国投公布 2016 年年报, 全年营收 10.14 亿, YOY-11.94%; 归母净利 5.15 亿, 同比+13.5%; 归母净资产 77.28 亿, YOY+0.97%; EPS 0.1667 元, ROE6.79%。
- 信托主业转型取得成效, 固有业务拖累业绩。多措力促信托主业, 全年信托业务收入 5.63 亿, 同比增长 24.86%, 转型取得突出成效。信托作为公司业绩的主要来源, 贡献 56% 的收入, 信托业务的发力稳定公司收入下滑趋势。固有业务受累 2016 年市场大幅调整, 投资收益同比下滑 47% 至 2.75 亿, 其中交易性金融资产和可供出售金融资产双双表现不佳所致; 利息收入 1.72 亿, 同比持平。应付职工薪酬 3.33 亿, 同比增长 19%, 增幅超越净利润增长幅度, 激励机制的超预期侧面印证公司发展潜力十足。
- 行业量价齐涨迎来黄金发展期, 纯血上市信托公司搭乘行业快车。公司 2016 年末信托资产规模达到历史新高的 2538 亿, YOY+36%VS 行业 18%, 主动管理比例上升至 53%, 同比扩大 6 个百分点。展望 2017 年, 金融去杠杆、防监管套利大势所趋, 监管对于信托态度边际改善。1 月份社融中新增信托贷款同比暴涨 56 倍, 创下历史最高的 3175 亿, 存量通道业务加速回流信托被逐步证实。公司作为稀缺的上市信托机构, 经历 33 年发展和 23 年上市的磨练, 叠加转型的深入, 在瓜分增量通道业务时优势明显, 发展空间可期。
- 公司资产重组流产, 定增计划折戟, 未来扩张脚步仍值得期待。公司日前收购长安银行股权失败, 外延扩张短暂时受阻; 同时定增计划受制于证监会再融资 18 个月间隔期新规而搁浅; 虽然短期黑天鹅事件频发, 但公司混业经营趋势不变, 同时参股陕西 AMC 充分享受债转股新政, 未来传统业务的外延扩张和金控版图的不断完善将迫切需要提高响应资本金规模。
- 投资建议: 我们维持公司审慎推荐评级。基于: 1) 信托业务发展趋势良好, 业绩和规模增速皆超过行业, 未来行业量价齐涨, 公司有望分得一杯羹; 2) 公司事件催化因素频出, AMC、资产重组、定增等资本运作相对频繁, 估值具备一定溢价。我们预计公司 17 年净利润 6.2 亿, 根据分部法估值, 对应总市值为 167 亿, 但考虑到公司体量较小且外延式扩张预期强劲, 给予公司 1.3X 行业市值溢价, 对应 217 亿市值, 目标价 7.02 元, 空间 8%, 35X 17 年 PE。

风险提示: 监管超预期

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016	2017E	2018E
主营收入(百万元)	836.34	1150	1014	1269	1453
同比增长	44.5%	37%	-12%	25%	14%
营业利润(百万元)	467	608	685	859	1002
同比增长	15%	30%	13%	25%	17%
净利润(百万元)	351	454	515	619	722
同比增长	12%	29%	14%	20%	17%
每股收益(元)	0.29	0.37	0.17	0.20	0.21
PE	20.0	15.7	39.00	32.46	30.81
PB	4.70	2.34	2.60	2.41	2.37

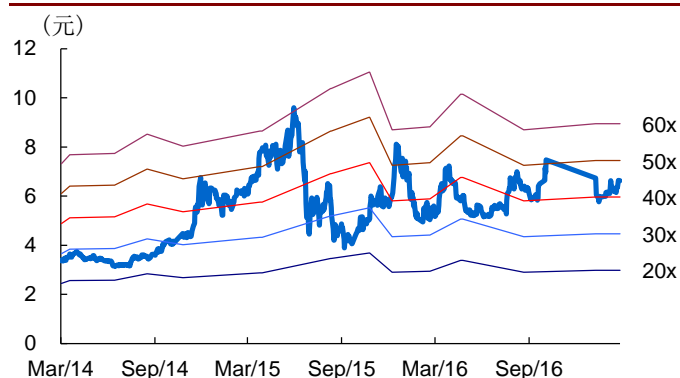
资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 陕国投 A 财务简表

	2014	2015	2016	2017E	2018E
一、固有业务					
投资收益及公允价值变动	1.07	5.2	2.75	3.3	3.63
利息净收入	2.74	1.7	1.72	1.978	2.1758
二、信托业务					
信托资产规模	1243	1868	2538	3143	3860
集合规模	302	420	1041	1197	875
单一规模	937	1444	1494	1942	2974
财产权规模	3	4	3	4	10
手续费及佣金净收入	4.48	4.51	5.63	7.32	8.63
其他业务收入	0.07	0.09	0.04	0.09	0.09
营业收入	8.36	11.50	10.14	12.69	14.53
营业支出	3.67	5.42	3.29	4.0975	4.50725
营业税金及附加	0.47	0.69	0.3	0.36	0.396
管理费	1.99	3.06	2.87	3.5875	3.94625
资产减值损失	1.2	1.65	0.1	0.13	0.143
其他业务成本	0.01	0.02	0.02	0.02	0.022
营业利润	4.69	6.08	6.85	8.59	10.02
加: 营业外收入	0.01	0	0.01	0	0
减: 营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4.70	6.08	6.86	8.59	10.02
减: 所得税	1.17	1.54	1.71	2.41	2.81
净利润	3.53	4.54	5.15	6.19	7.22
EPS	0.29	0.37	0.17	0.20	0.21

资料来源: 招商证券

图 1: 陕国投 A 历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 陕国投 A 历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

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）。

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。