



2017-03-17

公司深度报告

买入/维持

安信信托 (600816)

目标价: 15

昨收盘: 11.68

非银金融 多元金融 II

【公司深度】安信信托 (600816): 信托报酬率增长 55%, 规模、效益均仍有空间

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股) 4,558/2,498  
 总市值/流通(百万元) 53,233/29,172  
 12 个月最高/最低(元) 27.81/11.29

## ■ 历史报告

《安信信托: 多元布局前景无限好, 信托本业稳健底气足》  
 --2016/11/28

《安信信托调研纪要: 信托业务稳健, 着力发展固有业务》  
 --2016/03/17

证券分析师: 魏涛

电话: 010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030001

证券分析师: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S119051609002

## 投资要点:

自 11 月 25 日, 我们深度推荐安信信托以来, 公司股价从 10.30 元/股涨至 11.68 元/股, 涨幅已经达到 13%。继续看好安信信托, 主要逻辑如下: **17 倍 PE 近 80% 的增长 (高基数: 2015 年 17 亿的净利润), 典型的价值股。**归母净利润 30 亿元, 同比增长 76%。作为兼具价值和成长属性的标的, 具有稀缺性, 比较受市场欢迎。自 2013 年转型以来, 公司每年净利润增幅均在 68% 以上, 从 2012 年 1 个亿到 206 年的 30 亿。

**贡献度高达 85% 的信托业务, 成长性具有可持续性。**信托业务贡献度高达 85% (行业平均水平为 70%), 固有业务扰动小, 公司成长性的基础更加坚固。2016 信托业务收入增长 90%, 核心原因是信托业务结构调整, 主动管理类占比从 45% 提升到 60%, 平均信托报酬率从 1% 提升至 1.5%。**固有业务投资多元化, 看点在于多元金融布局。**布局国和人寿、渤海人寿、大童保险、沪商行、营口银行, 参股撬动银行、保险资金资源、客户资源推动信托业务发展。

**资本: 资本是制约信托业务扩张的关键, 资本大幅补充打开公司发展空间。**过去两年定增、转股频频, 股本增长 9 倍。2016 年底落地的定增 50 亿相当于资本翻倍。再加上良好的盈利能力, 近半年补充的资本大于存量规模, 为公司业务规模的扩张打开了广阔的空间, 大发展在后面。

**人才: 民营资本背景, 机制灵活释放活力。**国之杰为公司的控股股东, 民营资本背景, 具有较强的创新能力和具有市场竞争力的激励机制 (人均薪酬位列 2015 年上市公司 TOP10, 2016 年较 2015 年提升了 43%。良好的机制聚集了业绩导向的人才, 人均净利润 1400 万+。

**估值与投资建议: 预计 2017-2019 年 EPS 分别为: 0.83; 1.05; 1.23 元/股。给予“买入”评级, 六个月目标价: 15 元/股。**

**风险提示: 固有业务主要面临信用风险和市场风险; 资管监管趋严。**

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,245.96	6,572.16	7,976.87	9,507.13
(+/-%)	77.54	25.28	21.37	19.18
净利润(百万元)	3,033.95	3,780.97	4,775.05	5,615.09
(+/-%)	76.17	24.62	26.29	17.59
摊薄每股收益(元)	0.67	0.83	1.05	1.23
市盈率(PE)	30.73	17.44	13.99	11.08

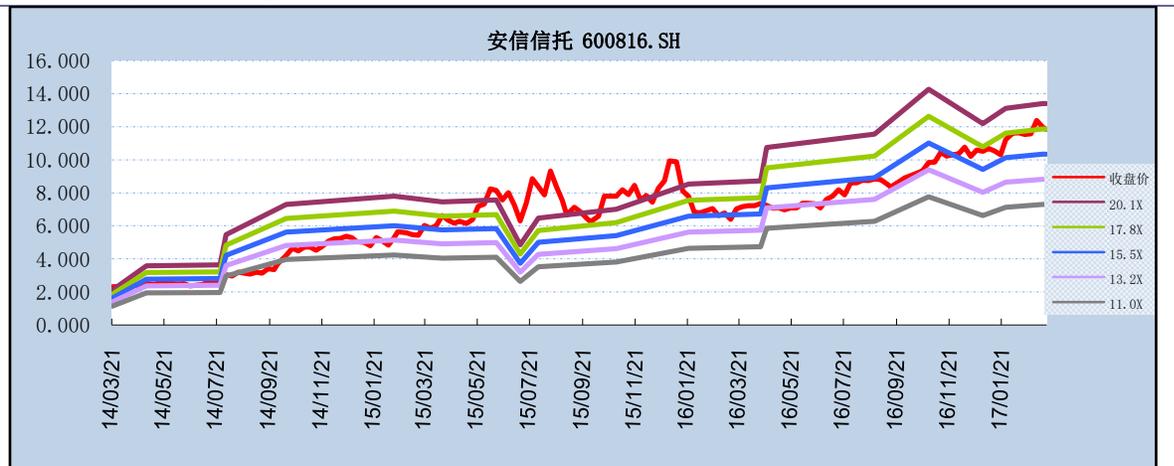
资料来源: 太平洋证券研究院; 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 图表目录

图表 1: 安信信托历史 PE .....	3
图表 2: 安信信托历年净利润及同比增长率 .....	3
图表 3: 安信信托细分业务营收同比增速 .....	4
图表 4: 信托行业收入来源结构 .....	5
图表 5: 安信信托营业收入来源结构 .....	5
图表 6: 信托行业信托资产规模及同比增长率 .....	6
图表 7: 安信信托主动管理信托占比 .....	6
图表 8: 安信信托主动管理信托规模同比增长率 .....	7
图表 9: 安信信托平均信托报酬率与行业平均水平对比 .....	7
图表 10: 安信信托新项目规模及占比 .....	8
图表 11: 安信信托贷款余额及同比增长率 .....	9
图表 12: 安信信托-固有业务利息收入及增长率 .....	9
图表 13: 安信信托-固有业务贷款规模及平均利率 .....	9
图表 14: 安信信托-固有业务投资收益 .....	10
图表 15: 安信信托-交易性资产+可供出售 (百万元) .....	10
图表 16: 安信信托投资业务资产配置 .....	10
图表 17: 安信信托加大多元金融平台布局进展 .....	13
图表 18: 安信信托股本变动情况 .....	14
图表 19: 安信信托净资本及监管指标 .....	15
图表 20: 安信信托大股东——国之杰基本财务状况 .....	16
图表 21: 安信信托股权结构 .....	16
图表 22: A 股上市公司 2015 年人均薪酬 TOP10 .....	17
图表 23: CLO 历年发行规模及项目数量 (截至 20161123) .....	19

**17倍PE近80%的增长（高基数：2015年17亿的净利润），典型的价值股。**当前安信信托PE为17倍多，隐含投资回报率5.8%，归母净利润30亿元，同比增长76%（对应营业收入52.46亿元，同比增长77.54%；扣除非经常性损益后公司归母净利润同比增速为79.90%；稀释每股收益同比增长63.54%）。目前市场上满足2016年归母净利润大于10亿元，扣除非经常性损益归母净利润同比增速大于50%，PE低于20倍的标的寥寥四只，且今年以来均有非常好的表现。作为兼具价值和成长属性的标的，具有稀缺性，比较受市场欢迎。从历史来看，自2013年转型以来，业绩增幅均在68%以上，连续四年业绩高增长，从2012年1个亿的归母净利润增长至年度盈利30亿的规模，四年的转变，风云际会，凤凰涅槃。

图表 1: 安信信托历史 PE



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

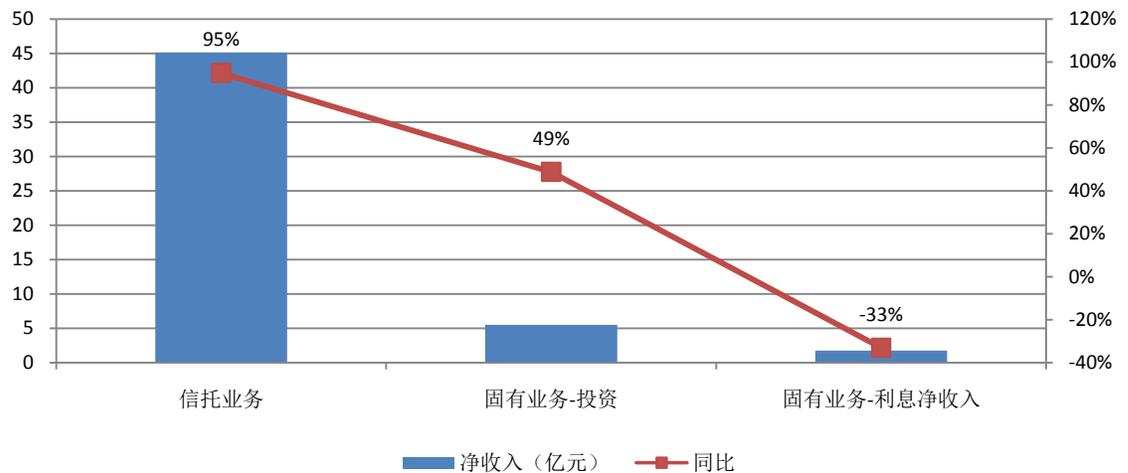
图表 2: 安信信托历年净利润及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**2016年业绩增长主要受益于信托业务，以及固有业务的投资收益。** 信托业务净收入对营业收入的贡献度为86%，去年为78%。公司与信托业务相关的收入体现在手续费及佣金收入中，2016年信托业务净收入45.16亿元，较去年增长了近22亿元，占营收增长额（22.91亿元，营业收入为52.46亿元）的96%。固有业务方面，贷款业务收缩，利息净收入1.78亿，较去年下降了0.88亿；投资业务收益可观，创收5.52亿元，较去年增长了1.81亿元，占营收增长额的8%。总体来看，信托业务收入增长率为95%，固有业务中投资业务收入增长率为49%，固有业务利息净收入同比-33%。

图表 3：安信信托细分业务营收同比增速

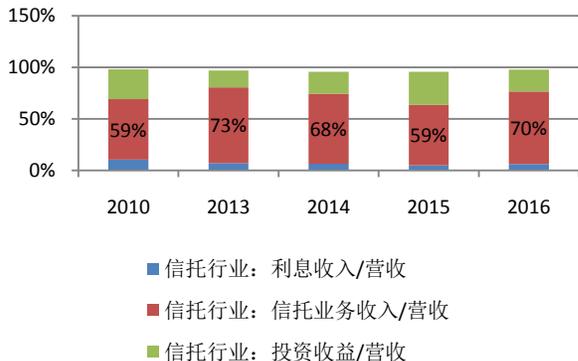


资料来源：WIND，太平洋证券研究院

**信托业务贡献度显著高于行业平均水平，业绩受二级市场波动影响较小。**

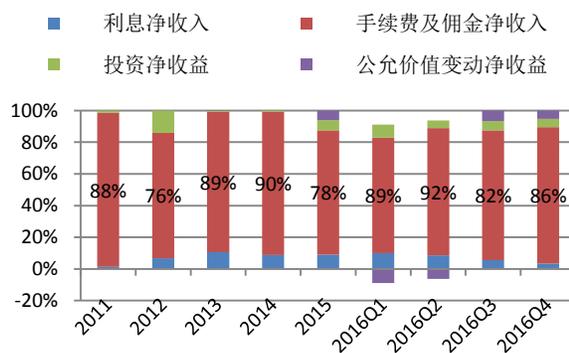
2010年以来，信托行业的收入平均有70%是由信托业务贡献的，20%是由投资收益贡献的，10%是由利息收入贡献的。其中利息收入占比整体呈下降趋势，2014年以来，投资收益的贡献明显提升，主要受2014及2015年股市收益较高影响。安信信托的收入结构中，信托业务贡献度高达85%，固有业务相对而言对业绩的影响相对较小，公司成长性的基础更加坚固。固有业务一方面取得利息收入，另一方面取得投资收益，投资收益受二级市场波动影响。波动较大的投资业务在整体收入中的贡献度整体水平较低，降低了整体业绩的波动性。

图表 4: 信托行业收入来源结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院; 2016 年数据截至

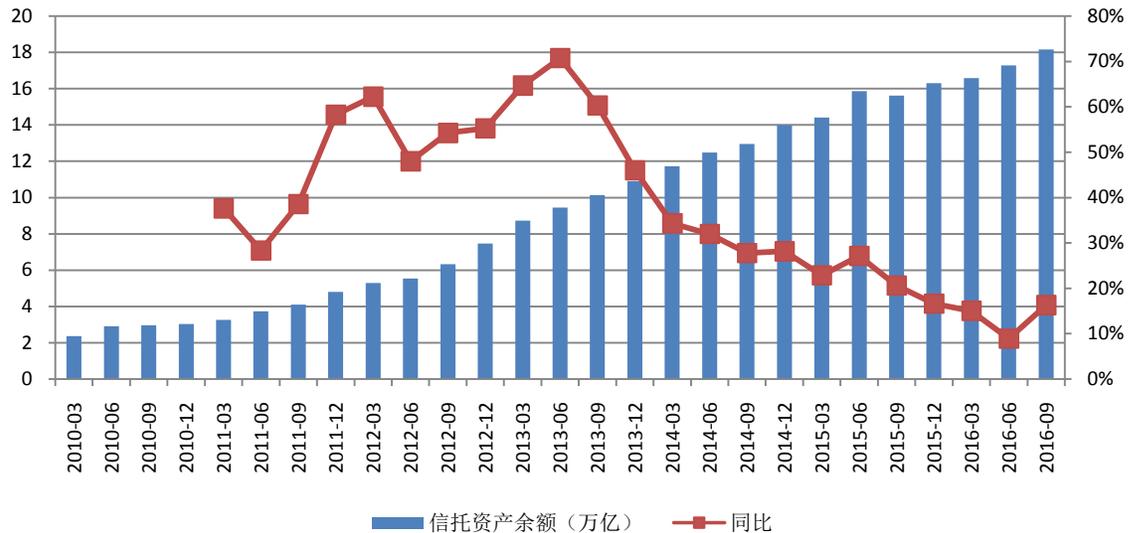
图表 5: 安信信托营业收入来源结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

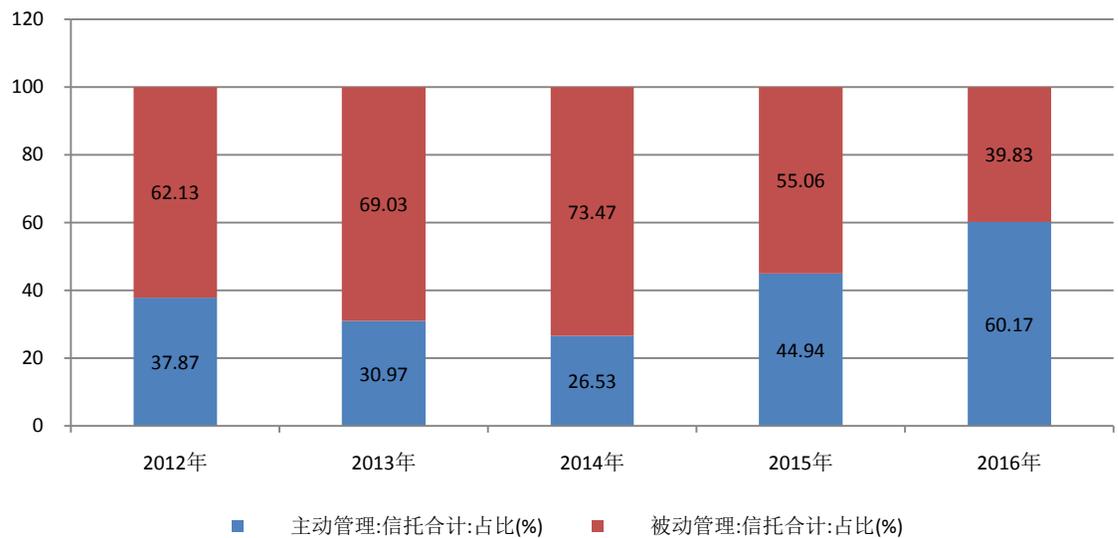
**贡献度高达85%的信托业务，成长性具有可持续性。** 信托业务收入对安信信托的营收贡献度高达85%，其成长性决定了公司的成长性。这种成长性取决于两个方面，一个是规模，一个是报酬率。这种成长性依然看好：一方面受银行信贷收紧影响，信托行业规模扩张重返两位数。行业景气度自去年三季度上升，规模扩张超预期。信托业在经历2015年的景气度低迷之后，2016年整体有所好转，三季度以来宏观经济增速趋稳，信托业资产规模继续保持增长态势，再创新高跨入“18万亿时代”。根据信托业协会最新披露的数据，截至2016年三季度末，信托业管理资产规模为18.17万亿，同比增长16.33%，环比增长5.09%。与2016年2季度同比增长8.95%相比，3季度信托资产规模增速再次实现两位数增长。在国内经济稳中向好的积极带动下，信托业资产管理规模再创新高。业内68家信托公司的业务拓展能力和协同发展能力也不断增强，为继续回归本源业务奠定坚实基础。另一方面，信托业务机构存在巨大的调整空间，去通道化，主动管理类占比提升，带动信托报酬率提升。安信信托的信托业务规模达到2350亿元，其中主动管理类1414亿，同比增长33%（2015年增长164%）；被动管理类规模936亿，同比下降28%；结构的改善提升了信托报酬率，加权平均信托报酬率从2015年的1%提升至1.55%。行业加权平均信托报酬率过去三年分别为：0.51%、0.53%、0.58%，安信信托远高于行业平均水平，近三年分别为：1.02%、1.00%、1.05%。结构依然在调整，这种优势有望进一步延续。

图表 6: 信托行业信托资产规模及同比增长率



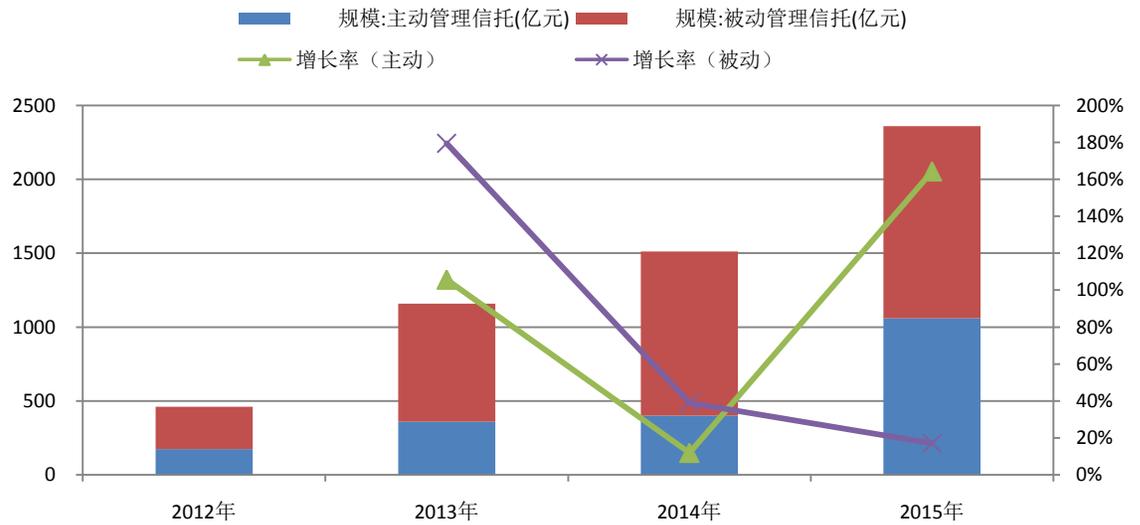
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 7: 安信信托主动管理信托占比



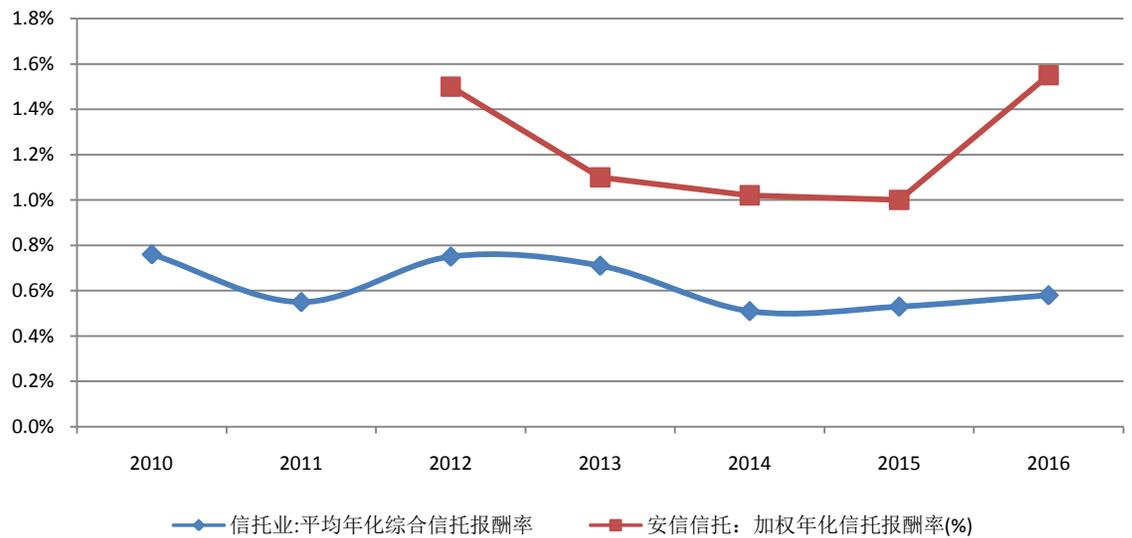
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 8: 安信信托主动管理信托规模同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

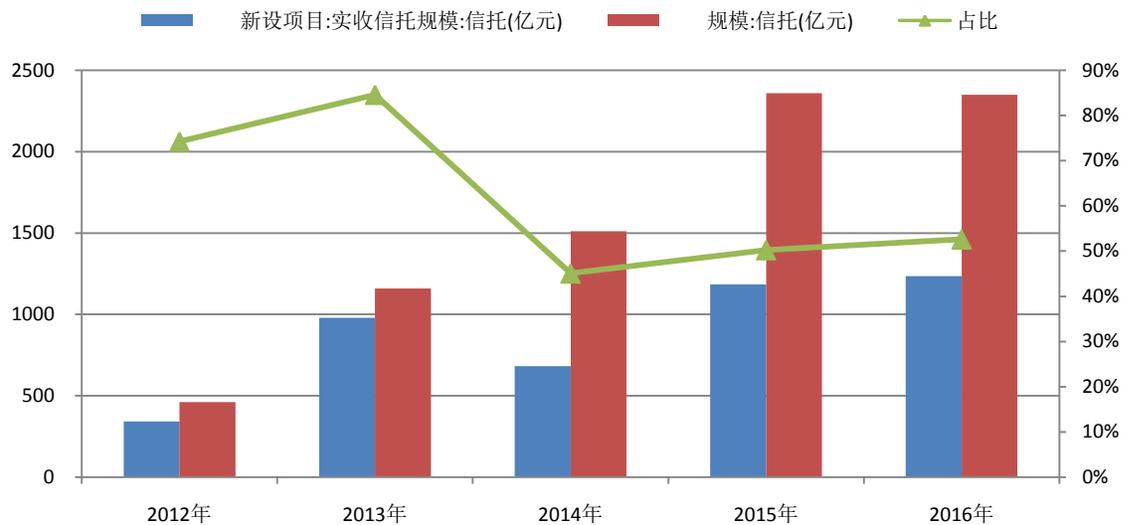
图表 9: 安信信托平均信托报酬率与行业平均水平对比



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**信托业务向基础产业、新能源倾斜，年内规模更新率达 50%。** 从公司信托资金投向来看，2016 年信托资金主要投向基础产业、房地产、实业等领域，并继续调整业务结构，向新能源、大健康和物流地产等领域进行业务拓展和布局。存续信托项目 325 个，受托管理信托资产规模 2349.52 亿元；2016 年完成清算的信托项目 173 个，清算信托规模 902.98 亿元；新增信托项目 184 个，新增信托规模 1235.87 亿元（新增规模占存量规模的 50%）。其中，新增集合类信托项目 50 个，实收信托规模 565.95 亿元；新增单一类信托项目 134 个，实收信托规模为 669.92 亿元。

图表 10：安信信托新项目规模及占比

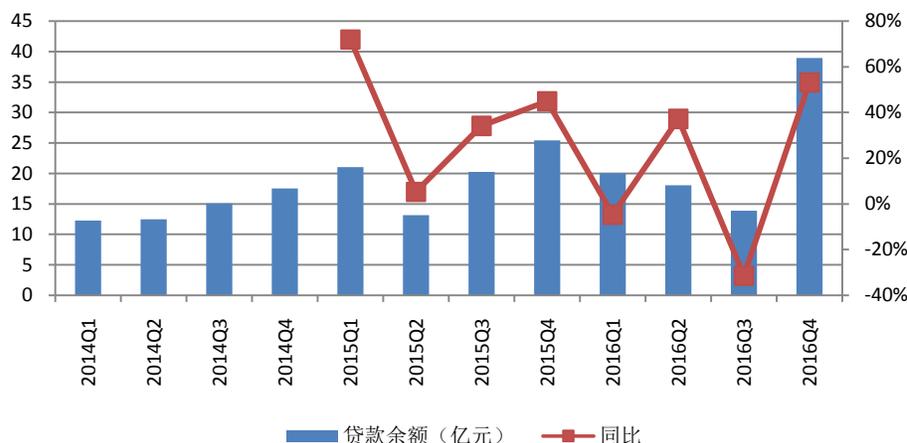


资料来源：WIND，太平洋证券研究院

**固有业务投资多元化，看点在于多元金融布局。** 随着融资能力的提高，公司固有业务发展有了更大的空间，在发展方向上，基于市场需求，公司灵活把握投资业务和多元化的金融布局。传统贷款类利息收入对业绩的贡献度有所下降，投资收益及公允价值变动损益有较大幅度增长，多元化布局加速。投资本年度实现了固有业务资金在贷款、证券市场、定向增发项目等金融产品的多元化投资运作，在合理控制金融风险的同时，实现了较好的收益。

**贷款业务依然给力, 利息收入同比增长 23%。**虽然公司的净利息收入同比下降 33%, 实际上贷款业务发展依然良好。从净利息收入季度数据来看, 第一至第四季度同比分别为: 181%、63%、13%、-33%。是不是贷款业务有问题呢? 显然不是。从贷款业务开展情况来看, 贷款业务均为公司客户贷款业务, 2016 年实现 3.17 亿的利息收入, 较 2015 年增长了 23.3%。贷款规模四个季度末的均值为 22.74 亿元, 较 2015 年增长了约 10% (2015 年均值为 20 亿)。净利息收入的减少只是因为公司利息支出大幅增加, 公司信托业保障基金利息支出为 1.38 亿元, 2015 年该项目不足 1000 元。公司向中国信托业保障基金有限责任公司借入款项, 期末余额为 16 亿元 (今年借入 4 亿, 2015 年 12 月末借入 12 亿), 平均利率为 6.6%。

图表 11: 安信信托贷款余额及同比增长率



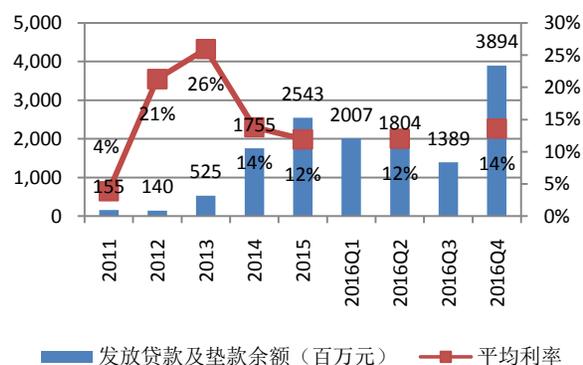
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 12: 安信信托-固有业务利息收入及增长率



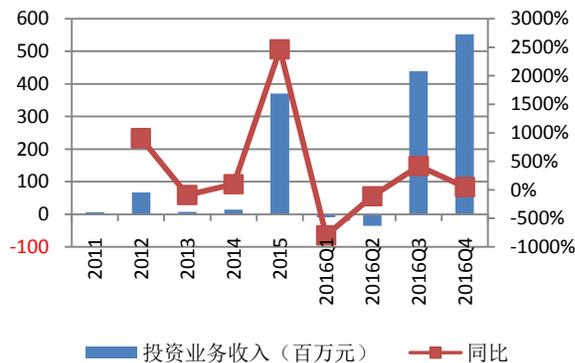
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 13: 安信信托-固有业务贷款规模及平均利率



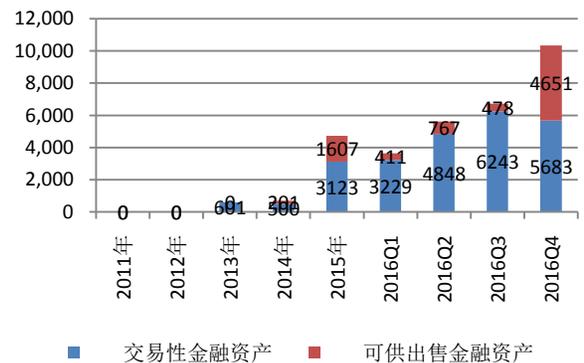
资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**投资业务近两年规模大幅攀升，投资收益可观。**近两年，安信信托投资收益（包含公允价值变动）保持较高水平，2014 年以前，基本在千万级别，2015 年实现 3.71 亿的投资收益，2016 年达到 5.52 亿元，同比增长 49%。一方面是规模驱动：2014 年安信信托“交易性金融资产+可供出售金融资产”规模仅 7 个亿，2015 年达到 47 亿，2016 年则达到 103 亿。除了 10 亿的金融机构股权（渤海人寿、营口银行、中国信托登记公司、杭州鼎辉新趋势股权投资合伙企业），其余 93 亿主要用于权益工具（10 亿规模）、信托计划（47 亿）、资管计划（33 亿）、基金（3 亿）。

**图表 14: 安信信托-固有业务投资收益**


资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

注: 投资业务收入包含投资收益和公允价值变动。

**图表 15: 安信信托-交易性资产+可供出售(百万元)**


资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**图表 16: 安信信托投资业务资产配置**

单位: 亿元	2016	2015
交易性金融资产	10.10	5.12
权益工具投资	10.10	5.12
指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	46.74	26.11
资管计划	28.04	23.48
信托计划	18.70	2.63
可供出售金融资产	46.51	16.07
按公允价值计量的	35.97	16.07
可供出售-资管计划	4.62	4.07
可供出售-基金	3.05	0.00
可供出售-信托计划	28.30	12.00
按成本计量的	10.54	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

## 布局多元金融平台，通过参股撬动银行、保险力量助力信托大发展。

当下布局多元金融恰逢良机：在传统分业经营的金融环境中，金融服务供给专业化，随着利率市场化的推进，资本市场的不断完善，资金需求方，融资方式多元化，资金供给方，资产配置多元化，双方均对综合金融服务提出了更高的要求。随着监管限制的放松，布局多元金融成为可能性。安信信托基于信托主业，积极布局多元金融平台。在已经参股银行、保险的基础上，试水证券、基金、金融租赁等领域，将安信信托定位于‘金融专卖店’模式，与其他信托公司形成错位竞争及市场互补，为客户提供一揽子金融解决方案，向纵深推动‘产融结合’的信托业务模式。打造金控集团，一方面有助于业务协同性，比如贷款业务方面，商业银行和信托均有此类业务，在满足多层次贷款需求方面具有更灵活的服务方案；保险业务方面，居民资产配置多元化，信托产品和保险产品丰富了财富管理内容，同样具有协同性。另一方面是资本方面的协同，金融各子行业对资本的依赖度很高，多元化的金融平台为资本在不同业态之间的互通有无，提升资本配置效率提供了更大的空间，众所周知，商业银行、寿险均是国家金融体系中最核心的资金归集方，有望资金来源方面与安信信托战略协同，为公司产融结合提供更广阔的空间。此外，保险行业本身也是一个朝阳产业，随着居民财富的增加，资产配置多元化，保险行业加速成长，保费收入从过去三年平均 20% 的增速增长至 30% 以上。基金行业也在加速扩容，未来市场空间超过 30 万亿元。近期银行、保险布局均有重要进展。9 月 29 日，增持沪商行股份获得监管核准通过；11 月 22 日，买入渤海人寿股份或监管审核通过；2016 年 11 月 4 日，公司召开七届董事会第四十三次会议审议通过了《关于公司拟以自有资金参与大童保险销售服务有限公司增资》的议案，公司拟以自有资金 5.075 亿元，对大童保险销售服务有限公司进行增资，增资完成后，公司将持有大童保险 35% 的股份。随着监管审核的通过，公司的多元化金融平台布局即将进入落地阶段，看好公司未来在多元金融领域的加大布局，公司整体金融服务能力将提升，为公司进一步发展打下基础。

**沪商行：**目前注册资本为 12.98 亿元，其中国有股占比 49.58%，其他法人股占比 47.41%，自然人股占比 3.01%。前六大股东分别是泸州老窖集团有限责任公司、四川省佳乐企业集团有限公司、泸州鑫福矿业集团有限公司、泸州市财政局、泸州国有资产经营有限公司、上海安信信托股份有限公司。截至 2015 年末，资产总额 314 亿元，存款余额 203 亿元，贷款余额 98.72 亿元，资本总额 31 亿元。

**营口银行：**作为一家区域性股份制商业银行，注册资金 21.49 亿，股东 47 席，其中联昌银行、辽宁群益集团耐火材料有限公司、辽宁金鼎镁矿集团分别持股 18.21%、16.28%、12.39%。截至 2015 年末，营口银行各项存款突破 800 亿元，资产总额 1051.52 亿元，同比增长 29.06%，增速高于银行业整体 13.56 个百分点。营业收入 28.03 亿元，净利润 7.78 亿元，当年年底资本充足率为 12.51%。

当前, 营口银行形成一总九分格局, 营口总部与沈阳分行、大连分行、哈尔滨分行、葫芦岛分行、鞍山分行、丹东分行、盘锦分行、营口分行、小企业金融服务中心覆盖东北地区八大城市, 并拥有百余家网点。

**渤海人寿:** 成立于 2014 年 12 月 18 日, 注册地为天津。截至 2015 年底, 资产总额 96 亿元, 净资产 58 亿元, 营收 7.1 亿元, 净利润 8094 万元。2015 年 10 月份获得渤海租赁等多家新股东的 50 亿元注资。今年 11 月 17 日, 监管审核通过渤海人寿注册资本调整为 130 亿元, 本期增资新引入了安信信托、山东如意两家大型企业, 第一大股东渤海金控仍持有渤海人寿 20% 股权。

**大童保险:** 大童是一家第三方金融保险服务机构, 成立于 2008 年 8 月 1 日, 总部设于北京。经历了八年的发展, 目前大童已成为线上线下结合、产险和寿险综合销售的保险中介集团。旗下业务主要分为: 从事寿险销售的大童保险销售服务公司, 主要从事财险的大童保险经纪, 大童也在筹备大童保险公估, 希望为更多的保险供应商提供理赔的服务, 同时其拥有一家从事互联网保险的快保科技。2016 年大童保险的业务取得快速发展。截至 10 月 24 日, 寿险新单首期保费 61248 万元, 90% 以上是十年以上期交业务, 同比增速为 282%。团险和财险方面, 大童保险经纪公司三年前启动, 已实现 9 亿元保费, 超过 6 亿元的原目标, 预计全年会超过 10 亿元。续期保费目前为 48600 万元, 预计今年会突破 6 亿元, 同比增长 21.8%。目前, 大童服务网络已覆盖全国 23 余个省、直辖市。2016 年大童加快了基层机构布局的脚步, 新开设的线下县市级机构网点达到 59 家, 而过去大童用 7 年时间开了 100 家。同时大童今年将业务拓展到七个新的省份, 到目前为止, 大童布局了 23 个中国的省级机构, 实现对大部分富裕地区的覆盖。明年大童还会加快机构网络的布局, 会在三四个新省份、超过 100 家城市布局新机构。受益于分支机构设立审批制度改为报备制度, 其线下机构的铺设也在加速, 为的是有够强的线下服务能力匹配业务发展, 同时帮助部分在三四线地区扎根不深的保险供应商解决后续服务能力不足问题。大童将参与筹建一家人寿保险公司, 与俄罗斯国家保险公司、安信信托等公司拟共同出资设立国和人寿保险股份有限公司(暂定名, 以工商登记核准为准), 注册资本人民币 20 亿元。

图表 17: 安信信托加大多元金融平台布局进展

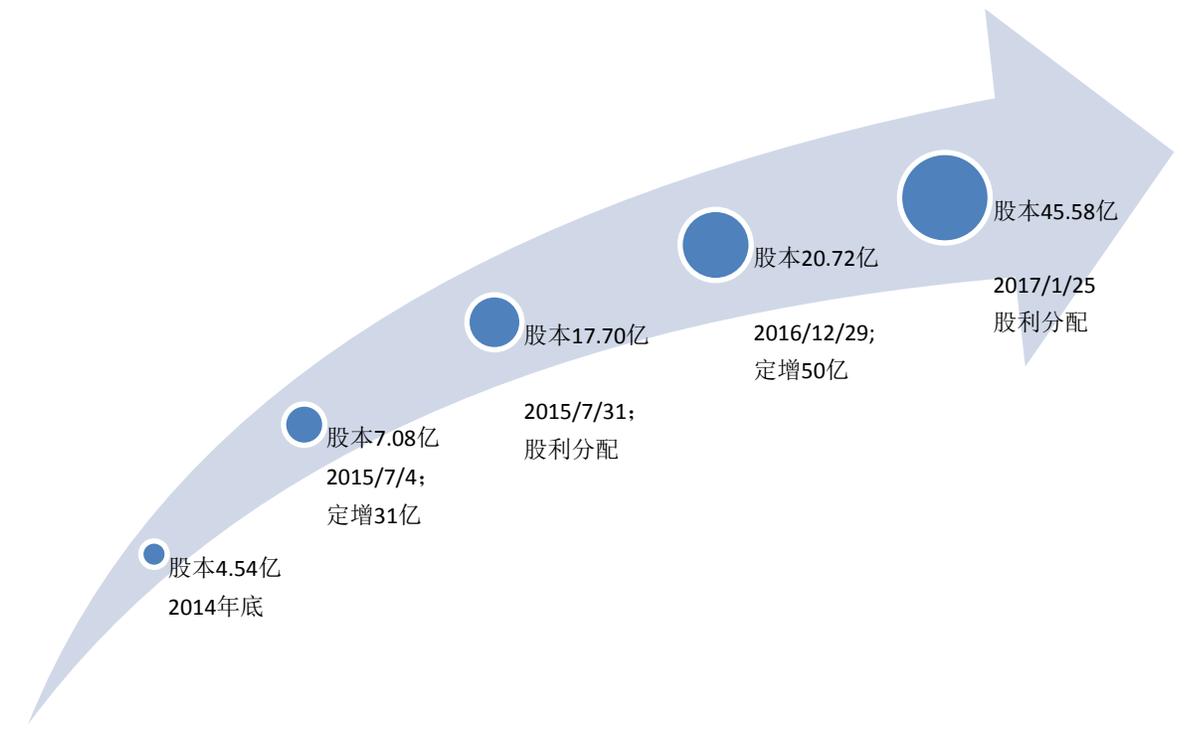
参股沪商行	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 9月29日, 公告监管层审核通过增持沪商行股份的股东资格, 增持后占沪商行总股本的8.55%。</li> <li>• 6月4日, 公司受让沪商行8744万股(股权出让方为上海国正投资管理有限公司和上海假日百货有限公司), 占沪商行总股本的6.04%。</li> <li>• 2015年9月10日, 公司召开七届董事会第二十八次会议审议通过了《公司受让泸州市商业银行股份有限公司股份关联交易》的议案。</li> </ul>
参股营口银行	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10月12日, 董事会审议通过《关于公司参与认购营口银行股份有限公司增发股份项目的议案》。认购营口银行4.27%的股份, 通过参与定增, 投资金额4.39亿元。</li> </ul>
参与发起设立国和人寿	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 今年6月, 董事会审议通过了《关于公司拟以自有资金参与设立国和人寿保险股份有限公司的议案》。拟以货币形式出资人民币4亿元, 认购股份4亿股, 占国和人寿总股本的20%。</li> </ul>
参股渤海人寿	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2015年11月23日, 安信信托董事会便审议通过了《关于渤海人寿保险股份有限公司股权投资项目的议案》。</li> <li>• 11月21日, 安信信托公告称, 近日获悉渤海人寿收到中国保监会《关于渤海人寿保险股份有限公司变更注册资本及修改章程的批复》(下称“批复”), 同意公司持有渤海人寿5亿股, 占渤海人寿总股本的3.85%。</li> </ul>
有意布局基金	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 早在2014年, 安信信托便称要携手控股股东上海国之杰投资发展有限公司共同成立国和基金管理公司。</li> </ul>
参与发起设立中信登	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 10月12日, 董事会审议通过《关于公司参与中国信托登记有限责任公司设立的议案》。投资1.5亿元, 参与发起设立中国信托登记有限责任公司(简称“中信登”)</li> </ul>

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

**风险可控, 轻松面对未来发展。**2016年度公司业务及管理费用11.26亿元, 比上年增加6.36亿元, 其中5.43亿元为公司对部分历史风险项目进行清理、核销。会计制度具体会计处理为, 借: 业务及管理费用 5.43亿元; 贷: 预计负债 5.43亿元。目前, 公司信托风险数项目个数为0, 信托项目不良率为0%。行业整体不良率水平为0.78% (截至2016Q3), 虽然当前经济形势下资产质量不确定性存在, 但整体而言, 清空历史风险项目, 有更大的空间和更充足的准备应对潜在的风险。

**历史视角：大发展启航，发展正当时。过去两年定增、转股频频，股本增长9倍。**2013年公司转型以来，公司业务呈新常态。2015年以后，公司注重上市平台公司的资本运作，公司实施两次定增，两次资本公积转增股本。一次是2015年7月4日定增31亿元（发行2.54亿股，股本从4.54亿股增至7.08亿股），2016年12月29日定增50亿元（发行3.02亿股，股本从17.70亿增至20.72亿）。两次股利分配中资本公积转增股份，一次是2015年7月31日公告的1送1.5（增加10.62亿股，股本从7.08亿股增至17.70亿股）；第二次是今年1月25日公告的1送1.2（增加24.86亿股，股本从20.72亿股增至45.58亿股）。从2015年初的4.54亿股本，到现在的45.58亿股本，仅用了两年的时间。在此期间，净资产从2013年8.65亿攀升至137亿，增长了近15倍。

图表 18：安信信托股本变动情况



资料来源：WIND，太平洋证券研究院

**资本是制约信托业务扩张的关键，定增 50 亿相当于资本翻倍。**2010 年，为加强信托公司风险监管，建立以净资本为核心的风险控制指标体系，中国银监会发布《信托公司净资本管理办法》。根据该办法规定，信托公司应当持续符合净资本不得低于各项风险资本之和的 100%、净资本不得低于净资产的 40% 的要求，这对信托公司的资本金水平提出了很高的要求。截至 2016Q2，安信信托净资本为 50 亿，2016 年底到位的 50 亿对于公司而言，意味着资本实力翻倍，再加上良好的盈利能力，近半年补充的资本大于存量规模，为公司业务规模的扩张打开了广阔的空间，大发展在后面。

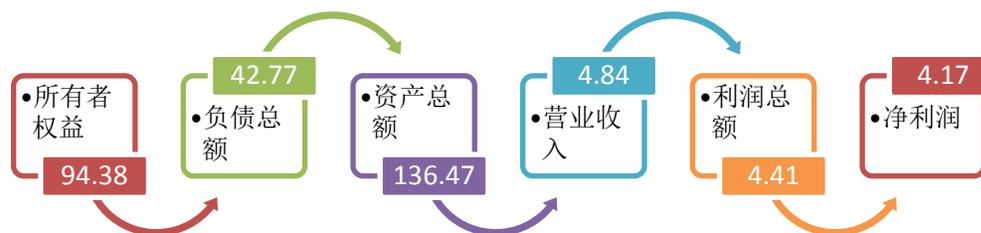
图表 19: 安信信托净资本及监管指标

单位: 亿元	2015 年报	2016Q2	2016 年报	监管指标
净资本	43.5	49.9	112.8	≥2 亿元
固有业务风险资本	12.0	13.4	25.1	
信托业务风险资本	13.5	14.6	18.5	
各项业务风险资本之和	25.5	28.0	43.6	
净资本/各项业务风险资本之和	170.40%	178.27%	258.56%	≥100%
净资本/净资产	69.00%	70.42%	82.25%	≥40%

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

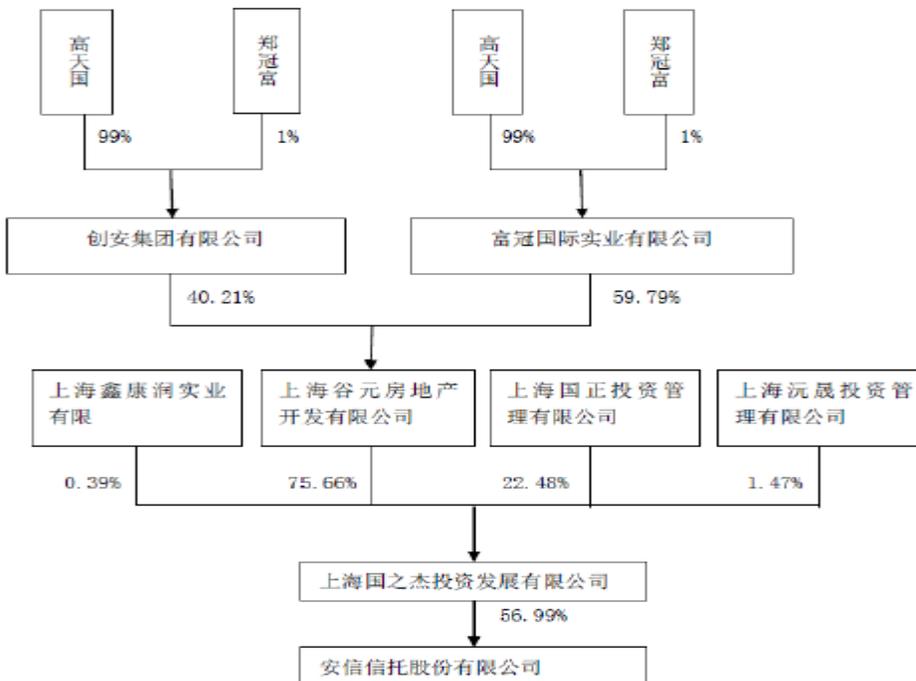
**民营资本背景，机制灵活释放活力。**国之杰为公司的控股股东，截至 2016 年 3 月 31 日，国之杰直接持有公司 10 亿股，占公司总股本的比例为 56.99%。国之杰的实际控制人为高天国先生，民营资本背景，安信信托体现了民营资本的活力，具有较强的创新能力和具有市场竞争力的激励机制(人均薪酬在市场上非常高，详见下表《A 股上市公司 2015 年人均薪酬 TOP10》，2016 年较 2015 年提升了 43%)。国之杰成立于 1999 年 5 月，目前注册资本 76.53 亿元人民币。国之杰的主营业务范围为房地产开发、物业管理，投资管理，并在金融、高科技和新能源等领域逐渐拓展业务。目前国之杰的房地产项目开发建筑面积已超过百万平方米，项目分布在北京、上海、杭州、成都、昆明等大中型城市，涉及写字楼、酒店、商铺、住宅、物业管理等。此外，国之杰于 2001 年开始介入高科技板块，其下属公司银晨科技开发的人像识别系统具备较为先进的技术水平。

图表 20: 安信信托大股东——国之杰基本财务状况



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 21: 安信信托股权结构



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

图表 22: A 股上市公司 2015 年人均薪酬 TOP10

证券代码	证券简称	支付给职工以及 为职工支付的现 金(亿元)	员工总数	人均薪酬(万元)
601872.SH	招商轮船	4.9110	179	274.3575
002464.SZ	金利科技	1.5955	68	234.6324
600026.SH	中海发展	17.2552	736	234.4457
600652.SH	游久游戏	5.1140	367	139.346
002018.SZ	华信国际	1.0974	91	120.5934
600491.SH	龙元建设	43.3484	3,960	109.4657
002062.SZ	宏润建设	15.3945	1,483	103.8065
600816.SH	安信信托	1.8034	185	97.48108
002426.SZ	胜利精密	4.5520	548	83.06569
000415.SZ	渤海金控	4.0831	530	77.03962

资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

注: 人均薪酬简单地以“人均薪酬=支付给职工以及为职工支付的现金/员工总数”公式计算。

2016 年安信信托数据为: 139 万 (2.92 亿/210)。

**安信信托是信托行业稀缺标的, 受益于行业壁垒高。** 信托业作为中国金融子行业之一, 具有较高的行业准入要求, 中国银监会对信托公司的设立条件、最低注册资本、出资方式 and 出资人要求均设置了严格的限制和最低标准。对公司的内部治理、风险控制, 董事、高级管理人员和执业人员的综合素养、专业性同样设有较高要求, 具有明显的行业壁垒和准入门槛。公司是信托行业仅有的两家纯正标的之一, 也是国内最早一批金融类上市公司, 得天独厚的品牌优势和资本市场优势为公司在业务规模和资产质量上不断提升提供了条件。

安信信托是中国第一批股份制非银行业金融机构, 前身是鞍山市信托投资股份有限公司, 成立于 1987 年, 1992 年改制为股份有限公司, 1994 年在上海证券交易所上市, 2004 年迁址上海。是国内最早一批金融类上市公司, 也是目前我国仅有的两家纯正上市信托标的之一。

- 1987 年 2 月, 安信信托的前身鞍山市信托投资公司成立, 彼时为辽宁省鞍山市市属企业, 归属鞍山市财政局监管。
- 1992 年改制为中国最早的股份制信托公司, 更名为鞍山市信托投资股份有限公司。
- 1994 年 1 月在上交所上市, 成为第一批上市的金融企业。
- 2002 年 12 月, 经财政部批准鞍山市财政局将其持有的 20% 股份转让给国之杰, 国之杰成为安信信托的控股股东。
- 2004 年迁址上海。2004 年 8 月, 公司由“鞍山市信托投资股份有限公司”更名为“安信

信托投资股份有限公司”，证券简称由“鞍山信托”变为“安信信托”。

- 2004 年，控股股东国之杰将上海假日百货 95%股权、国之杰职业 85%股权等资产注入安信信托。
- 2015 年，完成迁址上海以来的首次再融资，并实施了资本金转增股本，总股本由 2015 年初的 4.54 亿增加值 17.70 亿股。

**信托行业产融结合，是我国金融产品创新的前沿。**由于我国金融行业实行分业监管，传统的分业经营格局下，各行业各司其职，明确界定了投资范围和服务方式。信托业不仅可以跨越金融各领域，跨越各金融服务功能的特殊对象，还能跨越实体和虚拟经济，信托公司利用制度红利支持实体经济发展。自 2007 年以来，信托公司在转型创新的过程中，发挥主动管理能力，整合金融工具，使其成为创新类金融产品的孵化园。随着我国金融市场的不断成长，金融产品多元化，产品创新呈加速趋势，信托行业的产品线较全面，同时又有很强的创新基因，综合金融服务能力强，为较高的资本回报率奠定了基础。

**投贷联动市场开启，信托公司具有先天优势。**投贷联动是一种综合金融服务，在我国分业经营的金融环境下，这种服务模式是一种创新，具有巨大的市场空间。2016 年 4 月 21 日，银监会与科技部、人民银行正式联合对外发布《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》，投贷联动试点正式开始，首批参与试点的有 10 家银行。日前，银监会明确提出鼓励信托公司充分发挥信托制度优势，探索信托资金的投贷联动模式。为支持信托公司以自有资金设立股权投资子公司，银监会正研究制订的《信托公司专业子公司管理暂行办法》有望在年底出台。投贷联动本质上是利用股债结合，商业银行长期以来专长于债，在专业人才、风控体系和法律合规等方面都面临着挑战，而信托公司多元化的投融资领域、完备的风险隔离机制以及灵活的产品创设机制更能满足投贷联动业务对于风险收益安排的复杂需求，可以通过自有资金、信托计划等多种方式对科创企业发放贷款或进行股权投资，从而实现“表内和表外”，“债权和股权”的双重互动。

## 信托业务新风口：资产证券化+海外业务+家族财富管理

**风口一：基础资产范围扩大，资产证券化规模将保持高速增长。**

盘活百万亿规模的金融资产的历史使命将由资产证券化来承担，在政策的支持下，2015 年是我国资产证券化爆发的元年。国务院在 2013 年 8 月份和今年 5 月份两度部署资产证券化，其中 2015 年 5 月份的国务院常务会议提出新增 5000 亿元信贷资产证券化试点规模，继续完善制度、简化程

序, 鼓励一次注册、自主分期发行; 规范信息披露, 支持证券化产品在交易所上市交易。2015 年 4 月份, 央行下发《信贷资产支持证券发行管理有关事宜》, 信贷资产证券化发行实行注册制管理, 明确符合一定条件的机构可申请一次注册、自主分期发行, 大幅提高后续项目的发行效率。此外, 不良资产的证券化也重启, 公积金贷款资产证券化序幕也已经拉开, 我国进入资产证券化的新时代。目前, 信托受益权资产证券化中信托机构所能够发挥的功能仍不是很大, 大部分信托机构仍是扮演基础资产信托项目的通道角色, 所能够所得的收益不高。未来, 信托公司可以更加深入的参与到信托受益权资产证券化各个环节当中, 诸如参与基础资产组合、证券化方案设计、承销和推广、参与投资等, 从而推动业务转型。在这个大潮流中, 产品创新层出不穷, 信托公司大有可为。今年信托业首只类 REITs 产品发行, 中航信托作为原始权益人开创行业先河; 由平安信托作为发行载体, 远东国际租赁有限公司 2 季度成功在交易商协会注册信托型资产支持票据 (ABN), 拔得国内市场信托型企业资产证券化产品的头筹。此外, 兴业信托与中国银行合作发行了试点重启后全国首单不良资产支持证券——中誉 2016 年第一期不良资产支持证券, 该产品提供内部增信并设置和引入流动性储备账户, 为不良资产处置和信托业务创新提供新借鉴。安信信托将资产证券化业务作为一个重点方向, 在定增方案中明确提出加大资产证券化业务的布局。

图表 23: CLO 历年发行规模及项目数量 (截至 20161123)



资料来源: WIND, 太平洋证券研究院

### 风口二：居民财富全球资产配置正成为新趋势，跨境服务打开信托业务空间。

人民币进入贬值周期，资产保值增值再次成为热点话题，居民财富全球资产配置正成为新趋势。伴随信托业的转型，海外业务日益受到信托公司重视，已然成为信托业务转型和发展的又一“风口”，一方面，信托公司积极推进 QDII、QDIE、QDLP、人民币国际投融资等，不断获取国际化业务牌照；另一方面，为更好布局海外业务，中诚信托、中信信托、中融信托等纷纷组建境外子公司，加速建设国际化业务平台。补充资本实力后，安信信托谋求更大的发展格局，可能加快在海外业务方面的布局。

### 风口三：“富二代”崛起，家族财富传承刚需抬头。

近年来，“富二代”成为媒体的热点，背后对应的是与日俱增的富裕阶层，近四十年的市场经济改革，在“先富带动后富”的理念下，鼓励一批人先富起来，效果显著，从《2015 中国私人财富报告》看，到 2015 年年底，我国的私人财富市场的高净值人群将达到 126 万人，可用于对外投资的个人资产规模将达到 129 万亿元。“富一代”已经面临着家族财富传承的现实问题，信托在管理家族财富方面有着天然的优势，信托所具有的风险隔离和破产隔离机制能够使信托财产保持独立性和安全性，再加上信托制度运用灵活，实现家族财富的保值、增值与传承。2016 年 3 月，第十二届全国人大四次会议通过了慈善法草案，《慈善法》的出台酝酿了 10 年之久，该法将于 2016 年 9 月 1 日起实行。《慈善法》明确了慈善信托的备案制度，也为信托公司开展慈善信托清除了障碍，慈善信托具有税收优惠、消除遗产纷争以及潜在的避免高额遗产税等方面的优势，根据国际经验，将在家族财富管理中扮演重要的角色。

## 盈利预测与投资建议：

基于以下基本假设：

- 1、信托规模保持扩张，2017-2019 年增长率分别为 20%、10%、15%。
- 2、信托业务平均手续费率保持在 1.5% 以上。
- 3、自有业务投资收益率保持在 7% 以上。
- 4、定增资金 2017 年完全投入使用。

分别对公司固有业务和信托业务进行盈利预测，预计 2017-2019 年 EPS 分别为：0.83 元/股，1.05 元/股，1.23 元/股，对应当前股价 PE 分别为：14 倍、11 倍、9 倍。净利润增长率分别为：24.62%，26.29%，17.59%。一方面基于公司业绩的快速增长机会，另一方面基于公司多元金融布局带来的范围经济，我们看好公司的未来，给予“买入”评级，六个月目标价：15 元/股，对应 2017 年 18 倍 PE。

## 风险提示

- 1、公司业务转型进度可能不及预期;
- 2、公司直接投资股票二级市场, 市场波动可能对投资业绩造成影响;
- 3、信托业务可能产生风险项目, 出现不良资产的风险。

附: 安信信托财务预测 20170316

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
现金及存放央行	0.01	0.02	0.02	0.02	0.01	营业收入	2,954.77	5,245.96	6,572.16	7,976.87	9,507.13
存放同业	1,348.07	3,445.45	1,467.77	1,770.71	2,215.95	利息净收入	266.00	177.68	341.53	509.49	578.72
贵金属	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	手续费及佣金净收入	2,317.75	4,516.14	5,117.57	5,861.94	6,601.66
拆出资金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	371.02	552.14	1,113.06	1,605.44	2,326.75
交易性金融资产	3,123.22	5,683.47	8,562.01	10,329.14	11,079.76	营业支出	649.13	1,223.36	1,535.87	1,624.11	2,030.99
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税金及附加	157.00	97.41	349.20	423.84	505.14
买入返售金融资产	0.00	75.00	75.00	75.00	75.00	管理费用	489.66	1,126.05	1,182.99	1,196.53	1,521.14
应收利息	4.98	15.47	15.47	15.47	15.47	资产减值损失	2.47	-0.10	3.69	3.75	4.71
发放贷款及垫款	2,543.12	3,894.03	3,914.06	4,131.66	4,801.23	营业利润	2,305.64	4,022.60	5,036.29	6,352.76	7,476.14
代理业务资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外净收入	55.80	130.63	143.88	186.63	215.28
可供出售金融资产	1,606.60	4,650.87	7,338.86	9,738.90	12,187.73	利润总额	2,361.44	4,153.22	5,180.17	6,539.39	7,691.42
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	639.29	1,119.27	1,399.20	1,764.34	2,076.33
长期股权投资	0.00	870.78	2,446.29	2,951.18	5,539.88	净利润	1,722.15	3,033.95	3,780.97	4,775.05	5,615.09
应收款项类投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	8.74	8.11	8.11	8.11	8.11	归母净利润	1,722.15	3,033.95	3,780.97	4,775.05	5,615.09
无形资产	6.05	4.65	4.65	4.65	4.65						
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他资产	504.35	465.54	630.63	486.98	1,004.74						
<b>资产总计</b>	<b>9,158.95</b>	<b>19,125.70</b>	<b>24,462.88</b>	<b>29,511.83</b>	<b>36,932.53</b>						
应付职工薪酬	382.42	547.02	547.02	547.02	547.02						
应交税费	748.90	968.33	1,391.51	1,741.51	2,054.53						
递延所得税负债	46.17	118.39	130.51	164.72	190.98						
预计负债	128.01	440.64	528.77	581.65	668.89						
其他负债	1,543.63	2,208.62	4,963.64	5,572.44	7,926.47						
<b>负债合计</b>	<b>2,850.03</b>	<b>5,407.53</b>	<b>7,561.45</b>	<b>8,607.34</b>	<b>11,387.90</b>						
股本	1,769.89	2,071.64	4,557.61	4,557.61	4,557.61						
其他权益工具	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
资本公积金	1,827.10	6,498.35	4,012.38	4,012.38	4,012.38						
减: 库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他综合收益	2.90	24.65	46.41	46.41	46.41						
盈余公积金	314.66	618.06	996.15	1,473.66	2,035.17						
未分配利润	2,152.69	4,034.80	6,532.85	9,698.03	13,352.86						
一般风险准备	241.68	470.66	756.02	1,116.41	1,540.20						
<b>归母权益合计</b>	<b>6,308.92</b>	<b>13,718.17</b>	<b>16,901.43</b>	<b>20,904.50</b>	<b>25,544.63</b>						
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,308.92</b>	<b>13,718.17</b>	<b>16,901.43</b>	<b>20,904.50</b>	<b>25,544.63</b>						
<b>负债及股东权益总计</b>	<b>9,158.95</b>	<b>19,125.70</b>	<b>24,462.88</b>	<b>29,511.83</b>	<b>36,932.53</b>						

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	63.30%	77.54%	25.28%	21.37%	19.18%
净利润增长率	68.26%	76.17%	24.62%	26.29%	17.59%
<b>盈利能力</b>					
营业利润率	78.03%	76.68%	76.63%	79.64%	78.64%
净利润率	58.28%	57.83%	57.53%	59.86%	59.06%
<b>回报率分析</b>					
总资产收益率	28.43%	21.45%	17.35%	17.69%	16.90%
净资产收益率	42.45%	30.30%	24.70%	25.26%	24.18%
<b>每股指标</b>					
EPS-摊薄(元)	0.38	0.67	0.83	1.05	1.23
每股净资产(元)	3.56	6.62	3.71	4.59	5.60
每股股利(元)	0.35	0.60	0.62	0.52	0.48
<b>估值分析</b>					
市盈率	30.73	17.44	13.99	11.08	9.42
市净率	3.26	1.75	3.13	2.53	2.07
股息收益率	3.01%	5.17%	5.36%	4.51%	4.13%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

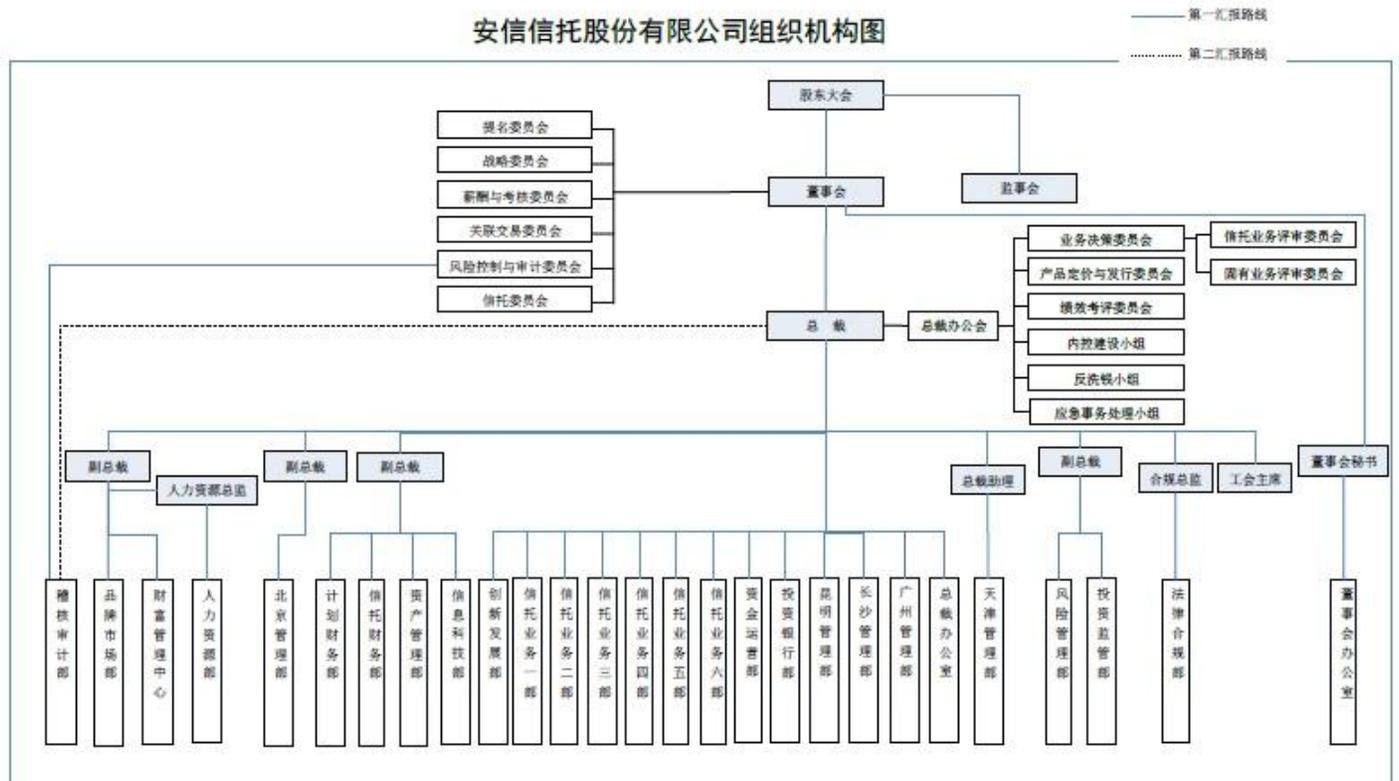
附：安信信托公司简介：

安信信托股份有限公司（以下简称安信信托或公司）是中国第一批股份制非银行业金融机构，前身是鞍山市信托投资股份有限公司，成立于 1987 年，1992 年转制为股份有限公司，1994 年在上海证券交易所上市（股票代码：600816），2004 年迁址上海。是国内最早一批金融类上市公司，也是目前我国仅有的两家上市信托公司之一。

经营范围：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，经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务，受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务，办理居间、咨询、资信调查等业务，代保管及保管箱业务，存放同业、拆放同业、贷款、租赁，投资方式运用固有财产，以固有财产为他人提供担保，从事同业拆借，法律法规规定或中国银行业监督管理委员会批准的其他业务，上述业务包括外汇业务。

2015 年，公司的营业收入、净利润、净资产收益率、人均净利润等多项经营指标跻身业内前十，根据数据报告，在全国 68 家信托公司中综合实力排名荣居第五，并获得了权威媒体颁发的“诚信信托成长优势奖”、“中国上市公司金牛奖最高效率公司”、“2016 中国优秀信托公司”殊荣，主体信用等级被大公评级评为 AA+。

公司组织结构：



## 分析师简介:

【魏涛】太平洋证券研究院院长, 非银金融行业首席分析师

2015 年“新财富”非银第一; 2011 年“新财富”非银第三名; 2012 年“新财富”非银第二名; 2013 年“新财富”非银第三名; 2016 年“新财富”非银第四。

【孙立金】非银金融行业分析师, 北京大学企业管理硕士, 复合学科背景, 八年金融行业从业经验, 2015 年加入太平洋证券。覆盖非银, 擅长证券细分领域。今年以来, 每市组合收益约 14%, 位于该平台非银金融行业第一; 2016 年度东方财富分析师指数排名行业第六。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

看淡: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

持有: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有, 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。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761/88321717

传真： (8610) 88321566