

非银行金融

2017. 7. 27

安信信托 (600816)

报告原因：深度报告

基础数据 (2017 年 7 月 27 日)

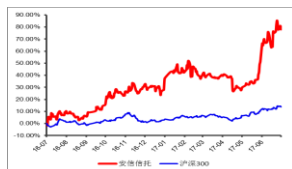
总股本 (亿股) 45.58

每股收益: 0.75 元

市值 (亿元) 659

每股净资产: 6.62 元

一年内股价与大盘对比走势:



分析师: 刘丽

执业证书编号: S0760511050001

Tel: 0351-8686794

E-mail: liuli2@sxzq.com

研究助理: 陈明

Tel: 15135186193

E-mail: chenming@sxzq.com

地址: 太原市府西街 69 号国贸

中心 A 座

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

主要财务数据

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (亿元)	52.46	81.84	121.12	171.99
增长率 (%)	78	56	48	42
净利润 (亿元)	30.34	44.90	62.86	86.75
增长率 (%)	76	48	40	38
每股收益 (元) (摊薄)	0.75	1.11	1.55	2.14
每股净资产 (元)	6.62	5.72	5.89	5.43
净资产收益率 (%)	40	37	35	35

财务数据及盈利预测:

投资要点:

- **民营控股创新意识强, 激励机制灵活。** 公司最大股东上海国之杰投资发展有限公司是一家民营企业。民营控股有助于公司不断创新, 激励机制相对先进, 对人才的吸引力较大。
- **转型升级正当时, 主动管理能力强。** 公司寻求固有业务转型, 不在局限于传统的贷款业务, 实现业务多元化。信托业务端通过不断挖掘主动管理能力为公司增添价值
- **信托行业发展前景广阔。** 信托行业蓬勃发展, 完美金融产业拼图。政策性红利推动信托行业向更好的方向发展, 全牌照使得信托行业可以涉足几乎任何一个领域。
- **ROE 水平处于行业顶端。** 公司盈利能力极强, 净资产收益率 2016 年排名行业榜首, 随着主动管理能力的不断提高以及通道业务的开展, 相信公司未来净资产收益率会保持稳健。
- **估值情况:** 我们看好信托市场的未来以及安信信托高增长的态势, 预计公司 17、18、19 年的 EPS 分别为 1.11、1.55、2.14。给予 18 倍 P/E 合理估值, 目标价 19.98, 给予“买入”评级。
- **风险因素: 业绩不达预期, 监管风险, 转型失败风险**



## 目 录

### 目录

一、公司介绍 .....	2
1.1. 升华蜕变，涅槃重生 .....	2
1.2. 民营控股创新意识强，激励机制优 .....	3
1.3. 固有业务多元化，信托业务差异化 .....	3
二、行业分析 .....	4
2.1. 拓宽投资渠道，服务实体经济 .....	4
2.2. 宏观经济高增长是信托业规模发展的基础 .....	4
2.3. 信托行业享受分业经营政策红利，得利于资管市场蓬勃发展 .....	5
2.4. 外部挑战加剧，内部相对集中 .....	5
2.5. 发展前景可期，迅速弥补短板 .....	6
三、公司业务分析 .....	7
3.1. 固有业务转型成绩突出，信托业务保持高速增长态势 .....	7
3.2. 核心竞争力助力品牌价值提升 .....	8
四、财务分析 .....	8
4.1. ROE 水平处于行业顶端 .....	8
4.2. 营收、净利同比大幅增加，未来高增长可期 .....	9
4.3. 杠杆率处于行业平均水平，总体风险可控 .....	9
五、盈利预测、估值与投资建议 .....	10
六、风险提示 .....	10

## 图表目录

图 1: 安信信托发展历程 .....	2
图 2: 安信信托股权结构 .....	3
图 3: 信托资产规模突破 20 万亿 .....	4
图 4: 信托资产增长率远远跑赢 GDP 增长率 .....	4
图 5: 信托总资产规模超过保险, 跃居第二 .....	5
图 6: 信托业净资产偏低 .....	5
图 7: 间接融资渠道对比 .....	6
图 8: 直接融资渠道对比 .....	6
图 9: 信托行业内部集中度 .....	6
图 10: 贷款收入压缩, 投资收益大幅增加 .....	7
图 11: 公允价值变动明细, 转型成功 .....	7
图 12: 回归主业, 信托业务收入占比增大 .....	7
图 13: 手续费佣金收入大幅增加 .....	7
图 14: 存续信托项目数量 .....	8
图 15: 主动管理类信托业务有所提高 .....	8
图 16: 主动管理型信托回报率拐点 .....	8
图 17: 信托资产投资分布 .....	8
图 18: 安信信托 ROE 水平行业领先 .....	9
图 19: 营收高速增长 .....	9
图 20: 净利润高速增长 .....	9
图 21: 资产负债表 .....	11
图 22: 利润表 .....	12
图 23: 现金流量表 .....	12

## 一. 公司介绍

### 1.1. 升华蜕变，涅槃重生

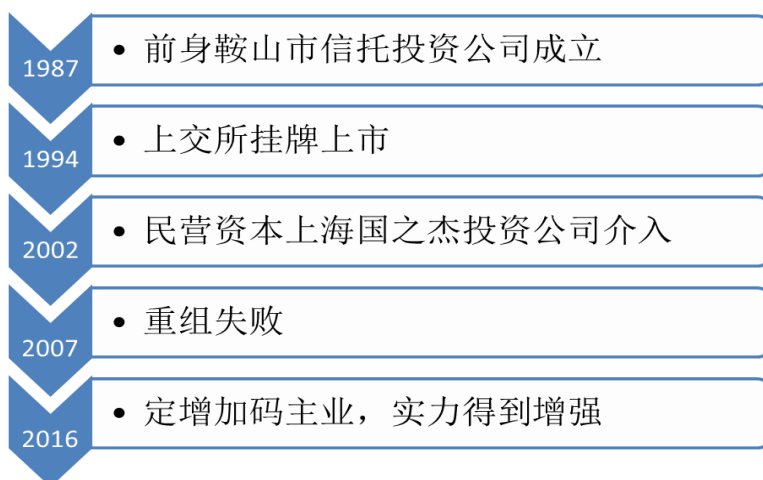
安信信托股份有限公司前身是鞍山市信托投资公司，成立于 1987 年。公司成立初期，为了从根本上解决筹资困难的问题，公司管理层积极争取从国家层面到各级地方政府的支持，终于在 1992 年，公司向社会公开发行了 5000 万股社会公众股，从此转制为股份有限公司。1994 年 1 月 28 日，公司股票在上海证券交易所挂牌上市，是国内最早一批金融类上市公司。

经历了若干次信托行业整顿之后，公司对资产进行了清理，对贷款进行了压缩。同时，公司的主营业务主要由银行向证券、实业投资方向靠拢。2002 年，公司与上海国之杰达成协议，由国之杰购买安信信托 20%的股权，成为了安信信托第一大股东。2003 年，公司股东大会通过了迁址上海的决定。2004 年，公司董事会通过了将公司更名为“安信信托投资股份有限公司”的决定。

2007 年，中信集团以其持有的中信信托 80%的股权认购安信信托非公开发行的股份。该重组方案获得了股东大会以及银监会的批准，但直到 2012 年，证监会发公告称，安信信托存在实际控制人披露与并购重组委会议上陈述内容重大不一致，交易缺乏合理性等因素否决了这项重组提议。

在这段长达 6 年的并购重组长跑无果后，安信信托另谋出路，开始启动实业资产剥离、换发新牌照的工作。终于在 2015 年 2 月拿到了梦寐以求的新金融牌照。同时，安信信托分别在 2014 年和 2016 年通过定向增发的方式募集资金 33 亿元、50 亿元，资本实力显著提升，在竞争激烈的信托行业优势明显。

图 1：安信信托发展历程

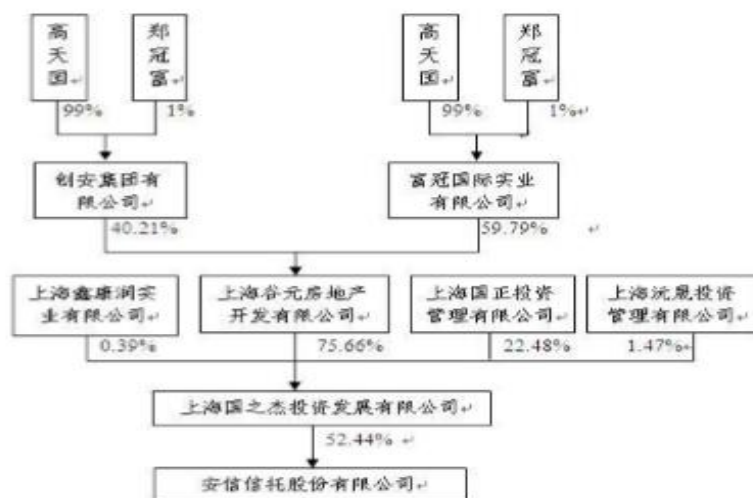


数据来源：公司公告，山西证券研究所

## 1.2. 民营控股创新意识强，激励机制灵活

公司最大股东上海国之杰投资发展有限公司是一家民营企业，实际控制人为高天国。国之杰成立于1999年，目前注册资本为76.53亿元人民币。国之杰的主要经营业务范围包括：房地产开发、投资管理，并在金融、高科技和新能源等领域逐渐拓展业务。民营企业控股有利于公司加大对创新的投入以提供差异性服务，也有利于公司不断地完善科学化的人才激励机制以提升公司总体价值。

图2：安信信托股权结构



数据来源：公司2016年年报

## 1.3. 固有业务多元化，信托业务差异化

公司主要由两大业务板块构成：固有业务以及信托业务。固有业务方面，安信信托过去一直以贷款利息为主要收入来源，业务比较集中单一。但是最近几年，通过创新发展，公司逐步完善各条固有业务发展线，不再局限于传统的贷款业务。公司积极参与资本市场投资、定增计划以及非上市公司股权投资计划等。不仅丰富了公司的收入来源，同时通过多元化投资方式，合理地分散了风险。信托业务方面，公司的信托业务规模每年呈现稳中有升的态势，投资的标的也趋向于未来高速发展的行业。由于公司突出的主动管理能力，这一部分信托业务规模占据了信托资产总规模的60%。我们相信，未来安信信托主动管理团队会源源不断地为公司价值增添砝码。

## 二、行业分析

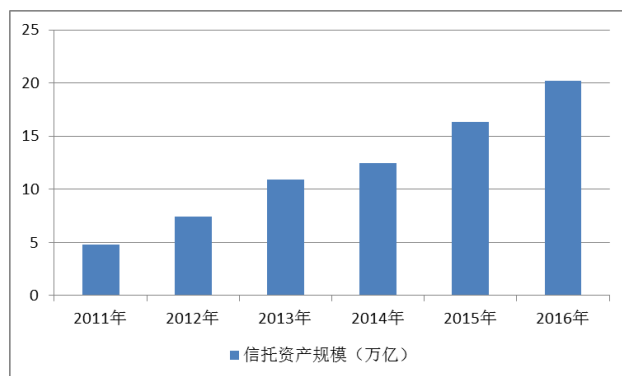
### 2.1. 拓宽投资渠道，服务实体经济

信托行业作为金融业四大支柱之一，在拓宽投资渠道、分散风险以及服务实体经济方面发挥着重要作用。首先，信托行业的“八大业务”基本上涵盖了一个投资人可以投资的所有标的。例如：普通投资者有意愿投资非上市公司的股权时，由于其可行性分析不够具体完善，信息不对称以及无法找到投资标的等一系列问题，使其在投资时遭到瓶颈。信托行业可以很好地帮助投资者解决此类问题。同时，信托行业还有其他行业不可比拟的优势，即为客户量身定制一套理财方案，满足客户的需要；其次，由于信托行业投资领域相对宽泛，多元化的投资很好地分散了相对集中的风险，可以说信托行业的风险管理在这个层面上有很大的优势；最后，信托业把实体经济领域作为其重要的投资领域，有利于资金的盘活与输送，符合国家战略规划，助力整个经济的高速增长。

### 2.2. 宏观经济高增长是信托业规模发展的基础

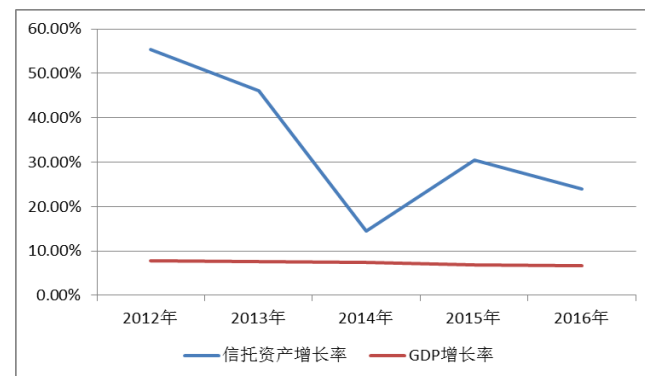
信托行业作为金融体系的一部分，其高速发展离不开宏观经济整体水平的不断提高。近些年来中国经济的高速发展为各行各业提供了良好的投资环境。信托资金在市场上寻找投资标的，无论是金融资产也好，固定资产也好，最后的直接导向一定是投资于某一个项目或者某一个产品。大环境下市场投资回报率较高，也就造就了信托行业资产规模的不断累积。同时，高资产规模不断投入实业，促进整体社会产出，对于整个经济也有一定的提振作用。所以，这个过程是相辅相成的，只不过宏观经济的增长中，信托的贡献只是很小的一部分。

图 3：信托资产规模突破 20 万亿



数据来源：中国信托业协会

图 4：信托资产增长率远远跑赢 GDP 增长率

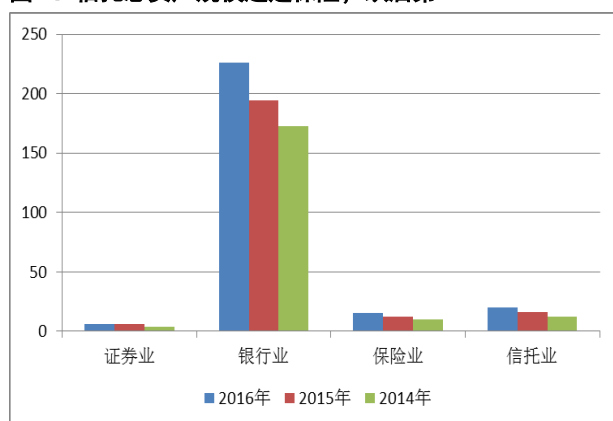


数据来源：中国统计年鉴，山西证券研究所

### 2.3.信托行业享受分业经营政策红利，得利于资管市场蓬勃发展

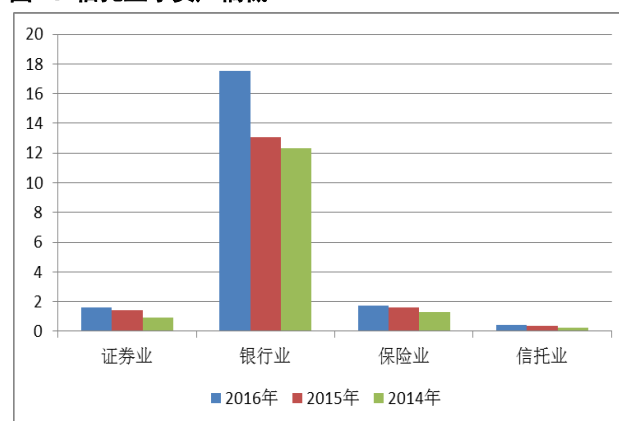
目前金融四大支柱行业中，只有信托行业可以涉足货币市场、资本市场、产业市场等。这无疑对信托行业的高速增长带来了政策性利好。2011 年之前，银行等机构由于信贷规模受到严格限制，为了拓展其业务，不得不借助信托这个平台，从而产生了银信合作。表面上看，信托只是一个通道，而且没有议价能力，决定信托规模完全在于银行，但是由于这部分体量太大，资产规模无论如何都会显著提升，同时信托从中又不承担任何风险，所以信托业的通道业务是其收入的重要来源。最近几年，中国的资产管理市场蓬勃发展，大资管时代的到来给信托行业这个以资产管理为主业的金融机构很多机遇以及上升空间。

图 5：信托总资产规模超过保险，跃居第二



数据来源：证监会、保监会、银监会、中国信托业协会

图 6：信托业净资产偏低



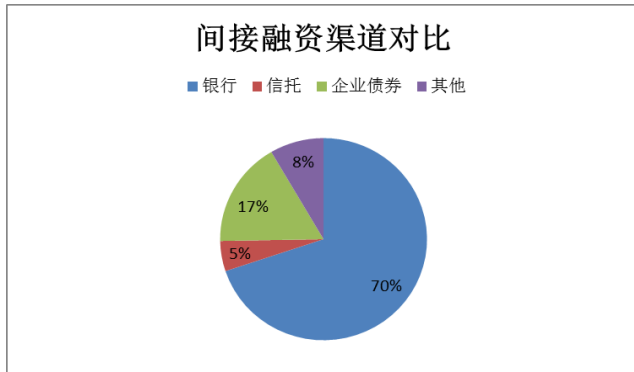
数据来源：证监会、保监会、银监会、中国信托业协会

### 2.4.外部挑战加剧，内部相对集中

信托行业面临外部的竞争。首先就是信托行业和银行的竞争，最直接体现在间接融资上。在间接融资的市场上，银行占据着不可动摇的地位。几乎可以说，银行在间接融资上处于垄断地位，信托行业的间接融资业务在整个市场是只占有很小的一部分，大约占 5%。不过由于信托行业各公司已经寻求创新转型，全行业积极压缩贷款类资金信托业务，所以信托行业面临银行的挑战影响不是很大。其次是信托行业和券商的竞争，最直接体现在直接融资上。2016 年，股权类集合资金信托计划融资额大约在 1382 亿，而整个直接融资市场 2016 年融资额大约在 1.33 万亿，信托在一级市场上还是敌不过券商 IPO 以及定向增发的疯狂。最后，信托行业和基金的竞争，最直接体现在理财产品和投资产品上。本质上来说，基金公司集合理财计划和投资类信托计划并没有很大的差别，所以核心竞争力就是差异化服务以及伴随着资产规模的扩大费率的降低，而基金公司在这两方面都占据着优势。所以，信托行业想要脱颖而出，

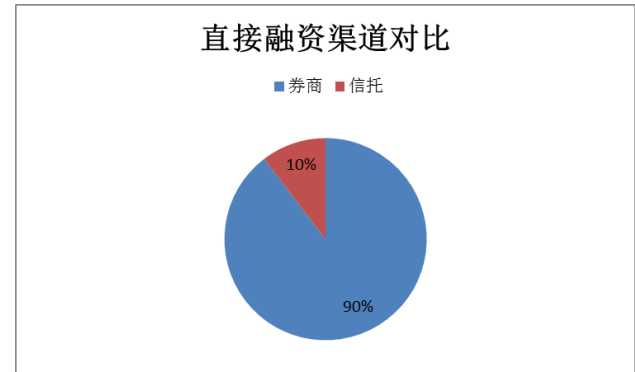
必须积极创新，拿出和基金公司不一样的服务来吸引投资者。而现在整个信托行业无论在销售渠道、盈利模式还是主动管理上已经开始尝试着寻求转型，优化结构，追赶基金的脚步从未停止。

图 7：间接融资渠道对比



数据来源：中国人民银行

图 8：直接融资渠道对比



数据来源：Wind，中国信托业协会

信托行业内部的竞争可以说是大公司发挥着主导作用。前五大信托公司基本上占据了市场 20%的份额，而这些大公司的共同特征是背后都有银行背景，银信合作可能仍旧是信托行业规模发展的主旋律。同时，经过了行业的若干次整顿，信托行业只剩下了 68 家公司，而且信托牌照资源稀缺，早就了整个行业的壁垒比较大，后来者想进入抢占市场份额的可能性较小。

图 9：信托行业内部集中度

信托公司名称	净利润（亿元）	营业收入（亿元）	资产规模（万亿）
华润信托	19.39	30.02	0.81
建信信托	13.36	22.03	1.31
中信信托	31.22	58.17	1.42
兴业信托	14.63	26.19	0.95
中融信托	27.04	67.96	0.68
前五大信托之和	105.64	204.37	5.17
全行业	771.82	1116.24	20.22
前五大占行业比例	13.69%	18.31%	25.57%

数据来源：各公司年报

## 2.5.发展前景可期，迅速弥补短板

信托行业和其他几个金融支柱行业相比，在市场上可能还没有被投资者广泛接受。也正因为如此，其发展的潜力无限大。伴随着中国经济出清，分业经营的政策红利以及大资管时代的到来，信托行业的资产管理规模会被放大。在积极摸索转型的过程中，信托公司不断优化业务结构，主动管理能力得到提升。我们认为，信托行业有前车之鉴，会吸取其他金融行



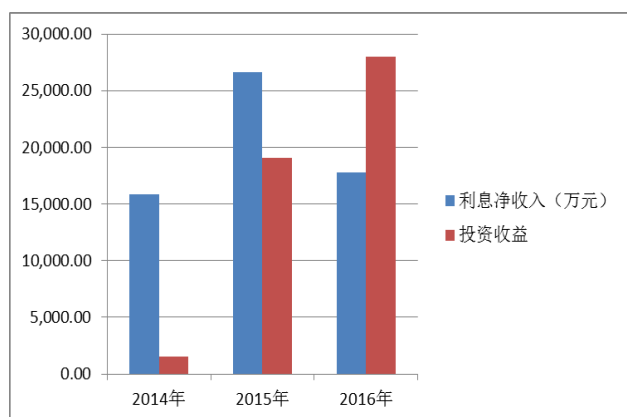
业发展过程中的经验，避免其他金融行业发展过程中遇到的瓶颈，进而少走弯路，迅速弥补短板。

### 三、公司业务分析

#### 3.1.固有业务转型成绩突出，信托业务保持高速增长态势

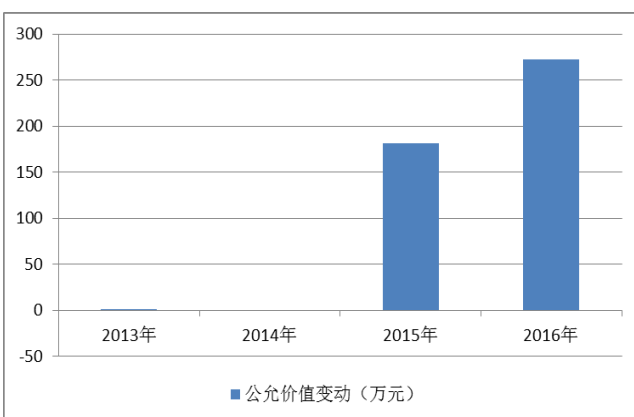
公司过去几年固有业务收入的主要来源是贷款利息收入。由于面临银行等机构强烈的竞争，公司寻求积极转型，发展其他业务条线，特别是主动管理能力得到了大幅度的提升，具体表现在投资收益和公允价值变动收益的大幅增加。

图 10：贷款收入压缩，投资收益大幅增加



数据来源：安信信托公司年报

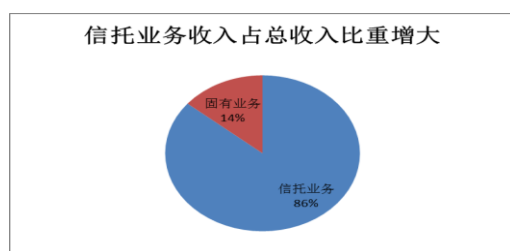
图 11：公允价值变动明显，转型成功



数据来源：安信信托公司年报

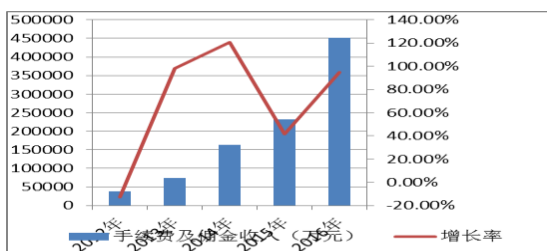
公司回归主业之后，信托业务高速发展，信托业务收入占总收入的比例达到 86%，同比大幅提升；手续费及佣金净收入同比大幅增加 94.85%，进一步确认了公司信托业务高速发展的现状；信托资产管理规模基本与上年度持平；存续信托项目数量增长迅速；主动管理类信托业务规模占信托资产总规模比例达到 60%，融资类主动管理型信托项目加权平均实际年化信托报酬率为 4.59%，融资类被动管理型信托项目加权平均实际年化信托报酬率只有 0.10%，公司提高主动管理能力的承诺实际兑现；信托资金投向日趋多元化，并向着未来高增长型的新能源、大健康等领域迈进。

图 12：回归主业，信托业务收入占比增大



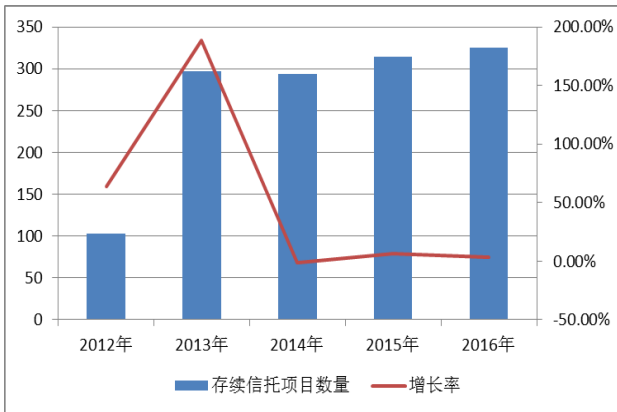
数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 13：手续费佣金收入大幅增加



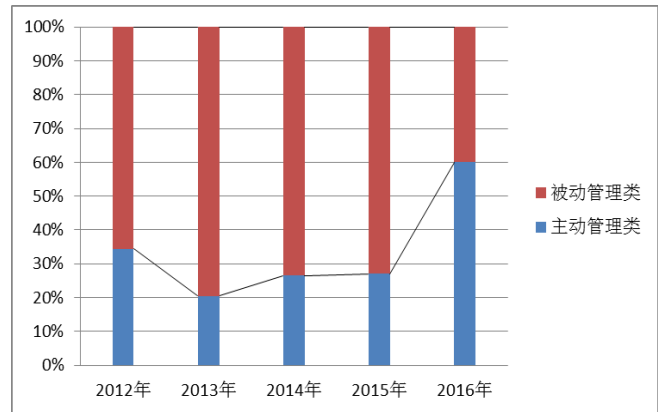
数据来源：公司年报，山西证券研究所

图 14: 存续信托项目数量



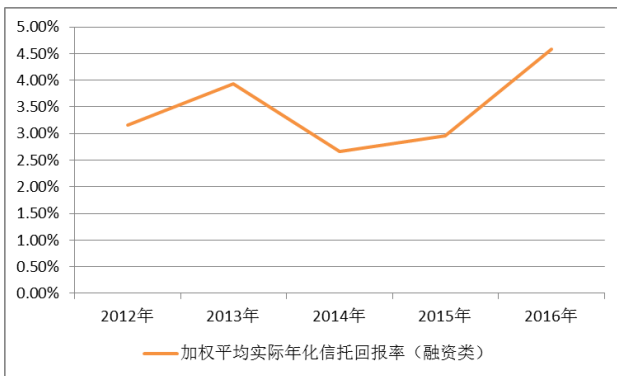
数据来源: 公司年报

图 15: 主动管理类信托业务有所提高



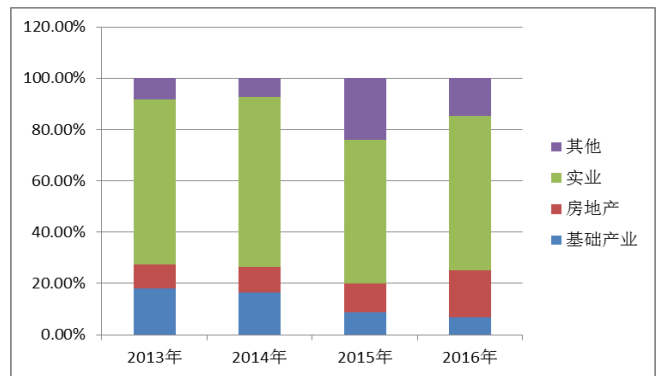
数据来源: 公司年报

图 16: 主动管理型信托回报率拐点



数据来源: 公司年报

图 17: 信托资产投资分布



数据来源: 公司年报

### 3.2.核心竞争力助力品牌价值提升

我们认为安信信托的核心竞争力体现在以下几个方面:

- (1) 新一轮定增增强了公司抵御风险的能力;
- (2) 主动管理能力进一步增强, 对公司的盈利能力贡献很大;
- (3) 坚持投资实体经济的决心不变, 而这一块很有可能得到国家政策的大力支持;
- (4) 公司投资新能源、大健康行业, 这些行业的高成长性很有可能为公司带来高额回报

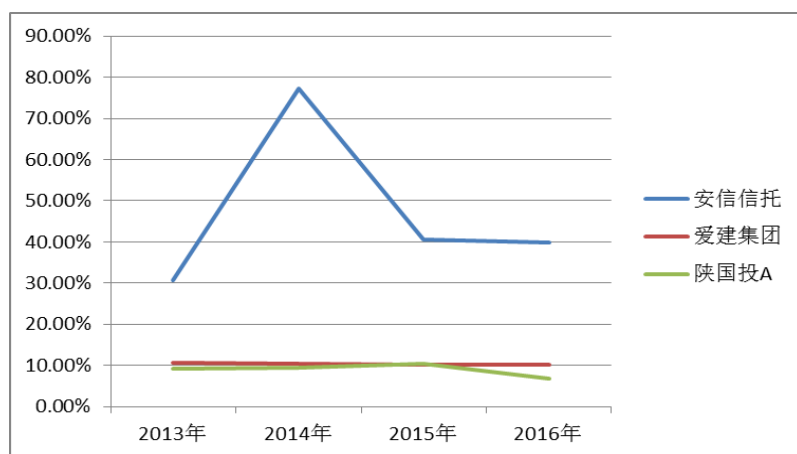
## 四、财务分析

### 4.1.ROE 水平处于行业顶端

我们选取了上市的两家可比公司爱建集团和陕国投 A, 对比了安信信托 ROE 与另外两家上市公司 ROE 水平, 可以看出, 安信信托 ROE 保持稳健大幅领先另外两家上市公司 ROE。事实上, 这个数据在行业中也是处于绝对顶端。之所以保持较高的回报率, 主要得益于: 通道

业务成本低，体量大，驱动了整个 ROE 水平；主动管理能力不断加强。

图 18：安信信托 ROE 水平行业领先

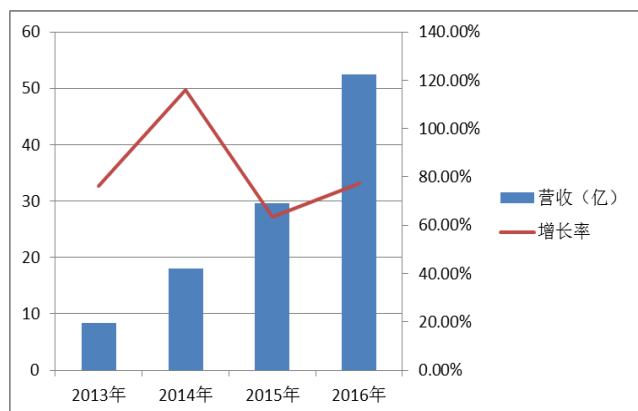


数据来源：公司年报

#### 4.2. 营收、净利同比大幅增加，未来高增长可期

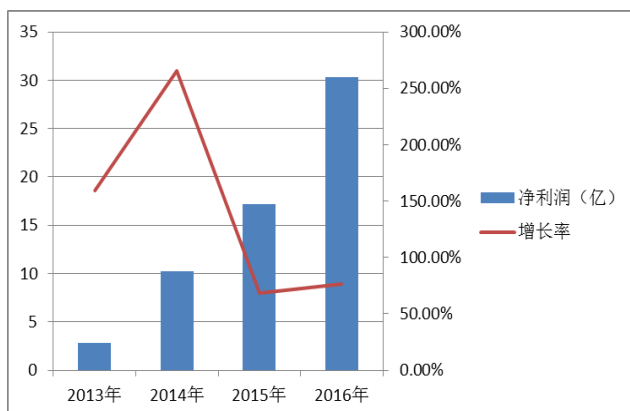
安信信托过去 5 年保持高速增长，每年的营收同比增长都在 65% 以上，在 2014 年实现了翻倍；净利润增长更加令人印象深刻，2013 年实现同比翻番，2014 年增加近 2.7 倍。高速增长让我们更加坚定地看好公司的未来。

图 19：营收高速增长



数据来源：公司年报

图 20：净利润高速增长



数据来源：公司年报

#### 4.3. 杠杆率处于行业平均水平，总体风险可控

公司 2016 年杠杆率约为 1.44，行业平均 1.26，基本处于行业平均水平。另外两家上市可比公司爱建集团和陕国投 A 的杠杆率分别为 2.37 以及 1.32。安信信托有一套完整的风险管理体系，重视内部控制体系的建设，坚持合规先行，总体风险不大。



## 五、盈利预测、估值与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年收入增速分别为 56%、48%、42%，净利润增速分别为 48%、40%、38%，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.11、1.55、2.14。给予 18 倍 P/E 合理估值，目标价 19.98，给予“买入”评级。

## 六、风险提示

业绩不达预期，监管风险，转型失败风险

图 21：资产负债表

单位：百万元	2017E	2018E	2019E
<b>资产：</b>			
存放同业款项	2997	2098	2308
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6251	7502	7126
应收利息	16	13	15
发放贷款和垫款	4283	3641	4004
可供出售金融资产	6045	6650	6982
长期股权投资	870	910	930
固定资产	7	8	7
无形资产	4	6	5
长期待摊费用	12	13	13
资产总计	20485	20841	21390
<b>负债：</b>			
应付职工薪酬	602	662	695
应交税费	1016	1118	1096
预计负债	450	540	605
递延所得税负债	110	98	105
其他负债	3558	3209	3702
负债总计	5736	5627	6203
<b>所有者权益：</b>			
实收资本	2278	2392	2464
资本公积	6023	6213	5873
未分配利润	6448	6609	6850
所有者权益合计	14749	15214	15187

数据来源：山西证券研究所

图 22：利润表

单位：百万元	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	8184	12112	17199
利息净收入	186	175	191
手续费及佣金净收入	7421	11429	16417
投资收益	290	305	317
公允价值变动收益	287	203	274
二、营业支出	2269	3805	5692
税金及附加	594	1267	890
业务及管理费	1675	2538	4802
三、营业利润	5915	8307	11507
加：营业外收入	84	92	81
减：营业外支出	12	18	21
四、利润总额	5987	8381	11567
减：所得税费用	1497	2095	2892
五、净利润	4490	6286	8675
六、每股收益：	1.11	1.55	2.14

数据来源：山西证券研究所

图 23：现金流量表

单位：百万元	2017E	2018E	2019E
一、经营活动产生的现金流量	3592	4490	5791
二、投资活动产生的现金流量：	-7482	-8320	-9300
三、筹资活动产生的现金流量：	7205	7781	7937
总额	3315	3951	4428

数据来源：山西证券研究所

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

### 特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。