

审慎推荐-A (下调)

安信信托 600816.SH

目标估值: 15.8-15.8 元

当前股价: 14.57 元

2017 年 08 月 15 日

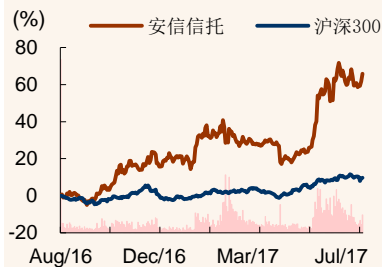
天神“终”下凡

基础数据

上证综指	3251
总股本(万股)	455761
已上市流通股(万股)	249760
总市值(亿元)	664
流通市值(亿元)	364
每股净资产(MRQ)	3.1
ROE(TTM)	23.1
资产负债率	30.8%
主要股东	上海国之杰投资发展
主要股东持股比例	52.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	18	69
相对表现	-1	11	57



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《安信信托(600816)——业绩持续超预期,信托、固有业务双星报喜》2017-01-17
- 2、《安信信托(600816)——定增落地,布局加速》2016-12-14
- 3、《安信信托(600816)——金融股中的茅台,挡不住的业绩释放》2016-10-28

郑积沙

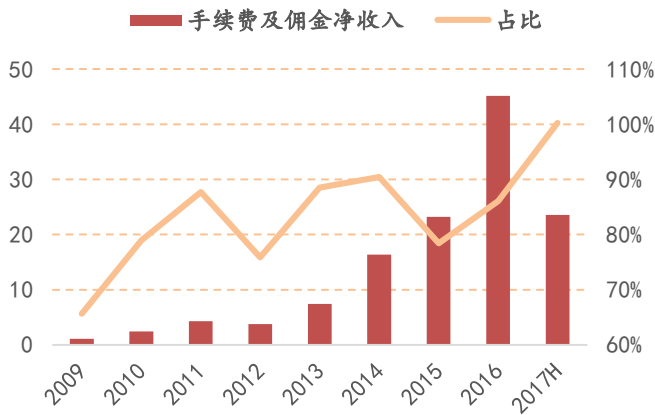
zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

- 公司公布 17 年中报,营业收入 23.51 亿,同比增长 14.39%;归母净利润 16.12 亿,同比增长 15.73%。利润增幅的缩窄的主要原因是固有业务表现低于预期,同时手续费收入增幅回归“理性”。
- 业绩力压平安高中榜眼,登顶触手可及。横向比较上看,1H17 归母净利润 16.12 亿,仅次于龙头中信信托(16.21 亿),且二者只相差 600 万。公司利润由 12 年的行业倒数第六,一路飙升至 16 年的第四,17 年再次晋升至顺位第二,短短四年时间,便完成金融行业最大“逆袭”;纵向比较上看,公司终于完成黑白到白马切换,利润增速逐步回归行业水平,上半年归母净利润同比增速 15.73%。
- 信托业务回归行业理性增速,回报率再提升。1H17 信托业务收入 23.57 亿,同比增长 25%,二季度单季度手续费收入近 8 亿,回落至自 16 年以来最低,庞大利润规模的动量下,增速“终于”回归地表水平。1) 信托规模:公司属于信托行业一股“清流”,信托资产规模过往三年基本保持 2400 亿的较低水平,同时公司紧扣主动管理思路,主动业务规模占比已逐步提升至 65%,结构持续优化;2) 底层资产:今年来房地产融资渠道收缩,融资天平朝信托倾斜。我们保守估计公司房地产信托规模为 500 亿,占主动业务比重超 30%;3) 业务结构:公司民营活力凸显,率先转型,产品结构化设计能力卓越,通过复杂、专业的结构化产品设计,有效在竞争充分的金融市场中取得了明显超越同业的主动管理回报率。我们测算,公司上半年主动类信托费率仍在 3%以上 VS 行业约 1.5%,整体费率高达 2%VS 行业约 0.4%。
- 2 季度固有业务表现低于预期。1H17 固有业务亏损 0.06 亿,其中 Q2 浮亏 1.8 亿。主因公司自营股票投资表现一般,产生一次性账面浮亏。我们相信公司固有业务包含贷款、金融股权投资、二级市场投资、租赁等方向,二级市场总投资规模有限,下半年固有业务有望扭转困局。
- 投资建议:下调公司至审慎推荐评级。基于:1) 公司黑马变白马,业绩登顶触手可及;2) 信托业务结构持续优化,底层资产方向多元,产品设计优于同业;3) 信托费率远超行业水平彰显独特竞争力。预计 17 年净利润 36 亿,增速 20%,分部测算 17 年总市值 720 亿,对应目标价 15.8 元,空间 8%。

P	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,954	5,246	6,231	7,918	8,903
同比增长	63%	78%	19%	27%	12%
营业利润(百万元)	2,305	4,036	4,786	6,185	6,824
同比增长	67%	75%	19%	29%	10%
净利润(百万元)	17	30	36	47	51
同比增长	68%	77%	20%	28%	10%
每股收益(元)	0.97	1.47	0.80	1.02	1.13
PE	20.75	13.72	18.23	14.22	12.95
PB	5.66	4.31	4.97	3.68	2.87

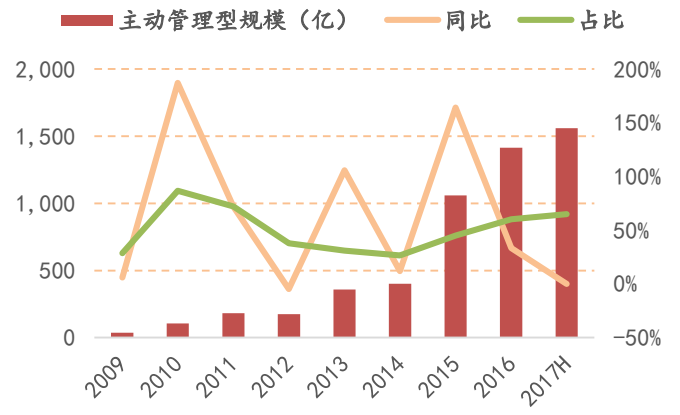
风险提示：资管行业政策超调

图 1：信托业务收入（亿）



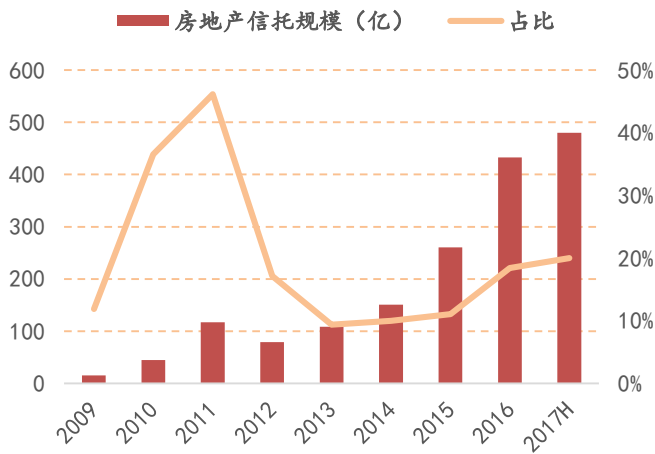
资料来源：公司公告，招商证券

图 2：主动管理型业务规模及同比增速



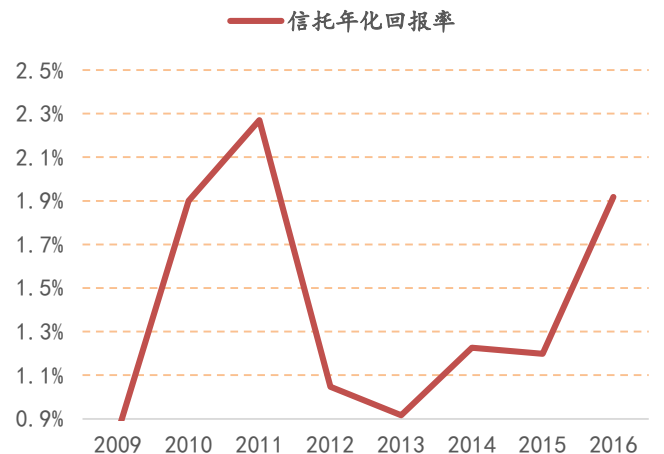
资料来源：公司公告，招商证券

图 3：预计 17 上半年房地产信托占比 20%



资料来源：公司公告，招商证券

图 4：信托年化回报率 1.99%



资料来源：公司公告，招商证券

表 1: 2017 年信托行业业绩排名

公司名称	2017年上半年未经审计财务数据						2016年业绩			
	营业收入	同比	排名	净利润	同比	排名	营收	排名	净利润	排名
中信信托	26.27	-15%	2	16.21	3%	1	56.49	2	30.42	3
安信信托	23.51	-	--	16.12	16%	2	52.43	4	30.34	4
平安信托	24.51	5%	3	13.24	56%	3	60.31	1	37.97	1
中融信托	29.62	8%	1	10.75	2%	4	55.23	3	23.65	5
重庆信托	13.71	-	7	10.4	49%	5	42.41	5	36.54	2
华能信托	16.72	20%	4	10.06	21%	6	28.06	7	17.29	7
建信信托	15.35	35%	5	9.21	25%	7	22.03	14	13.36	12
上海信托	14.32	25%	6	8.83	30%	8	25.64	10	15.06	10
中铁信托	12.81	-	9	8.23	-	9	27.85	9	14.73	11
华润信托	10.52	-1%	12	7.98	-7%	10	25.58	11	16.92	8
中航信托	12.84	25%	8	7.53	31%	11	23.86	12	13.02	14
江苏信托	8.88	10%	18	7.51	10%	12	16.00	25	13.29	13
兴业信托	12.42	8%	10	7.13	9%	13	21.83	15	12.15	16
外贸信托	11.05	5%	11	6.83	5%	14	19.95	17	10.98	18
百瑞信托	10.27	-	13	6.26	23%	15	16.42	24	9.23	26
五矿信托	10.04	-12%	14	6.19	-18%	16	20.47	16	9.80	21
华融信托	8.99	-	16	5.54	-	17	19.06	19	9.29	25
长安信托	8.89	-	17	5.16	454%	18	17.65	21	9.51	24
民生信托	8.71	-	19	5.16	-	19	19.21	18	9.51	23
渤海信托	8.54	-	20	5.1	160%	20	12.52	32	6.74	35
交银信托	7.87	15%	21	4.99	18%	21	13.65	29	8.38	30
华宝信托	7.85	-5%	22	4.81	-20%	22	15.80	26	9.83	20
中原信托	7.09	-	25	4.45	19%	23	14.99	27	7.49	32
中诚信托	5.56	-	33	4.31	323%	24	17.78	20	11.18	17
华信信托	6.03	-58%	28	4.19	-57%	25	23.11	13	16.06	9
中建投信托	7.41	-10%	23	3.9	-7%	26	17.12	23	8.52	28
爱建信托	6.1	-	27	3.85	-	27	11.69	36	6.00	39
北京信托	5.73	-	31	3.75	-1%	28	17.29	22	9.75	22
新时代信托	5.73	-	31	3.7	-4%	29	8.08	51	4.12	50
华鑫信托	6.28	-	26	3.69	59%	30	9.89	45	4.54	47
粤财信托	3.1	-	47	3.47	-34%	31	10.45	40	8.42	29
山东信托	5.82	-47%	30	3.3	-58%	32	13.56	30	8.84	27
四川信托	9.06	-27%	15	3.24	-33%	33	27.92	8	12.70	15
英大信托	4.34	-	40	3.2	-8%	34	10.52	38	6.35	36
厦门信托	4.87	-	36	2.99	29%	35	10.04	43	6.30	37
万向信托	5.26	-	34	2.8	27%	36	10.48	39	5.16	45
中江信托	4.4	-	39	2.78	23%	37	36.16	6	19.25	6
中粮信托	4.51	-	38	2.73	131%	38	4.04	61	3.79	54
陕国投	5.19	-	35	2.68	-	39	10.14	42	5.15	46
昆仑信托	5.84	-	29	2.63	-18%	40	11.91	35	7.31	33
光大信托	4.74	-	37	2.41	69%	41	8.01	52	3.59	55
天津信托	3.42	-	45	2.41	8%	42	11.23	37	4.13	49
大业信托	3.65	-	43	2.32	132%	43	6.15	57	2.94	57
国投信托	3.55	-	44	2.18	-41%	44	10.38	41	6.82	34
陆家嘴信托	4.14	-	41	2.13	-12%	45	13.19	31	5.24	43
中海信托	2.95	-	48	2.03	3%	46	13.83	28	10.42	19
杭州信托	3.23	-	46	2.02	-	47	9.76	46	5.17	44
吉林信托	2.86	-	50	1.98	-23%	48	2.24	66	3.09	56
国元信托	2.64	-	52	1.94	-54%	49	8.76	49	5.84	40
湖南信托	3.89	-	42	1.93	-	50	8.97	47	5.54	41
西藏信托	2.62	-	53	1.9	-	51	6.54	56	4.09	51
苏州信托	2.87	-	49	1.6	-48%	52	8.96	48	5.42	42
西部信托	2.59	-74%	54	1.49	-78%	53	12.00	34	7.59	31
云南信托	2.27	-	56	1.39	-7%	54	4.50	59	2.04	60
北方信托	2.32	-	55	1.23	-68%	55	10.01	44	4.05	52
国联信托	1.61	-	60	1.11	18%	56	3.84	62	2.90	58
中泰信托	1.68	-	59	1.07	-30%	57	6.09	58	2.89	59
华澳信托	1.94	-	58	0.9	-	58	3.38	64	0.69	65
金谷信托	2.14	-	57	0.84	22%	59	4.28	60	1.63	62
国民信托	2.86	-	50	0.76	-	60	6.55	55	1.96	61
山西信托	1.56	-	61	0.72	42%	61	3.57	63	1.22	63
紫金信托	1.33	-	62	0.63	-	62	7.39	54	4.13	48
新华信托	7.24	-	24	0.24	572%	63	8.72	50	0.46	67
华宸信托	0.31	-	63	0.04	-35%	64	0.94	68	0.37	68
东莞信托	--	-	--	--	-	--	7.81	53	3.98	53
国通信托	--	-	--	--	-	--	12.45	33	6.02	38
长城信托	--	-	--	--	-	--	2.30	65	1.10	64
浙金信托	--	-	--	--	-	--	1.94	67	0.60	66

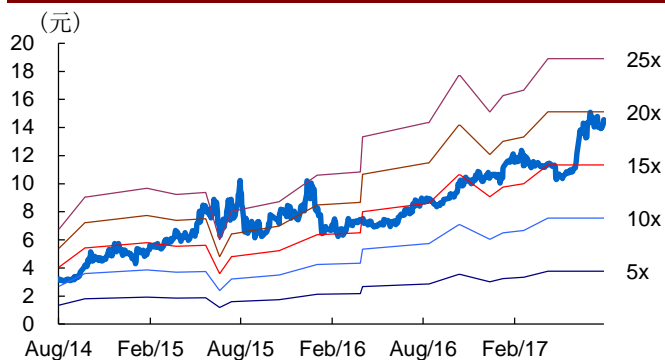
资料来源: 公开资料, 招商证券

表 2: 安信信托盈利预测表

盈利预测	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、固有业务					
投资收益及公允价值变动	3.71	5.52	1.45	1.75	2.09
利息收入	2.66	1.78	2.56	2.40	2.64
利息支出	0	0	0	0	0
利息净收入	2.66	1.78	2.56	2.40	2.64
二、信托业务					
信托资产规模	2359.1	2,350	2,827	3522	3522
主动占比	45%	60%	65%	67%	67%
通道占比	55%	40%	35%	33%	33%
主动规模	1062	1410	1837	2360	2360
通道规模	1298	940	989	1162	1162
手续费及佣金收入	23.31	45.24	58.43	75.17	84.44
手续费及佣金支出	0.14	0.08	0.14	0.14	0.14
手续费及佣金净收入	23.17	45.16	58.29	75.03	84.30
营业收入	29.54	52.46	62.31	79.18	89.03
营业支出	6.49	12.10	14.44	17.33	20.79
营业税金及附加	1.57	0.97	1.07	1.28	1.54
管理费	4.9	11.13	13.36	16.03	19.23
资产减值损失	0.02	0	0.02	0.02	0.02
营业利润	23.05	40.36	47.86	61.85	68.24
加: 营业外收入	0.56	1.43	2.75	3.03	3.03
减: 营业外支出	0	0.12	0.02	0.02	0.02
利润总额	23.61	41.67	50.59	64.86	71.25
税率	0.27	0.28	0.28	0.28	0.28
减: 所得税	6.39	11.19	14.17	18.16	19.95
净利润	17.22	30.48	36.43	46.70	51.30

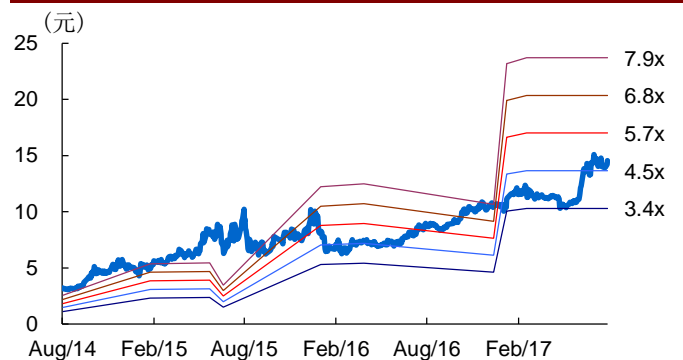
资料来源: wind, 招商证券

图 1: 安信信托历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 安信信托历史 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。