

信托主业稳健，配股补充资本

■事件：2017年上半年公司实现营收5.2亿元，同比下降7%；实现归母净利润2.7亿元，同比下降5%。业绩下滑主要由利息收入和投资收益收缩所致。截至2017年6月末，公司总资产达102亿元，较年初增长7%。我们认为公司上半年的主要边际变化包括：(1) 信托主业手续费及佣金同比上升55%，信托规模较年初增长40%至3564亿元；(2) 配股方案经董事会通过（并于7月顺利过会），有望助力公司提升盈利水平和抗风险能力。

■信托主业发展良好。2017年上半年公司信托主业手续费及佣金净收入4亿元，同比上升55%，占营业收入的78%。中报期内，公司重点开发产业基金、PPP、债转股等产品，上半年新增信托项目323个，规模合计1254亿元，同比增长241%，到期安全兑付217亿元。截至中报期末，公司信托资产规模达到3564亿元（安信信托2285亿元/爱建集团2626亿元），较年初增长40%。公司近年在主动管理方面有所进步，集合类信托资产占比提升。我们预计随着公司不断转型主动管理，其集合类信托资产占比在2017年将进一步提升。

■固有业务拖累业绩。2017年上半年公司固有业务净收入达1.1亿元，较去年同期大幅下降。其中利息净收入由于放贷总量下降叠加息差收缩同比下降84%至0.2亿元。另一方面，第二季度的股市震荡给公司的投资收益带来了负面影响：公司上半年实现投资收益0.7亿元，同比下降65%。我们认为随着股市的企稳，公司固有业务在下半年将有更好的表现。

■参股 AMC 保险银行，布局多元金融。公司目前持有陕西金融资产管理股份有限公司6.65%股份、永安保险2.29%股份和长安银行1.21%股份。预计未来公司将依托信托积极布局银行、券商、保险等金融业务，拓展其业务链，发展多元金融。

■配股补充资本金。中报期内公司董事会通过配股事宜，拟按照每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售。截至中报披露日，该配股方案已顺利过会。配股顺利落地后将大幅增加公司股本至60亿元，有助于公司进一步开展信托业务，释放业绩。

■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0.15元、0.17元、0.20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	0.15	0.17	0.20
每股净资产(元)	2.48	2.50	2.73	2.88	3.06
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	37.8	33.3	36.9	32.0	28.0
市净率(倍)	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
净利润率	39.4%	50.8%	51.9%	51.5%	50.6%
净资产收益率	5.9%	6.7%	5.5%	6.0%	6.5%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
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

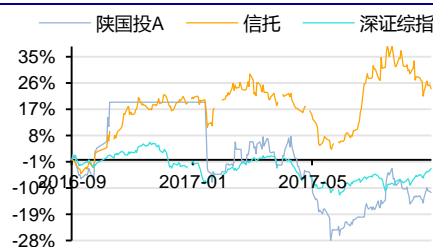
维持评级

6个月目标价：9.2元
 股价(2017-09-01) 5.53元

交易数据

总市值(百万元)	17,090.42
流通市值(百万元)	15,826.11
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	4.50/7.48元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-8.65	10.58	-9.9
绝对收益	-3.99	19.96	-12.54

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
 zhaoxh3@essence.com.cn
 021-35082987

相关报告

陕国投 A：信托规模增长，参股涉足 AMC/赵湘怀	2017-03-07
陕国投 A：涉足 AMC，定增增强资本实力/赵湘怀	2016-10-31
陕国投 A：信托主业稳健，混改预期增强/赵湘怀	2016-08-31

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%	41.7%	5.7%	6.1%
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	1,063.1	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%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	22	29	24	18	14
货币资金	2,173.7	675.3	5,719.5	8,155.6	9,243.5	流动营业资本周转天数	-77	-149	-113	-60	-45
交易性金融资产	516.1	228.3	350.0	260.0	279.4	流动资产周转天数	644	980	1,391	2,160	2,290
应收帐款	262.6	390.7	24.6	562.4	191.1	应收帐款周转天数	54	116	64	78	86
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数					
预付帐款	-	-	-	-	-	总资产周转天数	2,033	3,241	3,318	3,302	3,020
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-74	-137	-95	-53	-40
其他流动资产	204.3	1,068.6	547.4	606.8	740.9	投资回报率					
可供出售金融资产	2,150.9	4,042.4	2,303.9	60.0	60.0	ROE	5.9%	6.7%	5.5%	6.0%	6.5%
持有至到期投资	1,617.7	972.2	1,086.9	1,225.6	1,094.9	ROA	5.2%	5.4%	5.0%	5.4%	5.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	669.5%	-95.4%	-257.3%	-181.8%	-5906.0
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	82.3	80.0	72.6	65.2	57.9	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	26.6%	28.3%	25.0%	20.0%	24.0%
无形资产	1.3	2.1	1.6	1.1	0.6	财务费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	193.5	333.5	226.6	251.0	270.4	三费/营业收入	26.6%	28.3%	25.0%	20.0%	24.0%
资产总额	8,743.9	9,504.7	11,982.4	12,821.9	13,603.7	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	12.5%	18.7%	8.6%	9.7%	9.7%
应付帐款	64.2	83.9	-	-	-	负债权益比	14.2%	23.0%	9.4%	10.8%	10.8%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.20	1.33	6.71	7.98	8.08
其他流动负债	923.3	1,691.5	989.1	1,201.3	1,294.0	速动比率	3.20	1.33	6.71	7.98	8.08
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数					
其他非流动负债	102.2	0.8	40.3	47.8	29.6	分红指标					
负债总额	1,089.7	1,776.3	1,029.3	1,249.1	1,323.6	DPS(元)	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	10.2%	12.0%	10.9%	11.0%	11.3%
股本	1,545.2	3,090.5	4,017.6	4,017.6	4,017.6	股息收益率	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%
留存收益	5,619.4	4,486.2	5,025.4	5,645.2	6,352.4						
股东权益	7,654.1	7,728.4	10,953.0	11,572.8	12,280.1						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	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	0.15	0.17	0.20
加:折旧和摊销	9.0	8.0	7.9	7.9	7.9	BVPS(元)	2.48	2.50	2.73	2.88	3.06
资产减值准备	165.4	10.3	-	-	-	PE(X)	37.8	33.3	36.9	32.0	28.0
公允价值变动损失	5.4	19.0	121.7	-90.0	19.4	PB(X)	2.2	2.2	2.0	1.9	1.8
财务费用	-	-	-	-	-	P/FCF	16.2	81.3	29.6	68.2	20.0
投资损失	-514.0	-268.2	-	-	-	P/S	14.9	16.9	19.1	16.5	14.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	13.4	15.6	13.5	12.2	9.1
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	2.5	2.1	1.8	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	2,619.8	-76.8	-90.1	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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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