

信托稳健，大股东增持彰显信心 买入（维持）

2019年12月23日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：公司控股股东国信集团拟于2019年12月24日起的6个月内，增持公司股份不低于人民币1亿元，不超过人民币2亿元。

投资要点

■ **大股东国资背景资源雄厚，增持彰显长远发展信心：**1) 截至公告日，国信集团及其一致行动人共持有公司股份数为27.51亿股，占公司总股本的72.80%。基于对公司未来发展的信心，国信集团拟对公司股票进行增持不低于1亿元、不高于2亿元。2) 国信集团是江苏省首家改建国有资本投资运营公司试点企业，江苏国信作为国信集团旗下的能源和金融板块上市平台，未来资本运作和并购重组空间广阔，发展前景可期。3) 当前时点公司市净率1.05倍，市盈率9.44倍，结合火电和信托行业政策持续多年加码，估值已处于多年来的底部，公司未来估值修复可能性较高。

■ **前三季度业绩符合预期，信托结构优化有望推动业绩稳健增长：**1) 公司2019Q1~3实现归母净利润同比+24.3%至19.7亿元，主要系对利安人寿以及对联营企业江苏银行按权益法核算，致投资收益同比+106%至17.8亿元。2) 信托业务贡献公司主要利润（2019H1占营业利润85.4%），2019Q1~3实现手续费及佣金收入同比+16.0%至8.2亿元，得益于公司主动优化业务结构，压缩通道的同时提升主动管理能力以提升信托报酬率。3) 江苏信托先后投资了江苏银行、利安人寿等多家优质金融企业，投资效益显著。此外，公司财富团队搭建完成，北京、上海等地建立区域总部拓展省外市场，并持续完善市场化人才机制和加强产品直销能力，信托业绩增长可期。

■ **煤价下跌+落后产能淘汰增厚公司利润，金融+电力双主业协同可期：**1) 煤炭供给宽松、需求下滑，价格下跌趋势明显，考虑煤炭是发电主要成本，电力板块成本有望随之持续下滑。需求端来看，全社会用电量长期增长趋势不变，结合国家淘汰落后产能的大背景，预计公司未来存量火电利用小时数仍有上升空间，增厚电力板块利润。2) 公司于2018年完成定增，并以募资净额39.6亿元对江苏信托进行增资，公司资本实力增强有望推动业绩稳健增长。3) 公司拥有保险、银行金融资源，可助力江苏信托探索新的信托业务模式。另江苏信托可大力支持能源业务的发展，引导资金投入能源领域，信托+能源双主业有望发挥产融结合优势，实现资源共享，协同发力。

■ **盈利预测与投资评级：**控股股东国资背景雄厚，增持公司股份彰显长期发展信心。信托板块稳健发展支撑业绩，信托能源双轮驱动协同可期。我们预计公司2019、2020年归母净利润分别为30.7、32.1亿元，分别对应2019、2020年PE 9.1倍、8.7倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 资管新规下信托规模下滑；2) 电力体制改革影响火电生产及经营模式；3) 信托及能源双主业整合不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.35
一年最低/最高价	6.81/10.79
市净率(倍)	1.05
流通A股市值(百万元)	10434.91

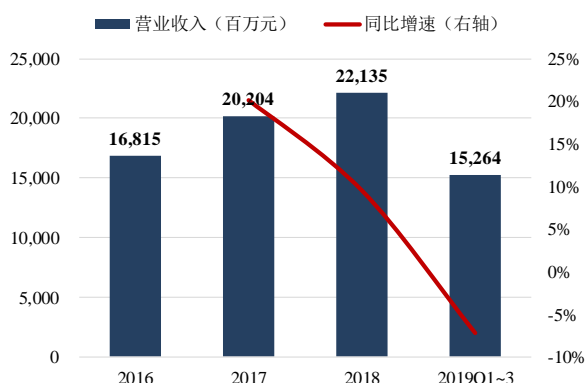
基础数据

每股净资产(元)	7.02
资产负债率(%)	48.15
总股本(百万股)	3778.08
流通A股(百万股)	1419.72

相关研究

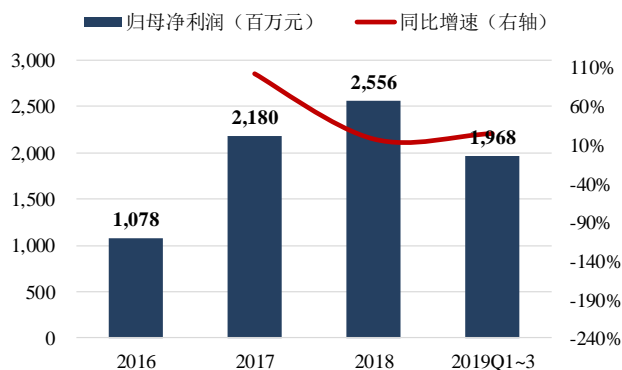
- 1、《江苏国信（002608）信托稳健发展，业绩符合预期》2019-10-26
- 2、《江苏国信（002608）：信托结构优化，业绩稳健》2019-08-29
- 3、《江苏国信（002608）：双主业协同互补，业绩稳健增长》2019-04-20

图 1: 2016~2019Q1~3 江苏国信营业总收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2016~2019Q1~3 江苏国信业绩及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 1: 江苏国信盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	9,740	18,742	19,560	20,550	
现金	3,612	7,631	7,952	9,108	
应收账款	1,690	1,984	1,808	2,106	
存货	944	1,058	997	1,110	
其他流动资产	3,494	8,069	8,802	8,226	
非流动资产	43,910	35,694	38,378	40,861	
长期股权投资	8,396	11,106	13,963	16,981	
固定资产	23,842	20,691	20,102	19,445	
在建工程	379	339	326	296	
无形资产	729	829	950	1,097	
其他非流动资产	10,564	2,729	3,037	3,042	
资产总计	53,650	54,436	57,938	61,411	
流动负债	18,324	17,337	17,692	17,590	
短期借款	11,137	11,137	11,137	11,137	
应付账款	1,656	1,367	1,737	1,446	
其他流动负债	5,530	4,834	4,818	5,007	
非流动负债	4,658	2,538	1,571	640	
长期借款	3,906	1,785	819	-112	
其他非流动负债	752	752	752	752	
负债合计	22,982	19,875	19,264	18,230	
少数股东权益	6,451	7,316	8,221	9,212	
归属母公司股东权益	24,218	27,245	30,453	33,969	
负债和股东权益	53,650	54,436	57,938	61,411	
现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	3,046	4,310	4,017	4,431	
投资活动现金流	-6,618	3,400	-2,207	-1,874	
筹资活动现金流	3,586	-3,691	-1,489	-1,401	
现金净增加额	14	4,019	321	1,156	
折旧和摊销	1,556	1,513	1,547	1,610	
资本开支	1,276	-3,086	-485	-536	
营运资本变动	-1,373	70	-142	64	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	22,135	20,674	21,336	22,019	
减:营业成本	17,882	16,829	17,282	17,725	
营业税金及附加	195	186	188	194	
营业费用	2	4	4	4	
管理费用	532	511	512	528	
财务费用	766	640	523	469	
信用减值损失	-38	-21	-21	-22	
加:投资净收益	1,182	1,715	1,887	2,076	
其他收益	0	130	137	143	
营业利润	3,962	4,371	4,872	5,339	
加:营业外净收支	23	23	25	26	
利润总额	3,985	4,394	4,896	5,365	
减:所得税费用	708	461	783	858	
少数股东损益	721	865	905	991	
归属母公司净利润	2,556	3,068	3,208	3,515	
EBIT	4,870	5,055	5,440	5,856	
EBITDA	6,425	6,568	6,987	7,466	
重要财务与估值指标					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
每股收益(元)	0.68	0.81	0.85	0.93	
每股净资产(元)	6.41	7.21	8.06	8.99	
发行在外股份(百万股)	3778	3778	3778	3778	
ROIC(%)	9.6%	10.9%	10.4%	10.6%	
ROE(%)	10.7%	11.4%	10.6%	10.4%	
毛利率(%)	19.2%	18.6%	19.0%	19.5%	
销售净利率(%)	11.5%	14.8%	15.0%	16.0%	
资产负债率(%)	42.8%	36.5%	33.2%	29.7%	
收入增长率(%)	9.6%	-6.6%	3.2%	3.2%	
净利润增长率(%)	17.3%	20.0%	4.6%	9.6%	
P/E	10.86	9.07	8.65	7.90	
P/B	1.15	1.02	0.91	0.82	
EV/EBITDA	7.48	7.40	6.90	6.31	

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

