

市场价格（人民币）：50.92 元
 目标价格（人民币）：65.00-69.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 454.11 |
| 总市值(百万元) | 36,049.12 |
| 年内股价最高最低(元) | 51.01/17.26 |
| 沪深 300 指数 | 3930.38 |
| 上证指数 | 3789.17 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.39 | 1.45 | 2.24 | 3.25 | 4.22 |
| 每股净资产(元) | 1.22 | 2.55 | 8.74 | 11.58 | 15.82 |
| 市盈率(倍) | 129 | 35 | 23 | 16 | 12 |
| 行业优化市盈率(倍) | 34 | 32 | 28 | 22 | 15 |
| 净利润增长率(%) | 159.7% | 266.1% | 54.9% | 45.1% | 30.0% |
| 净资产收益率(%) | 32.3% | 56.7% | 25.6% | 28.1% | 26.7% |
| 总股本(百万股) | 708 | 708 | 708 | 708 | 708 |

投资逻辑

- 信托行业盈利能力较强、牌照稀缺：2015 年 1 季度末，信托行业 68 家公司营收、利润总额同比提升明显，实现营收 229.96 亿元，同比增 28.72%，；实现利润 169.31 亿元，同比增 33.73%，同时信托牌照具有稀缺性；
- 公司进入快速发展期，业绩表现靓丽：2013 年初，公司新管理层上任后，重新规划公司发展战略，公司进入快速发展期，盈利增速表现靓丽。2014 年，公司实现盈利 10.2 亿元，同比增长 266.1%；2015 年上半年，预计实现盈利 8.2 亿元，同比增长 50%，预计全年能保持 55% 增速；
- 资本金补充，业绩规模提升空间扩充，后续仍有补充资金需求：定增完成后，公司总股本由 4.54 亿股增至 7.08 亿股，资本金水平大为提升，我们预计，新增资本可以为公司带来 3350-4050 亿元新增信托规模。未来公司发展仍有强烈补充资金需求，后续发展潜力很大；
- 定增完成，大股东持股提升至 57%，做强公司平台动力增强：定增完成后，国之杰持股占比由 32.96% 上升至 57%，限售期 3 年，大股东做强公司平台动力增强。大股东要通过整合资源优势，构筑金融投资平台，以信托业务为依托，逐步向保险、基金等业务延伸，公司为国之杰旗下唯一上市平台，未来有可能发展成为国之杰的金融投资平台；
- 参股大童保险，金融控股平台雏形显现：公司近年在综合金融领域频繁布局，2014 年 5 月与控股股东国之杰联合成立国和基金，2015 年 4 月，与中合担保等六家公司在上海自贸区联合成立商业信用保险公司，7 月，拟出资 3 亿元以上参股大童保险销售，未来预计将进一步布局城商行和券商，甚至可能包括 PE、租赁子公司等，公司综合金融控股平台构建在逐步推进。

投资建议

- 我们认为安信信托战略明确，金控平台稳步推进，业务结构不断优化，定增募集资金提升业务发展，同时，大股东持股进一步集中，将推动公司金控平台的建设，未来公司盈利增长具有可持续性，首次覆盖给予“买入”评级。

估值

- 参照上市信托公司可比估值，同时考虑公司自身发展情况和业务增长，我们给予公司 2015/2016 年 PE 为 30/26，对应每股价格为 67.19 元/84.48 元。

风险

- 信托规模发展速度低于预期；信托投资资产损失风险。

徐飞

联系人
 (8621)60230241
 xufei@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--|----|
| 1、信托行业盈利能力较强、牌照稀缺 | 3 |
| 1.1、信托行业规模增长放缓，但盈利能力增强 | 3 |
| 1.2、信托 行业在金融行业中保持较高的 ROE 水平 | 4 |
| 1.3、信托牌照具有稀缺性 | 4 |
| 2、公司进入快速发展期，业绩表现靓丽 | 4 |
| 2.1、公司发展进入 快速增长期 | 4 |
| 2.2、公司业绩表现靓丽，上半年盈利超预期 | 5 |
| 2.3、公司 ROE 水平行业领先 | 5 |
| 2.4、公司信托报酬率保持行业领先 | 6 |
| 2.5、公司业务结构不断优化 | 6 |
| 3、投资要点 | 8 |
| 3.1、资本金补充，业绩规模提升空间扩充，后续仍有补充资金需求 | 8 |
| 3.2、定增完成，大股东持股提升至 57%，做强公司平台动力增强 | 9 |
| 3.3、参股大童保险，金融控股平台雏形显现 | 10 |
| 4、估值 | 10 |
| 5、风险提示 | 10 |

图表目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1：信托行业管理资产规模变动（亿元） | 3 |
| 图表 2：信托行业利润总额变动（亿元） | 3 |
| 图表 3：2014 年金融行业 ROE 比较 | 4 |
| 图表 4：公司净利润变动（亿元） | 5 |
| 图表 5：2014 年 TOP20 信托公司 ROE | 5 |
| 图表 6：2013 年 TOP20 信托公司 ROE | 6 |
| 图表 7：2014 年 TOP20 公司信托报酬率 | 6 |
| 图表 8：2014 年公司业务结构 | 7 |
| 图表 9：2014 年公司信托资产分布 | 7 |
| 图表 10：净资产排名 | 8 |
| 图表 11：发行前后国之杰持股占比 | 9 |
| 图表 12：发行后新股占比 | 9 |
| 图表 13：行业估值比较 | 10 |
| 图表 14：报表预测摘要 | 11 |

1、信托行业盈利能力较强、牌照稀缺

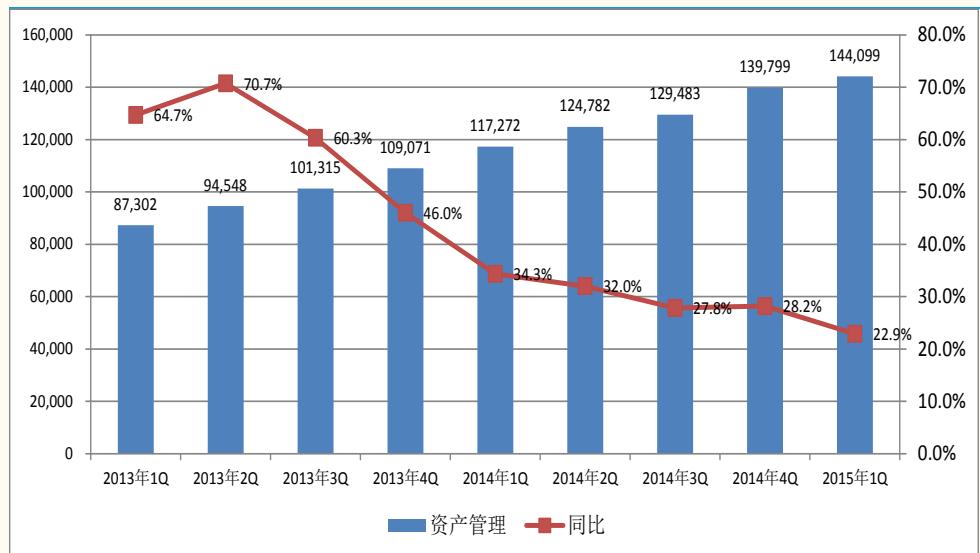
1.1、信托行业规模增长放缓，但盈利能力增强

2015年1季度，信托行业资产规模增速放缓，但经营业绩则出现明显改善，行业积极优化业务结构和管理方式取得成效。

2015年1季度末，信托行业68家公司管理资产规模达到14.41万亿元，平均每家达到2119.10亿元，同比增长22.85%，环比增长3.08%。管理资产规模增速回落，同比增速较上年同期34.33%回落11.48个百分点，环比较4季度7.95%回落4.87个百分点。

但同期信托行业营收、利润总额同比提升明显，实现营收229.96亿元，同比增长28.72%，较上年同期17.22%增速提升11.5个百分点；实现利润169.31亿元，同比增长33.73%，较上年同期14.39%的增速提升19.34个百分点。

图表1：信托行业管理资产规模变动（亿元）



来源：国金证券研究所

图表2：信托行业利润总额变动（亿元）

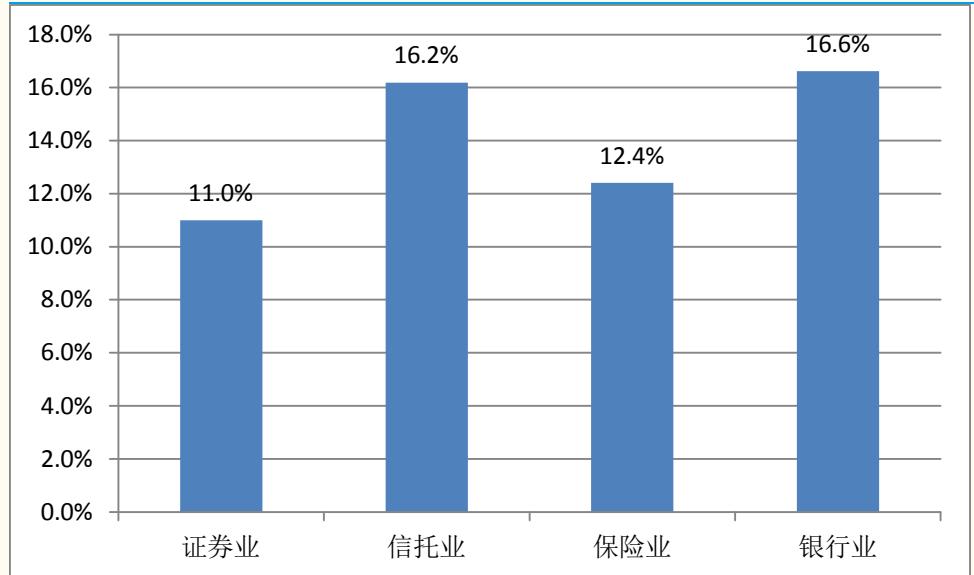


来源：国金证券研究所

1.2、信托行业在金融行业中保持较高的 ROE 水平

信托行业具有较强的盈利能力，2014 年，信托行业 ROE 为 16.2%，略低于银行业的 16.6%，高于证券业和保险业的 11.0% 和 12.4%。

图表 3：2014 年金融行业 ROE 比较



来源：国金证券研究所

1.3、信托牌照具有稀缺性

信托行业由银监会监管，是横贯资本、货币和实业三个市场的金融行业，功能多样，运用灵活，投资回报较高，同时具有财产独立及破产隔离功能，使得信托行业具有独特优势。

信托行业准入门槛较高，银监会对信托公司的设立条件、内部治理、风险控制等均有较高要求。目前行业共 68 家信托公司，牌照由于暂停新设，具有较强的稀缺性。

2、公司进入快速发展期，业绩表现靓丽

2.1、公司发展进入快速增长期

公司成立于 1987 年，前身是鞍山市信托投资公司，1994 年 1 月在上交所上市，是 A 股两家上市信托公司之一。

2002 年 10 月，原控股股东鞍山市财政局把持有的 20% 股份转让给上海国之杰投资发展有限公司。

2003 年 3 月，在中登上海分公司完成过户手续，国之杰成为公司第一大股东。

2005 年公司与中信信托开始重组，直到 2012 年 12 月，宣布重组失败，重组期间，公司业务发展缓慢。

2013 年初，公司新管理层上任后，重新规划公司发展战略，制定风控制度，积

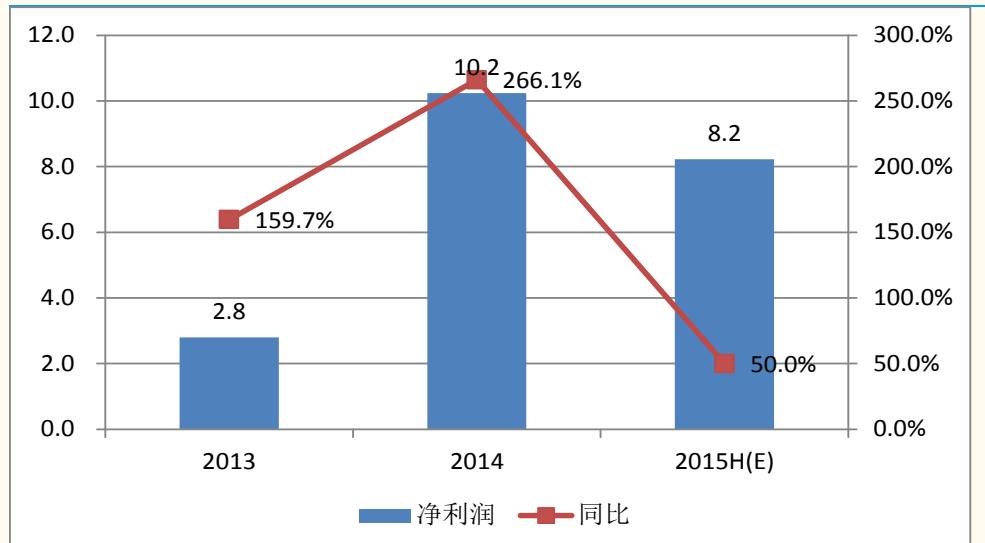
极开拓业务，公司进入快速发展期，盈利增速表现靓丽。

2.2、公司业绩表现靓丽，上半年盈利超预期

7月25日，公司发布上半年业绩预增公告，预计上半年，由于业务收入增长，公司实现归属于上市公司股东的净利润同比将增加50%左右，超出市场预期。

2014年，公司实现盈利10.2亿元，同比增长266.1%。2015年上半年，预计实现盈利8.2亿元，同比增长50%，预计全年能保持55%增速。

图表4：公司净利润变动（亿元）

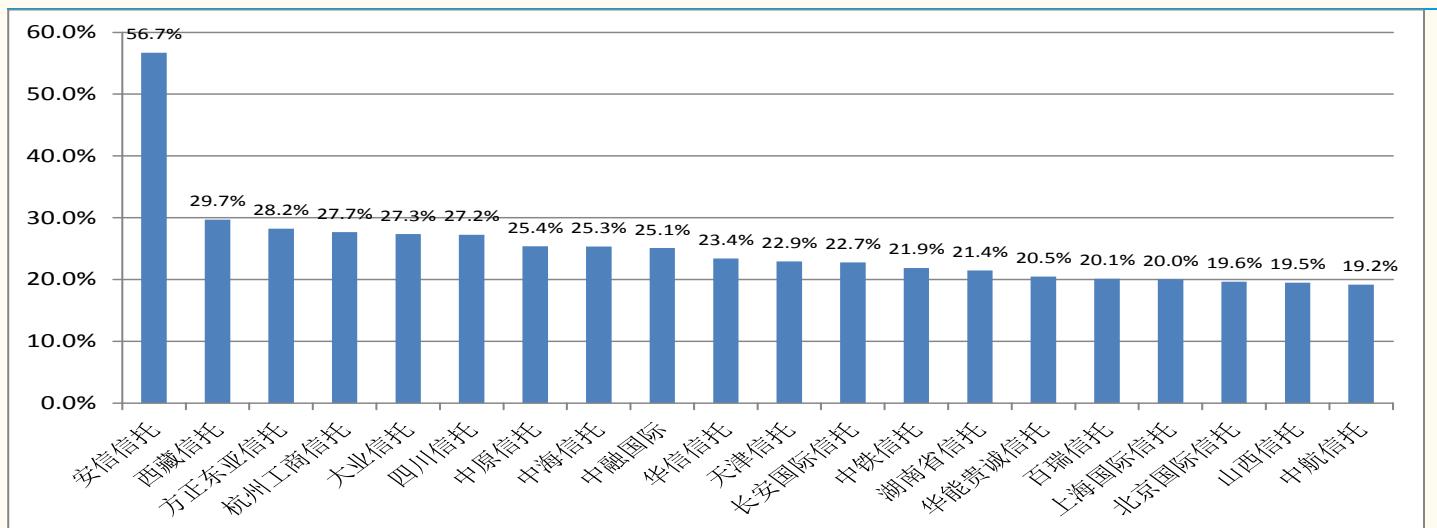


来源：国金证券研究所

2.3、公司ROE水平行业领先

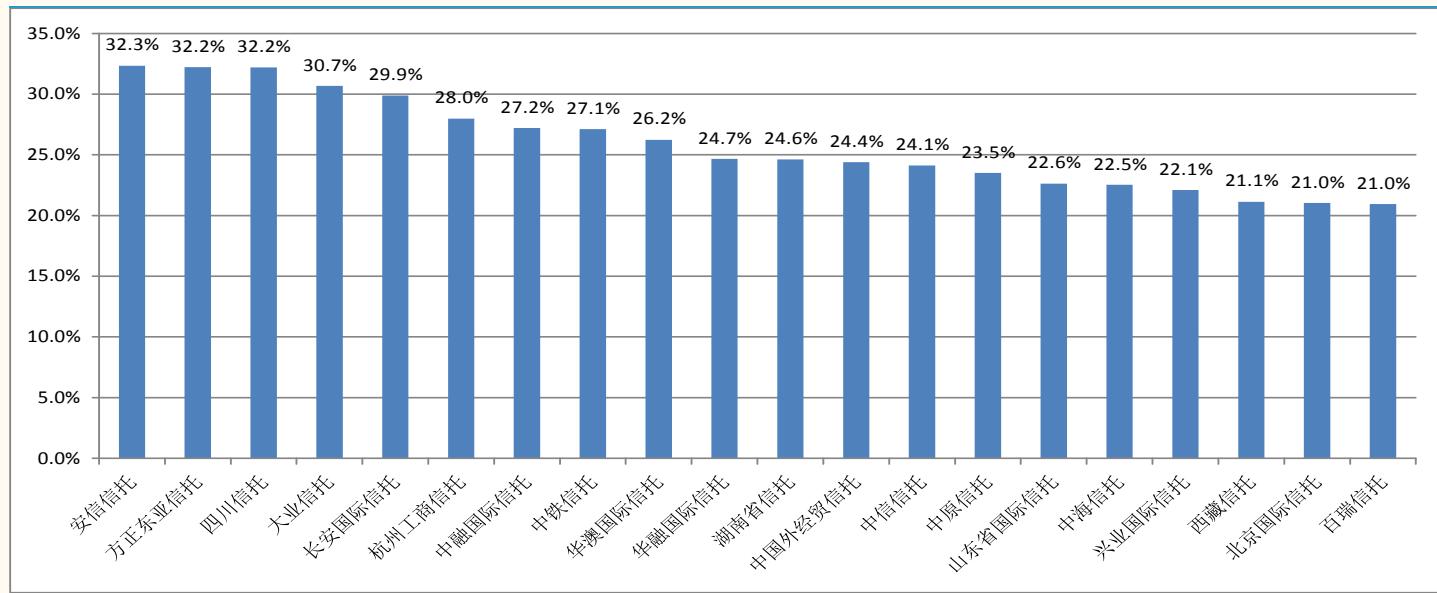
公司近两年ROE一直保持行业首位，远高于行业平均。2014年，公司ROE56.7%，远高于同业其他公司，行业ROE16.2%，陕国投9.2%。2013年，公司ROE32.3%，同样位列首位，行业ROE16.9%，陕国投8.9%。

图表5：2014年TOP20信托公司ROE



来源：国金证券研究所

图表 6: 2013 年 TOP20 信托公司 ROE

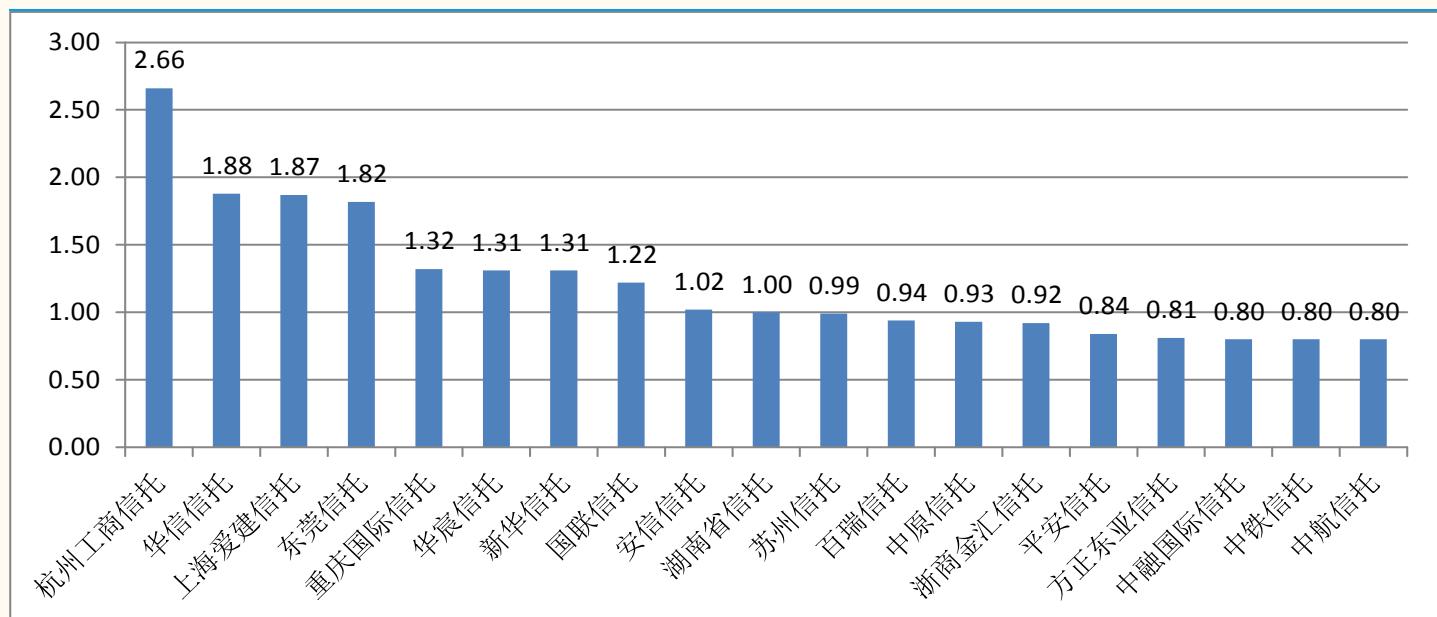


来源：国金证券研究所

2.4、公司信托报酬率保持行业领先

2014 年，公司信托报酬率为 1.02%，位列行业第九位，属于较高水平，行业综合报酬率水平在 0.4%。

图表 7: 2014 年 TOP20 公司信托报酬率



来源：国金证券研究所

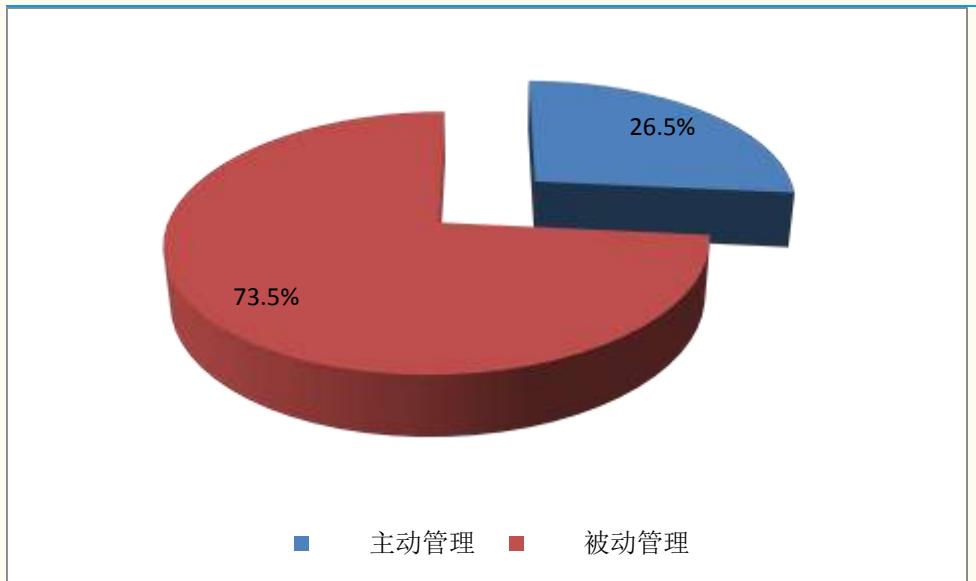
2.5、公司业务结构不断优化

信托产品从融资类向主动管理类转变是大势所趋，主动管理能力是信托公司彰显资产管理能力的重要体现，也是未来竞争的核心能力。公司经过多年积累，具有较强的资产管理能力，并坚持业务结构优化，不断提升主动管理业务规模，

盈利能力将持续增强。2014 年，公司信托业务主动管理与被动管理占比为 26.5%、73.5%，预计未来 2 年内，公司主动管理规模占比将会不断提升，可能会达到 60-70%。

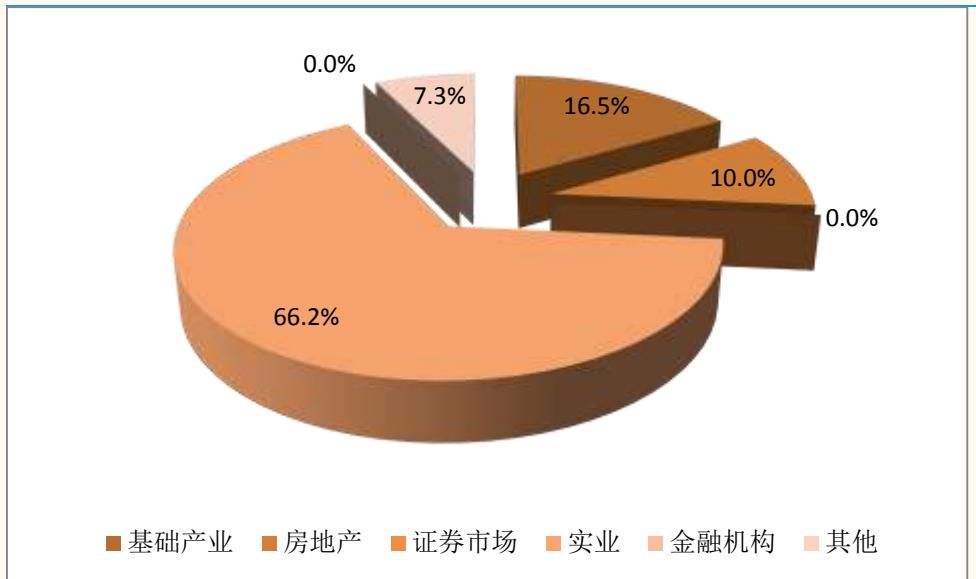
2014 年，公司信托资金主要投向基础产业、房地产、证券投资、实业、金融等领域，未来公司将顺应国家政策发展导向，继续升级业务结构，积极布局新能源、养老服务、物流地产等新兴领域。

图表 8：2014 年公司业务结构



来源：国金证券研究所

图表 9：2014 年公司信托资产分布



来源：国金证券研究所

3、投资要点

3.1、资本金补充，业绩规模提升空间扩充，后续仍有补充资金需求 资本金补充，业绩规模提升空间扩充

本次定增发行完成后，公司总股本由 4.54 亿股增至 7.08 亿股，注册资本增加至人民币 7.08 亿元，公司资本金水平大为提升。

补充净资本后，公司将会拓展销售渠道，完善销售渠道组织架构，并开拓其他销售渠道，业绩规模提升空间扩充。

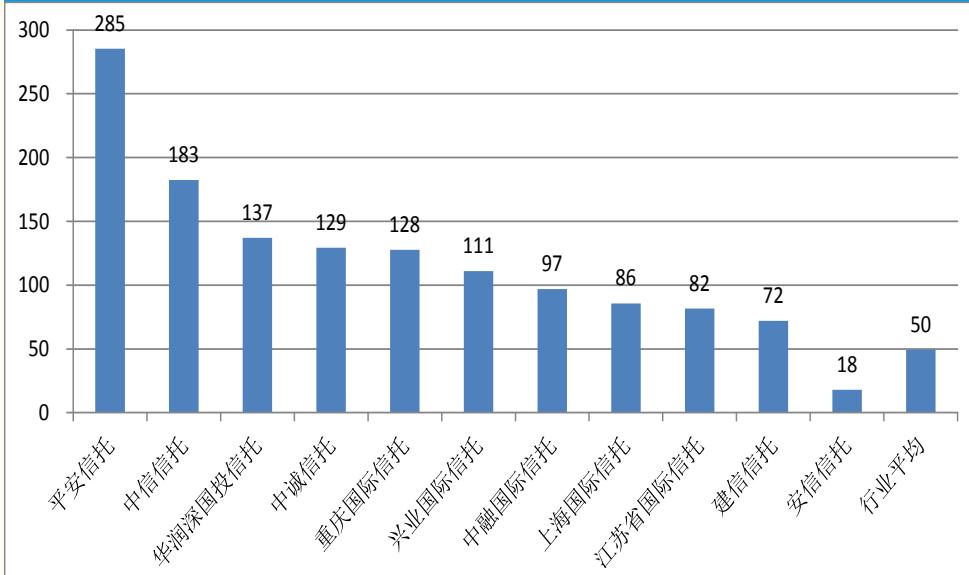
根据银监会《信托公司净资本管理办法》要求，信托公司应当持续符合净资本不得低于各项风险资本之和的 100%、净资本不得低于净资产的 40%，结合 2014 年年报数据，我们预计公司 2014 年末，固有业务、主动管理型信托业务、被被动管理型信托业务对应的风险资本分别为 231、800、359 亿元，合计约为 1390 亿元，不增加净资本，公司将难以继续做大业务规模。

定增后，我们预计，如果按 2014 年末各项业务的风险资本占比，可以支持新增信托资产规模为 3350 亿元，如果全部用于发展信托业务，可以支持新增规模 4050 亿元。预计新增资本可以为公司带来 3350-4050 亿元新增信托规模。

公司发展仍有强烈补充资金需求，发展潜力大

由于 2013 年之前发展缓慢，安信信托净资本实力在行业中排名较后，对于发展业务局限很大。根据 2014 年末数据，安信信托净资产 18 亿元，在行业排名第 52 位，大幅低于行业平均 50 亿的水平。定增完成后，净资产排名将进入前 20 位，资本实力大为增强。

图表 10：净资产排名



来源：国金证券研究所

同时，近年来，监管层为规范行业发展，对于信托开展业务资本金规模做出规定，如《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》(银监发[2007]27号)规定，信托公司要开办受托境外理财业务，注册资本金需不低于10亿元人民币或等值可自由兑换货币；《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》(保监发[2014]38号)规定，对于保险机构投资集合资金信托计划，能够担任受托人的信托公司需具备三大条件，其中一条为：上年末经审计的净资产不低于30亿元人民币。

公司此次增资，已满足成为保险机构集合资金信托计划受托人净资产要求，但注册资本金仍低于开办受托境外理财业务的要求，同时，未来后续业务开展，对于资本金需求也将随之增加，公司发展仍有强烈补充资金需求，后续发展潜力很大。

3.2、定增完成，大股东持股提升至57%，做强公司平台动力增强

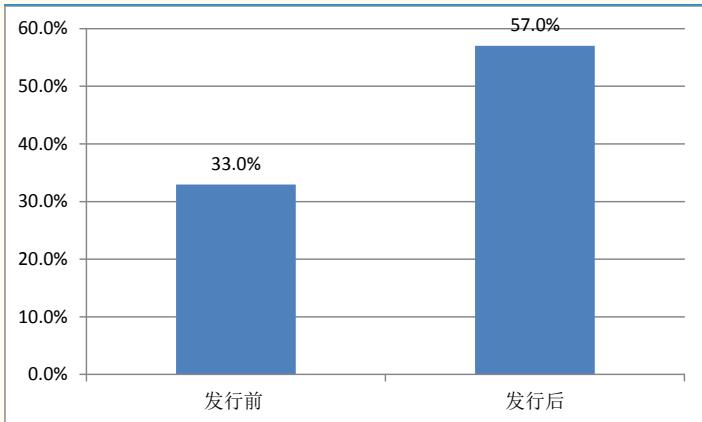
公司向控股股东上海国之杰定增发行已经完成，7月2日，公司在中登公司上海分公司办理股权登记及股份限售手续。本次非公开发行价格12.30元/股，发行253,846,153股，募集资金总额为人民币31.22亿元。新股限售期为36个月，预计上市可交易时间为2018年7月2日。

公司控股股东上海国之杰投资发展有限公司，成立于1999年5月，目前注册资本76.5亿元，旗下业务覆盖房地产开发、物业管理，投资管理，并涉足金融、高科技和新能源等领域。国之杰2001年介入高科技领域，旗下公司银晨科技开发的人像识别系统在业内具有较先进的技术水平。

国之杰在公司年报中曾提出自己的发展战略，要通过整合资源优势，将投资管理业务做大做强，逐步构筑一个金融投资平台，向金融领域延伸发展。未来将进一步拓展投资领域，并在金融领域以信托业务为依托稳步发展，逐步向保险、基金等业务延伸。公司为国之杰旗下唯一上市平台，并已涉足保险、基金等领域，未来有可能发展成为国之杰的金融投资平台。

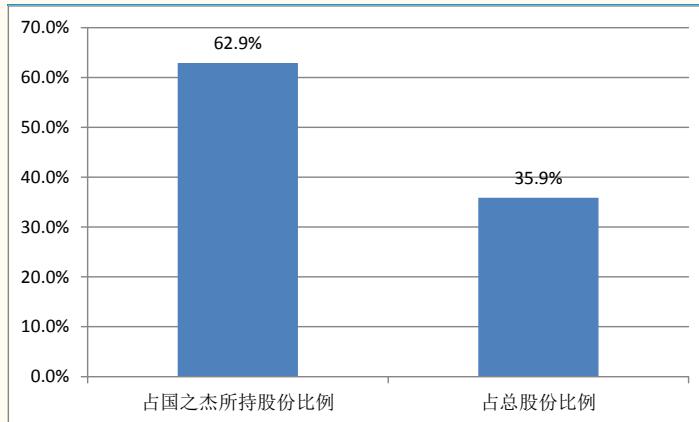
定增完成后，国之杰对于公司的持股占比由32.96%上升至57%，新增股份占国之杰持所有公司股份的比例为62.9%，占定增发行后公司总股本的比例为35.9%，限售期为3年。持股比例进一步集中，大股东做强公司平台动力增强。

图表11：发行前后国之杰持股占比



来源：国金证券研究所

图表12：发行后新股占比



来源：国金证券研究所

3.3、参股大童保险，金融控股平台雏形显现

公司近年在综合金融领域频繁布局，2014年5月与控股股东国之杰联合成立国和基金，2015年4月，与中合担保等六家公司在上海自贸区联合成立商业信用保险公司，7月，拟出资3亿元以上参股大童保险销售，未来预计将进布局城商行和券商，甚至可能包括PE、租赁子公司等，公司综合金融控股平台构建在逐步推进。

2014年5月29日，公司与控股股东国之杰共同成立国和基金管理公司，公司出资2,400万元，占国和基金注册资本总额的24%。

2015年4月29日，公司董事会审议通过《关于出资设立信用保险公司》议案，公司拟与中合中小企业融资担保股份有限公司等六家公司共同出资，在上海自贸区投资设立“商业信用保险公司”，公司拟出资10,000万元，占注册资本总额的10%，将在公司定增完成后实施。

7月13日，公司公告拟以自有资金3亿元以上，投资大童保险销售服务有限公司。大童保险销售成立近7年，是一家保险代理商，在寿险销售领域经验丰富，线下全国销售人员约2-3万人，同时，随着“互联网+”兴起，积极开拓线上O2O业务，具有线上线下匹配的强大销售渠道。

公司与大童的合作，在销售网络上对于公司产品销售将是有力支持，同时，大童保险的互联网发展战略，也将助力安信信托从传统金融业务向互联网金融平台转型。

4、估值

参照上市信托公司可比估值，我们选取陕国投A、经纬纺机（持有37.47%中融国际信托股份）、爱建股份（持有99.33%上海爱建信托股份）三家公司作为估值参考，根据万德一致预期，这三家公司2015/2016年平均PE为28/22。

同时考虑公司自身的发展情况和业务增长，我们给予公司2015/2016年PE为30/26，对应每股价格为67.19元/84.48元。

图表13：行业估值比较

| 证券代码 | 证券简称 | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|
| 000563.SZ | 陕国投A | 38 | 32 | 27 | 29 |
| 000666.SZ | 经纬纺机 | 21 | 17 | 12 | 10 |
| 600643.SH | 爱建股份 | 36 | 35 | 28 | 19 |
| 平均 | | 32 | 28 | 22 | 19 |

来源：国金证券研究所

5、风险提示

信托规模发展速度低于预期；信托投资资产损失风险。

图表 14：报表预测摘要

| 单位：百万元 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利润表摘要 | | | | | |
| 营业收入 | 838 | 1,809 | 3,046 | 5,273 | 8,395 |
| 同比 | 70.0% | 116.0% | 68.4% | 73.1% | 59.2% |
| 营业利润 | 402 | 1,380 | 2,135 | 2,967 | 3,567 |
| 同比 | 163.6% | 243.2% | 54.8% | 39.0% | 20.2% |
| 利润总额 | 402 | 1,377 | 2,114 | 2,949 | 3,603 |
| 同比 | 141.8% | 242.9% | 53.5% | 39.5% | 22.2% |
| 归属母公司股东的净利润 | 280 | 1,024 | 1,585 | 2,300 | 2,990 |
| 同比 | 159.7% | 266.1% | 54.9% | 45.1% | 30.0% |
| 资产负债表摘要 | | | | | |
| 资产总计 | 1,600 | 2,954 | 8,634 | 12,477 | 17,617 |
| 同比 | 68.3% | 84.6% | 192.3% | 44.5% | 41.2% |
| 负债合计 | 736 | 1,149 | 2,444 | 4,277 | 6,417 |
| 同比 | 129.5% | 56.2% | 112.7% | 75.0% | 50.0% |
| 股东权益 | 865 | 1,805 | 6,190 | 8,200 | 11,200 |
| 归属母公司股东的权益 | 865 | 1,805 | 6,190 | 8,200 | 11,200 |
| 同比 | 37.1% | 108.7% | 243.0% | 32.5% | 36.6% |
| 关键指标 | | | | | |
| ROE | 32.3% | 56.7% | 25.6% | 28.1% | 26.7% |
| ROA | 21.9% | 45.0% | 18.4% | 18.4% | 17.0% |
| EPS | 0.39 | 1.45 | 2.24 | 3.25 | 4.22 |
| 每股净资产BPS | 1.22 | 2.55 | 8.74 | 11.58 | 15.82 |
| P/E | 129 | 35 | 23 | 16 | 12 |
| P/B | 41.7 | 20.0 | 5.8 | 4.4 | 3.2 |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|-----------|-------|-------------|
| 1 | 2014-10-10 | 买入 | 23.69 | 34.00~34.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD