



买入

63% ↑

目标价格:人民币 22.00

000563.CH

价格:人民币 13.51

目标价格基础:分部估值法

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.9	11.2	56.2	10.3
相对深证成指	(5.2)	8.6	28.2	(12.3)

发行股数(百万)	1,545
流通股(%)	79
流通股市值(人民币百万)	16,410
3个月日均交易额(人民币百万)	283
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
陕西煤业化工集团有限责任公司	35

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际证券
以2015年12月21日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

魏涛*

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

*刘嘉玮、孙艺农为本报告重要贡献者

陕国投 A

转型启动, 参股不良资产处置平台是亮点

是国有控股的金融企业, 为企业和项目提供信托贷款、信托投资、融资租赁、信用担保、财务顾问、风险投资等金融服务。

支撑评级的要点

- **定向增发释放积极信号, 大股东参与彰显发展雄心。**2014年10月30日, 公司董事会审议通过非公开发行预案, 共发行股票数量为3.3亿股, 发行价格为9.68元/股, 募资金额32亿元, 用于补充资本金, 满足业务开展需要, 并为未来的业务模式的拓展提供资金支持。发行完成后, 陕煤化集团持有公司的股份比例仍保持发行前的34.58%不变, 大股东本次能够以较高比例参与增发, 且锁定期三年, 充分体现了对公司发展的信心, 投资者对未来公司在大股东支持下的业务拓展抱有更高预期。
- **乘改革东风, 且看政策与股东实力助力转型。**公司的实际控制人是陕西省国资委, 在收益率下降推动金融行业混业发展, 集团化、平台化趋势明显的大背景下, 陕西省地方政府也在着力打造省内的大金融平台, 实现金融业快速发展。省国资委拥有巨大的资源优势和政策优势, 为旗下金融企业提供了发展的土壤和催化剂, 作为省国资委重点扶持的金融企业, 公司有能力走在金融转型发展的前列, 优先享有金融改革的红利。
- **参股省内不良资产处置平台, 令人浮想联翩。**12月19日, 陕国投发布董事会决议公告, 董事会投票通过“以自有资金入股陕西金融资产管理有限公司”的议案。我们发现对于不良资产管理公司来说, 廉价获取不良资产的能力以及低成本获得融资的能力是决定其最终盈利水平的关键因素。考虑到陕西金融资产管理有限公司的股东背景(筹建小组、直属省政府管理)、不良资产管理行业的发展前景以及地方AMC牌照的稀缺性, 陕国投A此次入股陕西金融资产管理有限公司非常值得期待。

评级面临的主要风险

- 信托业务受到更加严格的监管, 信托回报率持续下降。

估值

- 我们采用分部估值法估值, 得到公司目前市值应为293.59亿元, 考虑到公司金融资产注入的持续预期, 以及参股陕西不良资产处置平台带来的估值溢价, 我们认为公司股价还有更大的上升空间, 给予目标价22.00元, 首次深度覆盖, 给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
主营收入(百万)	833	835	1,123	1,546	2,056
主营收入增长率(%)	44.50	0.32	34.42	37.64	33.03
净利润(百万)	313.08	350.63	408.82	675.63	917.74
净利润增长率(%)	20.12	12.00	16.60	65.26	35.83
每股收益(元)	0.26	0.29	0.26	0.44	0.59
市盈率(倍)	55.68	49.71	54.24	32.82	24.16
每股账面价值(元)	2.89	3.14	4.64	4.96	5.39
市净率(倍)	4.97	4.57	3.09	2.89	2.66

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目录

定向增发释放积极信号，大股东参与彰显发展雄心	3
乘改革东风，且看政策与股东实力助力转型	6
参股省内不良资产处置平台，令人浮想联翩	10
盈利预测	15
估值和投资建议	16
研究报告中所提及的有关上市公司	18

定向增发释放积极信号，大股东参与彰显发展雄心

公司开启非银金融企业上市先河

陕国投全称为陕西省国际信托股份有限公司，前身为陕西省金融联合投资公司。公司实际控制人为陕西省国资委，大股东是陕西省煤业化工集团公司。1994年1月10日，陕国投在深圳证券交易所上市，标志着中国非银行金融上市机构的诞生。

图表 1. 公司前十大股东持股比例

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	534,314,049	34.58
2	陕西省高速公路建设集团公司	329,667,576	21.33
3	华宝信托有限责任公司	41,313,181	2.67
4	泰达宏利基金-民生银行-泰达宏利价值成长定向增发 333 号资产管理计划	34,338,006	2.22
5	申万菱信资产-招商银行-华润深国投信托-瑞华定增对冲基金 2 号集合资金信托计划	29,735,537	1.92
6	中节能资本控股有限公司	28,073,347	1.82
7	中广核财务有限责任公司	25,772,004	1.67
8	西安投资控股有限公司	22,000,000	1.42
9	中央汇金投资有限责任公司	20,026,800	1.30
10	创金合信基金-招商银行-南京三宝 1 号资产管理计划	15,772,574	1.02
	合计	1,081,013,074	69.95

资料来源：公司公告

陕国投是国内目前仅有的两家整体上市信托投资公司之一。系国有控股的金融企业，为企业和项目提供信托贷款、信托投资、融资租赁、信用担保、财务顾问、风险投资等金融服务。

陕国投成立 31 年来，积极发挥信托投融资功能，在不断拓宽业务模式的同时注重风险管控，积累了大量的经营管理和产品设计经验，用诚信和专业铸就了良好的公司品牌。近年来公司多次获得“中国最具区域影响力的信托公司”等称号，多款信托产品被授予创新奖。

公司作为背靠陕西省国资委的金融平台，有望借助其渠道资源大力发展业务，并优先享受陕西省金融改革红利。

大股东参与增发彰显信心

2014 年 10 月 30 日，公司董事会审议通过本次非公开发行预案，共发行股票数量为 3.3 亿股，发行价格为 9.68 元/股，募资金额 32 亿元，用于补充资本金，满足业务开展需要，并为未来的业务模式的拓展提供资金支持。其中，陕煤化集团承诺以与其他发行对象相同的价格认购本次非公开发行股份总量的 34.58%。发行完成后，陕煤化集团持有公司的股份比例仍保持发行前的 34.58% 不变，公司的实际控制人仍为陕西省国资委。

经历了一年多的审批流程，增发股份于 2015 年 12 月 18 日完成上市。大股东本次能够以较高比例参与增发，且锁定期三年，充分体现了对公司发展的信心，投资者对未来公司在大股东支持下的业务拓展抱有更高预期。

图表 2. 公司本次发行对象

序号	发行对象名称	获配数量 (股)	获配金额 (元)	限售期 (月)
1	陕西煤业化工集团有限责任公司	114,314,049	1,106,559,994.32	36
2	华宝信托有限责任公司	41,313,181	399,911,592.08	12
3	财通基金管理有限公司	41,259,814	399,394,999.52	12
4	泰达宏利基金管理有限公司	34,338,006	332,391,898.08	12
5	申万菱信 (上海) 资产管理有限公司	29,735,537	287,839,998.16	12
6	中节能资本控股有限公司	28,073,347	271,749,998.96	12
7	中广核财务有限责任公司	25,772,004	249,472,998.72	12
8	创金合信基金管理有限公司	15,772,574	152,678,516.32	12
合计		330,578,512	3,199,999,996.16	

资料来源: 公司公告

增发大幅补充资本实力, 助力公司腾飞

截至 2015 年 3 季度末, 公司净资产为 40.93 亿, 业内排名第 22 位。本次增发净额为 31.67 亿元, 增发后净资产将超过 70 亿, 资本实力得以大幅提升, 静态行业排名将提升至第 14 位, 公司的信托业务规模及利润规模也将因资本金实力扩张而显著上升。

图表 3. 信托行业排名

排名	2015 年半年报数据	信托公司净资产 (亿元)
1	平安信托	208.39
2	中信信托	195.84
3	华润信托	164.59
4	重庆信托	145.51
5	中诚信托	128.06
6	兴业信托	118.51
7	中融信托	109.03
8	江苏信托	86.99
9	安信信托	86.16
10	西部信托	83.39
11	华信信托	81.82
12	建信信托	80.38
13	外贸信托	77.32
14	陕国投增发后	72.60
15	华能贵诚	70.26
16	上海信托	60.79
17	交银信托	59.95
18	新华信托	57.59
19	昆仑信托	57.57
20	华宝信托	56.91
21	长安信托	52.97
22	五矿信托	52.82
23	陕国投增发前	43.68

资料来源: 万得资讯

近日, 《信托公司行业评级指引 (试行)》正式发布, 意味着信托行业进入分级监管的深化改革阶段, 有利于引导信托公司优胜劣汰。从分级标准来看, 资本实力是未来信托公司首要的竞争力指标, 资本金规模较大或股权融资能力强的信托公司竞争力突出, 上市信托公司股权融资能力强, 优势比较明显, 预计未来不断有增发再融资需求, 这也可能成为信托公司二级市场重要的股价驱动力。

增发转型逻辑已获二级市场印证，公司股价上升潜力可期

安信信托今年7月初曾完成一轮增发，由于资本金实力大幅上升，市场对公司业务规模扩张和多元金融平台拓展存在较强预期。我们看到，此后安信信托股价有效的抵御了大盘的调整，跌幅有限，之后逆市大幅上涨，走出了一波气势如虹的独立行情，年初至今涨幅接近70%。而公司由于增发一直处于审批阶段，股价持续低迷，年初至今涨幅仅7.68%。

公司本次增发方案中已经特别提示了未来转型金控的规划，同时资本金也得到大幅提升，我们预计，公司股价也将有极大的上升潜力。

图表 4. 陕国投和安信信托年初至今股价表现



资料来源：万得，中银国际证券

乘改革东风，且看政策与股东实力助力转型

抢占国企改革优势地位，享受地方政策红利

近期陕西省多项改革新政都有利于省内信托行业的发展，为公司提供了巨大的政策支持，作为一家国企，有望在未来享受到相关改革红利：

2015年8月22日，陕西省人民政府发布《陕西省人民政府关于创新重点领域投融资机制鼓励社会资本投资的实施意见》。意见中第七条是：创新新型城镇化投融资体制机制；其中提到：“支持新型城镇化综合试点和中小城市综合改革试点先行先试，推动基础设施建设融资证券化，适当放宽市政债券、信托计划发行条件。”

2015年10月29日，西安市政府办公厅发布《西安市人民政府办公厅关于进一步稳金融支撑促经济发展的实施意见》。其中提到：“加强对重点项目的金融支持。支持银行机构综合运用‘信贷+租赁’、‘信贷+产业基金’、‘信贷+信托’等融资方式支持我市经济建设。”

2015年11月20日，陕西省委发布《陕西省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，其中提到：“充分发挥经济体制改革牵引作用，以提高国有资本效益、增强国有企业活力为中心，完善以管理资本为主的经营性国有资产集中统一监管体系，分类推进国企改革，加快建立现代企业制度，做强做优做大国有企业。”

同时，国家的“一带一路”战略规划为陕西这个连接东西部地区的重要节点未来的发展提供了崭新的机会，金融业作为地区进步的重要抓手，势必会优先享受相关的政策红利，这对公司也是一项重大利好。

依托大股东专业优势，开辟独特发展道路

控股股东陕煤化为公司相关业务的开展提供了巨大支持。自2008年9月以来，陕西省开始全面推进煤改。截至2010年1季度，陕西省煤企基本完成了企业并购阶段。2011年初，大规模的煤改的融资需求主要来自于两大方面：一是煤改第一阶段的企业兼并收购，并购方需要支付并购价款；二是并购整合完成后的新矿井、新设备的基础建设、设备的技术改造升级等，都需要大量的资金支持。其中，并购阶段的融资，企业大多更偏好且能够用自有资金解决，故融资缺口主要来自于第二阶段的技术改造升级。按照煤矿的年产量每增加一吨需要新增投资800元测算，陕西计划五年增产2.5亿吨，则需投入投资2,000亿元；此外，加上企业管理、环境保护、技术升级等方面的投入，煤改融资缺口约3,000亿元。

资金来源方面，由于陕西省大多数煤企为民营企业，且陕西的煤改模式主要是以民间股权合并、国企与民企联合控股子公司的模式为主，故通过银行信贷的渠道获取融资的数额有限，而信托在资金、制度上具有灵活性优势，发展空间巨大。

2010年以来，随着陕西省煤改推进，已有包括中信信托、陕国投、新时代信托、中融信托和华融信托在内的多家公司发行了煤炭类信托产品。鉴于公司股东陕煤化在煤炭相关业务上的专业性，可以预见，公司煤炭类信托产品发行种类和规模都将大幅增加。

此外，公司的实际控制人是陕西省国资委，在目前金融行业混业发展，集团化、平台化趋势明显的大背景下，全国范围内打造区域大金融平台的趋势愈加明显。陕西省国资委旗下共有两个上市金融平台，分别是西部证券和陕国投A，从目前两家公司的发展战略和业务属性来判断，陕国投A作为省内多元金融平台，实现省内金融业务协同发展的可能性较大。省国资委也拥有巨大的资源优势和政策优势，可为旗下金融企业提供发展的土壤和催化剂。

传统信托业务面临瓶颈，公司转型需求迫切

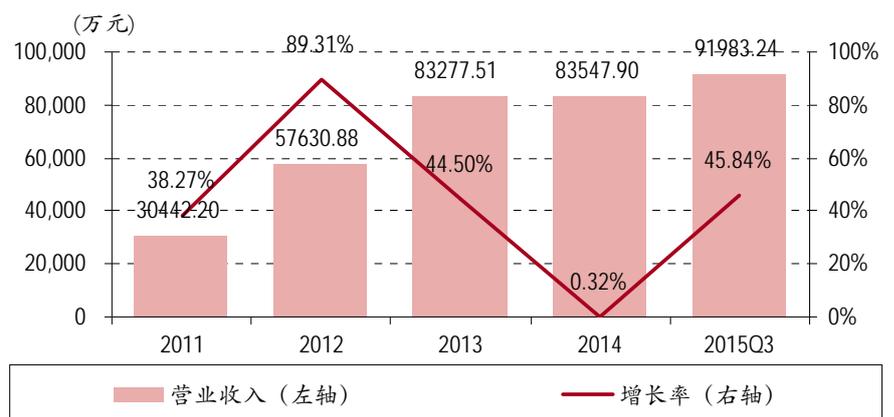
公司目前业务结构较单一，以信托业务收入为主，信托资产规模在2015年之前呈稳中有增态势，今年则实现了大幅增长，目前达到1,878亿元。受此推动，公司信托业务收入水涨船高，前三季度达到9.2亿元，远超去年全年水平。

图表 5. 公司管理信托资产规模



资料来源：万得，中银国际证券

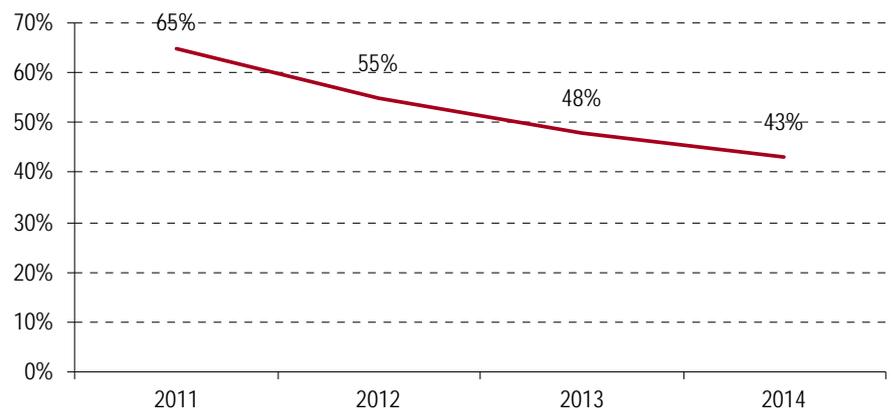
图表 6. 公司近年营业收入变动情况



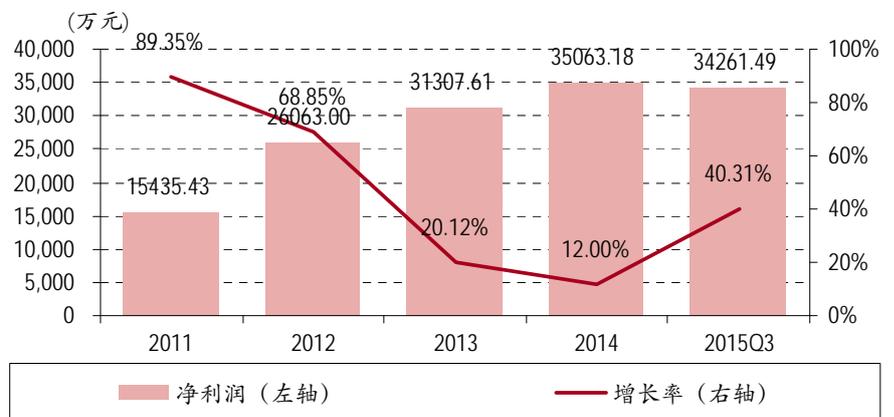
资料来源：万得，中银国际证券

然而，受信托行业景气下行的影响，公司信托资产报酬率也呈下行趋势，净利润增速低于营业收入增速，同时公司 ROE、ROA 指标也显现出明显的下行趋势。

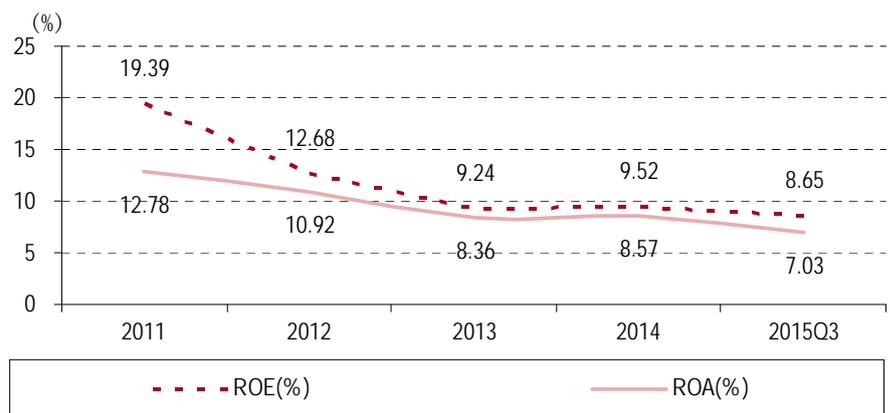
与另外两家上市信托公司安信信托和中融信托（经纬纺机）相比，公司的各项关键指标也存在一定差距。作为陕西国资委的重点金融企业，公司积极转型谋求竞争力提升的愿望较为迫切。

图表 7. 公司近年信托报酬率趋势


资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 公司近年净利润变动情况


资料来源：万得，中银国际证券

图表 9. 公司近年 ROA 和 ROE 变动情况


资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 公司和安信、中融比较 (2014 年数据) (单位：亿元)

公司名称	所有者权益	信托资产运用合计	信托报酬率 (%)
安信信托股份有限公司	18.05	1,511.51	1.02
陕西省国际信托股份有限公司	38.14	1,242.87	0.43
中融国际信托有限公司	96.87	7,105.93	0.80

资料来源：万得，中银国际证券

注：安信信托 2015 年已完成增发，截至 9 月底净资产已达 58.4 亿元。陕国投 A 同期净资产为 40.93 亿元。

“金控平台”思路下，加速股权收购步伐

公司在增发方案中曾明确表示，募集资金后的一个重要方向是进一步强化金融股权投资能力（公司增发完成前已持有永安财险 2.29% 股权、长安银行 0.07% 股权、国金证券 0.05% 股权），探索搭建金融控股平台。我们在 10 月 15 日报告《陕国投 A：增发即将获批，转型之路或将开启》中提到，“可以预见，公司资金实力补充后，后续在金融资产股权收购上有较强的动力和预期”，并梳理了目前陕西国资委旗下的主要金融资产，认为“陕国投 A 的金融控股平台转型思路下，陕西国资委相关金融资产以及其他金融资产的整合注入预期是存在的，这也符合国企改革的基本思路，后继相关的资本运作值得期待”。

图表 11. 陕西国资委旗下主要金融资产

1. 陕西延长石油集团

长安银行
 永安财险
 陕西延长保险经纪
 陕西关天产业基金
 陕西延长低碳产业基金

2. 陕西电力投资控股

西部证券股份有限公司
 西部信托

3. 陕西煤业化工集团

开源证券
 陕西省国际信托股份有限公司

资料来源：中银国际证券

图表 12. 陕西国资委旗下主要金融资产 2014 年财务情况

	总资产 (万元)	净资产 (万元)	归母净利润 (万元)
长安银行	12,641,765	852,489	131,123
永安财险	1,071,706	357,510	63,594
西部证券	2,891,525	535,358	66,385
西部信托	199,321	166,620	18,696
开源证券	430,498	166,222	10,166

资料来源：中银国际证券

12 月 19 日和 22 日的公司公告中指出，董事会全票通过“公司以自有资金 1.247 亿元受让长安银行 5666.76 万股、以自有资金不超过 1 亿元入股陕西金融资产管理股份有限公司”的议案，本次收购之后，公司已合计持有长安银行股本的 1.6235% 和陕西金融资产管理股份有限公司股本的 2%。这说明公司的股权收购步伐正在提速，完全印证了我们之前的判断。

从上市信托公司近两年增资和业务转型的路径来看，扩大自有资金参与金融机构股权投资是一个常见思路，公司增发资金已经到位，预计后续不断有相关资本运作，外延扩张想象空间已经打开。

参股省内不良资产处置平台，令人浮想联翩

以自有资金入股陕西金融资产管理有限公司

12月19日，陕国投发布董事会决议公告，董事会投票通过“以自有资金不超过1亿元入股陕西金融资产管理有限公司”的议案。

陕西省于今年6月成立AMC筹建小组，除政府及监管机构人员外，筹建组成员还包括长安银行、省农信联社、陕西金控、陕西文化产投、中陕核工业集团、榆林矿业、陕西和谐投资等企业高管，这些企业也有可能参与陕西金融资管公司的出资与发起设立。11月7日，陕西省政府发布公告：原则同意《陕西金融资产管理有限公司》组建方案。陕西金融资产管理有限公司是陕西省人民政府唯一授权开展金融资产收购处置业务的法人金融资产管理公司，直属省政府管理，省金融办负责业务指导。公司注册资本金50亿元人民币，实行混合所有制和市场化经营机制。

在我国宏观经济转型，商业银行资产质量下降、坏账率上升的大背景下，不良资产处置业务正受到越来越多的关注。2012年，财政部和银监会联合印发了《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金【2012】6号），规定“各省、自治区可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省、自治区范围内不良资产的批量转让工作”。

通过分析中国信达及已成立地方AMC的盈利模式，我们发现对于不良资产管理公司来说，廉价获取不良资产的能力以及低成本获得融资的能力是决定其最终盈利水平的关键因素。考虑到陕西金融资产管理公司的股东背景（筹建小组、直属省政府管理）、不良资产管理行业的发展前景以及地方AMC牌照的稀缺性，陕国投A此次入股陕西金融资产管理公司非常值得期待。

不良资产管理行业的前世今生

1999年，为解决商业银行体系内巨额不良资产问题，帮助国有商业银行进行股改上市，经国务院批准，财政部出资在北京分别设立了中国信达（建设银行）、中国东方（中国银行）、中国长城（农业银行）、中国华融（工商银行）四大资产管理公司。四大国有资产管理公司成立的主要任务和营业目标是收购、管理、处置四大国有商业银行剥离的不良资产和最大限度保全资产、减少损失比例，化解金融风险。2000年和2004年，国家对四大行进行了两次不良资产剥离。商业银行剥离不良资产、完成上市改制后，四大AMC从2007年开始商业化、市场化转型探索。除了收购、处置不良资产外，四大AMC已经逐渐开始涉足证券、保险、信托、租赁、基金、甚至小额贷款等个不同领域。

近几年，商业银行及非银行金融机构不良资产问题受到越来越多的关注，而四大国有资产管理公司由于其地理位置、业务规模、经营模式等原因无法有效的覆盖全国各层次市场。国家监管机构对于成立地方不良资产管理公司的限制逐步放开。2012年1月财政部联合银监会印发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金【2012】6号），2013年12月，银监会下发《开展金融企业不良资产批量收购、处置业务的资质认可条件等有关问题通知》，规定：各省、自治区、直辖市人民政府原则上只可设立或授权一家地方资产管理公司，参与本省（自治区、直辖市）范围内金融企业不良资产的批量收购、处置业务。地方资产管理公司购入的不良资产应当采取债务重组方式进行处置，不得对外转让。各省、自治区、直辖市人民政府核准设立或授权的文件应同时抄送财政部和银监会。

中国银监会在 2014 年 7 月、2014 年 11 月、2015 年 7 月份三批向十五个省市自治区、直辖市不良资产管理公司发放了牌照。四川省、河南省、以及内蒙古自治区也于今年分别成立了各自的地方不良资产管理公司。11 月 7 日，陕西省政府批复：原则同意《陕西金融资产管理股份有限公司》组建方案，陕西金融资产管理股份有限公司是陕西省人民政府唯一授权开展金融资产收购处置业务的法人金融资产管理公司，直属省政府管理。省金融办负责业务指导。公司注册资本 50 亿元人民币。

图表 13. 各省商业银行不良贷款余额及不良资产管理公司获批情况

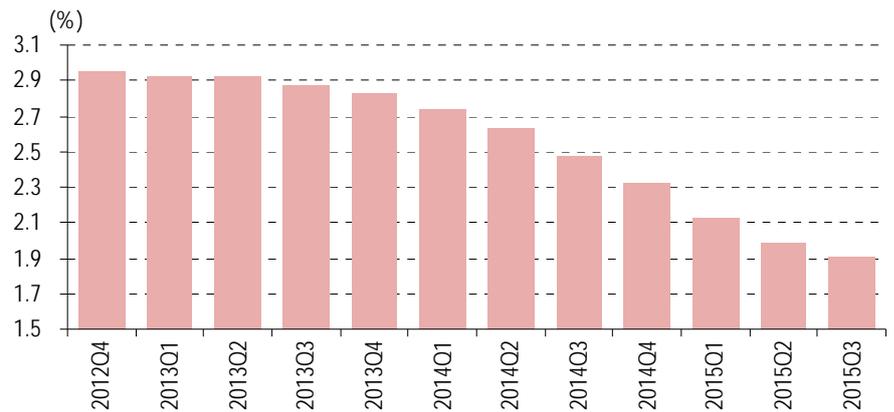
	银行不良贷款余额 (亿元)	不良率(%)	不良资产管理公司	注册资本 (亿元)	获得牌照批次
浙江	1,219.90	2.04	浙商资产	15	第一批
江苏	848.00	1.31	江苏资产管理公司	50	第一批
广东	802.20	1.15	广东粤财资产	30	第一批
山东	716.80	1.72	山东省资产管理公司	10	第三批
福建	454.10	1.94	福建闽投	10	第二批
上海	370.70	1.02	上海国有资产经营有限公司	55	第一批
辽宁	362.60	1.46	辽宁国资	10	第二批
四川	319.80	1.26	四川发展资管	10	
北京	293.00	0.72	北京国通	10	第二批
湖北	236.70	1.28	湖北省资产管理公司	10	第三批
内蒙古	221.20	2.16	内蒙古金融资产管理公司	20	
安徽	219.10	1.30	安徽国厚资产	10	第一批
山西	196.40	1.70			
天津	190.60	1.11	天津津融		第二批
河南	178.50	0.97	中原资产管理公司	30	
湖南	166.80	1.16			
江西	158.30	1.44			
河北	146.20	0.74			
陕西	143.10	1.08	陕西金融资产管理公司	50	
广西	113.80	1.13	广西金控资产管理公司	50	第三批
黑龙江	110.00	1.55			
云南	107.80	0.94			
吉林	93.30	1.14	吉林省资产管理公司	10	第三批
贵州	82.00	0.97			
重庆	75.90	0.46	重庆渝富	100	第二批
新疆	60.00	0.84			
宁夏	37.50	1.20	宁夏顺亿资产管理公司	10	第三批
甘肃	25.30	0.47			
青海	25.30	1.00			
海南	14.20	0.55	海德资管*		
西藏	3.50	0.23			

*海德股份 10 月 30 日公告拟通过非公开发行股票募集资金设立海德资产管理公司，后续省政府批复情况尚未披露。

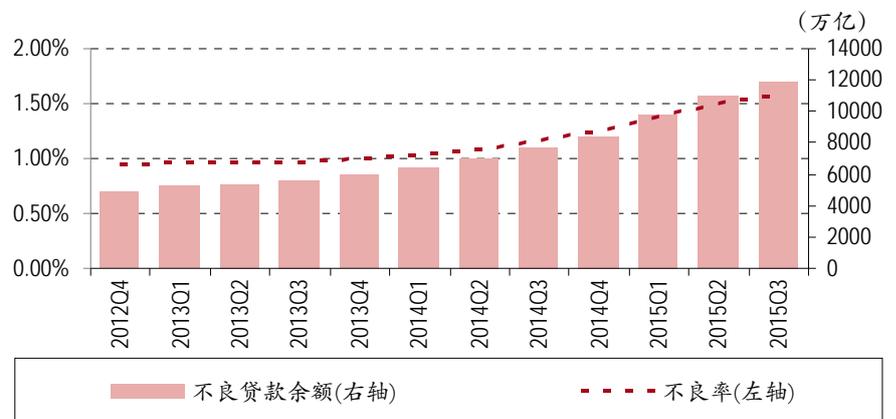
资料来源：万得资讯，中银国际证券

不良资产管理行业发展前景广阔

中国银监会的数据显示，2015 年 3 季度，商业银行不良贷款率同比上升 43BP，环比上升 9BP 至 1.59%，不良贷款余额从 2011 年 3 季度开始已经连续 17 个季度保持上涨，整体不良贷款余额目前已达 1.19 万亿。同时，关注类贷款占比也处于明显的上升通道当中，3 季度，商业银行关注类贷款占比已达 3.77%，同比上涨 0.98%，关注类贷款余额已经超过 2.8 万亿。随着经济结构转型的逐渐深入，周期性行业的中部分企业将会出现越来越大的财务压力，进而促使银行不良贷款余额进一步上升，为不良资产管理行业带来更多业务机会。

图表 14. 商业银行拨备覆盖率


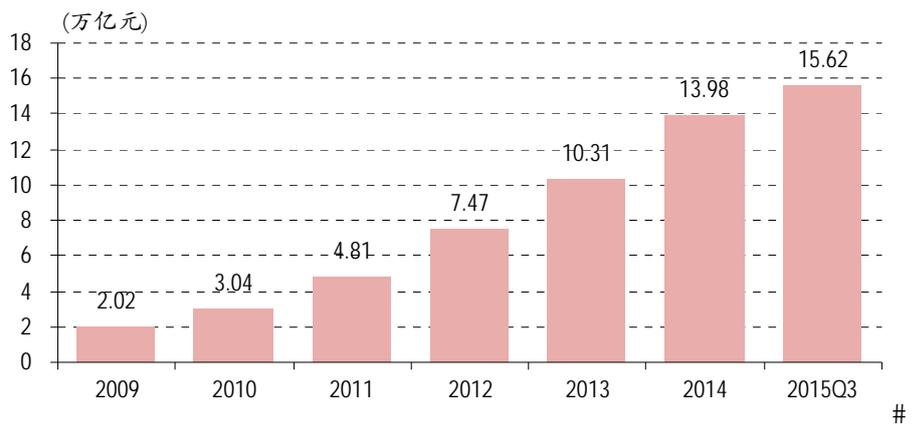
资料来源：中国银监会，中银国际证券

图表 15. 商业银行不良率及不良贷款余额


资料来源：中国银监会，中银国际证券

除传统银行的不良贷款之外，随着非银行金融机构在社会融资活动中扮演越来越重要的角色，金融资产管理公司的不良资产来源也将日趋多元化。根据中国信托业协会和中国证券投资基金业协会的数据，截至 2015 年第三季度，信托公司信托资产、券商资管业务、公募基金专户以及基金子公司专业所管理的资产分别为 15.62 万亿元、10.97 万亿元、3.26 万亿元以及 6.91 万亿元，合计超过 36 万亿元。当“混业经营”、“大资管时代”碰上“资产荒”，资管公司将可能在未来为不良资产管理行业带来充沛的非银行类不良资产供给。

以信托为例，今年第三季度，信托业固有资产 4,177.94 亿元，管理信托资产 15.62 万亿元，尽管信托资产中有 58.18% 为单一资金信托（以通道业务为主），但信托业与实体经济链接紧密，且投资收益率常年维持在高位，预计信托业的整体不良率将不低于商业银行。在刚性兑付尚未打开的情况下，信托系统内存在着相当数量的不良资产亟待处理。

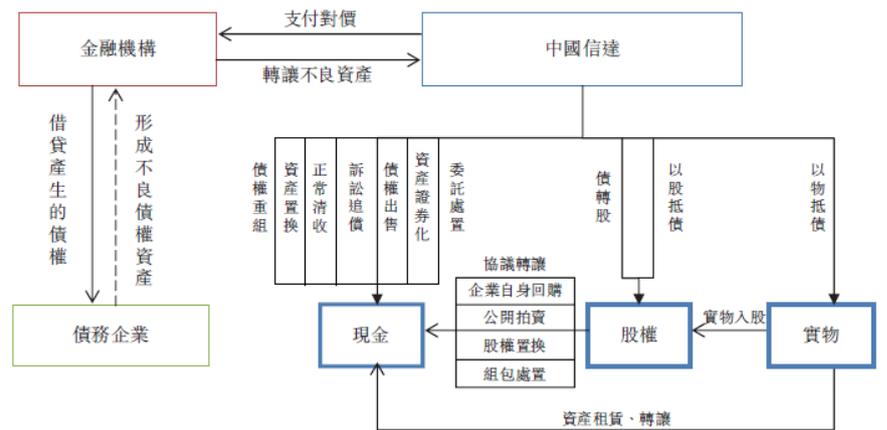
图表 16. 信托业资产管理规模


资料来源：信托业协会，中银国际证券

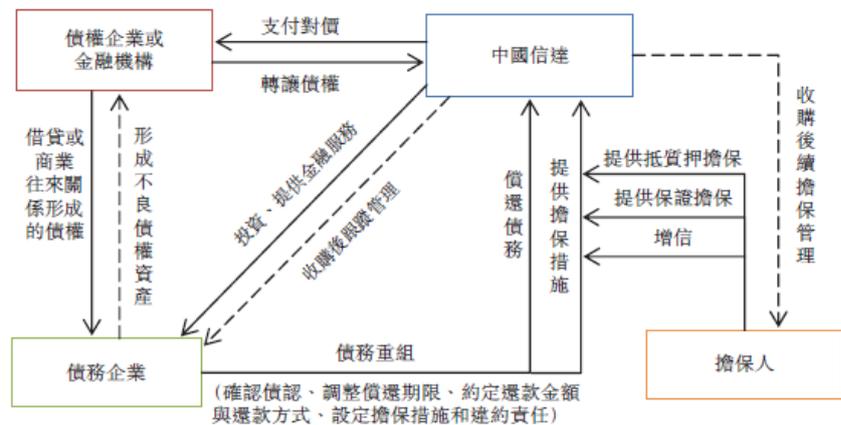
不良资产管理公司盈利模式分析

目前，不良资产管理公司的主要业务模式包括：（1）通过收购或受托的方式对金融机构和非金融机构的不良债权资产进行管理和处置；（2）管理和处置债转股资产；（3）对问题金融机构和非金融企业进行托管清算和重组。

受限于银监会规定，地方资产管理公司目前只能以债务重组方式处理本省金融机构的不良资产。具体来讲，不良资产管理公司可以以拍卖或折价收购的方式获得金融机构的不良资产，其后通过修改债务条款（延长还款期限、减少本金、降低还款利率）、资产清偿债务、债务转为资本等方式帮助公司摆脱财务困境，最终通过转让其拥有的债务公司的资产或股权的方式获得现金实现退出。

图表 17. 信达传统不良资产经营模式


资料来源：中国信达招股说明书，中银国际证券

图表 18. 信达附重组条件不良资产处理模式


资料来源：中国信达招股说明书，中银国际证券

参考中国信达的盈利能力。截至 2015 年 6 月，中国信达不良资产经营板块总资产 3,394 亿人民币，净资产 470 亿人民币。2015 年上半年，不良资产经营实现营业收入 157 亿元，税前利润 61 亿元，利润率 39.1%，税前净资产回报率 25.9%。中国信达的盈利模式暂时很难被地方 AMC 所复制。相比于地方资产管理公司只能使用债务重组的方式处置金融机构的不良资产，信达在不良资产处置方面没有明显的限制，中国信达可以对所收购的不良贷款进行租赁或其他形式的转让、出租。2014 年以前，信达是唯一可以参与非金融机构不良资产处置的公司。同时，2013 年中国信达的招股说明书中曾披露，信达可以在银行间同业拆借市场拆入资金，这使得中国信达的融资成本显著低于同业。目前，中国信达已经发展成为综合性金控平台，其不良资产经营、投资及资产管理、金融服务三个板块将发挥协同作用，为客户提供融资、不良资产处置、资产管理等一系列服务。

图表 19. 中国信达不同业务板块总资产、净资产规模及占比

(百万元)	不良资产经营		投资及资产管理		金融服务		分部间抵消		集团合并	
	2015H	2014	2015H	2014	2015H	2014	2015H	2014	2015H	2014
总资产	339,425.3	320,973.5	165,322.1	110,860.2	168,755.1	123,560.4	(15,545.1)	(10,966.7)	657,957.4	544,427.4
总资产占比(%)	51.6	59.0	25.1	20.4	25.6	22.7				
净资产	46,986.7	51,619.7	44,401.1	31,312.0	26,141.7	22,084.6	(6,973.7)	(3,153.0)	110,555.8	101,863.3
净资产占比(%)	42.5	50.7	40.2	30.7	23.6	21.7				

资料来源：公司财务报告，中银国际证券

陕西金融资产管理有限公司估值分析

目前地方不良资产管理公司中发展得相对较好的是另外一家“信托系”资产管理公司——广东粤财资产。粤财资产的大股东是广东粤财投资控股集团，粤财控股是 2001 年在广东粤财信托的基础上组建成立的。2014 年 7 月，粤财资产成为第一批获得银监会批复同意的地方不良资产管理公司之一。一年之后，粤财资产发布公告，公司 2015 年上半年实现利润 3.93 亿元，管理资产规模 392 亿元，对应约 13 倍杠杆，净资产收益率 14.5%，成本收入比 6.7%。

目前陕西金融资产管理有限公司的注册资本为 50 亿人民币，按照中国信达目前 7.2 倍的杠杆水平，估计其正式开展业务 2-3 年后不良资产管理规模可达到 360 亿人民币。按照广东粤财年化 2% 的利润/管理资产规模比率，陕西金融资产管理有限公司的净利润可达 7.2 亿人民币。考虑到不良资产管理行业的发展前景以及牌照稀缺性，市场将给予这类公司较高的关注和估值溢价。

盈利预测

本次增发完成后，公司会获得大量资本金注入。预计未来几年公司的信托规模将显著增长，净利润也将大幅提升。预计2015年、2016年和2017年的每股收益分别为0.26元、0.44元和0.59元。

图表 20. 公司盈利预测

	2013	2014	2015F	2016F	2017F
主营收入(百万)	833	835	1,123	1,546	2,056
主营收入增长率(%)	44.50	0.32	34.42	37.64	33.03
净利润(百万)	313.08	350.63	408.82	675.63	917.74
净利润增长率(%)	20.12	12.00	16.60	65.26	35.83
每股收益(元)	0.26	0.29	0.26	0.44	0.59
市盈率(倍)	55.68	49.71	54.24	32.82	24.16
每股账面价值(元)	2.89	3.14	4.64	4.96	5.39
市净率(倍)	4.97	4.57	3.09	2.89	2.66

资料来源：中银国际证券

估值和投资建议

本报告我们选择分部估值法。其中，信托业务用 P/AUM 进行估值，2015 年上半年公司信托资产管理规模为 1,878.06 亿元，P/AUM 取值为 8%，得出这部分估值为 150.24 亿元；固有业务用市净率估值，增发后净资产 71.67 亿元，市净率取值为 2 倍，得出这部分估值为 143.34 亿元。两者估值合计为 293.59 亿元，根据最新股本 15.45 亿股，得出公司股票合理价格为 19 元。考虑到公司金融资产注入的持续预期，以及参股陕西不良资产处置平台带来的估值溢价，我们认为公司股价还有更大的上升空间，给予目标价 22.00 元，首次深度覆盖，给予买入评级。

图表 21. 估值分析 (亿元)

	2015 年 3 季度
信托业务:	
信托资产管理规模	1878.06
P/AUM	8%
估值	150.24
固有业务:	
净资产	71.67
PB	2.00
估值	143.34
估值合计	293.59
最新股本	15.45
股价	19.00

资料来源：中银国际证券

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	832.78	835.48	1,123.02	1,545.72	2,056.33
手续费收入	463.78	447.44	413.59	1,022.60	1,425.45
利息净收入	206.10	273.85	192.86	258.57	332.45
投资净收益	146.51	112.17	514.36	257.68	294.74
公允价值变动净收益	4.27	(4.92)	(9.25)	(3.30)	(5.82)
二、营业支出	426.26	368.25	577.93	648.99	834.17
营业税金及附加	45.57	47.30	68.50	90.89	123.17
业务及管理费	223.42	199.30	312.66	399.53	552.00
资产减值损失	155.99	120.33	195.72	157.35	157.80
其他业务成本	1.29	1.33	1.06	1.23	1.20
三、营业利润	406.51	467.23	545.08	896.73	1,222.16
加: 营业外收入	12.17	1.03	0.06	4.42	1.83
减: 营业外支出	0.22	0.68	0.04	0.31	0.34
四、利润总额	418.46	467.58	545.10	900.84	1,223.65
减: 所得税	105.38	116.95	136.27	225.21	305.91
五、净利润	313.08	350.63	408.82	675.63	917.74
归属于母公司所有者的净利润	313.08	350.63	408.82	675.63	917.74

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产:					
货币资金/现金及存放中央银行款项	942.98	457.35	4,151.15	3,095.58	2,040.00
交易性金融资产	38.71	49.10	23.57	37.13	36.60
买入返售金融资产	0.00	362.20	0.00	120.73	160.98
应收利息	0.00	7.13	6.16	4.43	5.91
其他应收款	18.01	84.56	480.40	194.32	253.09
发放贷款和垫款	1,477.35	1,694.95	2,239.38	2,463.31	2,709.64
可供出售金融资产	221.72	718.27	822.96	587.65	709.63
持有至到期投资	1,037.64	670.73	1,444.53	2,500.10	3,555.68
固定资产	59.51	55.68	91.62	68.93	72.08
无形资产	1.81	1.55	1.48	1.62	1.55
长期待摊费用	4.90	2.64	1.18	2.91	2.24
递延所得税资产	83.05	110.90	217.80	137.25	155.32
其他非流动性资产	43.51	42.19	19.94	35.21	32.44
资产调整项目	0.00	0.00	(720.99)	(760.43)	(440.72)
资产总计	3,929.19	4,257.25	8,779.17	8,488.75	9,294.43
负债:					
应付职工薪酬	170.57	170.97	338.04	226.53	245.18
应交税费	151.35	138.20	240.83	176.79	185.27
应付利息	0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
应付股利	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07
其他应付款	30.07	73.22	93.25	65.51	77.33
递延所得税负债	19.80	15.16	7.80	14.25	12.40
长期应付职工薪酬	4.07	2.67	2.67	2.67	2.67
其他流动负债	42.84	42.09	926.42	337.12	435.21
负债合计	419.76	443.37	1,611.95	824.56	959.96

所有者权益(或股东权益):

实收资本(或股本)	1,214.67	1,214.67	1,545.25	1,545.25	1,545.25
资本公积	1,451.90	1,453.24	4,289.38	4,289.38	4,289.38
盈余公积	116.05	151.11	191.99	259.56	351.33
一般风险准备	44.63	51.70	59.88	73.39	91.75
未分配利润	573.10	827.62	1,036.27	1,438.83	1,986.88
其他综合收益	57.06	45.97	24.00	24.00	24.00
信托赔偿准备金	52.03	69.57	20.44	33.78	45.89
所有者权益(或股东权益)合计	3,509.43	3,813.87	7,167.21	7,664.19	8,334.47
其中: 股东权益合计(不含少数权益)	3,509.43	3,813.87	7,167.21	7,664.19	8,334.47
负债和所有者权益(或股东权益)总计	3,929.19	4,257.25	8,779.17	8,488.75	9,294.43

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

安信信托(600816.CH/人民币 19.59, 未有评级)

西部证券(002673.CH/人民币 36.78, 未有评级)

以 2015 年 12 月 21 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371