



2016-08-02

公司深度报告

买入/首次

陕国投 A (000563)

目标价: 7.07

昨收盘: 6.19

非银金融 多元金融 II

陕国投 A (000563): 厚积薄发, “信托” + “AMC” 双驱动

报告摘要

信托行业盈利模式回顾, 手续费模式+投资模式+利差模式。信托业务主要根据信托资产规模收手续费, 固有业务主要是信托公司运用自有资本开展放贷、投资等业务。

金融去通道业务, 信托行业灵活性优势回归。信托作为惟一可以横跨货币市场、资本市场、实业投资的金融机构, 能更好地抓住市场机会, 提供全方位的投融资服务。

陕国投是地方政府发展地方经济的投融资利器, 在地方经济转型发展中将扮演重要角色。陕国投是中西部地区唯一的上市信托公司、陕西首家上市的省属金融机构。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。

非银金融行业的上市元老, 补充资本便利为持续发展奠定基础。由于信托资产规模迅速扩张, 资本成为制约信托公司发展的核心因素之一, 作为上市信托公司, 陕国投在补充资本方面具有得天独厚的优势, 2012年、2015年分别定增21亿、32亿, 资本大幅补充。

谋长远, 布局金融控股。公司借制定“十三五”规划之机, 积极谋划金融控股发展路径, 增发完成之际, 立即启动实施受让银行股权、参与发起设立金融资产管理公司等资本运作规划, 为公司长远发展谋篇布局。

投资建议:基于行业性机会和公司自身发展机遇, 我们看好陕国投这只标的, 给予“买入”评级, 六个月目标价: 7.07元/股。预计陕国投未来三年EPS分别为: 0.35、0.43、0.59, 对应PE分别为: 17.60倍、14.19倍、10.37倍。

风险提示:金融监管趋严可能带来政策性风险; 业务落地进度不及预期的风险; 市场异常波动带来的业绩波动风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,151	1,263	1,514	2,031
(+/-%)	37.76%	9.74%	19.83%	34.19%
净利润(百万元)	454	536	664	909
(+/-%)	29.47%	18.01%	24.03%	36.86%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.35	0.43	0.59
市盈率(PE)	20.76	17.60	14.19	10.37

资料来源: 太平洋证券研究院; 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,545/1,215
总市值/流通(百万元)	9,565/7,519
12个月最高/最低(元)	16.25/5.16

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

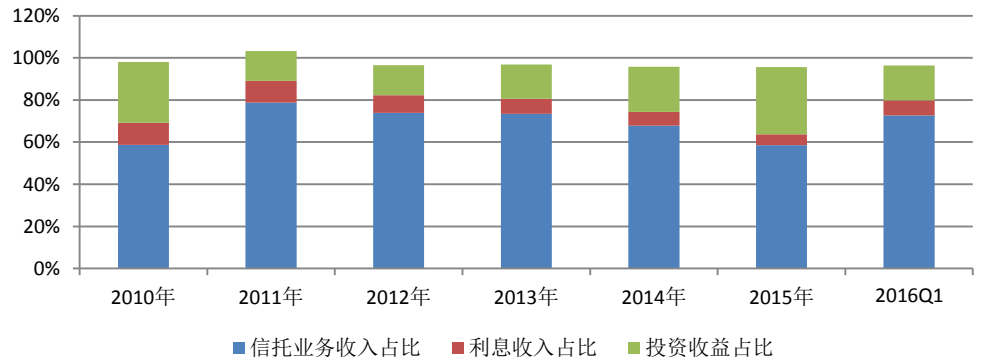
联系人: 孙立金

电话: 010-88321730

E-MAIL: sunlj@tpyzq.com

信托行业盈利模式回顾，手续费模式+投资模式+利差模式。一般而言，信托公司的业务分为两大部分，一部分是信托业务，第二部分是固有业务。信托业务主要根据信托资产规模收手续费，固有业务主要是信托公司运用自有资本开展放贷、投资等业务，主要盈利模式有配置风险资产获取价差及股息、债券利息收益，除此之外主要有放贷赚取利差。从近七年的行业平均水平来看，信托业务贡献收入的 70%，投资收益贡献收入的 20%，利息收入贡献 8%左右。其中信托业务主要受“大资管”的配置渠道影响，投资收益受大类资产收益率的影响，对股市收益率具有较高的敏感性，利息收入受主要受利差影响。

图表 1: 信托行业收入结构



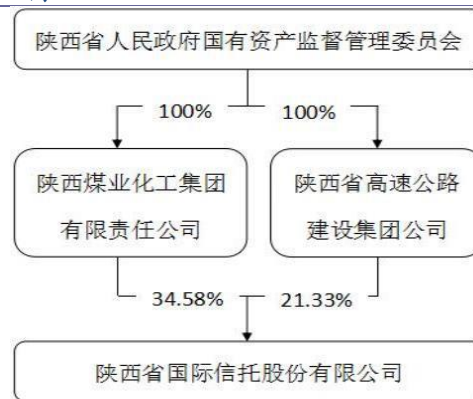
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

金融去通道业务，信托行业灵活性优势回归。回顾过去十年信托业的超常增长正是基于对资金供需变化的敏锐性和付诸行动的快捷性。2005 年以来，中国经济体系的流动性一直非常充裕，金融机构和个人储蓄所沉淀的资金数量不断累积。2005 年的居民储蓄数是 14.11 万亿元，2015 年则达到 53 万亿元，增长 3.7 倍；社会融资规模存量从 2005 年的 22.43 万亿元增加到 2015 年的 137.6 万亿元，增长 5.1 倍；货币供应量 M2 从 2005 年的 29.88 万亿元增加到 2015 年的 137 万亿元，增长 3.6 倍。当前，要把充裕的流动性引向支撑中国经济长期增长的资本积累上就需要一个高效的金融体系。显而易见，信托业不仅是金融体系中的重要主力军，具有 16 万亿元资产管理规模，而且信托作为惟一可以横跨货币市场、资本市场、实业投资的金融机构，能更好地抓住市场机会，提供全方位的投融资服务。

陕国投是地方政府发展地方经济的投融资利器，在地方经济转型发展

仍将扮演重要角色。 陕国投是中西部地区唯一的上市信托公司、陕西首家上市的省属金融机构。公司总股本 30.90 亿股, 公司净资产 76.54 亿元。2015 年实现营业收入 11.51 亿元, 实现利润总额 6.08 亿元, 为省内融资 383.95 亿元, 资本实力大幅提升, 服务地方经济建设的能力在陕西省信托公司中继续大幅领先。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。陕国投成立 32 年上市 22 年来, 积极发挥信托投融资功能, 为大批企业和项目提供了大量信托贷款、信托投资、融资租赁、信用担保、财务顾问、风险投资等优质金融服务, 同时推动公司自身得到快速发展, 诚信铸就了良好的“陕国投”品牌。

图表 2: 陕国投股权结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

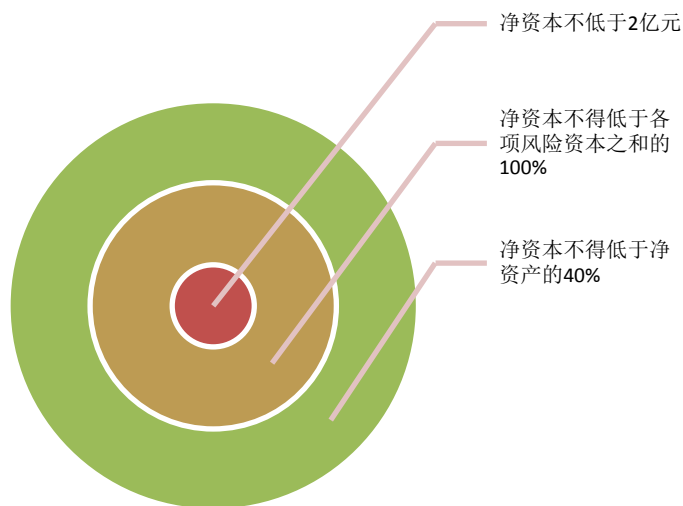
非银行业的上市元老, 补充资本便利为持续发展奠定基础。 陕国投是国内首家上市的非银行金融企业, 也是国内目前仅有的两家整体上市信托投资公司之一。1994 年 1 月 10 日, 陕国投在深圳证券交易所上市, 标志着中国非银行金融上市机构的诞生。上市 22 年来, 公司发展迅速, 尤其是 2012 年以来, 信托规模由 2012 年初的 509 亿扩张到 2015 年底的 1868 亿。2012 年, 银监会出台《信托公司净资本管理办法》(中国银行业监督管理委员会令 2010 年第 5 号), 开启了信托行业以资本为核心的监管时代, 在资本要求的制约下, 限制行业规模疯涨, 为行业长期稳健发展保驾护航。由于信托资产规模迅速扩张, 资本成为制约信托公司发展的核心因素之一, 作为上市信托公司, 陕国投在补充资本方面具有得天独厚的优势, 2012 年、2015 年分别定增 21 亿、32 亿, 资本大幅补充 (当前净资产的规模为 76 亿), 有助于吸收行业的溢出性规模, 享受行业政策性红利。

图表 3: 陕国投 2012 年以来加快补充资本

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万元)	募资净额(万元)
2015-12-17	定向增发	2015 年	9.68	320,000.00	316,671.94
2012-04-24	定向增发	2012 年	9.65	212,300.00	210,513.00
1997-11-21	配股	1997 年	5.00	18,509.12	18,337.35
--	首发	--	2.00	10,000.00	10,000.00

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 4: 陕国投股权结构



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

净资本=净资产-各类资产的风险扣除项-或有负债的风险扣除项-中国银行业监督管理委员会认定的其他风险扣除项

风险资本=固有业务风险资本+信托业务风险资本+其他业务风险资本

固有业务风险资本=固有业务各项资产净值*风险系数

信托业务风险资本=信托业务各项资产余额*风险系数

其他业务风险资本=其他各项业务余额*风险系数

谋长远，布局金融控股。 公司借制定“十三五”规划之机，积极谋划金融控股发展路径，增发完成之际，立即启动实施受让银行股权、参与发起设立金融资产管理公司等资本运作规划，为公司长远发展谋篇布局。随着金融综合经营时代的临近，信托公司外延式扩张的必要性以及可能性都在上升，必要性在于金融各业态的协同效应，一站式金融服务，综合金融服务能力成为新形势下金融演化的方向，再者，多元化的综合金融平台也是各金融子行业龙头的首选策略；可能性在于各子行业经过规模的快速扩张之后迎来了结构优化和提升效益的阶段，行业分化加大，市场集中度有待提高，部分中小机构需要背靠大树才能生存。天时地利人口具备，陕国投积极布局金融控股有望带动公司加快发展。此外，银行不良资产问题加速暴露，最新公布的招行上半年

陕国投 A(000563): 厚积薄发, “信托” + “AMC” 双驱动

业绩快报显示, 招商银行不良率升至 1.83%, 较上期上升了 0.15 个百分点, 宏观经济恢复乏力, 不良资产问题可能进一步暴露, 地方资产管理公司的机会也会随之而来, 陕国投入股陕西金融资产资产管理公司可能成为资本市场上追捧的对象。

图表 5: 陕国投布局金融控股的重要事件

2015年12月23日, 《关于受让长安银行股份有限公司股权和入股陕西金融资产资产管理股份有限公司的进展公告》

- 与民泰银行签署了《股权转让协议》。民泰银行向我公司转让其持有的长安银行股份 56,667,600 股, 转让价格为每股 2.20 元人民币, 转让总金额 124,668,720.00 元人民币。本次受让完成后, 加上我公司原持有的少量股份, 累计持有长安银行股份 6,600.6209 万股 (注: 日前我公司曾参与长安银行部分股权拍卖, 最终未拍得标的股权)。
- 拟以自有资金不超过 1 亿元认购陕金资股权。

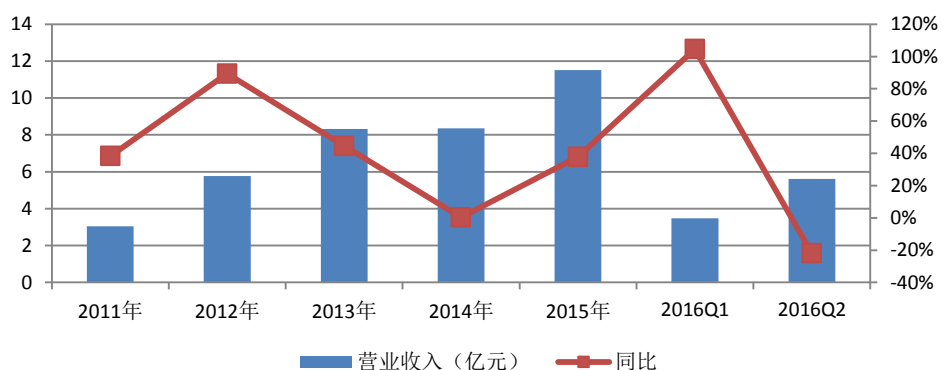
2016年5月27日, 《第八届董事会第三次会议决议公告》

- 按照陕金资最新筹备方案及进展情况, 我公司拟追加自有资金 2 亿元入股, 共计使用自有资金 3 亿元认购陕金资 3 亿股股权, 持股比例 5.36%。

资料来源: WIND, 太平洋证券整理

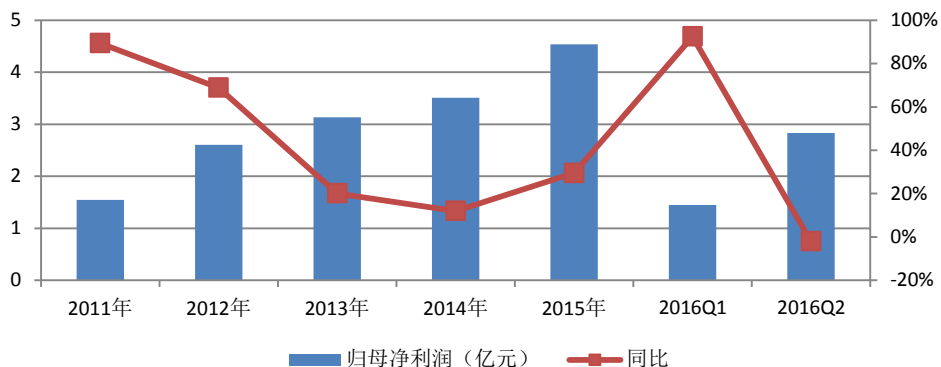
二季度数据环比下降, 主要原因是证券投资收益受市场波动影响较大。一季度归母净利润 1.45 亿元, 同比增长 92%; 其中资产减值损失较去年季均水平下降约 0.4 亿元, 利息净收入、手续费净收入均保持较高增速 (年化约 30%)。二季度较一季度环比大幅下滑, 主要原因仍是证券投资收益波动, 主要体现在公允价值变动以及综合收益。展望未来两个季度, 随着证券市场的企稳以及结构性行情的崛起, 浮亏型公允价值变动的不利因素已经得到市场的消化, 有望好转, 传统业务继续保持高速增长。

图表 6: 陕国投历年营业收入 (亿元) 及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 7: 陕国投历年归母净利润 (亿元) 及同比增长率



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

投资建议:

基于行业性机会和公司自身发展机遇, 我们看好陕国投这只标的, 给予“买入”评级, 六个月目标价: 7.07 元/股。预计陕国投未来三年 EPS 分别为: 0.35、0.43、0.59, 对应 PE 分别为: 17.60 倍、14.19 倍、10.37 倍。

风险提示:

金融监管趋严可能带来政策性风险; 业务落地进度不及预期的风险; 市场异常波动带来的业绩波动风险。

陕国投 A 估值表

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	457.35	2,173.70	1,236.19	828.08	728.23	营业收入	835.48	1,150.97	1,263.09	1,513.58	2,071.72
交易性金融资产	49.10	516.11	491.49	547.96	601.76	利息净收入	273.85	170.95	305.10	419.65	495.35
可供出售金融资产	718.27	2,150.87	1,707.55	1,903.71	2,090.63	利息收入	274.29	220.07	315.38	431.84	509.85
持有至到期投资	670.73	1,617.71	1,763.65	2,309.99	2,536.80	减: 利息支出	0.44	49.12	10.28	12.19	14.50
发放贷款及垫款	1,694.95	1,541.50	2,541.50	3,049.19	3,551.52	手续费及佣金净收入	447.44	451.04	569.23	626.15	688.77
其他应收款	84.56	262.64	259.04	288.80	317.15	投资净收益	112.17	525.00	372.86	446.80	611.57
应收利息	7.13	4.34	7.21	9.19	11.25	公允价值变动净收益	-4.92	-5.36	-15.86	-3.10	-1.06
买入返售金融资产	362.20	200.00	0.00	0.00	0.00	汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	6.95	9.34	31.77	24.08	277.10
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业支出	368.25	543.27	546.51	623.78	854.66
固定资产	55.68	82.26	78.15	74.24	70.53	营业税金及附加	47.30	69.37	73.81	89.83	122.01
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	199.30	306.45	318.80	392.51	530.07
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	120.33	165.37	157.10	149.24	141.78
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	467.23	607.70	716.58	889.80	1,217.06
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外净收入	0.35	0.47	0.52	0.62	0.85
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	467.58	608.17	716.06	889.18	1,216.21
无形资产	1.55	1.28	1.28	1.28	1.28	所得税	116.95	154.22	180.34	224.71	306.83
长期待摊费用	2.64	0.38	0.38	0.38	0.38	净利润	350.63	453.95	535.72	664.47	909.38
递延所得税资产	110.90	178.38	186.71	212.45	222.97	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	42.19	14.71	14.71	14.71	14.71	归母股东净利润	350.63	453.95	535.72	664.47	909.38
资产总计	4,257.25	8,743.86	8,287.85	9,239.96	10,147.20						
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
拆入资金	0.00	300.00	0.00	0.00	0.00		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付职工薪酬	170.97	278.94	290.18	321.55	390.82	成长能力					
应交税费	138.20	212.71	241.80	254.36	294.78	营业收入增长率	0.32%	37.76%	9.74%	19.83%	36.88%
应付利息	0.00	0.61	0.44	0.50	0.54	净利润增长率	12.00%	29.47%	18.01%	24.03%	36.86%
其他应付款	73.22	64.23	77.95	94.82	85.55	盈利能力					
应付股利	1.07	1.07	1.07	1.07	1.07	营业利润率	55.92%	52.80%	56.73%	58.79%	58.75%
其他流动负债	42.09	130.00	131.87	153.07	124.33	净利率	41.97%	39.44%	42.41%	43.90%	43.89%
长期应付职工薪酬	2.67	1.64	1.71	2.11	2.85	回报率分析					
递延所得税负债	15.16	100.51	45.76	54.16	68.26	总资产收益率	8.57%	6.98%	6.29%	7.58%	9.38%
负债合计	443.37	1,089.72	790.78	881.63	968.19	净资产收益率	9.58%	7.92%	7.07%	8.38%	10.37%
实收资本(或股本)	1,214.67	1,545.25	1,545.25	1,545.25	1,545.25	每股指标					
资本公积金	1,453.24	4,289.38	4,289.38	4,289.38	4,289.38	EPS-摊薄(元)	1.40	1.82	2.14	2.66	3.64
其他综合收益	45.97	302.01	-243.82	20.83	25.00	每股净资产(元)	25.24	38.95	29.98	26.41	22.53
盈余公积金	151.11	196.51	250.08	316.52	407.46	每股股利(元)	0.03	0.03	0.04	0.04	0.06
未分配利润	827.62	1,133.48	1,509.52	1,975.94	2,614.27	估值分析					
归母权益合计	3,814	7,654	7,497	8,358	9,179	市盈率	3.89	3.01	2.55	2.05	1.50
所有者权益合计	3,814	7,654	7,497	8,358	9,179	市净率	0.22	0.14	0.18	0.21	0.24
负债及股东权益总计	4,257	8,744	8,288	9,240	10,147	股息收益率	0.55%	0.55%	0.65%	0.80%	1.10%

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院



公司简介:

陕西省国际信托股份有限公司(以下简称“公司”)前身为陕西省金融联合投资公司,成立于1984年。1992年经陕西省经济体制改革委员会(1992)30号文件和中国人民银行陕西省分行(1992)31号文件批准重组为陕西省国际信托投资股份有限公司,在陕西省工商行政管理局领取《企业法人营业执照》,注册号为22053027;1994年1月3日经中国证券监督管理委员会证监发审字(1994)1号文审查通过,深圳证券交易所1994年1月5日深证字(1994)第1号文批准,股票于1994年1月10日在深圳证券交易所挂牌交易。2008年8月25日,经中国银行业监督管理委员会银监复[2008]326号批复,同意公司名称变更为陕西省国际信托股份有限公司,并变更业务范围,公司据此批复,换领了新的金融许可证,号码为:K0068H261010001,并于2008年9月23日换领了新的《企业法人营业执照》,注册号610000100141713。公司所处行业:信托业;地址:西安市高新区科技路50号金桥国际广场C座;法定代表人:薛季民;注册资本:人民币121,466.7354万元;经营范围:资金信托;动产信托;不动产信托;有价证券信托;其他财产或财产权信托;作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务;经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务;受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务;办理居间、咨询、资信调查等业务;代保管及保管箱业务;以存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资方式运用固有财产;以固有财产为他人提供担保;从事同业拆借;法律法规规定或中国银行业监督管理委员会批准的其他业务。公司经2014年第二次临时股东大会决议、2014年第七届第十八次董事会决议及中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2538号文《关于核准陕西省国际信托股份有限公司非公开发行股票批复》核准,于2015年11月非公开发行普通股(A股)33057.8512万股。截止报告日,工商登记变更手续尚在办理之中。本公司2015年度财务报告批准报出日为2016年2月24日。

公司是国内首家上市的非银行金融企业,也是国内目前仅有的两家整体上市信托投资公司之一。陕国投系国有控股的金融企业,一直得到省委、省政府、省国资委、监管部门和控股股东等的大力支持。公司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、风险投资等优质金融服务,诚信铸就了良好的“陕国投”品牌。公司正在开展债券投资资金信托、央行票据信托、银行优质信贷资产(收购)资金信托、房地产资金信托等业务。公司连年被陕西省政府评为“优秀金融企业”;连续被陕西省国资委考核评比为A级省属企业;2011年被评为“中国最具区域影响力信托公司”;公司被评为“西安市著名商标”、“陕西省著名商标”;有多款信托产品被授予创新奖。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。