

安信信托 (600816)
推荐
行业：多元金融

关注精耕细作模式能否突破规模瓶颈

事件：2017年8月15日安信信托发布2017年中报。中报显示公司2017年上半年实现营业收入23.51亿元，同比增长14.39%；实现归属于上市公司股东净利润16.12亿元，同比增长15.73%。

投资要点：

业绩增速放缓主要受信托业绩确认节奏及二级市场拖累所致 安信信托17年上半年实现净利润16.12亿同比增速16%，相比于1季度实现10亿同比68%的增速水平放缓明显。主要系二季度公司信托手续费收入下滑明显：二季度实现手续费7.88亿元仅为1季度实现手续费50%，主要与公司业绩确认时点相关。其次是由于二级市场扰动所致，1季度投资收益+公允价值变动损益合计为3400万，二季度为-1.45亿元。

◆ **信托资产规模止步不前，精耕细作模式能否突破规模瓶颈是后期焦点** 值得注意的是安信信托资产规模自2015年末至今已经连续6个季度止步不前（15年末信托资产规模2359亿元，16年中报披露2285亿元），与此同时17年上半年信托手续费同比增长24.68%，业绩的增长主要来自动管理占比的增长带动佣金费率的增长。按照期末口径简单计算公司17年上半年年化信托报酬率达到2%，同时考虑到安信的营收规模行业排名居前（仅次于中信信托），我们认为在如此高的规模之下能够整体实现2%的报酬率已近信托行业峰值水平。如果仅限于在存量资产里面挖潜增效将使得前期的业绩高增难以为继。我们看好安信目前主导的主动管理模式能够为公司带来优异的报酬率，但公司目前的精耕业务模式（通过主动承担更多的风险对应更高收益）或许决定了公司无法快速复制扩张，因此我们预计安信17年后续季度业绩增速大概率放缓。

◆ **固有资产投向股权及二级市场加码，业绩β值趋重** 值得注意公司在股权及二级市场上的投入占比近年来逐渐提升，直接结果是公司的业绩受市场波动越来越大，业绩弹性增加的同时应该给予更高的风险补偿。自15年末至17年中，公司报表显示长期股权投资+可供出售+交易性金融资产三者占比公司总资产从52%升至64%，即便扣除长期股权投资17年仍有59%的占比。15、16、17H公司投资收益+公允价值变动损益两项合计为公司营收带来的贡献为12.56%、10.53%、-4.71%。进一步加大公司业绩的波动性。

◆ **下调推荐评级：继续看好龙头白马安信的主动管理经营模式，但是鉴于以下三个理由从强烈推荐下调至推荐评级：一是现价已经接近我们前期订立的14元的目标价；二是随着业绩基数逐渐增大，预计后期增速放缓已成必然；三是β值增加需要给予更高的风险补偿。维持目标价14元，预计**

作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：喻慧子

S0960116090004

0755-88320867

yuhuizi@china-invs.cn

参与人：刘涛

S0960115080020

0755-88323283

liutao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 14

当前股价： 13.33
评级调整： 下调

基本资料

| | |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股) | 4,558 |
| 流通股本(百万股) | 2,498 |
| 总市值(亿元) | 608 |
| 流通市值(亿元) | 333 |
| 成交量(百万股) | 101.47 |
| 成交额(百万元) | 1,376.21 |

股价表现



相关报告

《安信信托-主动管理增效,固有收益添彩》2017-02-03

《信托行业-安信信托-赶超未见顶 三季报一骑绝尘》2016-10-28

《安信信托-转型先锋，前景可期》

2016-10-12

17-19EPS 分别为 0.65、0.80、1.19，对应 17-19 年 PE 为 21.41、17.39、11.76 倍。

风险提示：风险提示：经济下行风险、政策层面抑制信托规模风险、金融机构同质化竞争风险、信托行业刚兑无法打破致兑付风险。

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2017H | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2351 | 4967 | 6114 | 9039 |
| 收入同比(%) | 14.39% | -5.32% | 23.09% | 47.85% |
| 归属母公司净利润 | 1612 | 2980 | 3668 | 5424 |
| 净利润同比(%) | 15.73% | -2.13% | 23.09% | 47.85% |
| ROA (%) | 7.91% | 12.90% | 5.31% | 3.83% |
| ROE(%) | 11.43% | 18.57% | 18.27% | 20.81% |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.65 | 0.80 | 1.19 |
| P/E | 18.61 | 20.39 | 16.56 | 11.20 |
| P/B | 4.31 | 3.79 | 3.03 | 2.33 |

资料来源：中国中投证券财富研究部

附：财务预测表
资产负债表 (万元)

| 会计年度 | 20161231 | 20170630 | 20171231 | 20181231 | 20191231 |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| 资产 | | | | | |
| 现金及现金等价物 | 344,547 | 139,503 | 462,085 | 1,381,550 | 2,835,151 |
| 债券投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 权益投资 | 1,120,512 | 1,301,291 | 1,247,629 | 3,730,184 | 7,654,909 |
| 发放贷款和垫款 | 396,903 | 454,546 | 508,293 | 1,519,705 | 3,118,667 |
| 应收款项 | | | | | |
| 固定资产 | 729 | 939 | 1,155 | 3,454 | 7,088 |
| 在建工程 | 82 | 241 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 1,230 | 1,041 | 1,617 | 4,835 | 9,923 |
| 其他资产 | 47,019 | 132,608 | 89,644 | 268,021 | 550,019 |
| 资产总计 | 1,912,570 | 2,037,989 | 2,310,424 | 6,907,749 | 14,175,757 |
| 负债 | | | | | |
| 短期债务 | 112,453 | 132,445 | 105,894 | 734,952 | 1,735,488 |
| 应付款项 | 151,535 | 83,022 | 211,789 | 1,469,905 | 3,470,976 |
| 预计负债 | 44,064 | 35,366 | 56,477 | 391,975 | 925,594 |
| 其他负债 | 232,701 | 376,405 | 331,803 | 2,302,851 | 5,437,862 |
| 负债总计 | 540,752 | 627,238 | 705,963 | 4,899,682 | 11,569,919 |
| 股东权益 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 207,164 | 455,761 | 455,761 | 455,761 | 455,761 |
| 留存收益 | 514,317 | 553,752 | 965,990 | 1,369,595 | 1,967,366 |
| 资本公积 | 649,835 | 401,238 | 182,710 | 182,710 | 182,710 |
| 股东权益 | 1,371,317 | 1,410,751 | 1,604,461 | 2,008,066 | 2,605,838 |

利润表 (万元)

| 会计年度 | 20161231 | 20170630 | 20171231 | 20181231 | 20191231 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 524,596 | 235,116 | 496,692 | 611,383 | 903,920 |
| 利息净收入 | 17,768 | 10,541 | 33,268 | 72,911 | 186,037 |
| 手续费佣金净收入 | 451,614 | 235,656 | 435,466 | 431,093 | 443,902 |
| 投资净收入 | 55,214 | -11,081 | 27,958 | 107,379 | 273,982 |
| 营业总成本 | 122,336 | 45,575 | 99,338 | 122,277 | 180,784 |
| 营业税金及附加 | 9,741 | 2,232 | 9,934 | 12,228 | 18,078 |
| 费用支出 | 112,595 | 43,342 | 89,405 | 110,049 | 162,706 |
| 其他业务成本 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 402,260 | 189,541 | 397,354 | 489,106 | 723,136 |
| 所得税 | 111,927 | 46,116 | 99,338 | 122,277 | 180,784 |
| 净利润 | 304,503 | 161,202 | 298,015 | 366,830 | 542,352 |
| 其他综合收益的税后净额 | 2,175 | 2,032 | 0 | 0 | 0 |
| 综合收益总额 | 306,678 | 163,233 | 298,015 | 366,830 | 542,352 |
| 财务比率 | | | | | |
| 会计年度 | 20161231 | 20170630 | 20171231 | 20181231 | 20191231 |
| 利息净收入占比总营 | 3.39% | 4.48% | 6.70% | 11.93% | 20.58% |

收

手续费佣金净收入占比总营收 86.09% 100.23% 87.67% 70.51% 49.11%

投资净收入占比总营收 10.53% -4.71% 5.63% 17.56% 30.31%

成本费用率 92.04% 95.10% 90.00% 90.00% 90.00%

每股收益

基本每股收益 1.48 0.36 0.65 0.80 1.19

稀释每股收益 1.48 0.36 0.65 0.80 1.19

估值水平

每股净资产 6.62 3.10 3.52 4.41 5.72

市盈率 TTM (倍) 9.00 18.61 20.39 16.56 11.20

市净率 (倍) 2.01 4.31 3.79 3.03 2.33

平均资产回报率 ROA 15.92% 7.91% 12.90% 5.31% 3.83%

平均净资产回报率
ROE 22.21% 11.43% 18.57% 18.27% 20.81%

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

喻慧子,中投证券非银金融研究员,香港理工大学金融学硕士

刘涛,中投证券非银金融研究员,中国人民大学经济学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434