

信托结构优化，火电景气度回升 买入（维持）

2018 年 10 月 22 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

maxy@dwzq.com.cn

事件：公司公告 2018 年三季报，前三季度实现营业总收入 164.44 亿元，同比增长 13.30%；归属于母公司股东净利润 15.83 亿元，同比增长 11.88%，对应 EPS 为 0.45 元/股。

投资要点

■ **信托业务结构主动优化，业绩稳健增长：**前三季度公司以信托业务为主的金融业务收入同比+6.54%至 7.16 亿元（手续费及佣金净收入同比+5.86%至 7.08 亿元），单季度环比-25.13%至 2.22 亿元。“资管新规”颁布以来，信托业在“去杠杆”上面临严峻考验，公司主动优化业务结构，压缩通道业务导致环比收入下滑。截至 2018 年 6 月末，江苏信托受托管理资产较年初-15.73%至 4644.60 亿元（其中压缩通道业务 915.70 亿元至占比 87.18%，提升主动管理业务 48.86 亿元至占比 12.82%），自营资产较年初+38.76%至 183.98 亿元，我们判断公司将继续主动优化业务结构，压缩通道规模的同时提升主动管理能力以提升信托报酬率，保障业绩稳健增长。

■ **需求高增驱动火电行业景气度回升，电力板块业绩预计改善：**前三季度能源板块营收同比+13.63%至 157.27 亿，单季度营收环比+19.04%至 56.59 亿，用电需求高增叠加煤价转向驱动业绩持续改善。需求端层面，2018 年 1-9 月，全社会用电量累计同比+8.9%至 51061 亿千瓦时，公司将显著受益电力需求端持续放量（江苏省）。成本端层面，煤价上涨趋势逐步回落（目前秦皇岛港动力煤平仓价 663 元/吨，同比去年下降 54 元/吨），火电毛利率预计改善，煤电企业有望迎来盈利修复。此外，公司联合山西煤电企业设立的苏晋能源（持股 51%）近期正式注册成立，苏晋两省的电力合作有望整合资源互补优势，助力公司扩大业务份额改善业绩。

■ **资管新规细则落地，信托行业迎来监管边际宽松，公司信托+能源双主业有望协同发力：**1) 2018 年 8 月 17 日信托细则落地，明确了适用范围，区别对待事务管理类信托，同时明确了过渡期新老产品要求，行业迎来监管边际宽松，流动性风险压力得到缓解。2) 公司于 2018 年上半年完成定增，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) 江苏信托可大力支持能源业务的发展（包括提供融资服务、理财和财务顾问等服务），能源业务可为信托业务发展创造新的需求和机遇，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：**信托行业在资管新规细则落地后迎来监管边际宽松和流动性改善，公司转型主动管理顺利推进，报酬率提升驱动信托业绩稳健增长，与此同时，需求高增导致火电行业景气度提升，电力板块业绩有望改善，公司以信托和能源为双主业未来有望发挥协同优势，我们预计公司 2018、2019 年净利润分别为 25.44、29.02 亿元，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)	7.03
一年最低/最高价	6.15/10.97
市净率(倍)	1.15
流通 A 股市值(百万元)	3788.83

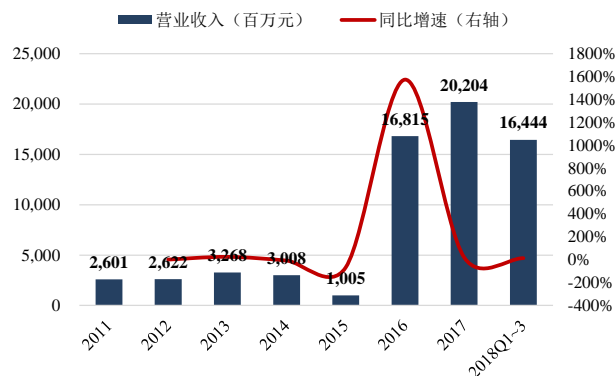
基础数据

每股净资产(元)	6.12
资产负债率(%)	42.71
总股本(百万股)	3778.08
流通 A 股(百万股)	538.95

相关研究

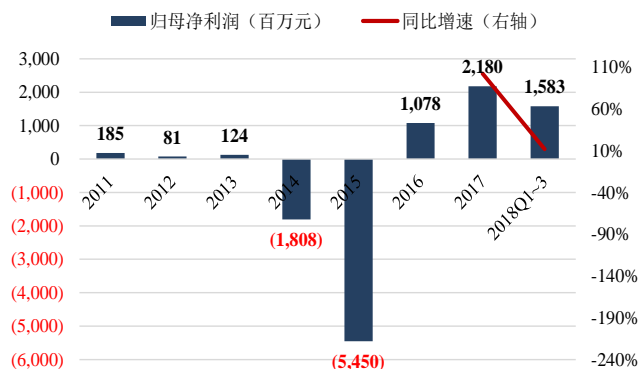
1、《*ST 舜船（002608.SZ）：国信核心资产注入，信托火电双主业启航》

图 1: 2011~2018Q1-3 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: 2011~2018Q1-3 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	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	7,803	10,054	10,912	15,208
现金	3,579	5,183	5,395	8,562
应收账款	1,650	2,290	2,294	3,166
存货	696	1,049	944	1,401
其他流动资产	1,879	1,532	2,280	2,079
非流动资产	38,002	42,054	44,412	49,061
长期股权投资	7,157	8,814	9,912	11,483
固定资产	24,431	26,601	27,616	30,377
在建工程	557	673	787	954
无形资产	741	845	969	1,119
其他非流动资产	5,116	5,121	5,129	5,128
资产总计	45,806	52,108	55,324	64,268
流动负债	17,161	19,823	19,271	23,291
短期借款	8,011	8,011	8,011	8,011
应付账款	1,556	3,123	2,221	4,066
其他流动负债	7,594	8,689	9,039	11,214
非流动负债	6,035	6,113	6,237	6,772
长期借款	4,916	4,993	5,117	5,652
其他非流动负债	1,120	1,120	1,120	1,120
负债合计	23,196	25,935	25,508	30,063
少数股东权益	5,048	5,543	6,284	7,395
归属母公司股东权益	17,561	20,630	23,532	26,810
负债和股东权益	45,806	52,108	55,324	64,268

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,261	5,872	3,371	7,846
投资活动现金流	-2,953	-4,169	-2,678	-5,052
筹资活动现金流	299	-99	-481	373
现金净增加额	606	1,604	212	3,167
折旧和摊销	1,673	1,367	1,526	1,709
资本开支	2,592	2,395	1,260	3,078
营运资本变动	-969	1,963	-1,360	2,274

数据来源：Wind，东吴证券研究所

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20,204	23,542	27,386	32,623
减:营业成本	16,285	19,422	22,183	26,098
营业税金及附加	159	122	174	248
营业费用	1	150	133	94
管理费用	499	471	548	652
财务费用	666	753	767	780
资产减值损失	-7	0	0	0
加:投资净收益	998	1,250	1,206	1,306
其他收益	0	0	0	0
营业利润	3,635	3,874	4,787	6,056
加:营业外净收支	-154	-381	-441	-547
利润总额	3,482	3,493	4,346	5,508
减:所得税费用	658	454	702	1,119
少数股东损益	644	495	741	1,111
归属母公司净利润	2,180	2,544	2,902	3,278
EBIT	4,184	4,010	4,839	5,962
EBITDA	5,857	5,378	6,365	7,671

重要财务与估值指标				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	0.58	0.67	0.77	0.87
每股净资产(元)	4.65	5.46	6.23	7.10
发行在外股份(百万股)	3253	3778	3778	3778
ROIC(%)	9.8%	9.2%	9.9%	10.4%
ROE(%)	12.5%	11.6%	12.2%	12.8%
毛利率(%)	19.4%	17.5%	19.0%	20.0%
销售净利率(%)	10.8%	10.8%	10.6%	10.0%
资产负债率(%)	50.6%	49.8%	46.1%	46.8%
收入增长率(%)	20.2%	16.5%	16.3%	19.1%
净利润增长率(%)	102.3%	16.7%	14.1%	12.9%
P/E	12.12	10.49	9.13	8.08
P/B	1.51	1.29	1.13	0.99
EV/EBITDA	7.72	8.00	6.89	5.60

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>