

## 双主业协同互补，业绩稳健增长 买入（维持）

2019年04月19日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：公司披露 2018 年年报，实现营业总收入 221.35 亿元，同比增长 9.56%；归属于母公司股东净利润 25.56 亿元，同比增长 17.27%。同时披露 2019 年一季度报，实现营业收入 45.86 亿元，同比下降 13.71%；归属于母公司股东净利润 11.05 亿元，同比增长 148.35%。

### 投资要点

#### ■ 公司 2018 年业绩同比+17.3%，2019Q1 同比+22.5%（剔除利安人寿影响）：

1) 公司 2018 年实现营业总收入+9.6%至 221.4 亿元，归母净利润+17.3%至 25.6 亿元，系双主业均稳健增长。信托/能源业务归母净利润同比+14.7%/+20.0%至 15.1/10.4 亿元（其中信托业务贡献合并利润总额的 54.5%）。2) 2019 年一季度信托业务增长实现手续费及佣金收入同比+30.5%至 2.5 亿元，总投资收益+344.0%至 11.8 亿元，系权益法确认利安人寿收入（江苏信托成为利安人寿第一大股东，会计准则变更后新增 9.19 亿元投资收益），由此影响江苏国信 2019Q1 归母净利润约 5.6 亿元，剔除此影响后公司一季报盈利约 5.45 亿元，同比增长 22.5%。

#### ■ 江苏信托主动管理能力提升，优质企业股权投资有望贡献盈利增量：

1) 江苏信托 2018 年实现营收同比+11.5%至 11.3 亿元，归母净利润+14.7%至 15.1 亿元，贡献集团 59%的业绩。完成增资扩股 49.1 亿元后，资本实力进一步增强有望推动业绩高增。2) 信托业务结构优化，主动管理类信托规模同比+25.1%至 684 亿元，占比提升至 16.8%。2018 年下半年以来监管边际宽松，2019 年社融数据超预期、新发集合信托规模持续增长（1/2/3 月同比+9%/+51%/+11%）。看好市场回暖背景下，公司积极转型主动管理带来盈利能力提升。3) 江苏信托实现投资收益同比+28.8%至 12.8 亿元，系广泛开展股权投资业务，先后投资江苏银行（持股 8.04%）、利安人寿（持股 22.79%）等优质企业，投资效益显著，未来有望贡献盈利增量。

#### ■ 能源+金融双轮驱动，产融结合发挥互补：

1) 能源业务方面，2018 年累计完成发电量同比+4.1%至 515.0 亿千瓦时，完成供热量同比+24.36%至 568.0 万吨，保持较高的增长速度。2) 金融领域取得新进展，江苏信托完成增资扩股、增持江苏银行稳固第一大股东地位、受让利安人寿晋升第一大股东，金融布局进一步全面。3) 能源+金融作为两个核心主业，一方面金融资产结构优良，布局合理；另一方面能源业务经营稳健，现金流稳定，二者相辅相成实现产融结合，发挥互补效应。

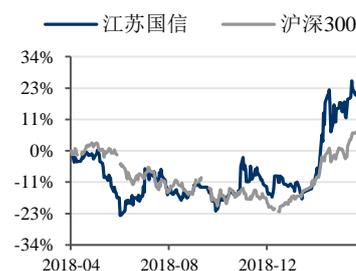
#### ■ 盈利预测与投资评级：

信托业务主动管理转型顺利，股权投资业务受益显著，随行业回暖盈利能力有望提升；能源业务持续增长，经营稳健。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 2019、2020 年净利润分别为 33.08、38.60 亿元，维持“买入”评级。

#### ■ 风险提示：

1) 信托复苏不及预期；2) 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)	10.49
一年最低/最高价	6.15/10.79
市净率(倍)	1.64
流通 A 股市值(百万元)	5653.61

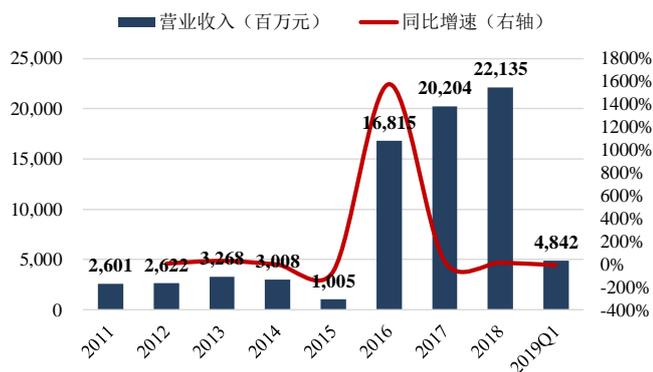
### 基础数据

每股净资产(元)	6.41
资产负债率(%)	42.84
总股本(百万股)	3778.08
流通 A 股(百万股)	538.95

### 相关研究

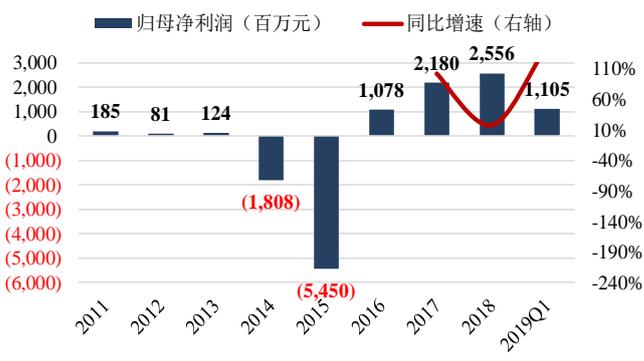
- 1、《江苏国信 (002608)：2018 年业绩快报点评：信托稳健发展，一季报超预期》2019-03-13
- 2、《江苏国信 (002608)：2018 年三季报点评-信托结构优化，火电景气度回升：信托结构优化，火电景气度回升》2018-10-23

图 1: 2011~2019Q1 江苏国信营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 2: 2011~2019Q1 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	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>流动资产</b>	<b>9,740</b>	<b>7,779</b>	<b>10,319</b>	<b>8,463</b>	
现金	3,612	3,785	3,914	4,082	
应收账款	1,690	1,483	1,798	1,624	
存货	944	618	977	686	
其他流动资产	3,494	1,893	3,630	2,070	
<b>非流动资产</b>	<b>43,910</b>	<b>50,558</b>	<b>54,354</b>	<b>58,867</b>	
长期股权投资	8,396	10,916	13,692	16,853	
固定资产	23,842	21,119	20,600	20,245	
在建工程	379	351	343	326	
无形资产	729	829	950	1,097	
其他非流动资产	10,564	17,342	18,769	20,347	
<b>资产总计</b>	<b>53,650</b>	<b>58,337</b>	<b>64,673</b>	<b>67,330</b>	
<b>流动负债</b>	<b>18,324</b>	<b>20,739</b>	<b>23,063</b>	<b>20,880</b>	
短期借款	11,137	14,422	16,561	14,136	
应付账款	1,656	1,403	1,721	1,538	
其他流动负债	5,530	4,914	4,782	5,207	
<b>非流动负债</b>	<b>4,658</b>	<b>2,728</b>	<b>1,791</b>	<b>948</b>	
长期借款	3,906	1,976	1,039	196	
其他非流动负债	752	752	752	752	
<b>负债合计</b>	<b>22,982</b>	<b>23,468</b>	<b>24,854</b>	<b>21,828</b>	
少数股东权益	6,451	7,384	8,472	9,723	
归属母公司股东权益	24,218	27,485	31,346	35,779	
<b>负债和股东权益</b>	<b>53,650</b>	<b>58,337</b>	<b>64,673</b>	<b>67,330</b>	
<b>现金流量表</b>					单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	3,046	6,777	2,905	7,686	
投资活动现金流	-6,618	-6,290	-3,126	-3,442	
筹资活动现金流	3,586	-314	349	-4,076	
现金净增加额	14	173	129	168	
折旧和摊销	1,556	1,513	1,549	1,624	
资本开支	1,276	-2,646	-410	-220	
营运资本变动	-1,373	2,155	-2,225	2,266	

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表					单位:百万元
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
<b>营业收入</b>	<b>22,135</b>	<b>21,029</b>	<b>21,744</b>	<b>22,678</b>	
减:营业成本	17,882	17,033	17,395	18,143	
营业税金及附加	195	185	191	200	
营业费用	2	4	4	5	
管理费用	532	538	517	535	
财务费用	766	740	851	808	
资产减值损失	-38	0	0	0	
加:投资净收益	1,182	1,591	1,925	2,387	
其他收益	0	280	294	309	
<b>营业利润</b>	<b>3,962</b>	<b>4,400</b>	<b>5,003</b>	<b>5,684</b>	
加:营业外净收支	23	759	1,018	1,230	
<b>利润总额</b>	<b>3,985</b>	<b>5,159</b>	<b>6,021</b>	<b>6,914</b>	
减:所得税费用	708	918	1,072	1,231	
少数股东损益	721	933	1,089	1,250	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,556</b>	<b>3,308</b>	<b>3,860</b>	<b>4,433</b>	
EBIT	4,810	5,919	6,894	7,745	
EBITDA	6,365	7,432	8,443	9,369	
<b>重要财务与估值指标</b>					
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E	
每股收益(元)	0.68	0.88	1.02	1.17	
每股净资产(元)	6.41	7.27	8.30	9.47	
发行在外股份(百万股)	3778	3778	3778	3778	
ROIC(%)	9.5%	10.7%	11.2%	12.3%	
ROE(%)	10.7%	12.2%	12.4%	12.5%	
毛利率(%)	19.2%	19.0%	20.0%	20.0%	
销售净利率(%)	11.5%	15.7%	17.8%	19.5%	
资产负债率(%)	42.8%	40.2%	38.4%	32.4%	
收入增长率(%)	9.6%	-5.0%	3.4%	4.3%	
净利润增长率(%)	17.3%	29.4%	16.7%	14.8%	
P/E	15.50	11.98	10.27	8.94	
P/B	1.64	1.44	1.26	1.11	
EV/EBITDA	9.41	8.23	7.50	6.52	

## 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>

