

信托结构优化，业绩稳健 买入（维持）

事件：公司披露 2019 年中报，实现营业总收入 97.68 亿元，同比下降 7.53%，归属于母公司股东净利润 14.99 亿元，同比增长 45.79%，对应 EPS 为 0.4 元/股。

投资要点

- **公司 2019 年业绩符合预期，扣非归母净利润同比-6.4%：**1) 公司实现 2019H1 归母净利润同比增长 45.8% 至 15.0 亿元，主要系对利安人寿以及对联营企业江苏银行按权益法核算股权投资，致投资收益同比+116.3% 至 13.8 亿元。2) 公司实现 2019H1 扣非归母净利润同比-6.4% 至 9.3 亿元（主要为剔除权益法对利安人寿的股权投资的核算影响），主要系电力收入同比-8.5% 至 92.2 亿元拖累，毛利率同比下滑 0.4% 至 10.9%。信托作为金融主业（贡献 85.4% 的营业利润），持续贡献稳定业绩。
- **信托结构优化，财富团队搭建完成有望推动业绩稳健增长：**1) 江苏信托作为公司主要利润来源，实现 2019H1 收入同比+5.7% 至 20.9 亿元（其中利息收入及手续费及佣金收入同比+11.7% 至 5.52 亿元），净利润同比+73.2% 至 16.1 亿元。2) 我们判断公司主动优化业务结构，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。截至 2019 年 6 月末，江苏信托受托管理资产较年初+0.35% 至 4088 亿元（其中公司存续主动管理类信托规模 906.22 亿元，较年初增加 222.32 亿元至占比 22.17%）。3) 江苏信托广泛开展金融股权投资业务，先后投资了江苏银行、利安人寿、江苏宿迁民丰农商行等多家优质金融企业，投资效益日益显著。此外，公司财富团队搭建完成，并持续完善市场化人才机制和加强产品直销能力，有望推动信托业务稳健增长。
- **电力板块短期承压，金融+电力双主业协同可期：**1) 公司能源业务累计完成发电量同比-6.7% 至 225 亿千瓦时，完成供热量同比+7.9% 至 319 万吨，公司在节能降耗、机组增容和技术改造等方面取得成效，未来有望提升效率稳定贡献业绩。2) 公司于 2018 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：**公司转型主动管理和财富管理团队扩张顺利推进，报酬率提升驱动信托业绩稳健增长，与此同时，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 35.2、37.7 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。

2019 年 08 月 29 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

zhujeyu@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.67
一年最低/最高价	6.51/10.79
市净率(倍)	1.11
流通 A 股市值(百万元)	8160.01

基础数据

每股净资产(元)	6.90
资产负债率(%)	41.44
总股本(百万股)	3778.08
流通 A 股(百万股)	1063.89

相关研究

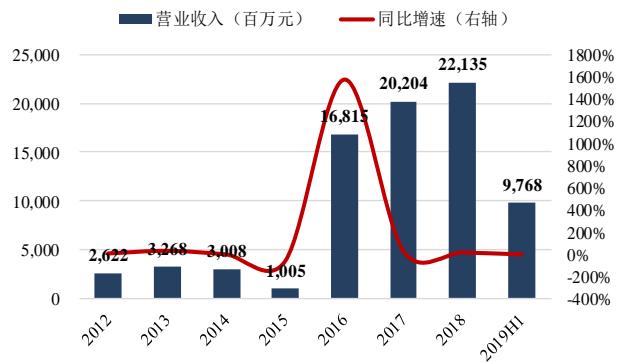
1、《江苏国信 (002608)：双主业协同互补，业绩稳健增长》

2019-04-20

2、《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

3、《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 1：2011~2019H1 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 2：2011~2019H1 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				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	9,740	19,277	21,222	23,729
现金	3,612	8,051	9,604	12,032
应收账款	1,690	2,028	1,817	2,193
存货	944	1,071	986	1,160
其他流动资产	3,494	8,127	8,814	8,345
非流动资产	43,910	35,930	38,117	40,340
长期股权投资	8,396	11,040	13,332	15,782
固定资产	23,842	20,985	20,461	20,099
在建工程	379	347	338	320
无形资产	729	829	950	1,097
其他非流动资产	10,564	2,729	3,037	3,042
资产总计	53,650	55,208	59,339	64,068
流动负债	18,324	17,403	17,639	17,828
短期借款	11,137	11,137	11,137	11,137
应付账款	1,656	1,387	1,721	1,521
其他流动负债	5,530	4,879	4,781	5,170
非流动负债	4,658	2,669	1,729	883
长期借款	3,906	1,917	976	131
其他非流动负债	752	752	752	752
负债合计	22,982	20,072	19,367	18,711
少数股东权益	6,451	7,442	8,506	9,691
归属母公司股东权益	24,218	27,694	31,465	35,666
负债和股东权益	53,650	55,208	59,339	64,068
1967.15				
现金流量表				
3277.31				
单位:百万元				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,046	4,604	4,981	5,573
投资活动现金流	-6,618	3,369	-1,991	-1,895
筹资活动现金流	3,586	-3,534	-1,437	-1,251
现金净增加额	14	4,439	1,554	2,427
折旧和摊销	1,556	1,513	1,549	1,624
资本开支	1,276	-2,784	-417	-228
营运资本变动	-1,373	19	-155	109

数据来源：Wind，东吴证券研究所

利润表				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	22,135	20,918	21,629	22,559
减: 营业成本	17,882	16,943	17,303	18,047
营业税金及附加	195	184	190	199
营业费用	2	4	4	5
管理费用	532	498	515	532
财务费用	766	614	496	406
信用减值损失	-38	0	0	0
加: 投资净收益	1,182	1,661	1,335	1,521
其他收益	0	390	410	430
营业利润	3,962	4,725	4,865	5,322
加: 营业外收支	23	759	1,018	1,230
利润总额	3,985	5,484	5,883	6,552
减: 所得税费用	708	976	1,047	1,166
少数股东损益	721	992	1,064	1,185
归属母公司净利润	2,556	3,516	3,772	4,201
EBIT	4,870	6,140	6,401	6,981
EBITDA	6,425	7,653	7,949	8,604
重要财务与估值指标				
会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
每股收益(元)	0.68	0.93	1.00	1.11
每股净资产(元)	6.41	7.33	8.33	9.44
发行在外股份(百万股)	3778	3778	3778	3778
ROIC(%)	9.6%	11.9%	11.7%	11.8%
ROE(%)	10.7%	12.8%	12.1%	11.9%
毛利率(%)	19.2%	19.0%	20.0%	20.0%
销售净利率(%)	11.5%	16.8%	17.4%	18.6%
资产负债率(%)	42.8%	36.4%	32.6%	29.2%
收入增长率(%)	9.6%	-5.5%	3.4%	4.3%
净利润增长率(%)	17.3%	37.6%	7.3%	11.4%
P/E	11.34	8.24	7.68	6.90
P/B	1.20	1.05	0.92	0.81
EV/EBITDA	7.67	4.94	4.57	3.98

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>