

## 信托业务转型主动，电力有望改善 买入（维持）

2020年04月27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 2019 年年报及 2020 年一季报，实现 2019 年营业总收入 210.90 亿元，同比下降 4.72%；归属于母公司股东净利润 24.04 亿元，同比下降 5.94%。同时披露 2020 年一季报，实现 2020Q1 营业总收入 44.53 亿元，同比下降 8.03%；归属于母公司股东净利润 4.77 亿元，同比下降 56.82%。

### 投资要点

■ 公司 2019 年业绩略有下滑，信托业绩稳健增长：1) 电力行业营业收入同比-5.19%至 199.15 亿元，主要原因系受行业影响，能源业务面临清洁能源替代和全省用电需求增速放缓，煤机发电量下降幅度较大。2) 江苏信托作为公司主要利润来源，实现 2019 年收入同比+36.4%至 32.35 亿元（其中手续费及佣金净收入同比+4.3%至 11.5 亿元，投资收益同比+58.4%至 20.33 亿元），净利润同比+30.2%至 24.19 亿元。投资收益大幅上升主要系对利安人寿股权投资改按权益法核算产生的投资收益，以及对联营企业江苏银行权益法核算的长期股权投资收益形成。3) 截至 2019 年底，江苏信托受托管理资产规模达到 3677 亿元，公司存续主动管理类信托规模 1053.63 亿元，较年初增长 54.06%。主动管理类信托规模占比 28.65%，提升了 11.86 个百分点。

■ 公司 2019 年一季报归母净利润同比-56.82%至 4.77 亿元，主要原因系上期增持利安人寿致非经常性损益增加 9.19 亿元：1) 公司信托业务受整体信托规模收缩和疫情影响，手续费及佣金净收入同比-15.3%至 2.15 亿元。我们预计信托业务将主动调整业务结构，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。2) 投资收益同比-73.05%至 3.17 亿元，上年同期江苏信托对利安人寿股权投资改按权益法核算，确认投资收益 9.19 亿元，非经常性损益不具有可持续性。3) 公司继续加大财富团队布局力度，优化信托产品设置和“网上信托”系统建设，加快主动管理转型，有望促进信托业务增长。

■ 电力板块短期承压，公司信托+能源双主业有望协同发力：1) 2019 年公司能源业务完成发电量同比-1%至 509.89 亿千瓦时，完成供热量同比+3.26%至 586.46 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) 控股股东国信集团拟增持公司股份不低于 1 亿元，不超过 2 亿元，彰显对公司未来发展信心。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、闲置资金管理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，提高整体协同效益。

■ 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，预计报酬率提升将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 2020、2021 年归母净利润分别为 21.68、23.06 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。

### 股价走势



### 市场数据

|               |           |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元)        | 6.17      |
| 一年最低/最高价      | 6.00/9.35 |
| 市净率(倍)        | 0.85      |
| 流通 A 股市值(百万元) | 23310.75  |

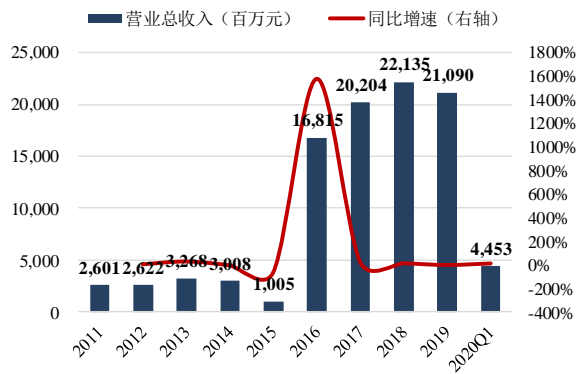
### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 7.28    |
| 资产负债率(%)    | 47.74   |
| 总股本(百万股)    | 3778.08 |
| 流通 A 股(百万股) | 3778.08 |

### 相关研究

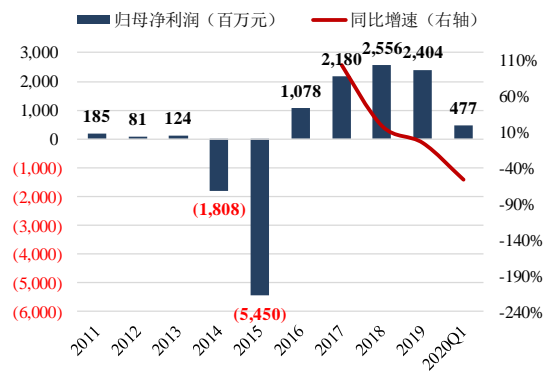
- 1、《江苏国信 (002608)：信托稳健，大股东增持彰显信心》2019-12-24
- 2、《江苏国信 (002608) 信托稳健发展，业绩符合预期》2019-10-26
- 3、《江苏国信 (002608)：信托结构优化，业绩稳健》2019-08-29

图 1: 2011~2020Q1 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: 2011~2020Q1 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             | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |  |
| <b>流动资产</b>      | <b>18,630</b> | <b>20,555</b> | <b>23,518</b> | <b>26,116</b> |  |
| 货币资金             | 4,806         | 5,767         | 6,920         | 8,304         |  |
| 交易性金融资产          | 8,564         | 9,420         | 10,362        | 0             |  |
| 应收账款             | 2,100         | 1,817         | 2,193         | 2,037         |  |
| 存货               | 829           | 986           | 1,160         | 1,076         |  |
| 其他流动资产           | 2,332         | 2,565         | 2,884         | 14,699        |  |
| <b>非流动资产</b>     | <b>51,565</b> | <b>52,992</b> | <b>54,617</b> | <b>56,216</b> |  |
| 长期股权投资           | 14,051        | 14,754        | 15,491        | 16,266        |  |
| 固定资产             | 25,724        | 26,239        | 26,763        | 27,299        |  |
| 在建工程             | 9,035         | 9,216         | 9,400         | 9,588         |  |
| 无形资产             | 948           | 950           | 1,097         | 1,165         |  |
| 其他非流动资产          | 1,806         | 1,834         | 1,864         | 1,897         |  |
| <b>资产总计</b>      | <b>70,194</b> | <b>73,547</b> | <b>78,135</b> | <b>82,332</b> |  |
| <b>流动负债</b>      | <b>21,416</b> | <b>20,786</b> | <b>20,554</b> | <b>20,161</b> |  |
| 短期借款             | 10,089        | 9,887         | 9,689         | 9,496         |  |
| 应付账款             | 2,848         | 2,706         | 2,570         | 2,442         |  |
| 预收账款             | 104           | 83            | 145           | 93            |  |
| 其他流动负债           | 8,375         | 8,110         | 8,150         | 8,131         |  |
| <b>非流动负债</b>     | <b>12,006</b> | <b>14,734</b> | <b>20,905</b> | <b>25,035</b> |  |
| 长期借款             | 11,227        | 13,907        | 20,025        | 24,097        |  |
| 递延所得税负债          | 97            | 92            | 87            | 83            |  |
| 其他非流动负债          | 682           | 735           | 793           | 855           |  |
| <b>负债合计</b>      | <b>33,421</b> | <b>35,520</b> | <b>41,459</b> | <b>45,196</b> |  |
| 少数股东权益           | 9,742         | 10,267        | 9,903         | 10,027        |  |
| 归属母公司股东权益        | 27,031        | 27,760        | 26,774        | 27,109        |  |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>70,194</b> | <b>73,547</b> | <b>78,135</b> | <b>82,332</b> |  |

| 利润表             |               | 单位:百万元        |               |               |  |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--|
| 会计年度            | 2019A         | 2020E         | 2021E         | 2022E         |  |
| <b>营业总收入</b>    | <b>21,090</b> | <b>22,059</b> | <b>23,134</b> | <b>24,264</b> |  |
| 减:营业成本          | 19,250        | 19,779        | 20,765        | 21,801        |  |
| 营业税金及附加         | 225           | 236           | 248           | 0             |  |
| 营业费用            | 8             | 9             | 9             | 10            |  |
| 管理费用            | 703           | 882           | 925           | 971           |  |
| 财务费用            | 751           | 1,213         | 1,272         | 1,335         |  |
| 信用减值损失          | -63           | -60           | -57           | -54           |  |
| 加:投资净收益         | 2,012         | 1,207         | 1,328         | 1,460         |  |
| 其他收益            | 21            | 22            | 23            | 24            |  |
| <b>营业利润</b>     | <b>3,921</b>  | <b>3,533</b>  | <b>3,757</b>  | <b>3,998</b>  |  |
| 加:营业外净收支        | -0            | 2             | 2             | 3             |  |
| <b>利润总额</b>     | <b>3,921</b>  | <b>3,535</b>  | <b>3,759</b>  | <b>4,001</b>  |  |
| 减:所得税费用         | 805           | 725           | 771           | 820           |  |
| 少数股东损益          | 712           | 642           | 683           | 727           |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,404</b>  | <b>2,168</b>  | <b>2,306</b>  | <b>2,454</b>  |  |

| 重要财务与估值指标   |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度        | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |  |
| 每股收益(元)     | 0.64  | 0.57   | 0.61  | 0.65  |  |
| 每股净资产(元)    | 7.15  | 7.35   | 7.09  | 7.18  |  |
| ROE(%)      | 9.4%  | 7.9%   | 8.5%  | 9.1%  |  |
| 毛利率(%)      | 18.6% | 16.0%  | 16.2% | 16.5% |  |
| 资产负债率(%)    | 47.6% | 48.3%  | 53.1% | 54.9% |  |
| 收入增长率(%)    | -4.7% | 4.6%   | 4.9%  | 4.9%  |  |
| 归母净利润增长率(%) | -5.9% | -9.8%  | 6.3%  | 6.4%  |  |
| P/E         | 9.70  | 10.75  | 10.11 | 9.50  |  |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 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>