

投资评级 优于大市 维持

18年业绩大幅下滑，19年有望扭亏为盈

股票数据

05月06日收盘价(元) 5.19
52周股价波动(元) 3.78-9.60

股本结构

总股本(百万股) 5469
流通A股(百万股) 4673
B股/H股(百万股) 0/0

相关研究

《受权益市场拖累，上半年业绩下滑33%》2018.08.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-30.1	-41.1	26.0
相对涨幅(%)	-20.9	-36.8	12.5

资料来源: 海通证券研究所

投资要点: 民营控股背景, 机制更为灵活。13年以来公司回归信托主业, 信托规模迅速崛起, 各项排名飞速提升。公司顺应行业发展局势, 积极推进业务创新转型, 努力做大做强主动管理, 信托报酬率同业领先。合理价值区间为 5.16-5.54 元, 维持“优于大市”评级。

- **事件:** 安信信托 2018 年实现营业收入 2 亿元, 同比下滑 96%; 归母净利润亏损 18 亿元, 17 年净利润 37 亿元。19Q1 实现营业收入 5 亿元, 同比-67%; 归母净利润 3 亿元, 同比-70%。截至 2019 年一季度末, 公司总资产 307 亿元, 较年初下滑 3%; 净资产 128 亿元, 较年初增长 7%。
- **“重主动, 轻通道”, 主动管理占比仍维持高位。** 2018 年, 随着去杠杆政策持续推进, 严格限制非标、通道业务, 社融增量持续下滑。尽管行业情况严峻, 但公司一直以来坚持“重主动、轻通道”的战略, 提早布局。截至 18 年末, 公司管理信托资产规模 2337 亿元, 同比+0.5%, 其中主动管理占比 70%, 主动管理占比较 18 年中的 62%略有回升。18 年实现手续费及佣金净收入 15 亿元, 同比-70%; 加权年化信托报酬率 0.65%, 我们推测主动型信托报酬率可能为 0.8%, 被动型信托报酬率 0.3%。19 年一季度实现手续费及佣金收入 1.5 亿元, 同比-92%。
- **顺应国家政策, 布局新产业, 实业投资占比超 50%。** 公司通过不断提升资本实力与质量, 带动信托业务发展, 稳步提升信托主业地位。2018 年信托资金主要投向实业、房地产、基础产业等领域。同时深化业务结构调整, 向生物医药、港口物流等多个行业和领域进行拓展和布局。2018 年公司 52.46% 的信托资产投向于实业领域。
- **固有业务: 受权益市场表现不佳影响, 18 年投资业务亏损较多; 19 年以来市场大幅好转, 投资收益大幅好转。** 2018 年公司实现利息净收入 0.1 亿元, 同比减少 89%; 18 年末发放贷款及垫款余额 148 亿元, 同比+166%, 主要系合并结构化主体。19 年一季度利息净亏损 0.3 亿元, 去年同期利息净收入 0.7 亿元; 18 年投资收益(含公允价值)亏损 13.47 亿元, 17 年盈利 1.87 亿元。主要是由于 18 年度权益市场表现不佳影响, 全年沪深 300 指数累计下跌 25.31%, 创业板指数累计下跌 28.65%。
- **盈利预测及估值。** 我们预计公司 2019/20/21E 实现营业收入 28.24/23.02/24.02 亿元, 同比+1282%/-18%/4%; 实现净利润 17.63/13.02/15.00 亿元, 同比分别扭亏为盈-196%/-26%/+15%; 对应 EPS0.32/0.24/0.27 元。使用可比公司估值法, 我们给予公司 2019 年 16x P/E 和 2.2x P/B, 对应合理价值区间为 5.16-5.54 元, 维持“优于大市”评级。

● **风险提示:** 刚性兑付问题依然难解; 外部环境形势严峻; 监管不断升级。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5592	204.38	2824	2302	2402
(+/-)YoY(%)	7%	-96%	1282%	-18%	4%
净利润(百万元)	3668	-1834	1763	1302	1500
(+/-)YoY(%)	21%	-150%	-196%	-26%	15%
每股净利润(元)	0.67	-0.34	0.32	0.24	0.27
每股净资产(元)	2.96	2.20	2.52	2.61	2.77

资料来源: 公司年报(2017-2018), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

分析师: 孙婷

Tel: (010) 50949926

Email: st9998@htsec.com

证书: S0850515040002

分析师: 何婷

Tel: (021) 23219634

Email: ht10515@htsec.com

证书: S0850516060001

表 1 安信信托盈利预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业总收入	5592	204	2824	2302	2402
利息净收入	126	14	204	156	235
利息收入	498	725	1016	1072	1160
利息支出	372	711	812	916	925
手续费及佣金净收入	5280	1538	1798	1756	1766
手续费及佣金收入	5280	1560	1774	1729	1737
手续费及佣金支出	-	22	24	27	30
投资净收益	785	-85	462	318	328
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	109	108	113	119	125
公允价值变动净收益	-598	-1262	359	72	74
汇兑净收益	-	-	-	-	-
二、营业总成本	891	2866	475	568	404
营业税金及附加	46	18	23	200	20
管理费用	832	693	452	368	384
资产减值损失	13	2156	-	-	-
营业成本	-	-	-	-	-
三、营业利润	4701	-2662	2348	1734	1998
加：营业外收入	179	220	-	-	-
减：营业外支出	5	1	-	-	-
其中：非流动资产处置净损失	-	-	-	-	-
四、利润总额	4874	-2443	2348	1734	1998
减：所得税	1206	-609	585	432	498
五、净利润	3668	-1834	1763	1302	1500
归属于母公司所有者的净利润	3668	-1834	1763	1302	1500
少数股东损益	-	-	-	-	-
六、每股收益 (元)：	0.67	-0.34	0.32	0.24	0.27

资料来源：公司 2017、2018 年财报，海通证券研究所

表 2 安信信托信托业务分部预测 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
手续费及佣金收入：	5280	1560	1798	1756	1766
信托报酬	5244	1566	1778	1734	1743
中间业务收入	36	20	21	22	23
手续费及佣金支出	-	22	24	27	30
手续费支出	-	-	-	-	-
佣金支出	-	-	-	-	-
手续费及佣金净收入	5280	1538	1774	1729	1737
受托资产规模	232551	233678	221994	221994	224214
增速	-1%	0%	-5%	0%	1%
主动管理规模	158135	164182	155396	155396	156950
主动占比	68%	70%	70%	70%	70%
通道管理规模	74416	69496	66598	66598	67264
信托报酬	5244	1566	1778	1734	1743
增速%	19%	-70%	14%	-2%	1%
主动	5020	1357	1598	1554	1562
通道	223	208	180	180	182
信托报酬率	2.2%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
主动	3.4%	0.8%	1.00%	1.00%	1.00%
通道	0.30%	0.30%	0.27%	0.27%	0.27%

资料来源：公司 2017、2018 年财报，海通证券研究所

表 3 安信信托固有业务（利息部分）分部预测（百万元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利息净收入	126	14	204	156	235
利息收入	498	725	1016	1072	1160
存放同业	7	5	1	1	1
发放贷款及垫款	489	718	1014	1072	1159
公司贷款和垫款	489	718	1014	1072	1159
买入返售金融资产	0	0	0	0	0
信托业保障基金	2	718	718	718	718
利息支出	372	711	812	916	925
信托业保障基金	177	228	328	433	442
同业拆借	26	113	113	113	113
结构化主体	169	370	370	370	370
存放同业	7.5	4.7	1.2	0.7	0.7
存放同业款项	2986	616	267	268	273
利息率	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
发放贷款及垫款	489	718	1014	1072	1159
发放贷款及垫款	5554	14770	14214	16409	16708
利息率	10.3%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
信托业保障基金	177	228	328	433	442
信托业保障基金	3180	3300	6216	6340	6467
利息率	6.0%	6.9%	7%	7%	7%

资料来源：公司 2017、2018 年财报，海通证券研究所

表 4 安信信托资产负债表 (百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产					
现金及存放中央银行款项	0	0	0	0	0
存放同业款项	2986	616	267	268	273
结算备付金	3	-	-	-	-
拆出资金	-	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5410	1653	8717	6637	6758
衍生金融资产	-	-	-	-	-
买入返售金融资产	-	-	-	-	-
应收利息	48	196	212	213	217
存出保证金	0	-	-	-	-
发放贷款及垫款	5554	14770	14214	16409	16708
可供出售金融资产	4182	2264	-	-	-
其他债权投资	-	-	2113	2124	2162
持有至到期投资	-	-	-	-	-
应收款项类投资	4739	4530	-	-	-
长期股权投资	1021	1074	1159	1164	1186
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	9	9	10	11	12
在建工程	7	18	20	22	24
无形资产	4	6	7	8	9
长期待摊费用	9	6	6	7	7
递延所得税资产	18	877	964	1061	1167
其他资产	1139	5516	6067	6674	7342
资产总计	25126	31536	33756	34597	35865
负债:					
短期借款	-	-	-	-	-
拆入资金	-	2450	2660	2660	2660
交易性金融负债	921	261	264	266	269
应付职工薪酬	507	262	264	267	270
应交税费	1223	40	43	47	50
预计负债	403	567	500	540	583
其他负债	5880	15236	15540	15851	16168
负债合计	8935	18815	19271	19631	20000
所有者权益(或股东权益):					
实收资本(或股本)	4558	5469	5469	5469	5469
资本公积金	4012	3101	3101	3101	3101
其他综合收益	73	5	5	5	5
盈余公积金	985	985	1110	1202	1309
一般风险准备	720	720	970	1155	1368
未分配利润	5843	1732	3120	3325	3904
外币报表折算差额	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者权益合计	16191	12012	13775	14257	15155
少数股东权益	-	709	709	709	709
所有者权益合计	16191	12721	14485	14966	15865
负债和所有者权益总计	25126	31536	33756	34597	35865

资料来源: 公司 2017、2018 年财报, 海通证券研究所

我们使用可比公司估值法对公司进行估值，目前（截至2019年5月6日）信托公司平均估值为10.9x 2019E PE及1.4x 2019E PB。考虑到公司主动管理规模占比较高，各项经营指标排名居前，我们给予公司高于行业平均估值的估值倍数：

1) 我们给予公司16x 2019E P/E，得出每股价值5.16元；

2) 我们给予公司2.2x 2019E PB，得出每股价值5.54元。

对应合理价值区间为5.16-5.54元，维持“优于大市”评级。

表 5 信托行业可比公司估值 (2019 年 5 月 6 日)

	总市值 (亿元)	最新股价 (元)	PE (倍)			PB(倍)		
			2017	2018	2019E	2017	2018	2019E
陕国投 A	169	4.26	37.37	46.71		1.66	1.62	
经纬纺机	90	12.73	7.49	11.47	8.88	1.17	1.07	
爱建集团	163	10.07	17.45	13.97	11.20	2.05	1.70	1.51
五矿资本	352	9.38	13.21	15.63	10.81	1.12	1.08	
江苏国信	309	8.17	12.19	11.35	8.89	1.51	1.27	1.22
浙江东方	139	15.86	14.42	19.83		1.06	1.50	
中油资本	1,066	11.81	15.54	14.76	12.56	1.49	1.38	
行业平均			18.36	20.37	10.86	1.48	1.43	1.36
安信信托	284	5.19	6.45	-15.49		1.46	2.36	

资料来源：Wind 一致预期，海通证券研究所 *行业平均估值不含安信信托

风险提示：刚性兑付问题依然难解；外部环境形势严峻；监管不断升级。

信息披露

分析师声明

孙婷 银行行业、非银行金融行业
何婷 非银行金融行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 第一创业,中国太保,杭州银行,国金证券,中国人寿,东方财富,光大证券,建设银行,国泰君安,汇丰控股,中国银行,兴业证券,华安证券,中国银河,招商证券,安信信托,中国平安,中国财险,众安在线,中金公司,华泰证券,中信建投,中原证券,东方证券,中国太平,光大银行,南京银行,国元证券,新华保险,农业银行

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。