

信托稳健发展，一季报超预期 买入（维持）

2019 年 03 月 12 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: 公司公告 2018 年业绩快报, 实现 2018 年营业总收入 221.35 亿元, 同比增长 9.56%; 归属于母公司股东净利润 26.26 亿元, 同比增长 20.46%。同时, 公司披露 2019 年第一季度业绩预告, 预计归母净利润同比+136%~158%至 10.5 亿元~11.5 亿元。

投资要点

■ 公司 2018 年业绩符合预期, 信托业绩稳健增长: 江苏信托作为公司主要利润来源, 实现 2018 年收入同比+18.5%至 23.71 亿元 (其中手续费及佣金净收入同比+10.1%至 11.03 亿元, 投资收益同比+28.8%至 12.83 亿元), 净利润同比+21.7%至 19.67 亿元。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。

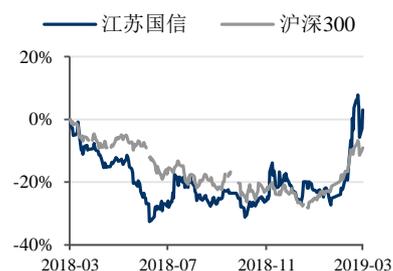
■ 公司 2019 年一季报超预期, 随信托改善有望回暖: 1) 江苏信托成为利安人寿第一大股东, 公司自 2019 年 1 月 30 日起采用权益法确认收入, 预计增加江苏信托 2019 年一季度净利润约 6.9 亿元, 影响归母净利润约 5.6 亿元。剔除此影响后公司一季报盈利约 4.9~5.9 亿元, 同比增长 10%~33%。2) 随着去杠杆节奏放缓, 信托规模持续下行的趋势逐步收敛, 据用益信托网集合类信托月报数据, 2 月集合信托新发规模同比+13%至 1098 亿, 随监管政策环境边际宽松, 公司财富管理团队的组建完成, 信托有望保持增长。

■ 信托行业迎来边际改善, 公司信托+能源双主业有望协同发力: 1) 2018 年下半年资管新规细则出台, 明确适用范围, 去杠杆节奏放缓, 区别对待事务管理类信托, 避免了一刀切, 行业迎来监管边际宽松, 流动性风险压力减轻。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: 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 26.26、31.77 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)	9.83
一年最低/最高价	6.15/10.79
市净率(倍)	1.61
流通 A 股市值(百万元)	5297.90

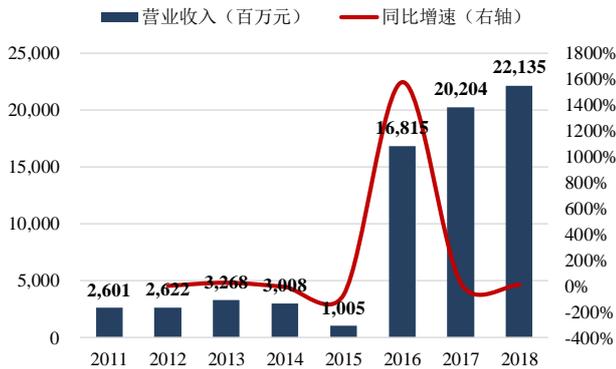
基础数据

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、《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: 2011~2018 年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: 2011~2018 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	8,312	10,062	11,368					
现金	3,579	3,984	4,622	5,454					
应收账款	1,650	2,054	2,243	2,828					
存货	696	887	949	1,218					
其他流动资产	1,879	1,386	2,248	1,868					
非流动资产	38,002	44,928	50,927	58,854					
长期股权投资	7,157	8,835	10,767	13,082					
固定资产	24,431	25,402	28,371	32,741					
在建工程	557	626	727	869					
无形资产	741	845	969	1,119					
其他非流动资产	5,116	9,220	10,092	11,044					
资产总计	45,806	53,240	60,989	70,221					
流动负债	17,161	17,856	21,490	25,558					
短期借款	8,011	9,369	12,119	13,789					
应付账款	1,556	2,689	2,235	3,576					
其他流动负债	7,594	5,797	7,136	8,193					
非流动负债	6,035	5,561	5,740	6,041					
长期借款	4,916	4,441	4,620	4,921					
其他非流动负债	1,120	1,120	1,120	1,120					
负债合计	23,196	23,417	27,230	31,599					
少数股东权益	5,048	5,676	6,435	7,373					
归属母公司股东权益	17,561	24,147	27,324	31,249					
负债和股东权益	45,806	53,240	60,989	70,221					
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	5,379	4,238	7,188					
投资活动现金流	-2,953	-6,991	-5,923	-7,665					
筹资活动现金流	299	2,017	2,322	1,309					
现金净增加额	606	405	638	832					
折旧和摊销	1,673	1,336	1,513	1,788					
资本开支	2,592	1,150	3,201	4,660					
营运资本变动	-969	1,271	-551	1,491					

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	22,136	25,678	30,300					
减:营业成本	16,285	17,623	20,443	24,123					
营业税金及附加	159	188	218	258					
营业费用	1	141	125	87					
管理费用	499	620	719	848					
财务费用	666	789	928	1,094					
资产减值损失	-7	0	0	0					
加:投资净收益	998	1,271	1,589	2,050					
其他收益	0	0	0	0					
营业利润	3,635	4,045	4,833	5,939					
加:营业外净收支	-154	21	86	139					
利润总额	3,482	4,066	4,919	6,078					
减:所得税费用	658	812	983	1,214					
少数股东损益	644	628	759	938					
归属母公司净利润	2,180	2,626	3,177	3,925					
EBIT	4,184	4,634	5,591	6,869					
EBITDA	5,857	5,970	7,104	8,658					
重要财务与估值指标									
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E					
每股收益(元)	0.58	0.70	0.84	1.04					
每股净资产(元)	4.65	6.39	7.23	8.27					
发行在外股份(百万股)	3253	3778	3778	3778					
ROIC(%)	9.8%	9.2%	9.6%	10.4%					
ROE(%)	12.5%	10.9%	11.7%	12.6%					
毛利率(%)	19.4%	20.4%	20.4%	20.4%					
销售净利率(%)	10.8%	11.9%	12.4%	13.0%					
资产负债率(%)	50.6%	44.0%	44.6%	45.0%					
收入增长率(%)	20.2%	9.6%	16.0%	18.0%					
净利润增长率(%)	102.3%	20.5%	21.0%	23.6%					
P/E	17.04	14.14	11.69	9.46					
P/B	2.11	1.54	1.36	1.19					
EV/EBITDA	9.52	9.19	8.20	7.02					

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>

