

# 江苏国信 (002608)

证券研究报告

2017年07月29日

## 凤凰涅槃，信托+火电双轮驱动

### 资产重组提升公司价值

公司于2016年底完成破产重整和重大资产重组。将原有的亏损业务置出，注入国信集团旗下核心资产：江苏信托81.49%的股权和7家火电公司，标的资产的交易价格为210.13亿元；作为江苏省国资旗下核心上市金融平台，未来发展空间可期。

### 信托板块：行业景气度回升，江苏信托经营稳健

**信托行业：**短期内获宽松，将受益于金融机构间资金挤出效应，信托资产规模增长有望维持高位运行，预期行业业绩将好转。截至2017年1季度末信托行业管理的信托资产规模为21.97万亿元，同比增长32.48%，环比增长8.65%，信托资产同比增速自2016年2季度触及历史低点后开始回升；行业营收和净利润也震荡上行。

**江苏信托：**实力雄厚，主要指标位居信托行业中等偏上水平，潜在增长空间广阔。信托业务方面，从信托资产构成来看，2016年底单一资金信托规模达到4221亿元，占比超过90%；2016年信托报酬率仅为0.23%，远低于行业平均水平，我们认为随着公司信托业务持续转型，未来信托资产结构存在进一步优化空间，信托报酬率有望得到提升。固有业务方面，江苏信托拥有大量优质的金融资产，包括持有江苏银行7.73%的股权，具有较强的盈利能力，为公司贡献稳定的投资收益。

上市公司拟通过非公开发行股份方式募集不超过40亿元，对江苏信托进行增资，扩充其资本金。一方面能够支持信托规模增长，满足通道类业务计提风险资本的需求；另一方面，能够提升其可用自有资金规模，将更多的自有资金用于布局潜在收益更高的权益类投资。

### 火电：潜在市场需求旺盛

火电板块资产规模较大，市场占有率高。火电标的的装机容量和发电量在江苏省内市场占有率分别为8.91%和9.82%。电力行业的发展与国家整体经济增长高度正相关，江苏省经济发达，区域内用电需求绝对量大，且从2010年以来区域内用电需求缺口呈扩大趋势，为火电标的发展提供良好的外部环境。

**盈利预测与估值：**我们预计公司2017E、18E、19E的净利润分别28.58亿元、30.29亿元、31.62亿元，同比增长分别为165.27%、5.95%、4.41%，对应EPS分别为0.88元、0.93元、0.97元。我们采用分部估值法对公司进行估值，分部加总得出公司的目标市值为552亿元，对应17E19.3X PE，目标价格为16.96元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**信托行业监管政策趋严；宏观经济下行，区域用电量下滑

### 投资评级

行业	国防军工/船舶制造
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	11.87元
目标价格	16.96元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	3,253.15
流通A股股本(百万股)	537.16
A股总市值(百万元)	38,614.83
流通A股市值(百万元)	6,376.08
每股净资产(元)	4.87
资产负债率(%)	51.14
一年内最高/最低(元)	15.50/10.07

### 作者

<b>王茜</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
<b>罗钻辉</b>	联系人
luozuanhui@tfzq.com	
<b>修佳林</b>	联系人
xiujialin@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,004.87	16,815.00	18,462.87	20,658.10	23,137.07
增长率(%)	(66.59)	1573.36	9.80	11.89	12.00
EBITDA(百万元)	(4,866.59)	6,620.55	6,145.49	6,749.52	7,467.33
净利润(百万元)	(5,450.40)	1,077.56	2,858.42	3,028.57	3,162.12
增长率(%)	201.48	(119.77)	165.27	5.95	4.41
EPS(元/股)	(1.68)	0.33	0.88	0.93	0.97
市盈率(P/E)	(6.89)	34.87	13.14	12.41	11.88
市净率(P/B)	(7.18)	2.43	2.14	1.83	1.58
市销率(P/S)	37.39	2.23	2.04	1.82	1.62
EV/EBITDA	(1.29)	7.91	5.79	8.10	4.42

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

资产重组提升公司价值.....	4
置出亏损业务，恢复持续经营能力.....	4
注入火电+信托资产.....	4
江苏信托：通道业务占比高，投资收益稳定.....	5
行业短期获宽松，规模增长迎来拐点.....	5
江苏信托：通道业务占比高.....	6
固有业务：投资收益稳定.....	8
定增募资不超过 40 亿元，扩充江苏信托净资产.....	9
火电：潜在市场需求旺盛.....	9
盈利预测及投资建议.....	11
分部盈利.....	11
投资建议.....	11

## 图表目录

图 1：交易前后上市公司营收净利变化（单位：亿元）.....	4
图 2：上市公司发行股份购买资产概要.....	4
图 3：交易完成后公司股权结构.....	5
图 4：信托行业短期获宽松，规模跨入“20 万亿”时代（亿元）.....	6
图 5：信托公司营业收入变化趋势.....	6
图 6：信托公司单个季度利润总额及其同比增长速度.....	6
图 7：江苏信托的各项业务指标与行业平均值的对比.....	6
图 8：江苏信托 2012-2016 年经营情况（亿元）.....	7
图 9：江苏信托 2016 年度营业收入构成情况（亿元）.....	7
图 10：江苏信托的管理信托资产规模（2012-2016 年年，亿元）.....	7
图 11：江苏信托的信托报酬率与行业对比情况.....	7
图 12：江苏信托的信托资产投向（2014-2016 年）.....	8
图 13：信托公司实收资本情况（2013-2017 年 Q1，单位：亿元）.....	9
图 14：2010-2015 年江苏省地区用电需求情况（单位：亿千瓦时）.....	10
表 1：政策利好，外部竞争弱化.....	5
表 2：江苏信托与主要上市信托公司经营情况对比（2016 年，单位：亿元）.....	7
表 3：江苏信托自营资产运用与分布表（2014-2016 年，单位：万元）.....	8
表 4：江苏信托旗下优质金融资产（单位：万元）.....	8
表 5：注入的火电板块标的资产的装机容量和发电量在江苏地区所占市场份额情况.....	10
表 6：2014-2016 年七家火电企业经营情况（单位：亿元）.....	10

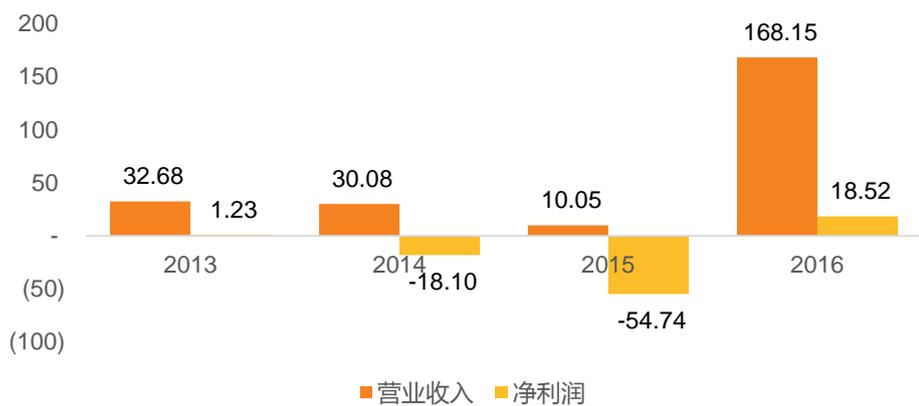
表 7：信托板块可比上市公司的估值情况（单位：亿元） .....	11
表 8：火电板块可比上市公司的估值情况（单位：亿元） .....	11
表 9：江苏国信的可比上市公司估值情况（单位：亿元） .....	12

## 资产重组提升公司价值

### 置出亏损业务，恢复持续经营能力

江苏国信前身是成立于 2003 年的江苏舜天船舶有限公司，2007 年改制为股份有限公司，2011 年公司在深交所上市，在资产重组前公司控股股东是舜天国际，实际控制人为江苏省国资委。受国内船舶行业整体下滑的影响，舜天船舶的经营情况恶化，债务危机加剧。为应对公司所面临的严峻形势，帮助公司走出困境，减轻债务压力，恢复持续经营能力，上市公司决定进行重大资产重组。通过重组程序处置现有低效、亏损资产，并通过处置所得资金及出资人权益调整等补偿手段清偿现有债务，解决公司的债务负担，大股东国信集团以其持有的优质信托以及火电板块资产注入上市公司。

图 1：交易前后上市公司营收净利变化（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 注入火电+信托资产

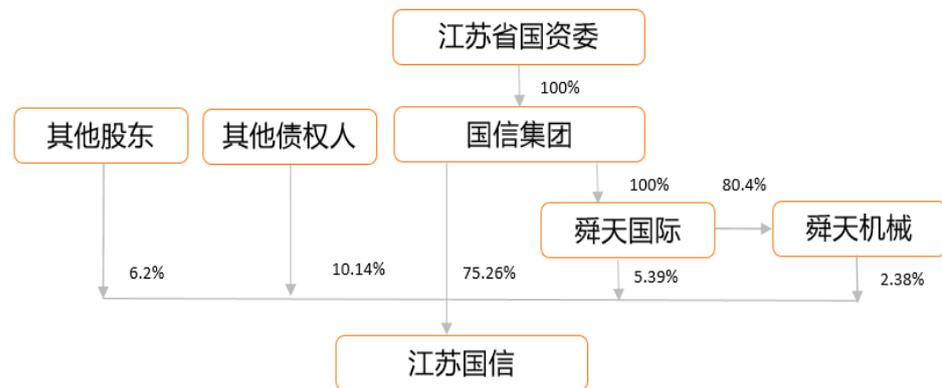
2016 年 12 月 31 日，公司破产重整和重大资产重组均顺利完成交割。重组后，公司持有江苏省国际信托有限责任公司 81.49% 股权、江苏国信靖江发电有限公司 55% 股权、江苏淮阴发电有限责任公司 95% 股权、江苏射阳港发电有限责任公司 100% 股权、江苏新海发电有限公司 89.81% 股权、扬州第二发电有限责任公司 45% 股权、江苏国信扬州发电有限责任公司 90% 股权和江苏国信协联燃气热电有限公司 51% 股权。本次交易标的资产的交易价格以评估值为基础，经交易双方协商确定，标的资产的交易价格为 210.13 亿元，舜天船舶全部以 8.91 元/股发行股份的方式向交易对方支付对价，发行的股票数量合计 23.58 亿股。

图 2：上市公司发行股份购买资产概要

交易对手	国信集团
标的作价	合计 210 亿元
支付方式	100% 股份支付
发行股份价格	8.91 元/股
发行股份数量	23.58 亿股
锁定期	36 个月
标的	江苏信托 81.49% 的股权 新海发电 89.81% 的股权、国信扬电 90% 的股权、射阳港发电 100% 的股权、扬州二电 45% 的股权、国信靖电 55% 的股权、淮阴发电 95% 的股权、协联燃气 51% 的股权

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3: 交易完成后公司股权结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

此次资产重组, 国信集团对相关标的和业务 2016 年-2018 年实现的经审计的净利润做出业务承诺, 经审计的合并报表范围扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润分别不低于 16.56 亿元、17.36 亿元、17.48 亿元。业绩承诺对应的标的公司是 7 家电力和燃气公司以及江苏信托的信托业务, 江苏信托的固有业务的利润不在业绩承诺范围内。

## 江苏信托: 通道业务占比高, 投资收益稳定

### 行业短期获宽松, 规模增长迎来拐点

行业短期获宽松, 规模增长迎来拐点。自 2016 年以来, 一行三会齐头并进, 总体上贯彻中央供给侧改革思路中“去杠杆、降成本”的重点任务。各监管机构不约而同地对各监管条线的资产管理业务加强监管, 如证监会要求券商和基金子公司的资管业务降低杠杆、限制准入、风险资本计提从严等; 银监会规范证券投资信托、银行理财业务、信贷资产收益权转让业务的发展。

表 1: 政策利好, 外部竞争弱化

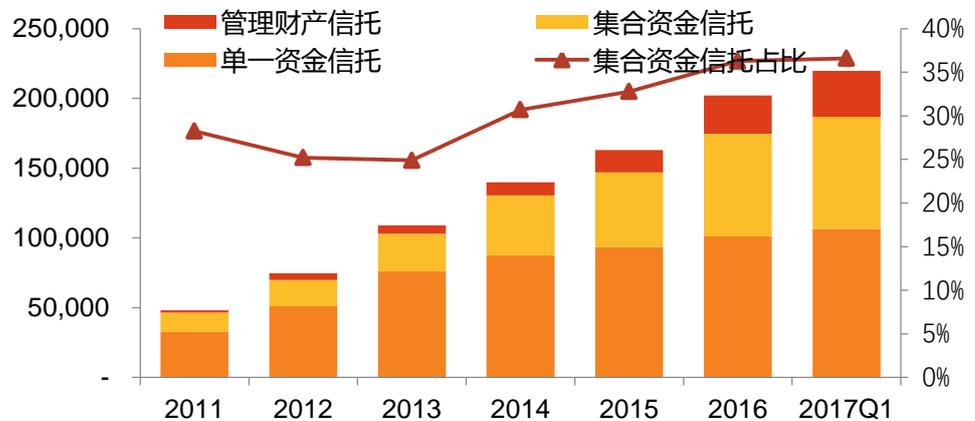
时间	政策	影响
Apr-16	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》	明确信托公司为银行开展信贷资产收益权转让业务的唯一通道
May-16	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线禁止行为细则”》	降低杠杆、不得宣传预期收益率、禁止资金池业务、明确投资顾问, “新老划断”
Jun-16	《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》	规定自 10 月 1 日期实行新的风险控制体系, 资本计提整体从严, 通道费率上升
Jul-16	《商业银行理财业务监督管理办法 (征求意见稿)》	银行理财资金直接或间接投资非标准化债权资产只能走符合监管要求的信托通道
Nov-16	《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》、《证券投资基金管理公司子公司管理规定》	基金子公司通道类业务均需按照要求计提风险资本, 并根据特定资产管理业务全部管理费收入计提风险准备金, 通道类业务费率优势不再
Feb-17	《私募资产管理计划备案管理规范第 4 号》	禁止私募资管计划输血特定城市房地产, 资金回流至房地产信托

资料来源: 天风证券研究所整理

对于信托行业而言, 监管对于其规范时间相对较早, 负面冲击已在过去几年中有较为充分

的反映,因此短期内将受益于金融机构间资金挤出效应,资产规模增长迎来拐点。截止 2017 年 1 季度末,全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 21.97 万亿元(平均每家信托公司 3230.43 亿元),同比增长 32.48%,环比增长 8.65%。信托资产同比增速自 2016 年 2 季度触及历史低点后开始回升,季度平均增幅约 8 个百分点。

图 4: 信托行业短期获宽松, 规模跨入“20 万亿”时代(亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

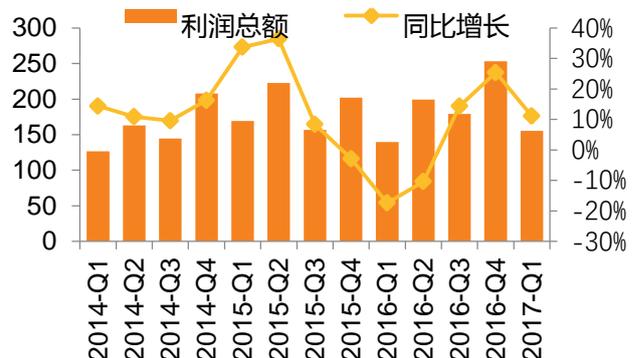
行业营收与净利润震荡上行, 迎来业绩拐点。2017 年一季度信托全行业实现营业收入 261.8 亿元, 同比增长 0.84%, 从单季度同比增长情况来看, 营收在 16Q3 迎来拐点, 实现正增长。净利润方面, 全行业实现净利润 15537 亿元, 同比增长 11.11%, 继续保持增长势头。

图 5: 信托公司营业收入变化趋势



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 信托公司单个季度利润总额及其同比增长速度



资料来源: wind, 天风证券研究所

### 江苏信托: 通道业务占比高

总体而言, 江苏信托的信托资产运用规模、固有资产规模、营业收入、利润总额、注册资本等指标在信托行业中处于中等偏上水平, 人均利润远高于同行业平均指标。

图 7: 江苏信托的各项业务指标与行业平均值的对比

指标	总额 (亿元)	行业平均额 (亿元)	江苏信托 (亿元)
信托资产运用规模	202186.07	2,973.32	4,677.21
固有资产规模	5569.96	81.91	115.28
营业收入	1116.24	16.42	16.00
利润总额	771.82	11.35	13.29
注册资本	2038.16	29.97	26.84
人均净利润	316.1	-	1,601.19

资料来源: wind, 天风证券研究所

表 2: 江苏信托与主要上市信托公司经营情况对比 (2016 年, 单位: 亿元)

	管理信托资产规模	主动管理型信托资产	信托报酬率	营业收入	净利润	ROE
江苏信托	4,677.21	417.08	0.23%	16.00	13.29	14.26%
爱建集团	1,988.50	N/A	1.12%	11.69	10.01	15.28%
安信信托	2,349.52	1,413.66	1.55%	52.46	30.34	41.15%
陕国投 A	2,538.11	1,357.21	0.29%	5.61	2.83	3.70%
经纬纺机	6,829.67	4,820.62	N/A	9.54	27.04	21.08%

资料来源: wind, 天风证券研究所

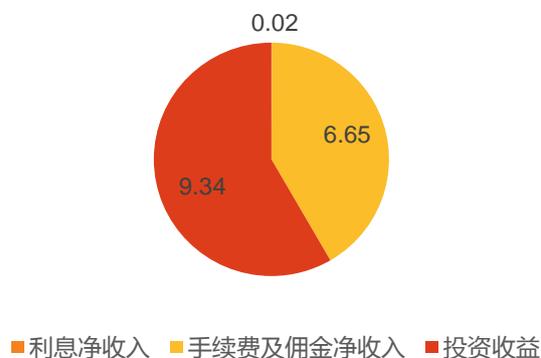
2016 年度, 江苏信托实现营业收入 16 亿元, 同比下滑 2.4%; 净利润 13.29 亿元, 同比下滑 0.8%。从 2016 年收入构成来看, 投资收益达到 9.34 亿元, 占江苏信托总营业收入的比重为 58%; 信托业务的手续费及佣金净收入 6.65 亿元, 占比 42%。总体上而言, 江苏信托在过去四年的经营业绩是稳步上升的, 其中来自于联营企业和合营企业的投资收益为公司贡献稳定收入。

图 8: 江苏信托 2012-2016 年经营情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 9: 江苏信托 2016 年度营业收入构成情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

过去四年江苏信托管理信托资产规模维持高速增长, 通道类业务贡献大。截至 2016 年底, 江苏信托管理信托资产规模达到 4677 亿元, 较 2015 年增长 34%。按照信托资产来源划分, 单一资金信托规模 4221.36 亿元, 占比超过 90%, 反映公司信托业务整体上以通道类业务为主的特征。

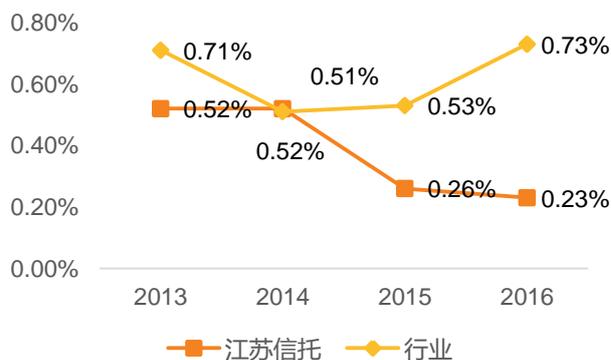
信托报酬率具有较大的提升空间。在过去四年中江苏信托的年均信托报酬率为 0.38%, 整体上是低于行业平均水平 (0.62%), 这主要源于公司的通道类业务占比高。我们认为随着公司信托业务持续转型, 未来信托资产结构存在进一步优化空间, 信托报酬率有望得到提升, 为公司带来丰厚利润。

图 10: 江苏信托的管理信托资产规模 (2012-2016 年年, 亿元)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

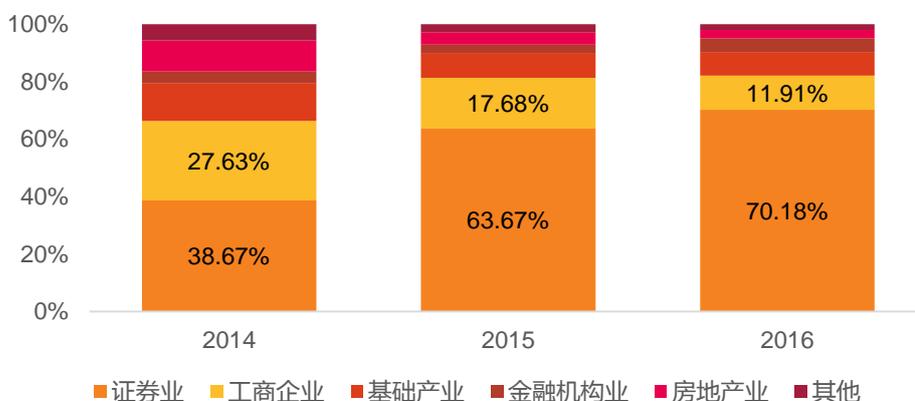
图 11: 江苏信托的信托报酬率与行业对比情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从信托资产分布来看，证券业一直都是江苏信托主要投资方向，且比例逐年上升。截至 2016 年末，江苏信托的信托资产投向中，证券业占比超过 70%，比例高于行业水平（2017 年 Q1 行业比重为 15.39%），对比 2015 年底，上升 6.51 个百分点；信托资产投向工商企业的比例为 11.91%，仅次于证券业的。

图 12：江苏信托的信托资产投向（2014-2016 年）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 固有业务：投资收益稳定

江苏信托的自营业务主要包括股权投资、自营贷款、自营证券、金融产品投资等。截至 2016 年底，江苏信托自营资产规模总计 115.28 亿元，其中长期股权投资部分占比达到 56.30%，这当中有大量优质的金融资产，包括持有江苏银行 7.73% 的股权，是其第一大股东。这些金融资产具有较强的盈利能力，有望持续为上市公司贡献稳定的投资收益。

表 3：江苏信托自营资产运用与分布表（2014-2016 年，单位：万元）

	2014 年 12 月 31 日		2015 年 12 月 31 日		2016 年 12 月 31 日	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
货币资产	2,228	0.27%	10,568	1.16%	16,445	1.43%
贷款及应收款	160	0.02%	76,095	8.36%	60,426	5.24%
可供出售金融资产	38,262	4.62%	94,102	10.34%	380,846	33.04%
持有至到期投资	143,400	17.31%	127,570	14.02%	24,817	2.15%
长期股权投资	622,142	75.08%	580,573	63.79%	649,023	56.30%
其他	22,468	2.71%	21,268	2.34%	21,277	1.85%
资产总计	828,661	100%	910,175	100%	1,152,835	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：江苏信托旗下优质金融资产（单位：万元）

被投资单位名称	持股比例	账面价值	评估价值
江苏省国信信用担保有限公司	5.41%	4,000.00	4,321.63
南通黄海投资发展股份有限公司	1.17%	500	500
高投名力成长创业投资有限公司	19.67%	7,200.00	8,339.99
常州国信现代创业投资中心（有限合伙）	28.37%	346.05	346.05
江苏国投衡盈创业投资中心（有限合伙）	19.99%	18,282.83	18,282.83
利安人寿保险股份有限公司	4.98%	16,891.35	25,344.00
江苏南通农村商业银行股份有限公司	0.90%	1,000.00	2,470.00

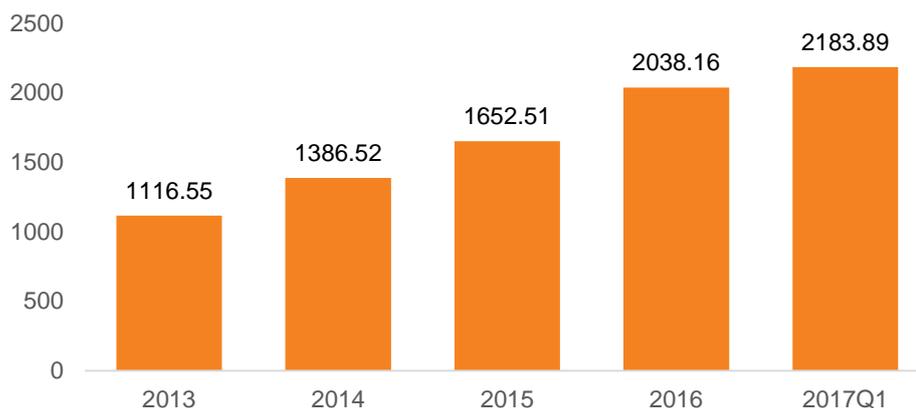
江苏扬州农村商业银行股份有限公司	1.63%	763	2,947.53
江苏紫金农村商业银行股份有限公司	1.00%	5,200.00	5,821.20
江苏丹阳保得村镇银行有限责任公司	10.00%	1,800.00	4,482.00
江苏如皋农村商业银行股份有限公司	3.32%	4,000.00	14,882.40
江苏海门农村商业银行股份有限公司	6.67%	8,000.00	21,720.00
阜宁民生村镇银行股份有限公司	10.00%	1,000.00	2,856.00
江苏民丰农村商业银行股份有限公司	6.00%	9,000.00	20,232.00
江苏银行股份有限公司	8.76%	580,572.94	583,310.00
合计		658,556.17	715,855.63

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 定增募资不超过 40 亿元，扩充江苏信托净资本

在信托行业转型升级，信托公司净资本约束日益增强的背景下，信托公司掀起了增资扩股潮。根据中国信托业协会的信息，信托公司实收资金呈持续增长趋势，截至 2016 年末，我国信托公司实收资本为 2038.16 亿元，同比增长 23.34%。2016 年以来，业内先后有 20 家信托公司完成增资。随着行业内信托公司频繁进行增资扩股，信托行业的市场竞争不断加剧。激烈的市场竞争和复杂的市场环境将对信托公司资本金提出更高的要求。

图 13：信托公司实收资本情况（2013-2017 年 Q1，单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

募资不超过 40 亿元，扩充江苏信托净资本。公司拟向不超过 10 名特定对象非公开发行股票，募集不超过 40 亿元对其子公司江苏信托进行增资。增资完成后，上市公司持有江苏信托的股权比例保持不变，仍为 81.49%，另外的持股方也同比增资。募集资金将全部用于补充净资本：支撑信托规模增长，满足通道业务计提风险资本的需求；提升江苏信托的可用自有资金规模，将更多的自有资金用于布局潜在收益更高的权益类投资。按照再融资新政，公司本次股票发行价格将不低于定价基准日（发行期首日）前 20 个交易日均价的 90%，同时发行股份不超过 6.5 亿股，低于发行前总股本的 20%。

### 火电：潜在市场需求旺盛

公司通过资产重组将江苏国信集团旗下七家火电注入上市公司中，这七家火电公司规模较大，市场占有率较高。2016 年公司电力板块所属电厂装机容量 904.5 万千瓦，同比增长 4%；全年发电量 466.79 亿千瓦时，同比增长 19%；火电标的的装机容量和发电量在江苏省内市场占有率分别为 8.91%和 9.82%。

表 5：注入的火电板块标的资产的装机容量和发电量在江苏地区所占市场份额情况

项目	2013	2014	2015	2016
火电板块标的资产装机容量（万千瓦）	652	652	868	904.5
江苏地区装机容量（万千瓦）	8,185	8,583	9,528	10148.13
装机容量占比	7.97%	7.60%	9.11%	8.91%
火电板块标的资产发电量（亿千瓦时）	354.25	330.68	393.33	466.79
江苏地区发电量（亿千瓦时）	4,404.94	4,347.82	4,425.96	4753.67
发电量市场份额	8.04%	7.61%	8.89%	9.82%

资料来源：公司公告，江苏省经济和信息化委员会官网，天风证券研究所

从经营业绩角度看，七家火电企业合计贡献营业收入达 161.21 亿元，同比增长 16.16%，占营业总收入的比重为 95.87%；国信扬电、新海发电和淮阴发电的营收位列前三，分别为 38.2 亿元、35.36 亿元和 22.94 亿元。在净利润方面，新海发电、国信扬电、扬州二电分别以 4.54 亿元、4.41 亿元和 4.29 亿元位列前三。受营业成本较上年同期上升 26.95% 影响，公司火电板块整体毛利率较去年同期下滑 6.33%。

表 6：2014-2016 年七家火电企业经营情况（单位：亿元）

	2014		2015		2016	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
协联燃气	-	-0.03	12.30	1.89	21.73	2.76
淮阴发电	24.52	1.29	24.33	1.58	22.94	0.95
国信靖电	2.12	-3.96	18.25	2.28	20.31	1.69
扬州二电	23.18	5.34	20.67	6.59	19.56	4.29
射阳港发电	22.56	3.19	23.26	4.84	21.08	2.96
国信扬电	26.38	5.03	30.74	5.12	38.20	4.41
新海发电	37.12	2.40	28.91	4.32	35.36	4.54

资料来源：wind，天风证券研究所

电力行业的发展与国家整体经济增长水平高度正相关。江苏省经济发达，区域内用电需求绝对量大，为火电发展提供了良好的外部环境。从发电量、用电量的绝对值来看，从 2010 起，江苏省地区均保持稳定的增长，截止 2015 年底，区域内用电量为 5114.7 亿千瓦时，同比增长 2%，高于全社会（0.5%）的水平。我们假设地区用电需求的缺口等于区域内年度用电量减去发电量，得出自 2010 年以来江苏省区域内用电需求缺口呈扩大趋势，截止 2015 年底达到 753.95 亿千瓦时。注入上市公司的火电标的资产普遍位于江苏省电力负荷中心，从而能保证了较高的利用小时数和上网电量。

图 14：2010-2015 年江苏省地区用电需求情况（单位：亿千瓦时）



资料来源：wind，天风证券研究所，用电需求缺口=用电量-发电量

## 盈利预测及投资建议

### 分部盈利

公司通过重大资产重组，将江苏国信集团旗下优质金融资产-江苏信托和火电资产注入上市公司，未来公司将实现金融+火电的双主业运营，提升盈利能力。我们预计公司 2017E、18E、19E 的营业收入分别为 184.63 亿元、206.58 亿元、231.37 亿元，同比增长分别为 9.8%、11.89%、12%，净利润分别 28.58 亿元、30.29 亿元、31.62 亿元，同比增长分别为 165.27%、5.95%、4.41%。江苏信托方面，我们预计在 2017E、18E、19E 归母净利润分别为 11.77、12.80、13.59 亿元；火电板块方面，我们预计在 2017E、18E、19E 的归母净利润分别为 16.82 亿元、17.49 亿元和 18.03 亿元。

### 投资建议

考虑到上市公司的火电板块和江苏信托之间的差异性，我们采用分部估值的方法对公司进行估值。

江苏信托：考虑江苏信托的信托资产结构和固有业务经营情况，信托板块我们选取三家可比上市信托公司（安信信托、陕国投 A、经纬纺机）的平均估值 24 倍 PE 作为参考，我们给予上市公司的信托资产 282.41 亿元的估值。

表 7：信托板块可比上市公司的估值情况（单位：亿元）

公司代码	公司名称	净利润	净资产	ROE (%)	PE	PB
600816.SH	安信信托	30.34	137.18	41.15	18.99	4.84
000563.SZ	陕国投 A	5.15	77.28	6.79	33.14	2.14
000666.SZ	经纬纺机	22.01	67.22	8.65	19.74	2.16
平均		19.17	93.90	18.86	23.96	3.05

资料来源：wind，天风证券研究所，净利润、净资产为 2016 年经营数据；PE、PB 截至 2017 年 7 月 17 日

火电板块：考虑上市公司旗下火电资产经营情况，且均位于经济发达地区，我们选取 A 股四家主要的电力公司（深圳能源、福能股份、建投能源、皖能电力）的平均 16 倍 PE 作为参考，我们给予上市公司火电板块整体估值为 269 亿元。

表 8：火电板块可比上市公司的估值情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	净利润	净资产	ROE (%)	PE	PB
000027.SZ	深圳能源	14.07	216.08	6.02	20.99	1.22
600483.SH	福能股份	10.70	99.83	10.77	14.36	1.46
000543.SZ	皖能电力	12.18	110.18	8.83	19.92	0.89
000600.SZ	建投能源	19.45	112.29	13.41	18.89	1.73
平均		14.10	134.59	9.76	18.54	1.32

资料来源：wind，天风证券研究所，净利润、净资产为 2016 年经营数据；PE、PB 截至 2017 年 7 月 17 日

综上，我们分部加总得出江苏国信的目标市值为 552 亿元，对应 17E 19.3X PE，目标价格为 16.96 元/股，对应当前股价尚有 43%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 9：江苏国信的可比上市公司估值情况（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	净资产	净利润	PE	PB
600705.SH	中航资本	511.6506	222.37	29.88	22.18	2.25
000987.SZ	越秀金控	267.5268	124.77	9.07	36.11	2.14
600390.SH	五矿资本	480.1685	141.60	19.54	24.62	1.61
600643.SH	爱建集团	215.2835	63.83	6.20	33.97	3.30
600120.SH	浙江东方	164.9903	64.07	6.92	22.14	1.81
000415.SZ	渤海金控	406.3230	311.48	28.41	16.50	1.31
行业平均					25.92	2.07

资料来源：wind，天风证券研究所，净利润、净资产为 2016 年经营数据；PE、PB 截至 2017 年 7 月 17 日

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	284.33	2,978.66	4,341.91	1,652.65	8,895.05
应收账款	345.62	2,285.40	603.46	17,205.73	2,740.56
预付账款	7.98	132.06	4,296.29	1,573.36	1,513.95
存货	716.77	767.16	0.00	0.00	0.00
其他	38.64	174.37	227.98	134.35	183.02
<b>流动资产合计</b>	<b>1,393.34</b>	<b>6,337.66</b>	<b>9,469.63</b>	<b>20,566.10</b>	<b>13,332.58</b>
长期股权投资	0.00	6,498.52	6,498.52	6,498.52	6,498.52
固定资产	1,503.87	23,085.32	23,775.74	24,150.01	24,321.60
在建工程	0.00	1,953.99	1,208.39	773.04	493.82
无形资产	84.96	647.92	613.78	579.63	545.48
其他	144.30	4,719.85	4,472.37	4,487.27	4,554.68
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,733.13</b>	<b>36,905.60</b>	<b>36,568.79</b>	<b>36,488.46</b>	<b>36,414.11</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,126.47</b>	<b>43,243.26</b>	<b>46,038.42</b>	<b>57,054.56</b>	<b>49,746.69</b>
短期借款	1,320.41	5,674.00	0.00	12,524.74	0.00
应付账款	595.97	5,434.73	4,799.17	7,932.44	3,796.20
其他	4,203.42	3,512.64	16,958.55	5,593.18	13,727.31
<b>流动负债合计</b>	<b>6,119.80</b>	<b>14,621.37</b>	<b>21,757.72</b>	<b>26,050.36</b>	<b>17,523.51</b>
长期借款	640.54	6,778.91	0.00	2,962.35	0.00
应付债券	780.00	0.00	518.81	432.94	317.25
其他	841.47	1,625.62	1,039.52	1,168.87	1,278.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,262.01</b>	<b>8,404.53</b>	<b>1,558.34</b>	<b>4,564.16</b>	<b>1,595.26</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,381.80</b>	<b>23,025.90</b>	<b>23,316.05</b>	<b>30,614.52</b>	<b>19,118.77</b>
少数股东权益	(21.08)	4,736.88	5,183.27	5,872.36	6,898.13
股本	374.85	3,253.15	3,253.15	3,253.15	3,253.15
资本公积	519.93	13,107.14	13,107.14	13,107.14	13,107.14
留存收益	(5,612.40)	11,427.54	14,285.96	17,314.53	20,476.65
其他	(516.64)	(12,307.34)	(13,107.14)	(13,107.14)	(13,107.14)
<b>股东权益合计</b>	<b>(5,255.34)</b>	<b>20,217.36</b>	<b>22,722.37</b>	<b>26,440.03</b>	<b>30,627.92</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,126.47</b>	<b>43,243.26</b>	<b>46,038.42</b>	<b>57,054.56</b>	<b>49,746.69</b>

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	(5,473.85)	1,852.32	2,858.42	3,028.57	3,162.12
折旧摊销	200.62	1,738.91	149.63	175.41	191.88
财务费用	433.77	798.36	889.05	889.05	889.05
投资损失	0.00	(932.08)	(932.08)	(932.08)	(932.08)
营运资金变动	1,320.10	620.89	12,045.36	(22,214.83)	18,275.37
其它	3,286.24	1,109.10	469.88	700.77	1,049.08
<b>经营活动现金流</b>	<b>(233.12)</b>	<b>5,187.51</b>	<b>15,480.26</b>	<b>(18,353.11)</b>	<b>22,635.42</b>
资本支出	(1,098.56)	31,551.19	646.10	(49.35)	(59.13)
长期投资	0.00	6,498.52	0.00	0.00	0.00
其他	1,065.43	(41,122.48)	225.98	901.43	941.22
<b>投资活动现金流</b>	<b>(33.13)</b>	<b>(3,072.78)</b>	<b>872.08</b>	<b>852.08</b>	<b>882.08</b>
债权融资	3,465.95	14,884.67	1,637.74	17,345.26	1,975.89
股权融资	(400.18)	15,428.96	(1,662.67)	(857.90)	(851.27)
其他	(3,195.20)	(32,879.60)	(14,964.17)	(1,675.59)	(17,399.72)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(129.44)</b>	<b>(2,565.97)</b>	<b>(14,989.10)</b>	<b>14,811.77</b>	<b>(16,275.10)</b>
汇率变动影响	0.00	0.14	0.05	0.06	0.08
<b>现金净增加额</b>	<b>(395.68)</b>	<b>(451.10)</b>	<b>1,363.29</b>	<b>(2,689.20)</b>	<b>7,242.48</b>

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,004.87</b>	<b>16,815.00</b>	<b>18,462.87</b>	<b>20,658.10</b>	<b>23,137.07</b>
营业成本	1,319.25	12,055.82	12,924.01	14,460.67	16,195.95
营业税金及附加	1.40	186.04	79.03	115.24	161.36
营业费用	12.89	3.29	0.00	0.00	0.00
管理费用	101.45	594.65	371.10	415.23	416.47
财务费用	414.51	889.05	889.05	889.05	889.05
资产减值损失	4,587.02	24.52	25.00	25.00	20.00
公允价值变动收益	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	932.22	932.13	932.14	932.16
其他	(0.64)	(1,856.76)	(1,864.26)	(1,864.29)	(1,864.33)
<b>营业利润</b>	<b>(5,431.33)</b>	<b>3,986.17</b>	<b>5,106.81</b>	<b>5,685.06</b>	<b>6,386.41</b>
营业外收入	170.49	47.25	75.70	97.82	97.82
营业外支出	187.11	1,260.47	200.00	200.00	180.00
<b>利润总额</b>	<b>(5,447.95)</b>	<b>2,772.95</b>	<b>4,982.51</b>	<b>5,582.87</b>	<b>6,304.22</b>
所得税	25.90	920.63	1,654.21	1,853.53	2,093.02
<b>净利润</b>	<b>(5,473.85)</b>	<b>1,852.32</b>	<b>3,328.30</b>	<b>3,729.34</b>	<b>4,211.20</b>
少数股东损益	(23.45)	774.76	469.88	700.77	1,049.08
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(5,450.40)</b>	<b>1,077.56</b>	<b>2,858.42</b>	<b>3,028.57</b>	<b>3,162.12</b>
每股收益(元)	(1.68)	0.33	0.88	0.93	0.97

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-66.59%	1573.36%	9.80%	11.89%	12.00%
营业利润	224.00%	-173.39%	28.11%	11.32%	12.34%
归属于母公司净利润	201.48%	-119.77%	165.27%	5.95%	4.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-31.29%	28.30%	30.00%	30.00%	30.00%
净利率	-542.40%	6.41%	15.48%	14.66%	13.67%
ROE	104.13%	6.96%	16.30%	14.72%	13.33%
ROIC	-248.36%	-146.83%	14.62%	28.25%	12.91%

偿债能力	2015	2016	2017E	2018E	2019E
资产负债率	268.09%	53.25%	50.64%	53.66%	38.43%
净负债率	-84.63%	22.91%	22.72%	65.57%	37.93%
流动比率	0.23	0.43	0.44	0.79	0.76
速动比率	0.11	0.38	0.44	0.79	0.76
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	0.82	12.78	12.78	2.32	2.32
存货周转率	0.64	22.66	48.13	#DIV/0!	#DIV/0!
总资产周转率	0.16	0.73	0.41	0.40	0.43
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	-1.68	0.33	0.88	0.93	0.97
每股经营现金流	-0.07	1.59	4.76	-5.64	6.96
每股净资产	-1.61	4.76	5.39	6.32	7.29
<b>估值比率</b>					
市盈率	-6.89	34.87	13.14	12.41	11.88
市净率	-7.18	2.43	2.14	1.83	1.58
EV/EBITDA	-1.29	7.91	5.79	8.10	4.42
EV/EBIT	-1.26	10.73	5.93	8.31	4.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com