

审慎推荐-A (首次)

陕国投 A 000563.SZ

目标估值: 无
当前股价: 11.10 元
2011 年 7 月 12 日

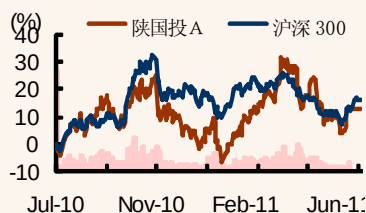
大股东易主，发展或将提速

基础数据

上证综指	2803
总股本(万股)	35841
已上市流通股(万股)	35841
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	18.1%
主要股东	陕西省高速公路建设
主要股东持股比例	44.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	7	17
相对表现	-2	9	-4



相关报告

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

- **净资本管理办法催生信托公司融资需求。**银监会颁布信托公司净资本管理办法，使信托公司的杠杆扩张受到限制，业内的中融信托、平安信托等到 2011 年末都面临资本缺口。而陕国投近两年信托资产规模的复合增速达到 104%，预计 2011 年仍将保持在 40% 以上，依靠公司自身千万级别的利润积累不足以支持信托资产规模的扩张，融资势在必行。此次融资 21 亿元之后，公司净资产将增长近 3 倍，未来 5 年内增长的资本瓶颈得到解决。
- **大股东变更或将把陕国投带入赶超式发展的新阶段。**目前陕西省内的信托公司有西安信托、西部信托和陕国投三家，从信托资产规模和盈利能力来看，陕国投在三家公司中处于劣势，信托资产规模 204 亿元，大幅低于西安信托 801 亿元的规模，虽然高于西部信托 65 亿元的信托资产，而净利润在三家公司中最低。虽然具有上市平台的优势，但陕国投在近两年的信托业快速发展中显得乏力。目前公司辗转完成实业的清理，而信托公司当前盈利能力也处于高位，公司充实资本并引入新股东，有望进入赶超式发展的新阶段。
- **陕煤化集团对陕国投的支持在于资本注入和煤矿产业的信托展业机会。**陕煤化集团控股开源证券和长安期货经纪公司，同时持有长安银行 20% 的股权，我们认为短期这些金融资源注入上市公司的可能性并不太大，集团下已经有 *ST 建机的上市公司平台，如果旗下金融资产要上市并不需要重新收购融资平台；此外陕国投自身也有西部证券、永安财险等部分股权，过多金融资产的注入可能使公司业务混杂，疲于管理，不利于聚焦信托主业的发展。但未来不排除在陕煤化集团战略版图上金融资源整合的可能性。
- **增发后公司总股本增加至 5.78 亿股，对 EPS 的摊薄程度在 30% 左右，不考虑增发 2011-12 年 EPS 为 0.34 元和 0.26 元，摊薄后为 0.21 和 0.16 元，对应摊薄前 PE32 倍，估值基本合理，若不考虑后续资产注入的可能性，而注入资本产生效应需要时间，摊薄后的 52 倍的 PE 估值需要靠业绩增长来化解，给予审慎推荐评级。**
- **风险因素：**信托监管政策变化

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	238	220	291	277	347
同比增长	7.07%	-7.46%	32.02%	-4.56%	4.74%
营业利润(百万元)	54	106	156	137	171
同比增长	88%	98%	46.57%	-11.96%	11%
净利润(百万元)	44	82	121	94	118
同比增长	-36%	87%	48.89%	-22.50%	10%
每股收益(元)	0.12	0.23	0.34	0.26	0.33
PE	91.13	48.81	32.78	42.30	33.84
PB	6.67	5.36	4.87	4.43	4.02

资料来源：招商证券

事件:

陕国投发布公告,拟向陕煤化集团、西安投资控股非公开发行不超过 2.2 亿股,其中陕煤化将认购 2 亿股,占发行后公司总股本的 34.58%,取代陕高速成为公司第一大股东,但公司的实际控制人仍为陕西国资委。

发行价格为不低于前 20 个交易日均价的 90%,为 9.65 元。陕煤化将出资 19.3 亿元认购股份。

点评:

1. 融资为后续发展铺平道路

陕国投是国内目前拥有信托牌照的 56 家企业之一。2010 年底公司信托资产规模 205 亿元,固有投资 2 亿元,信托主业发展呈现出良好的态势,公司共实现信托业务营业收入 8.7 亿元,实现信托利润 7 亿元,受益人平均收益率为 5.08%。公司自身实现净利润 0.8 亿元, EPS0.23 元。2011 年一季度实现净利润 0.6 亿元,同比增长 280%,主要系公司完成了子公司鸿业地产的股权清理实现非流动资产处置损益 0.56 亿元。鸿业地产的股权接收方为公司的第一大股东山西高速集团。实业清理完成后,公司符合了银监会对于信托公司的监管要求。

净资本管理办法催生信托公司融资需求。银监会颁布信托公司净资本管理办法,使信托公司的杠杆扩张受到限制,业内的中融信托、平安信托等到 2011 年末都面临资本缺口。而陕国投近两年信托资产规模的复合增速达到 104%,预计 2011 年仍将保持在 40%以上,依靠公司自身千万级别的利润积累不足以支持信托资产规模的扩张,融资势在必行。公司年末净资产 7.35 亿元,管理资产 205 亿元,如果按照华润和中融 3%左右的风险系数测算,公司的风险资本 6.12 亿元,预计和净资本非常接近。此次融资 21 亿元之后,公司净资产将增长近 3 倍,未来 5 年内增长的资本瓶颈得到解决。

表1: 2010年陕国投管理资产结构-按管理类型

百万	主动管理信托资产			被动管理信托资产		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
证券投资类	106	1333	5398	598	2853	2127
股权投资类	0	0	491	0	3092	3090
融资类	1289	2731	7994	2756	991	545
事务管理类	0	645	642	172	773	181
合计	1395	4709	14525	3525	7709	5943

资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

表2: 2010年陕国投管理资产结构-按委托人

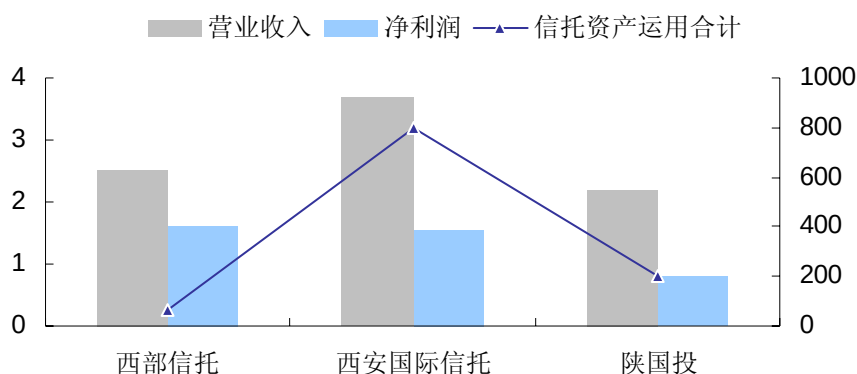
单位: 万元	2008	2009	2010	2008	2009	2010
集合信托产品	31094	195930	643727	6.3%	15.8%	31.5%
单一信托资产	443767	959632	1371017	90.2%	77.3%	67.0%
财产权资产	17208	86221	32037	3.5%	6.9%	1.6%
合计	492070	1241784	2046780	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司报表, 招商证券研发中心

2. 陕煤化集团入主或改变公司发展路径

大股东变更或将把陕国投带入赶超式发展的新阶段。目前陕西省内的信托公司有西安信托、西部信托和陕国投三家，从信托资产规模和盈利能力来看，陕国投在三家公司中处于劣势，信托资产规模 204 亿元，大幅低于西安信托 801 亿元的规模，虽然高于西部信托 65 亿元的信托资产，而净利润在三家公司中最低。虽然具有上市平台的优势，但陕国投在近两年的信托业快速发展中显得乏力。目前公司辗转完成实业的清理，而信托公司当前盈利能力也处于高位，公司充实资本并引入新股东，有望进入赶超式发展的新阶段。

图 1: 陕西省三家信托公司 2010 年财务数据比较 (单位: 亿)



资料来源: WIND, 公司报告

陕煤化集团 2010 年总资产 1344 亿元，净利润 87 亿元，以煤炭开采、煤炭转化为主的能源化工为主业，形成以煤炭开发为基础、以煤化工为主导、多元发展的特大型能源化工企业。陕煤化集团金融业务板块已涵盖证券、银行、保险以及期货板块，拟通过参与陕国投本次非公开发行，成为其第一大股东，扩大金融业务板块版图，在产融结合的进程中又推进了一大步。产融结合使得陕煤化集团的产业板块与金融板块业务相互依存，相互驱动，利用产业的资源和品牌优势支持金融的发展，并以金融资本为后盾推动产业资本的发展，从而使得公司通过产业与金融产生的协同效益获取竞争优势。

表 3: 陕煤化集团持有的金融资源

单位名称	直接持股比例	注册资本 (万元)	经营范围
开源证券有限责任公司	90.50%	50,000	证券经纪、证券投资咨询等
陕西省长安期货经纪有限公司	0.00% (注:1)	3,000	商品金融期货经济业务等
幸福人寿保险股份有限公司	8.02%	115,900	人寿保险、健康保险等各类人身保险业务等
长安银行股份有限公司	20.00%	300,000	吸收公众存款; 发放短期、中期及长期贷款; 办理国内外结算等

注 1: 陕煤化集团通过下属全资子公司黄陵矿业集团有限责任公司以及控股子公司开源证券有限责任公司分别间接持有陕西省长安期货经纪有限公司 60%及 40%的股权

资料来源: 公司公告, 公司报告

陕煤化集团对陕国投的支持在于资本注入和煤矿产业的信托展业机会。控股开源证券和长安期货经纪公司，同时持有长安银行 20%的股权，我们认为短期这些金融资源注入上市公司的可能性并不太大，集团下已经有*ST 建机的上市公司平台，如果旗下金融资

产要上市并不需要重新收购融资平台；此外陕国投自身也有西部证券、永安财险等部分股权，过多金融资产的注入可能使公司业务混杂，疲于管理，不利于聚焦信托主业的发展。但未来不排除在陕煤化集团战略版图上金融资源整合的可能性。

3. 陕煤化集团入主或改变公司发展路径

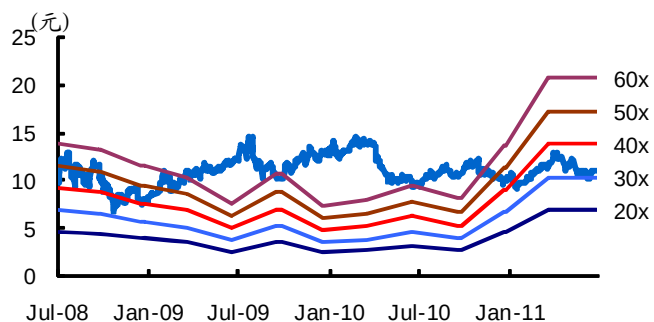
增发后公司总股本增加至 5.78 亿股，对 EPS 的摊薄程度在 30%左右，2011 年一季度公司实现清理房地产的一次性收益 0.56 亿元，对业绩有较大的增幅，不考虑增发 2011-12 年 EPS 为 0.34 元和 0.26 元，摊薄后为 0.21 和 0.16 元，对应摊薄前 PE32 倍，估值基本合理，若不考虑后续资产注入的可能性，而注入资本产生效应需要时间，摊薄后的 52 倍的 PE 估值需要靠业绩增长来化解，给予审慎推荐评级。

表4：预测利润表

百万	2009	2010	2011E	2012E
一、营业收入	237.91	220.17	290.67	277.40
利息净收入	15.26	6.80	8.91	11.33
利息收入	15.54	7.55	9.89	12.56
利息支出	0.27	0.76	0.98	1.24
手续费及佣金净收入	49.10	69.00	96.97	142.92
手续费及佣金收入	56.85	78.10	109.75	159.79
手续费及佣金支出	7.74	9.10	12.78	16.87
投资收益	35.38	66.70	71.93	77.58
公允价值变动收益	0.40	-4.42	-4.20	-3.99
其他业务收入	11.77	40.96	45.06	49.57
二、营业支出	184.22	113.95	134.98	140.33
营业税金及附加	24.41	11.97	15.75	18.11
业务及管理费	52.93	60.26	72.31	83.16
财务费用	5.69	1.06	1.33	1.50
资产减值损失	-3.16	-0.64	-0.65	-0.67
其他业务成本	6.45	27.45	32.39	38.23
三、营业利润	53.69	106.22	155.70	137.08
加：营业外收入	3.03	0.02	0.02	0.02
减：营业外支出	0.29	0.88	0.97	1.06
四、利润总额	56.44	105.36	154.75	136.03
减：所得税费用	12.79	23.84	33.38	41.97
五、净利润	43.65	81.52	121.37	94.06
归属于母公司所有者的净利润	43.65	81.52	121.37	94.06
六、每股收益				
（一）基本每股收益	0.12	0.23	0.34	0.26
摊薄后	0.12	0.23	0.21	0.16

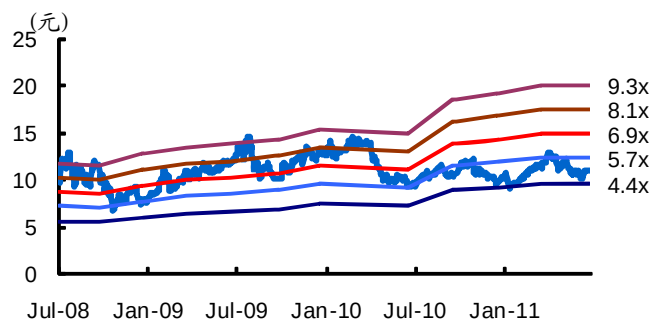
资料来源：招商证券研发中心

图 2: 陕国投 A 历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

图 3: 陕国投 A 历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger (03年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年度第二名, 2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名, 2008年第三名, 2007年度第二名。金融时报(FINANCIAL TIMES)2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业2010年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008年7月加入招商证券, 从事金融行业研究, 2010年获得新财富非银行金融第二(团队)

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 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。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。