

目 录

六年二十倍，行业井喷增长势头难阻.....	4
信托行业发展环境：功能错位与回归下的高速发展	4
经济发展与居民财富积累导致信托行业需求空间巨大。	7
紧缩货币政策，加息环境下有利于信托行业发展	9
强大股东背景奠定中信信托行业核心竞争力	10
守得云开见月明：历经四载	10
中信信托：快速增长，行业龙头	11
强大股东背景奠定中信信托行业核心竞争力	16
估值与投资建议：多项业务提升公司估值	18
信托业务：行业高成长确保 20XPE 底限	18
泰康人寿：行业领先投资能力，上市预期提升估值	19
广发银行：信托产品代持，仍有不确定性	20
投资建议	20
风险提示	20

图表目录

图 1:	行业信托资产 6 年 20 倍增长	6
图 2:	行业过去六年净利润复合增速 60%	6
图 3:	中国私人可投资资产增长情况 (单位: 万亿元)	7
图 4:	全球高净值客户人数前十国家—中国增速全球第二	8
图 5:	高净值人群对投资多样性的选择—信托产品需求高	8
图 6:	资产规模与资产配置—资产配置多元化	9
图 7:	升息周期中信托资产增速加快	10
图 8:	安信信托换股方案	11
图 9:	中信信托各财务指标及排名情况 (单位: 万元)	12
图 10:	信托资产规模排名前十的信托公司 (亿元)—中信信托排名第一	12
图 11:	中信信托 04 年至今增速高于行业	13
图 12:	中信信托信托报酬率高于行业平均	13
图 13:	中信信托集合信托占比高于主要竞争对手(2009)	14
图 14:	中信信托主动管理型资产基本处于行业平均水平(2009)	14
图 15:	中信信托 2010 年信托资产分布图	15
图 16:	信托业务收入的主要驱动因素分析	16
图 17:	规模靠前的信托公司股东情况一览	17
表格 1:	信托行业六次整顿	4
表格 2:	新两规主要变化和影响	5
表格 3:	中信信托固有长期股权投资的前五名	17
表格 4:	信托业务简易财务预测	18
表格 5:	信托业务分部估值	19
表格 6:	保险部分估值 (泰康人寿 8.8% 股权)	19

六年二十倍，行业井喷增长势头难阻

信托行业发展环境：功能错位与回归下的高速发展

信托业在我国的恢复是在完全没有制度供给的条件下起步的，信托机构初始基本定位于融资型金融机构而不是财富管理机构，以吸收存款为主要的资金来源，以发放贷款为主要的资金运用方式，在功能上具有强烈的银行色彩。国家把信托业作为“改革的试验田”，许多新的金融业务交由信托机构先开办，形成集银行、工商企业、证券功能于一体的“全能金融机构”。这对于国内初期的金融改革发挥了积极的作用，但是随着金融改革的不断深入和金融市场化的推进，传统银行所受信贷约束显著减弱、证券公司的资本和专业实力不断壮大等，原信托行业的功能逐渐弱化，市场份额被严重侵蚀，形成了“耕了别人的田，荒了自己的地”的功能错位。

表格 1：信托行业六次整顿

时间	背景	整顿内容	影响和观点
第一次清理整顿 (1982 年)	自由发展阶段的信托业出现很大的盲目性，扩大了基础设施建设规模并对信贷收支平衡形成一定冲击	国务院于 1982 年 4 月下达《关于整顿信托投资机构 and 加强更新改造资金管理的通知》，规定除国务院批准和授权单位批准的信托公司外，各地区、部门均不得办理信托业务，已办理的限期清理。	行业清理
第二次清理整顿 (1985 年)	1984 年农业丰收，经济发展过热，并造成货币投放和信贷规模双重失控，其中信托业务主要进行信贷业务，并大量投向固定资产领域，助长了固定资产规模膨胀	1985 年 8 月，国务院和中国人民银行相继发出紧急通知，要求银行停止办理信托贷款和信托业务，已办业务加以清理；1986 年，中国人民银行颁布了《金融信托投资机构管理暂行规定》，对信托业的资金来源加以限制	《规定》是改革开放后，我国第一次在法律上确定了信托业在金融体系中的地位，确立了中国人民银行对信托机构的管理和领导地位
第三次清理整顿 (1988 年)	经济过热下资金需求过大，信托业迅速膨胀，在有限的管理下不断过大固定资产投资规模，影响国家宏观调控	1988 年 8 月，中央整肃金融环境，开始全面清理撤并各级人民银行越权批设的信托公司；取消利率上浮的规定，使信托机构失去与银行竞争的利率优势。	经过 1 年多的清理，1990 年 8 月全国信托投资公司已有 1988 年的 700 多减少至 339 家
第四次清理整顿 (1993 年)	信托业再次大发展后，监管滞后下信托公司出现盲目甚至变相违规拆借资金、炒作房产和股票	1993 年人民银行停止了银行向各类非银行金融机构的资金拆借；1995 年 5 月，国务院批准《中国人民银行关于中国工商银行等四家银行与所属信托投资公司脱钩的意见》，要求银行不得从事银行业务以外的其他业务	到 96 年底，脱钩、撤并了 168 家商业银行独资或控股的信托公司，信托公司再次缩减至 244 家；但前四次的清理只是对信托业的不断“修补”过程，并未从根本上改变信托业的功能错位问题
第五次清理整顿 (1999 年)	不断的清理整顿大幅缩窄信托公司的合法资金来源，许多公司发生资不抵债、违规经营现象，经营危机和风险受到高度重视	1999 年 3 月，下发《国务院办公厅转发中国人民银行整顿信托投资公司方案的通知》，严格制定信托公司成立条件，彻底分类处置各类信托公司，分别采取关闭、注资、重组等方法解决信托公司面临的各类历史遗留问题。出台“一法两规”进行	带来信托业的历史转折：第一次从法律层面上真正构建了信托制度整体的价值功能；宣告了新的信托体制的诞生；促进信托功能回归的前提下将信托公司定位于以收取手续费或佣金为目的的，以受托人身份接受信托财产和处理

	强制性制度规范	信托财产的非银行金融机构。
第六次清理整顿 (2007 年)	信托业务定位仍不够清晰, 运用方式贷款比例较大、自营业务规模较大	2007 年 3 月出台新两规, 银监会发布通知, 监管层将对信托业实施分类监管, 对不合新办法的业务限期清理, 更换金融牌照开展新业务必须达到新办法的标准, 否则进入过渡期。
		带来了信托业的高速发展: 各信托公司开始轰轰烈烈的实业清理, 力争尽快回归“信托”本源, 获得新牌照。

信托公司在融资功能被迅速侵蚀下存在的问题也越来越严重, 于是不可避免的面临着资金来源渠道几乎完全失去, 于是信托公司出现变本加厉的违规作业现象, 风险加剧。这主要由于未能从制度上及时调整信托行业的功能、地位和业务发展方向。

“一法两规”带来了信托行业的历史转折。国家在第五次清理后, 2002 年颁布实施“一法两规”(一法:《信托法》, 两规:《信托投资管理办法》和《信托公司资金信托管理办法》), 对信托公司实行重新登记, 在制度层面上重新定位信托业的基本功能、促使信托公司回归资产管理的本业, 力图通过强制性的制度变迁从根本上解决信托业无序经营、没有与其它金融机构相比的独特功能和独特业务问题。这为信托业的可持续发展带来了良好的政策环境, 带来了信托行业的历史转折。

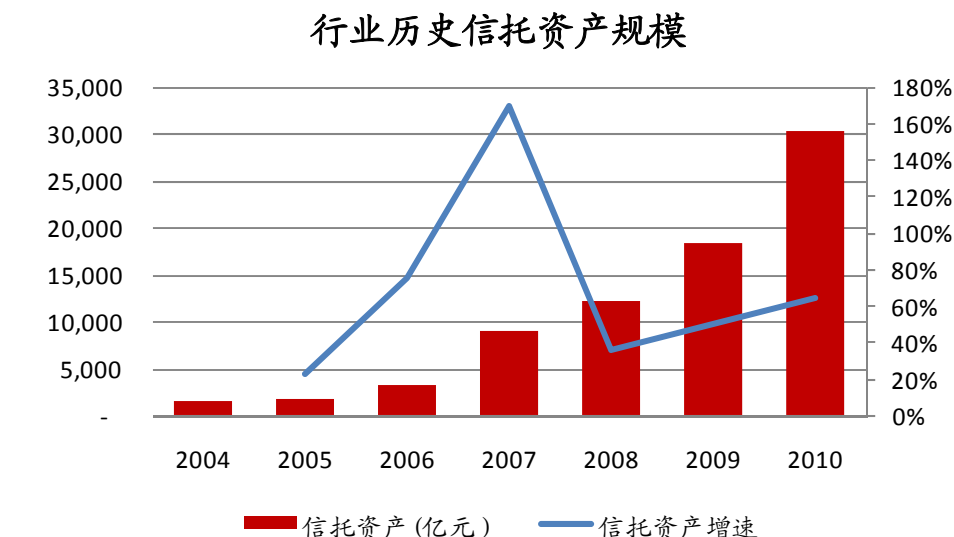
“新两规”实现信托业在本源业务下的加速发展。2007 年银监会对《信托公司管理办法》和《信托公司资金信托计划管理办法》多处进行修订, 强化管理层对信托行业向本源业务转变的要求, 实现向资产管理的平稳过渡。实施后, 各信托公司也不断加强本源业务, 同时在大规模增资扩股潮下, 信托规模急剧扩张, 地位显著提升, 逐步实现向本源业务的回归, 近年本源业务持续增长, 也带来了信托业的高速发展。

表格 2: 新两规主要变化和影响

“新两规”主要内容	目的
将原“两规”中的“信托投资公司”一律改为“信托公司”	强化信托公司的信托功能 限制其投资功能
限制固有业务仅可开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等, 且投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资	
不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务, 且同业拆入余额不得超过其净资产的 20%	通过业务范围的调整, 促进信托公司向“受人之托、代人理财”的资产管理业务回归。
不得以固有财产进行实业投资	
信托公司开展固有业务不得: 利用受托人地位谋取不当利益; 向关联方融出资金或转移财产; 为关联方提供担保; 股东持有的本公司股权作为质押进行融资	加强信托行业的市场化、规范化
信托公司开展关联交易, 应以公平的市场价格进行	
明确合格投资者: 投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币、个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币等	明确信托行业客户定位: 高净值财富客户
取消集合资金信托合同不得超过 200 份、每份金额不低于人民币 5 万元的限制	
对从事综合类业务的信托公司和从事事务管理类业务的信托公司采用不同的监管标准和措施	分类监管、区别对待、扶优限劣
在给现有信托公司三年过渡期的同时, 规定各项过渡性措施和过渡期的业务要求, 同时规定过渡期的达标要求和达不到标准的处置办法等	实现现有信托公司、业务的平稳过渡

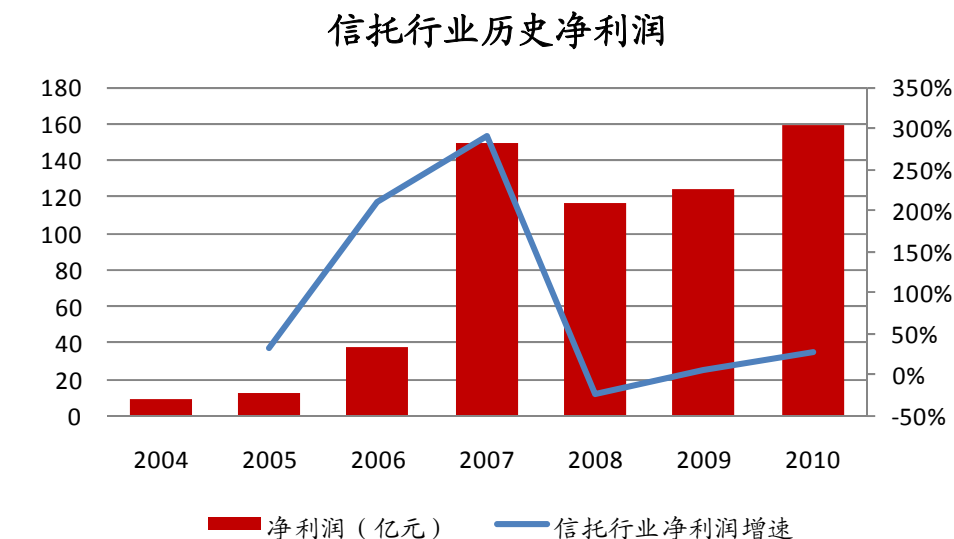
依托政策引导，行业 6 年 20 倍增长。信托行业 04 年信托资产 1.56 万亿元，10 年达到 3.05 万亿元，过去 6 年间行业信托资产复合增速高达 64%。同时，行业利润也从 04 年 9.32 亿元迅速上升至 10 年 158.76 亿元，行业利润复合增速高达 60%。

图 1： 行业信托资产 6 年 20 倍增长



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 行业过去六年净利润复合增速 60%



资料来源：华泰联合证券研究所

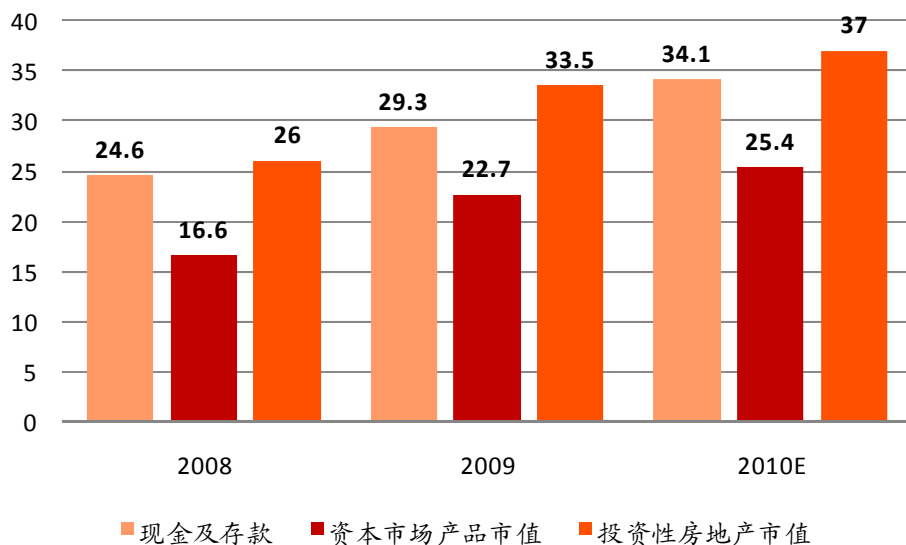
经济发展与居民财富积累导致信托行业需求空间巨大。

经济高速运行带来信托发展的市场机遇。高速运行的经济增长和城镇化进程带来基础设施建设和房地产的规模化增长，融资需求强烈，而 11 年稳健的货币政策信贷规模相对压缩，更加大信托融资需求。此外，国家在“十二五”规划中强调：鼓励扩大民间资本，放宽市场准入，支持民间资本进入基础产业、基础设施、市政公用事业、社会事业、金融服务等领域，这些都为信托投资提供了宽松和多元的投资环境，带来信托发展的市场机遇。

居民财富稳固增长，信托业面临巨大的发展空间。经济高速增长下人们不断创造收入，并进行再投资活动，随着股票、房产等各类资产价格的上升产生新的收入，于此不断循环带来巨大的财富效应。而财富效应带来的最直接反应就是居民财富和高净值人群得以高速增长，从而带来巨大的专业投资和财富管理需求。

从 2008 年到 2010 年，中国私人财富经历了一个收复失地的过程。2009 年，中国整体经济已全面走出金融危机阴影，私人可投资资产总额逐渐恢复并超过经济危机前的水平。2009 年中国私人可投资资产总额约为 85.4 万亿元，比 2008 年末增加了 27%

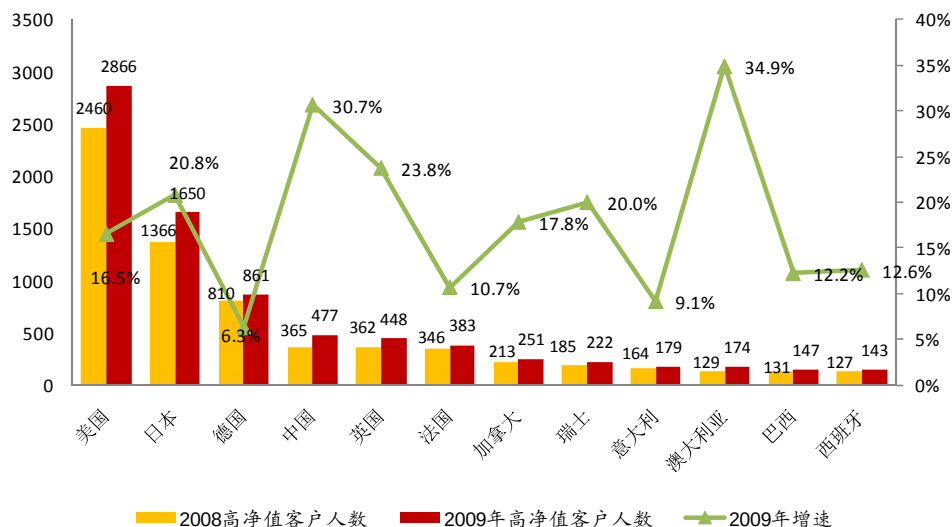
图 3： 中国私人可投资资产增长情况（单位：万亿元）



资料来源：华泰联合证券研究所、《福布斯 2010 中国私人财富白皮书》

经济的高速发展和居民财富的不断积累也带来了中国高净值人群的迅速崛起。2009 年，中国高净值人群已达 47.7 万人，目前已成为全球第四大财富人士来源地。同时，31%左右的高净值人群增速和较大的人口基数更意味着未来高净值人群的快速增长。

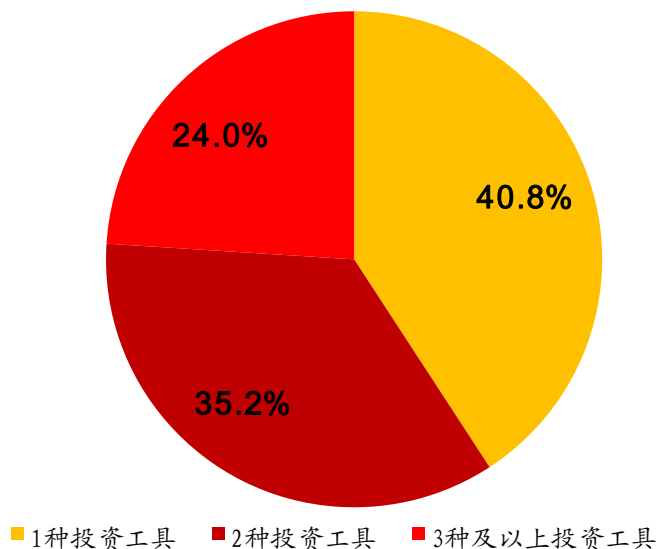
图 4： 全球高净值客户人数前十国家—中国增速全球第二



资料来源：华泰联合证券研究所、《全球财富报告》

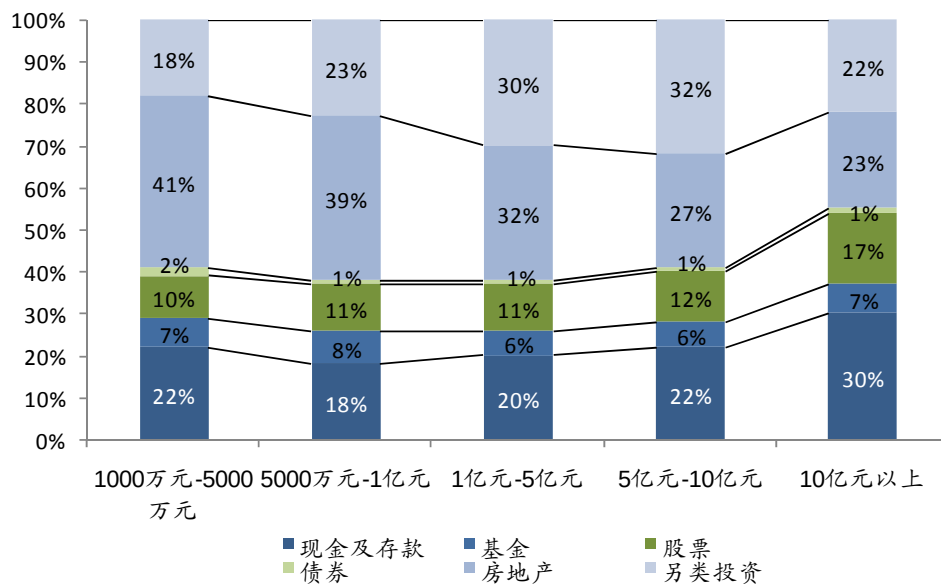
高净值人群投资偏向方式的多样性，且另类投资趋势增强。调查发现近半数高净值人士通常选择至少3种以上的投资工具，采取多样化资产的配置策略。而在资产配置上，以现金存款、房地产和股票为主，同时另类投资比例也较大，并随着资产规模的增加而加大，成为高净值人群投资策略的重要趋势之一。在这里，另类投资，主要指包括私募股权投资、重金属投资、艺术品、奢侈品投资等。

图 5： 高净值人群对投资多样性的选择—信托产品需求高



资料来源：华泰联合证券研究所、《福布斯2010 中国私人财富白皮书》

图 6: 资产规模与资产配置—资产配置多元化



资料来源: 华泰联合证券研究所、《福布斯2010 中国私人财富白皮书》

紧缩货币政策，加息环境下有利于信托行业发展

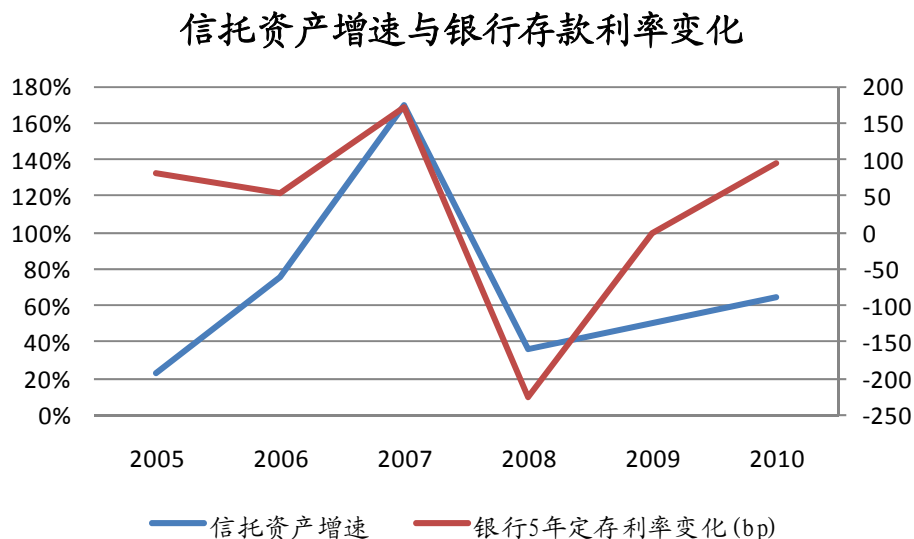
信托将会成为企业融资的主要渠道之一。从融资渠道上看，2010 年银行新增贷款 7.8 万亿、股市融资额 1 万亿、核心债券融资 5 千亿，而信托行业资产增长达到 1.2 万亿。可以看到信托正在成为企业融资主要渠道之一。

短期来看，与银行信贷存在替代效应，加息环境下利好信托。由于从功能上来看，信托与银行同样起到了融资作用，与银行信贷存在一定的替代作用。因此，从信托资产增速来看，其与银行信贷规模发放存在明显负相关性，即：利率上升，货币政策紧缩，信贷从紧得环境下，公司融资需求加剧，信托行业增速加快。而 08 年全球金融危机，我国采用宽松的货币政策，连续降息的环境下，信托行业增长放缓。

目前来看，10 年四季度以来央行连续加息和上调存款准备金利率，预计 11 年货币政策持续从紧的大趋势不会改变，在此前提下，我们判断信托行业 11 年高增速可以维持。

1 季度行业资产增速 7.5%，预计全年增速超 30%。行业协会数据显示，11 年 1 季度行业信托资产规模达 3.27 万亿元，相比 10 年末增长 7.5%。在 11 年紧缩货币政策趋势不变的前提下，我们预计行业 11 年信托资产增速将在 30%以上。

图 7： 升息周期中信托资产增速加快



资料来源：华泰联合证券研究所

强大股东背景奠定中信信托行业核心竞争力

守得云开见月明：历经四载

公司借壳方案历经 4 载，终有起色。

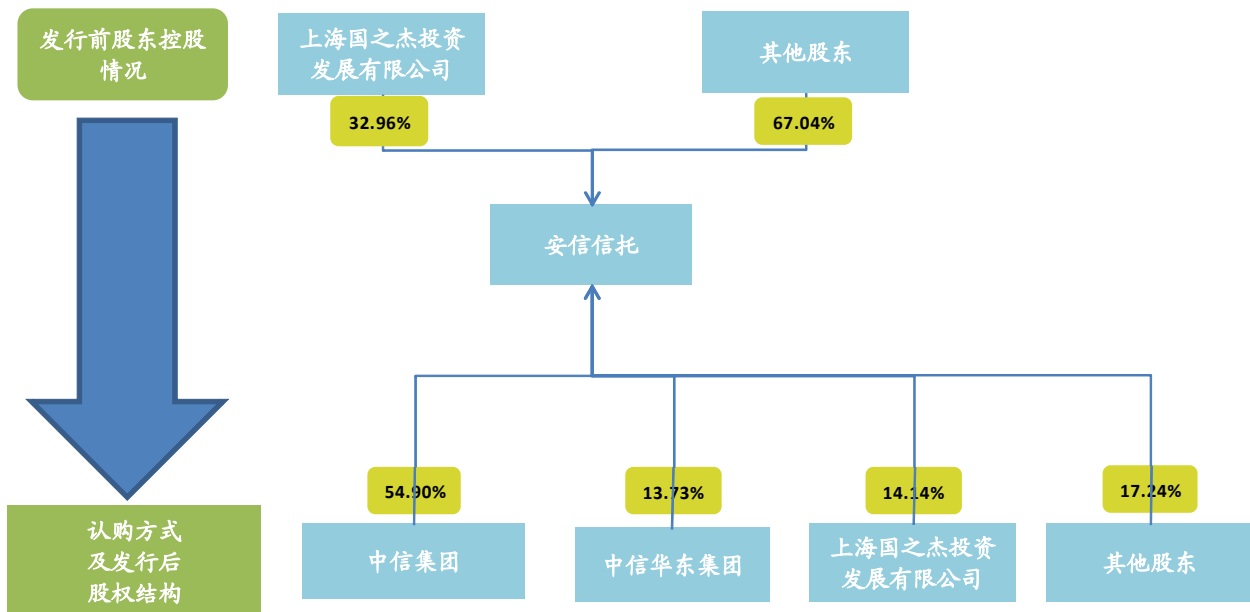
借壳方案 07 年确定。2007 年 1 月 15 日，安信信托发布《安信信托投资股份有限公司非公开发行股票草案》，其中公告 07 年 1 月 12 日，安信信托与中信集团公司、中信华东（集团）公司、上海国之杰签署了《股份认购意向书》，拟通过定向增发的方式吸收中信信托全部股权从而实现中信信托借壳上市。安信信托向中信集团公司、中信华东（集团）公司、上海国之杰定向增发 10-15 亿股，其中中信集团公司以其持有的中信信托 80%的股权认购，中信华东（集团）公司以其持有的中信信托 20%的股权认购，上海国之杰以现金认购。同年 12 月 25 日，安信信托公告《安信信托投资股份有限公司非公开发行股票购买资产暨重大资产出售报告书（草案）》，进一步申明非公开发行总共发行 13.6 亿股股份（发行后总股本约为 18 亿股）；中信集团、中信华东按其各自所持的中信信托股权价值分别认购 9.7 亿股和 2.4 亿股，上海国之杰以现金认购 1.5 亿股（每股价格 4.3 亿元）。定向增发完成后中信集团、中信华东和上海国之杰将分别持有安信信托约 53%、13%和 17%的股权，同时安信信托成为中信信托的母公司持有其 100%的股权，中信信托完成借壳上市。

08 年或有条件通过。2008 年 6 月 16 日，安信信托公告公司向特定对象发行股份购买资产暨重大资产出售事宜的申请获证监会有条件通过。安信信托借壳方案受此收到监管部门原则上认可，但是自 08 年至 11 年公司又经历了漫长的等待期。我们认为信托行业当时并未完全回归本源业务，且行业本身经营模式对资本金需求不大是重组方案迟迟未通过的主要原因。

11 年取得新进展。2011 年 4 月 25 日，安信信托公告自 4 月 26 日复牌，同时董事会审议通过了《关于签署〈定向发行合同补充协议〉》的议案。与之前的《定向发行合

同》相比补充协议与原协议主要有两点变动：1、上海国之杰认购安信信托的新增股份数量由 1.5 亿股调减为 1 亿股，每股价格维持原有方案不变；2、若经国务院特批，中信集团有权将所持中信信托 80% 的股权转给其子公司，该子公司将继承中信集团在重组协议中的全部权利与义务。我们认为公司此次公告收购方案变更并复牌表明其重组方案并未被否，而是受到监管层认可的。根据新协议，定增后公司总股本将达 17.66 亿股。

图 8： 安信信托换股方案



资料来源：华泰联合证券研究所

中信信托：快速增长，行业龙头

信托资产高速增长，行业龙头地位巩固

就信托资产规模来看，中信信托过去四年连续排名行业第一，09 年末信托资产 2068 亿，超过行业第二的英大信托约 600 亿元，行业龙头地位巩固。

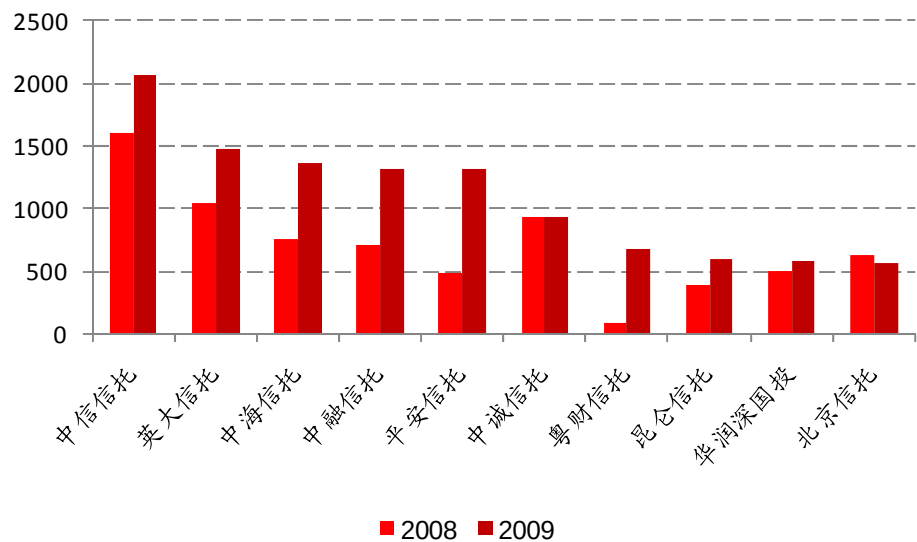
中信信托过去 6 年间，信托资产规模与净利润增速双双高于行业。其中，净利润由 04 年 0.27 亿大幅增至 10 年 11.5 亿，6 年间复合增速高达 87%；信托资产规模由 04 年 85 亿增至 10 年 3200 亿，6 年间复合增速达 83%。公司增至速度均高于行业平均水平。

图 9： 中信信托各财务指标及排名情况（单位：万元）

中信信托	2007		2008		2009	
	指标	排名	指标	排名	指标	排名
营业收入	144293	4	200481	2	207486	2
净利润	62927	6	93310	2	95915	3
净资产	199046	9	300847	5	434028	6
固有资产	303611	6	433807	4	583051	5
投资收益	56346	7	50830	3	30026	5
信托规模	19619327	1	16077930	1	20678079	1
信托收入	2137956	1	1037202	1	1088806	1
信托损益	1925183	1	746436	1	835234	1
资本收益率(%)	38	11	32	1	27	2

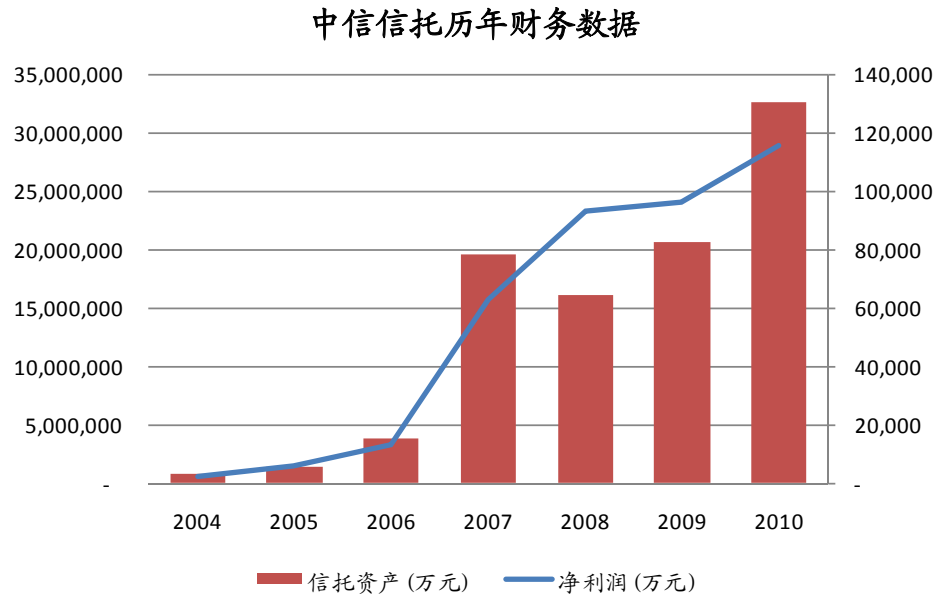
资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 信托资产规模排名前十的信托公司（亿元）——中信信托排名第一



资料来源：华泰联合证券研究所

图 11： 中信信托 04 年至今增速高于行业

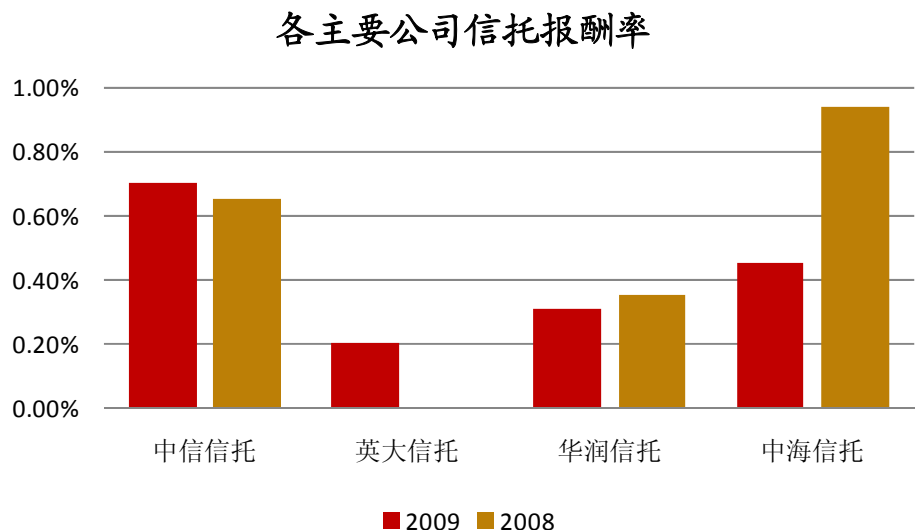


资料来源：华泰联合证券研究所

信托报酬率处于行业高位

根据公司年报显示，中信信托 08 年和 09 年信托报酬率约 0.65% 和 0.70%，高于行业主要竞争对手。我们认为，这说明公司业务质量管控要求较高，也体现了公司在业内的流线地位

图 12： 中信信托信托报酬率高于行业平均



资料来源：华泰联合证券研究所、wind

信托资产结构较好,10 年主动管理占比快速上升

从资产结构看, 中信信托 09 年集合信托占比 17.75%, 集合信托占比高于平安信托、中融信托、中诚信托等主要竞争对手, 公司信托资产结构较好。

从信托管理类别来看, 公司 09 年主动信托占比 23%, 基本处于行业平均水平。但是公司 10 年年报披露显示, 其主动管理类信托占比大幅上升至 43.9%, 说明公司在 10 年积极压缩利润率较低的被动型信托业务, 业务结构改善明显

图 13: 中信信托集合信托占比 2009 年高于主要竞争对手

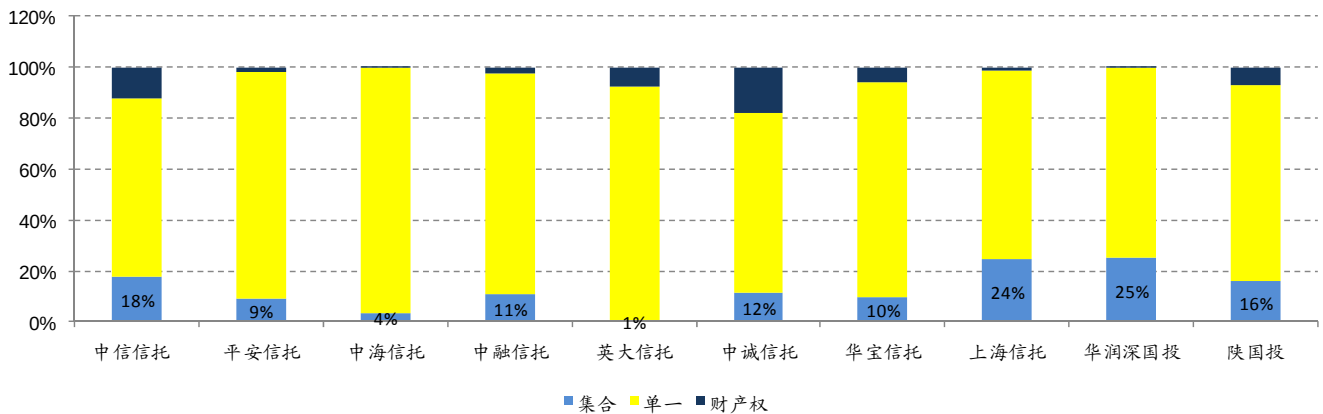
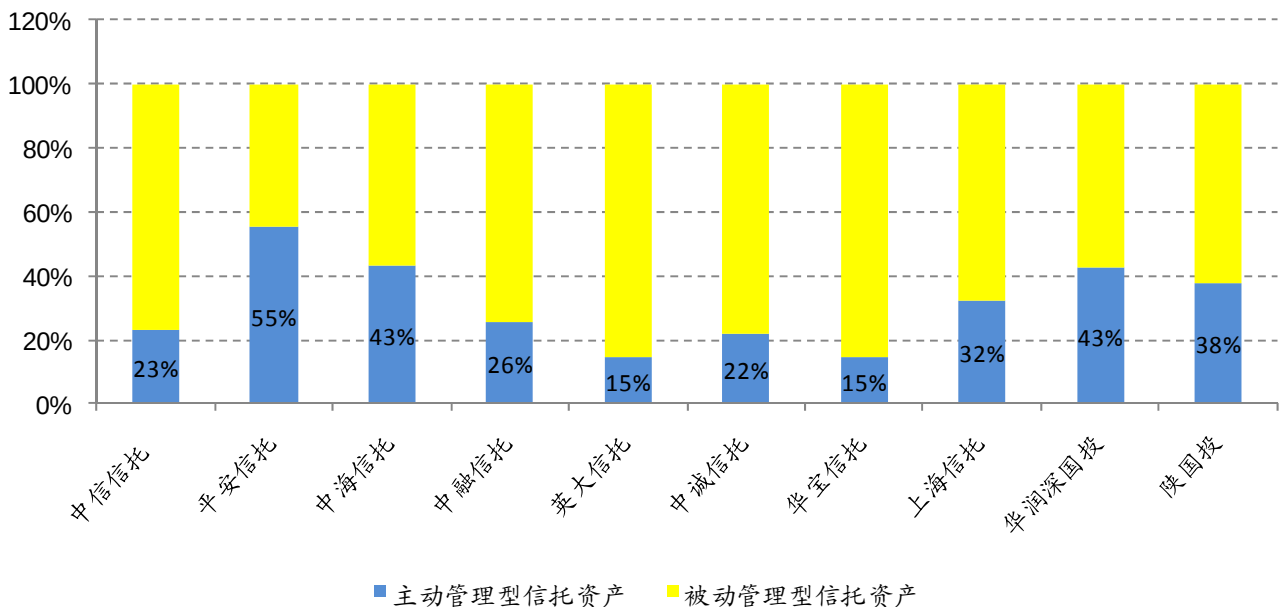
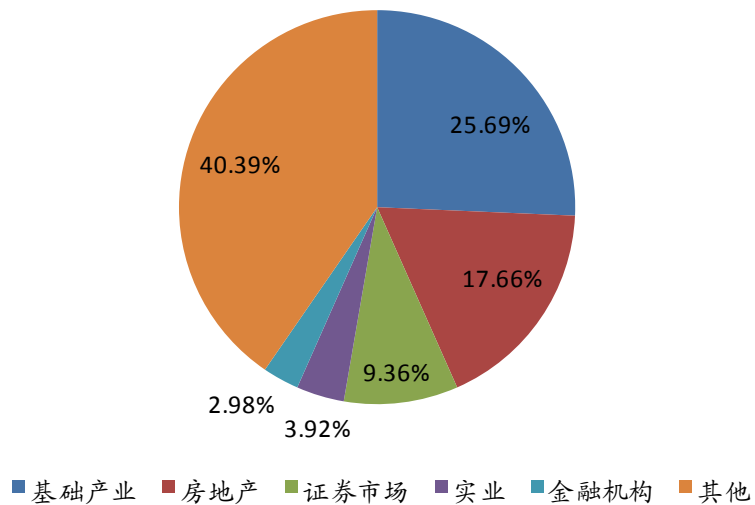


图 14: 中信信托主动管理型资产 2009 年基本处于行业平均水平



另一方面, 从信托资产投资占比看, 10 年中信信托房地产信托约 588 亿, 占比仅为 17.66%。公司对房地产信托依赖程度并不严重。而且, 公司在江苏等多个地方推出保障性安居工程应收账款流动化信托项目。我们认为未来保障房信托倍银监会叫停可能性非常小。

图 15： 中信信托 2010 年信托资产分布图—房地产信托占比不足 20%



资料来源：华泰联合证券研究所、中信信托年报

图 16： 中信信托 2010 年信托资产分布图—主动类占比迅速上升

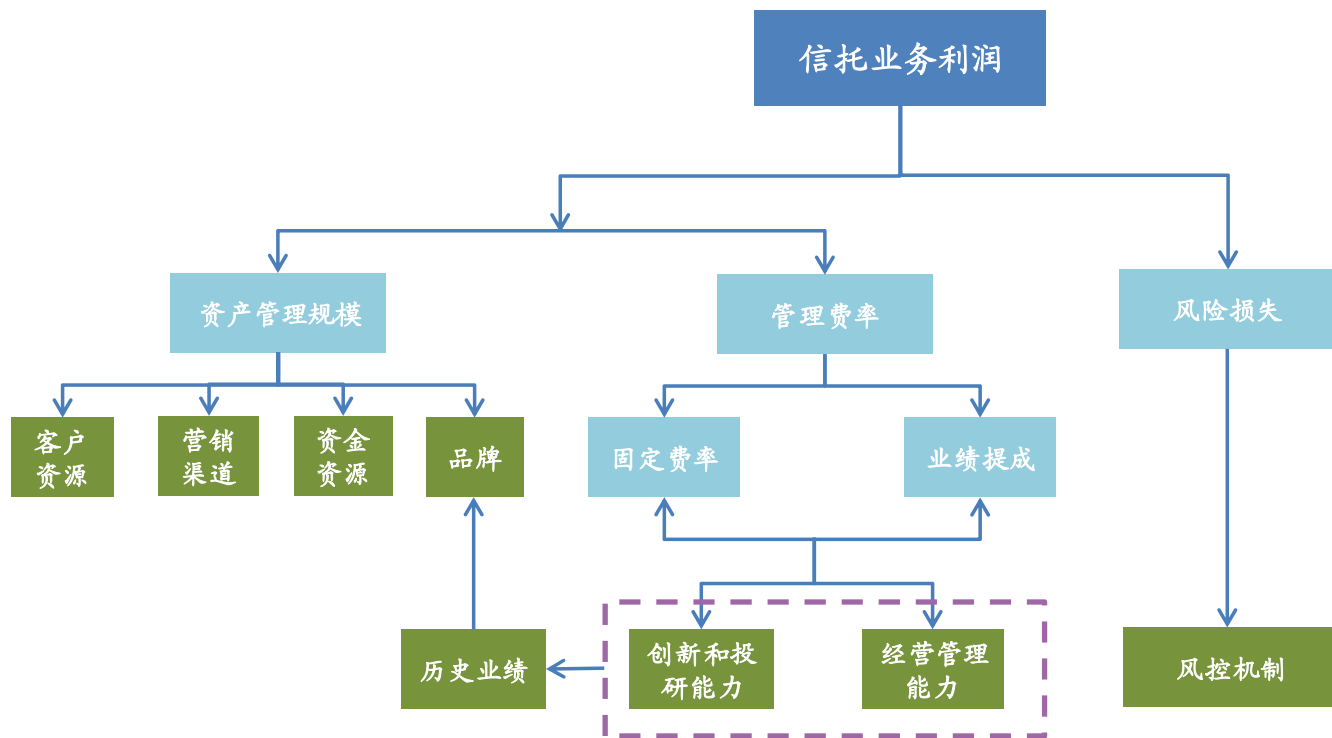
一 资产份额	2008	2009	2010E
主动管理型信托资产			
证券投资类	36.5%	17.5%	51.0%
股权投资类	43.1%	40.1%	31.3%
融资类	20.4%	42.3%	17.8%
事务管理类	0.0%	0.0%	0.0%
合计	22.5%	23.3%	43.9%
被动管理型信托资产			
证券投资类	0.0%	0.0%	0.0%
股权投资类	0.0%	0.0%	0.0%
融资类	0.0%	0.0%	0.0%
事务管理类	100.0%	100.0%	100.0%
合计	77.5%	76.7%	56.1%

资料来源：华泰联合证券研究所、中信信托年报

强大股东背景奠定中信信托行业核心竞争力

前面我们从政策环境和经济需求两个角度深入的分析了目前国内信托行业的发展态势：经济高速增长下基础设施建设需求和居民财富积累的专业理财服务需求带来了信托发展的巨大市场机遇；国家在制度上逐步指引、规范信托行业功能和发展方向也给予了信托发展良好的政策环境。近期信托公司也在这样的背景下实现了可观的收入，但是这并不意味着所有信托公司的发展就是健康的可持续发展的。银监会副主席蔡鄂生在近期举行的“2010 年中国信托业峰会”上关于“如何把信托办成真正的信托”的发言上提出，“目前真正要考验的是你这个公司能不能成为百年老店，这个公司能不能可持续的发展”。我们认为，目前大部分信托公司的市场定位仍不是非常明确，“拾遗补缺”的角色下也将在监管政策下受到一定影响，而同时具备资源优势、突出的投研和创新能力以及有效的风控机制的信托公司才将在竞争中处于优势地位，有潜力发展成为信托行业中的“百年老店”。

图 17： 信托业务收入的主要驱动因素分析



背靠中信集团，股东背景强大

国内信托公司不能设立营业网点，也不可公开营销，主要以私募形式展开，因此在客户资源上形成了相对于其他金融机构的天然劣势。而拥有强大股东实力和背靠金融控股集团的中信信托借助股东实力获得资金和渠道来源，解决净资本融资压力、营销网点缺少等限制，尤其是集团化运作的信托公司，集团内部的人才团队、制度体系、风控能力、技术创新、营销网络、客户资源乃至社会公信力都会实现最大程度的共享。

除中信信托，目前信托规模排名靠前的信托公司均具有集团化趋势，可以借助股东实力做大做强。而这其中，中信集团目前拥有 44 家子公司（银行），截至 2009 年底，

中信集团的总资产为 21,538 亿元；当年净利润为 282 亿元，股东背景在所有信托公司当中首屈一指。中信集团的业务主要集中在金融、实业和其它服务业领域。

图 18： 规模靠前的信托公司股东情况一览

规模排名	信托公司	09年底信托规模（亿元）	08年排名	控股股东	股东性质及优势
1	中信信托	2067.81	1	中国中信集团	全国性金融控股集团
2	英大信托	1476.79	2	国家电网	大型电力集团，集团实力超群
3	中海信托	1370.96	4	中海油	大型实业集团，可借助股东形成专注于能源、交通和基础设施建设的信托业务
4	中融信托	1315.33	5	经纬纺织机械股份有限公司	以纺织机械为主多元化经营的国家重点大型企业集团
5	平安信托	1308.15	9	平安保险集团	全国性金融控股集团
6	中诚信托	933.07	3	人保集团	全国性金融控股集团
7	粤财信托	678.58	31	广东粤财投资控股有限公司	区域性金融控股集团，由广东省人民政府授权经营单位，下属多家全资和控股公司，并参股基金、银行和期货公司，使集团内互补性很强
8	昆仑信托	598.03	10	中石油	大型实业集团
9	华润深国投	581.17	8	华润股份有限公司 深圳市国资委	多元化经营的国家重点大型企业集团
10	北京信托	569.15	6	北京市国有资产经营公司	区域性金融控股集团（地方政府支持）

资料来源：华泰联合证券研究所

参股多项金融资产凸显公司价值

此外，年报显示，中信信托固有长期股权投资中包含泰康人寿、信诚基金等众多优质金融资产。此外，中信信托信托资产还持有广发银行相应股份。这些金融资产均表明公司强大的投资能力。

表格 3：中信信托固有长期股权投资的前五名

公司名	占被投资企业权益的比例
泰康人寿	8.80%
信诚基金	49%
中信锦绣资本管理	40%
天津信唐货币经纪	48%
中电资产管理	50%

资料来源：华泰联合证券研究所、中信信托年报年报

其中，2010 年，法国金盛人寿完成对其在泰康股权的出售，15.6%股份总计作价 11 亿美元。高盛成为最大买家购入其中 12%股份，其余股份由中国嘉德国际拍卖和新政泰达投资购得。泰康目前股本 8.52 亿，按照当时交易价格换算，泰康人寿对应市值

约 70.5 亿美金。中信信托持有泰康人寿 8.8% 股份，按此计算，中信信托拥有泰康人寿部分 10 年时市值已经超过 40 亿人民币。

估值与投资建议：多项业务提升公司估值

我们对安信信托采用分部估值的方法，分别以信托业务(中信信托与安信信托合并后)、保险业务和银行业务进行估值。

信托业务：行业高成长确保 20XPE 底限

中信信托 10 年净利润 12.01 亿元(含安信信托)，我们按照预计公司 11 年净利润 16.5 亿元，利润同比增长 38%。给予信托业务 20-25 倍估值，对应每股股价为 18.8-23.5 元。

表格 4：信托业务简易财务预测

单位：百万 元	2009	2010	2011E	2012E
信托资产-中信信托	206,781	332,791	382,709	440,116
信托资产-安信信托	12,983	12,270	15,951	20,736
合并后信托资产规模	219,764	345,061	398,660	460,852
信托资产规模增速%	n/a	57%	16%	16%
主动类信托占比	22%	23%	44%	45%
被动类信托占比	78%	77%	56%	55%
合并后信托业务收入	1,214	1,716	2,256	2,576
合并后营业收入	2,241	2,691	3,479	4,050
净利润-中信信托	959	1,109	1,530	1,768
净利润-安信信托	47	93	130	166
合并后净利润	1,006	1,201	1,660	1,935
净利润增速	n/a	19%	38%	17%

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 5：信托业务分部估值

2011	估值-低	估值-中	估值-高
信托业务利润(百万)	1,660	1,660	1,660
PEX	20	22	25
市值	33,200	36,520	41,500
股本	1,766	1,766	1,766
每股价值	18.80	20.68	23.50

资料来源：华泰联合证券研究所

泰康人寿：行业领先投资能力，上市预期提升估值

根据公司历年保费推算，泰康人寿 09、10、11 年新业务价值分别约为 28 亿、36 亿和 45 亿。

中信信托年报披露持有泰康人寿 8.8% 股权，按照 10 年高盛对泰康人寿股权收购价格估算，其价格对应约为 7-8 倍 09 年新业务倍数。因此，我们按 7 倍新业务倍数保守估算，泰康人寿股权部分价格在 60 亿元以上，对应中信信托每股价值 3.4 元以上。

表格 6：保险部分估值（泰康人寿 8.8% 股权）

2011E	估值-低	估值-中	估值-高
调整净资产	10,350	10,350	10,350
有新业务价值	26,400	26,400	26,400
内含价值	36,750	36,750	36,750
一年新业务价值	4,500	4,500	4,500
新业务倍数	7	10	15
新业务价值	31,500	45,000	67,500
评估价值	68,250	81,750	104,250

占比	8.8%	8.8%	8.8%
市值	6,006	7,194	9,174
股本	1,766	1,766	1,766
每股估值	3.40	4.07	5.19

资料来源：华泰联合证券研究所

广发银行：信托产品代持，仍有不确定性

此外，通过广发银行年报显示中信信托持有广发银行 20% 股份。广发银行未来存在较强上市预期，其规模目前介于深发展、华夏之间。参考目前上市银行股，保守估计广发银行市值在 750 亿以上(对应 11PBX1.4)。此外，11 年 3 月 9 日上海联合产权交易所对由国寿投资控股持有的 707 万股广发银行股权（占比 0.059%）进行公开拍卖，每股成交价达 5.52 元，折合广发银行市值 660 亿元。

但是由于此块业务并非中信信托固有资金持有，而是由信托资金持有。理论上此会业务价值并不能归属为中信信托，而需要视信托产品相关条款规定而定。因此，我们暂不将广发银行估值计入中信信托中。

投资建议

从估值上看，即使按保守估计：信托业务给予 38% 利润增速和 20XPE；泰康人寿参照未上市股权转让价（10 年高盛股权转让价格隐含 VNBX7 倍），中信信托的信托业务和保险业务分别估值 18.8 元和 3.4 元，合计 22.20 元。目前股价具有安全边际。

而未来众多因素使得公司估值具有进一步提升空间：1）信托行业本身每年 30% 以上的高速增长对估值的提升；2）中信信托利润增速存在较大超预期可能性；3）泰康人寿未来上市预期均会对公司估值产生进一步的提升。

因此，我们对公司未来维持快速、稳健发展持乐观态度。中等情景下，公司的合理估值为 24-25 元，给予公司“买入”评级。

风险提示

1. 中信信托借壳安信信托事宜审批时间过长，定增方案短期内无法完成。
2. 房地产信托短期内叫停，对公司业务产生负面影响。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn