

大股东助力下，信托主业前景广阔

报告要点

■ 主业回归，信托业务持续增长

近年来，公司进行实业资产清理，向信托主业回归，信托主业地位已基本确立：信托业务营业收入从 2008 的 0.31 亿元增长至 2010 年的 0.78 亿元，占比亦由 15.95% 上升到 46.56%；仅 2011 年上半年，信托业营业收入达 0.68 亿元，同比增长 131.04%，占营业收入的比重增长至 77.03%；此外，公司信托资产规模持续扩张，2011 年上半年，公司信托资产规模达 311.37 亿元；新增信托项目 83 个，新增信托资产规模 190.80 亿元。

■ 增发引入大股东，解除资本金束缚迈出一大步

公司非公开发行完成后，净资产将达到 28.43 亿元，净资产可达标，并为公司开展创新业务提供资本支持；与此同时，增发完成后陕煤化集团将成为公司第一大股东，预计在未来陕西煤改中，大股东加上其实际控制人背景将使公司在陕西省煤炭类信托项目获取中具有较大优势。

■ 行业景气，公司发展前景广阔

截至 2011 年二季度末，信托行业总资产规模 3.58 万亿元，较 2006 年增长近 10 倍；2011 年二季度，信托行业实现净利润 119.10 亿元，环比增长 152.38%。

■ 业绩增长，相对估值优势明显

我们认为，随着宏观调控政策风格的延续和大股东陕煤化集团的入驻，公司信托主业有望保持高速增长势头，预计公司 2011 全年 EPS 为 0.24 元（摊薄后），同比增长 70.71%，成长优势明显，首次给予“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	220	327	392	584
增长率（%）	-7.00%	48.74%	19.65%	49.07%
归属母公司所有者净利润（百万元）	82	139	180	257
增长率（%）	87.00%	70.71%	29.54%	42.73%
每股收益（元）	0.14	0.24	0.31	0.44
净资产收益率（%）	10.97%	4.66%	5.75%	7.67%
PE	90.89	53.24	41.10	28.80
PB	6.18	1.54	1.46	1.37

当前股价：12.26
金融行业评级：看淡

公司基本数据 2011.9.6

总股本(万股)	35841
流通 A 股/B 股(万股)	35841/0
资产负债率	38.30%
每股净资产（元）	2.07
市盈率（当前）	53.90
市净率（当前）	5.92
12 个月内最高/最低价	13.65/9.11

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《经纬纺机中报业绩预增点评：主业与信托业绩双双超预期》2011-7-5
《经纬纺机 2011 年一季报点评：利差空间扩大，信托业务持续增长》2011-4-21
《经纬纺机 2010 年报点评：主营盈利回升，信托增长可期》2011-3-14

分析师：

刘俊
(8627)65799532
liujun@cjsc.com.cn
执业证书编号：S0490510120002
联系人：
杨靖风
(8621) 68751636
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

公司基本概况	5
公司概况及历史沿革	5
公司业绩表现	6
公司主营业务概况	7
信托主业情况	9
经营模式：多元化、多领域、多市场的“金融超市”	9
信托资产规模持续增长	9
信托资产结构不断优化	11
单一类和融资类信托产品收益率较高	13
增发引入大股东——解除资本金束缚迈出一大步	14
增厚公司资本，净资本可达标	15
拓展多种创新业务空间	16
煤炭行业资源优势——煤炭类信托发展可期	18
行业景气带动下，公司发展前景广阔	19
信托行业高速发展	19
信托类上市公司业绩高增长	20
投资建议与风险提示	22

图表目录

图 1: 本次非公开发行后陕国投实际控制人情况.....	5
图 2: 陕国投 2007-2010 年一季度资产规模及其增长率（亿元）	6
图 3: 公司 2008 年至 2010 年营业收入、净利润及其增长率（亿元）	6
图 4: 公司 2011 年上半年营业收入、净利润及其同比增长率（亿元）	7
图 5: 2007-2010 年公司营业收入结构.....	7
图 6: 2007-2011 年上半年公司营业利润率及其变动.....	8
图 7: 公司 2007- 2010 年信托资产规模（亿元）及增长率	10
图 8: 2008 年至今公司新增信托项目个数、资产规模（个、亿元）及趋势	10
图 9: 2010 年陕国投信托资产运用情况	11
图 10: 2010 年陕国投信托资产分布情况	11
图 11: 2008 年至今公司集合、单一和财产权信托占比及其变动.....	12
图 12: 公司主动管理型、被动管理型信托资产规模占比及其变动	12
图 13: 股指期货月度成交额与成交量（亿元，手）	17
图 14: 全球股指期货 2006 - 2010 年年度成交量与增长率（亿手，%）	17
图 15: 2006 - 2010 年企业年金资产规模及其增长率	17
图 16: 2006 年至 2011 年二季度信托行业资产规模及增长率	19
图 17: 信托业 2006 年-2010 年行业利润总额持续提升	20
图 18: 2008 年- 2011 年二季度信托产品季度发行规模.....	20
图 19: 2008 年至今上市信托公司信托业营业收入及占比比较.....	21
图 20: 上市信托公司信托业营业收入及占比比较.....	21
图 21: 上市信托公司信托业营业收入及增长率比较	22
图 22: 上市信托公司信托业营业收入及增长率比较	22
表 1: 2011 年 7 月增发完成后前十大股东明细.....	5
表 2: 截至 2010 年末陕国投子公司情况（万元）	8
表 3: 截至 2011 年 6 月 30 日陕国投长期股权投资情况（万元）	8
表 4: 截至 2011 年 6 月 30 日公司以自有资金投资发行信托产品明细	9
表 5: 公司新增信托项目数量明细及占比.....	11
表 6: 公司新增信托项目规模明细及占比.....	11
表 7: 公司 2011 年上半年已清算结束信托项目收益率	13
表 8: 陕国投 2010 年已清算结束信托项目收益率	13
表 9: 陕国投 2009 年已清算结束信托项目收益率	13
表 10: 公司 2011 年上半年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）	13
表 11: 公司 2010 年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）	14
表 12: 公司 2009 年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）	14
表 13: 定向增发完成前后公司总股本、实际控制人、股东及其持股比例变化情况	14
表 14: 陕煤化参/控股金融企业明细	15
表 15: 截至 2010 年末主要信托公司实收资本排名	15
表 16: 增发后陕国投可拓展的新信托业务类型	16
表 17: 近期创新信托业务类型资质要求	16

表 18: 2010 年至今陕国投及其他信托公司所发行的煤炭类信托产品情况.....	18
公司财务报表及指标预测	23

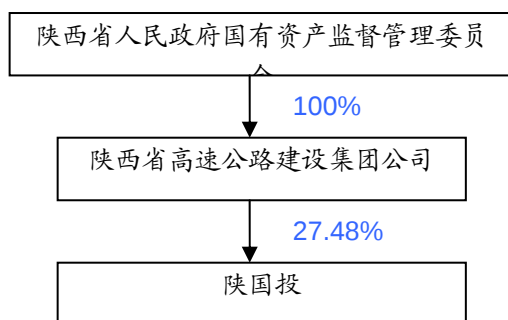
公司基本情况

基本概况及历史沿革

公司全称陕西省国际信托股份有限公司，设立于 1985 年 1 月，1994 年 1 月在深交所上市。截至 2010 年末，公司注册资本为 3.58 亿元，主营业务包括房地产和信托业；公司控股股东为陕西省高速公路建设集团公司（以下简称“陕高速”），实际控制人为陕西省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“陕西省国资委”）。

2011 年 7 月，公司启动定向增发预案并获批，增发完成后，公司净资产将接近 29 亿元；陕西煤业化工集团（以下简称“陕煤化集团”）将持有公司股份 2 亿股，占公司总股本的 34.58%，成为本公司第一大股东，但公司实际控制人仍为陕西省国资委。

图 1：本次非公开发行后陕国投实际控制人情况



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：2011 年 7 月增发完成后前十大股东明细

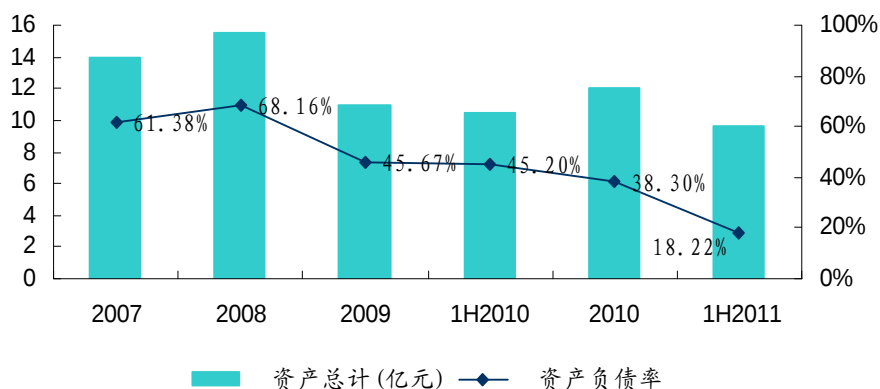
股东名称	持股比例(%)	持股数量(股)
陕西煤业化工集团	34.58%	200,000,000
陕西省高速公路建设集团公司	27.48%	158,935,937
西安投资控股有限公司	3.46%	20,000,000
人保投资控股有限公司	0.93%	5,400,000
中信信托有限责任公司	0.66%	3,846,418
国信证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	0.22%	1,260,400
庆安集团有限公司	0.19%	1,080,000
西安航空装备有限公司	0.19%	1,080,000
吴彤	0.19%	1,073,400
中融国际信托有限公司－中融博时稳健投资一号	0.17%	1,000,000
合计	68.06%	393,676,155

资料来源：长江证券研究部

公司业绩表现

由于公司 2007 年换领金融新牌照进行实业资产清理, 2008 至 2010 年上半年, 公司资产规模经历暂时减少; 2010 年, 公司资产规模为 12.04 亿元, 较 2009 年增长 9.75%; 此次增发完成后, 公司资产规模将大幅增加至接近 31 亿元。于此同时, 公司资产负债率不断降低, 到 2011 年上半年末, 公司资产负债率仅为 18.22%。

图 2: 陕国投 2007-2010 年一季度资产规模及其增长率 (亿元)

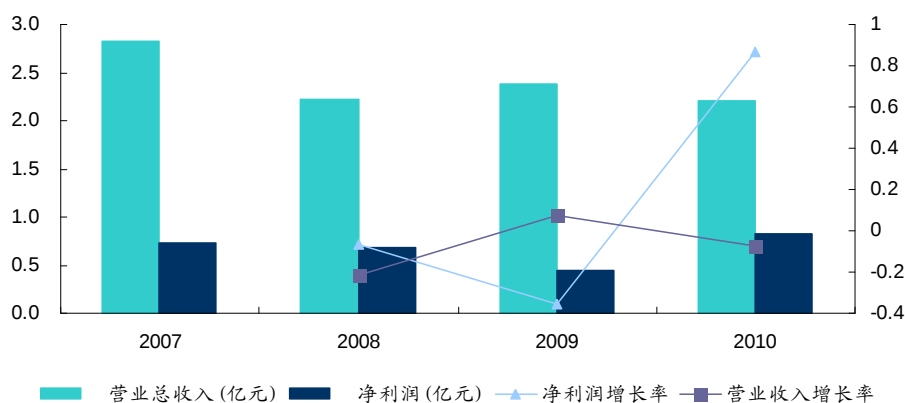


资料来源: WIND, 长江证券研究部

2008 至 2010 年间, 公司的营业收入基本持平, 2010 年公司营业收入为 2.20 亿元, 较 2009 年下降 7.46%, 而净利润为 0.82 亿元, 较 2009 年增长达 86.75%。

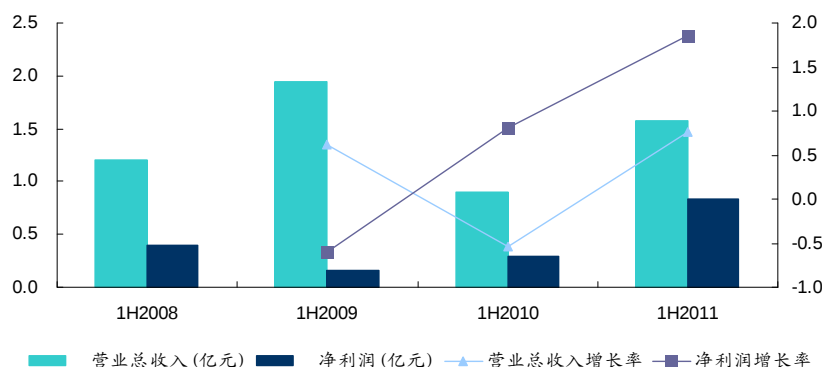
2011 年上半年, 公司实现营业总收入 1.58 亿元, 归属于母公司的净利润 0.83 亿元, 累计净利润较去年同期增长 188.4%, 保持了平稳较快发展势头。

图 3: 公司 2008 年至 2010 年营业收入、净利润及其增长率 (亿元)



资料来源: WIND, 长江证券研究部

图 4：公司 2011 年上半年营业收入、净利润及其同比增长率（亿元）



资料来源：WIND, 长江证券研究部

公司主营业务概况

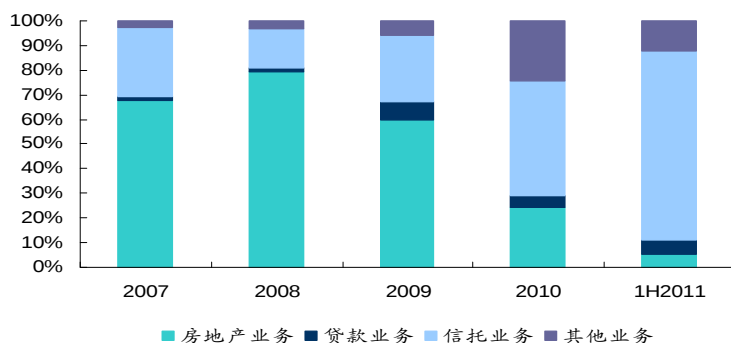
信托主营业务地位稳步提升

2009 年之前，房地产业务占公司营业收入（除投资收益、公允价值变动收益以及汇兑收益外）的比重最大，即使在房地产业务占比最低的年份，这一比例也接近 60%。2007 年以来，由于信托业监管新规要求对信托公司实业投资进行清理，公司逐步开始了一系列实业资产清理，削弱对房地产业务的依赖，逐渐向信托主业回归。

具体而言，公司信托业务营业收入从 2008 年的 0.31 亿元增长至 2010 年的 0.78 亿元，占营业收入的比重亦由 2008 年的 15.95% 上升到 2010 年的 46.56%；2011 年仅上半年，信托业营业收入即达 0.68 亿元，同比增长 131.04%，占营业收入的比重大幅增长至 77.03%；信托主业地位已基本确立。

与此相反，2008 年至 2010 年间，公司房地产营业收入从 1.54 亿元下降至 0.41 亿元，占比亦由 79.41% 下降至 24.52%，2011 年上半年，由于公司转让控股子公司鸿业地产股权，房地产业务收入占比进一步下降至仅 5.71%；其他业务主要是物业费收入、房租收入、其他资产出售等，2010 年占比为 24.42%，2011 年上半年下降至 12.04%；表明公司的政策性实业投资清理已接近尾声。

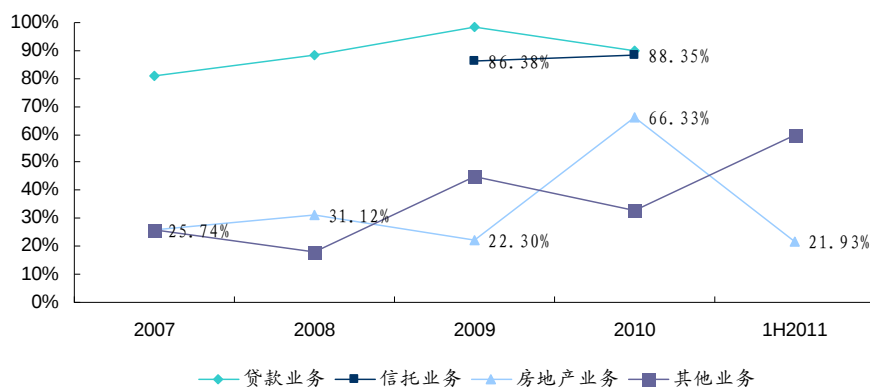
图 5：2007-2010 年公司营业收入结构



资料来源：公司年报，长江证券研究部

从营业利润率来看，历年公司信托业务营业利润率均在 86%以上；房地产业务利润率相对较低，平均处于 25%左右；其他业务收入利润率比较稳定且略显上升趋势。

图 6：2007-2011 年上半年公司营业利润率及其变动



资料来源：公司年报，长江证券研究部

控股子公司及长期股权投资情况

随着 2007 年信托业新“两规”出台，公司按照规定进行实业资产清理，截至 2010 年底，公司旗下控股子公司只剩陕西省鸿业房地产开发公司和陕西鸿信物业管理公司两家处于清理期。

表 2：截至 2010 年末陕国投子公司情况（万元）

公司名称	持股比例	主营业务	2010 年年度盈利	期末账面余额	备注
陕西省鸿业房地产开发公司	100%	房地产开发经营	1452	2000	清理中
陕西鸿信物业管理公司	100%	代理房地产买卖、 租赁、物业管理	3	200	清理中

资料来源：陕国投年报，长江证券研究部

2011 年上半年，公司以 0.95 亿元向控股股东陕西省高速集团转让鸿业地产 100%股权，目前已转让完毕，增加公司当期利润 0.42 亿元。此外，公司通过西部产权交易所电子竞价，以 587.26 万元的价格，将所持陕西鸿信物业管理公司 100%股权转让给西安锦江物业服务股份有限公司，7 月 21 日已办理过户手续，预计实现利润约 0.05 亿元。截止日前，公司控股及参股的实业类公司均已清理转让完毕。

截至 2011 年 6 月底，公司持有西部证券、永安财险及长安银行等非上市公司股权账面余额 0.99 亿元。

表 3：截至 2011 年 6 月 30 日陕国投长期股权投资情况（万元）

被投资单位名称	初始投资金额	持股数量	持股比例	期末账面余额
西部证券	500	7,368,400	0.74%	500
永安财产保险股份有限公司	9300	60,987,280	2.29%	9300
长安银行	100	1,807,584	0.06%	100
合计	9900			9900

资料来源：长江证券研究部

信托主业情况

经营模式：多元化、多领域、多市场的“金融超市”

近年来，公司抓住政策和市场机会，将主动转型做强信托主业作为经营重点，不断加大市场运作力度，逐步形成了公司创新优势，发展多元化、多领域、多市场的“金融超市”业务模式。

公司开发了一系列多元化信托产品：包括单一资金信托、集合资金信托、证券投资信托和股权信托产品等；此外，公司在拓展传统的通道合作业务的同时，不断深化银信合作业务，先后与国开行、建行、农行、邮储银行、民生银行、华夏银行、博时基金、华夏基金等 20 多家金融机构建立了良好的合作关系；在业务地域方面，除了陕西本地外，公司业务范围延伸至北京、上海、深圳、河北、江苏等 10 多个省市。

公司以增信等方式积极介入信托产品，并以自有资金投资开发信托产品，与自有资金投资业务相得益彰；2010 年，公司突破房地产信托单纯的融资模式，开展权益投资的积极尝试；与此同时，榆林神华陶氏前期基础设施私人股权信托计划，开创了省内以股权形式支持陕北能源化工基地建设的先河；中小企业成长信托基金也陆续推出。截至 2011 年 6 月底，公司以自有资金投资发行的信托产品规模达 2.91 亿元，占公司资产规模的比重为 30.06%。

表 4：截至 2011 年 6 月 30 日公司以自有资金投资发行信托产品明细

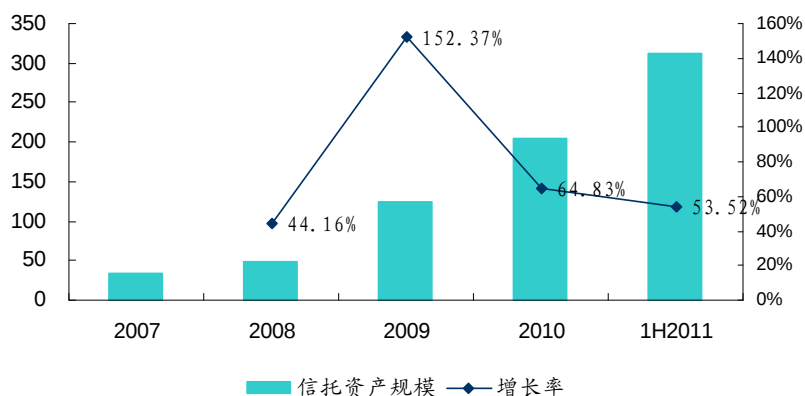
项目	合同期限	预期收益率	投资金额(万元)
中兴林产信托	2010.4.30-2012.4.30	8.50%	1000
天朗置业股权信托	2010.4.30-2012.4.30	8.50%	1723
中贸地产股权信托	2010.4.29-2011.5.5	10.44%	5900
神华陶氏榆林煤炭信托	2010.6.30-2013.6.30	8.00%	5000
神华陶氏榆林煤炭信托	2010.6.30-2012.6.30	8.00%	900
苏州天地源贷款信托	2010.7.13-2012.7.13	8.50%	5000
康芝药业股权信托	2010.9.14-2012.3.14	7.50%	78
蔚蓝青城贷款信托	2010.11.23-2012.11.23	10.00%	1000
蔚蓝青城贷款信托	2010.10.19-2012.10.19	9.50%	1000
明珠家居商业物业收益权集合资金信托	2011.4.6-2013.4.6	10.00%	2000
中贸广场商业地产项目	2011.1.31-2012.1.31	12%	6060
合计	/	/	29661

资料来源：陕国投年报、长江证券研究部

信托资产规模持续增长

2008 年以来，公司信托规模持续扩张。2009 年，公司信托资产规模大幅增长至 124.18 亿元，增幅达 152.37%；2011 年上半年，公司信托资产规模达到 311.37 亿元，较年初增长 53.52%。

图 7：公司 2007-2010 年信托资产规模（亿元）及增长率

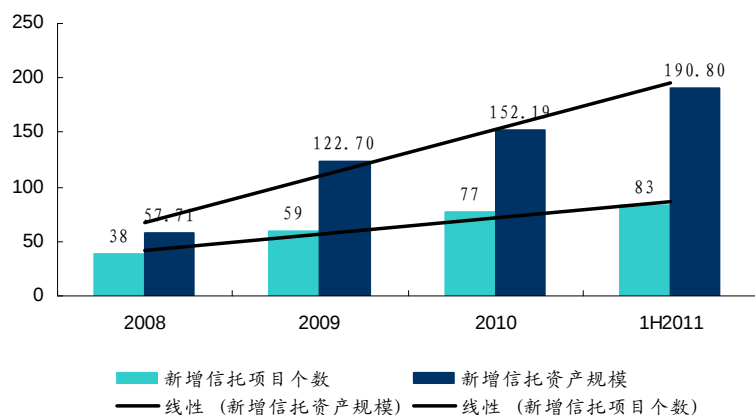


数据来源：长江证券研究部

2008 年以来，公司新增信托项目数量和规模呈快速增长态势。2009 年，公司新增信托项目数量和规模实现突破式增长，同比增长率分别达 55.26% 和 112.61%；

2011 年上半年，公司新增信托计划 83 个，新增信托资产规模 190.80 亿元，增长加速并超过以往年份全年新增信托项目数量和规模。

图 8：2008 年至今公司新增信托项目个数、资产规模（个、亿元）及趋势



数据来源：陕国投年报，长江证券研究部

具体来看，2009 年至今，公司新增信托项目主要是单一类和集合类信托项目，尤其单一类项目新增数量和规模占比较大，2011 年分别为 66.27% 和 84.70%；同时，2010 年以来，公司主动管理型信托项目数量和规模增长，其新发项目几乎全部为该类产品。

表 5：公司新增信托项目数量明细及占比

新增信托项目	2009		2010		1H2011	
	项目个数	占比	项目个数	占比	项目个数	占比
集合类	21	35.59%	52	67.53%	28	33.73%
单一类	32	54.24%	23	29.87%	55	66.27%
财产管理类	6	10.17%	2	2.60%	0	0.00%
新增合计	59	-	77	-	83	-
其中：主动管理型	31	52.54%	76	98.70%	83	100.00%
被动管理型	28	47.46%	1	1.30%	0	0.00%

资料来源：长江证券研究部

表 6：公司新增信托项目规模明细及占比

新增信托项目	2009		2010		1H2011	
	实收金额	占比	实收金额	占比	实收金额	占比
集合类	17.18	14.00%	50.80	33.38%	29.20	15.30%
单一类	98.58	80.35%	100.34	65.93%	161.61	84.70%
财产管理类	6.93	5.65%	1.05	0.69%	0.00	0.00%
新增合计	122.70	-	152.19	-	190.81	-
其中：主动管理型	52.24	42.58%	151.40	99.48%	190.81	100.00%
被动管理型	70.46	57.42%	0.45	0.30%	0.00	0.00%

资料来源：长江证券研究部

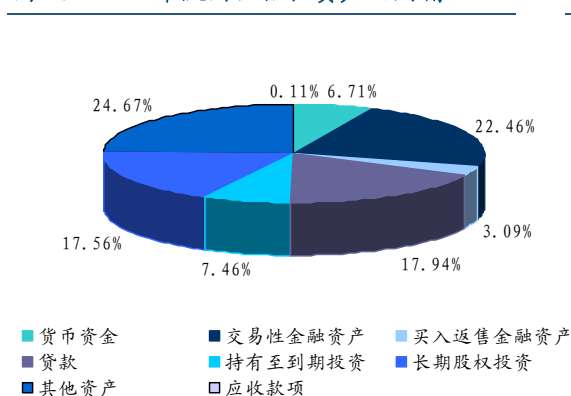
信托资产结构不断优化

均衡运用于投资类和融资类信托产品

从信托资产运用来看，公司信托资产主要集中于证券市场、金融机构和基础产业，2010 年上述三类资金金额占比分别为 30.61%、30.55%和 29.66%，而投向房地产业的资金占比仅为 3.37%；2011 年上半年其资产运用格局基本不变。

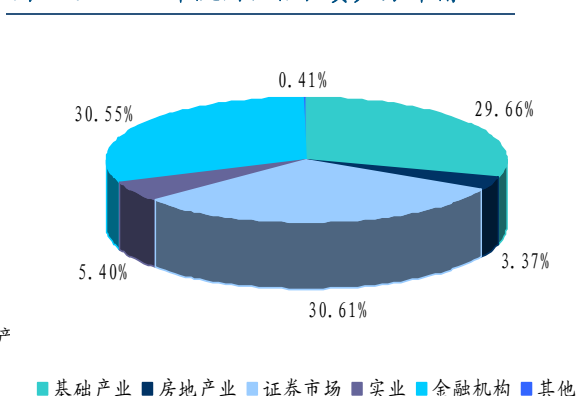
与此同时，公司信托资产主要运用于交易性金融资产、贷款和长期股权投资；2010 年上述三项资产分别占比为 22.46%、17.94%和 17.56%；2011 年上半年，贷款投资达 122.53 亿元，占比近 40%，交易性金融资产和长期股权投资的比例均降至 12%左右。

图 9：2010 年陕国投信托资产运用情况



数据来源：陕国投年报，长江证券研究部

图 10：2010 年陕国投信托资产分布情况



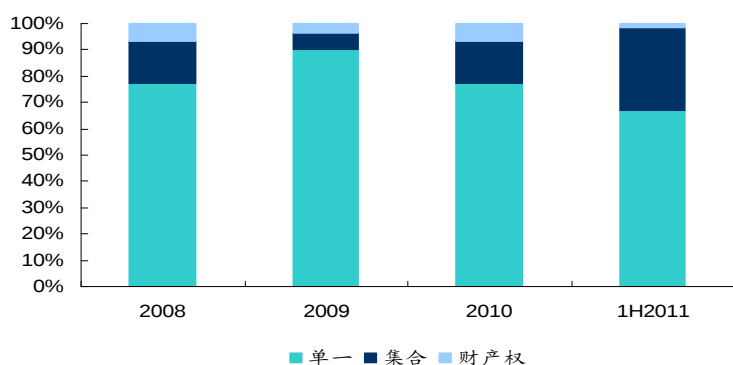
数据来源：陕国投年报，长江证券研究部

集合信托和主动管理型信托资产规模和占比上升

单一型信托是公司主要信托业务类型，但近年来集合信托资产规模增长明显。截至 2010 年底，公司集合信托资产规模占其总信托资产规模的 31.45%，较 2009 年的 15.78% 增加了近一倍；单一信托资产规模占其总信托资产规模的 66.98%，较 2009 年的 77.28% 下降了 13.32%；2011 年上半年，公司信托业务类型占比基本维持了 2010 年的格局。

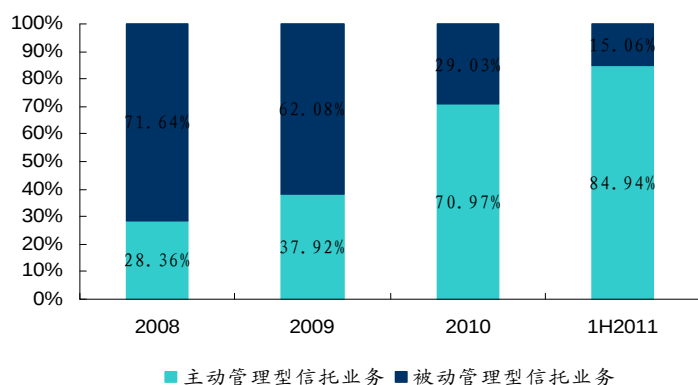
近几年来，公司重点开发自主管理型信托产品，调优产品结构，主动管理型信托产品规模增长，与此相反被动型产品规模减少；其中 2011 年上半年，公司主动管理型信托产品规模为 262.53 亿元，占比提升到 84.93%，而 2008 年其比重仅为 28.36%；同时，被动型信托产品规模为 46.55 亿元，占比从 2008 年的 71.64% 下降至 15.06%；

图 11：2008 年至今公司集合、单一和财产权信托占比及其变动



数据来源：长江证券研究部

图 12：公司主动管理型、被动管理型信托资产规模占比及其变动



数据来源：长江证券研究部

单一类和融资类信托产品收益率较高

公司单一信托产品收益率相对较高；2010 年，公司已清算的集合类项目 11 个，加权平均实际收益率为 0.56%，单一类信托项目 19 个，加权平均实际收益率为 2.7%，资产管理类 4 个，加权平均收益率为 5.25%；

2011 年上半年，已清算集合类和单一类信托项目分别为 1 个和 18 个，实收信托金额分别为 1.50 亿元和 81.41 亿元，其加权平均收益率悬殊，分别为-15%和 4.05%。

表 7：公司 2011 年上半年已清算结束信托项目收益率

类别	项目个数	实收信托合计金额（亿元）	加权平均实际收益率（%）
集合类	1	1.50	-15
单一类	18	81.41	4.05
资产管理类	0	0.00	
合计	19	82.91	3.73

资料来源：陕国投半年报、长江证券研究部

表 8：陕国投 2010 年已清算结束信托项目收益率

已清算结束信托项目	项目个数	实收信托合计金额（亿元）	加权平均实际收益率（%）
集合类	11	5.31	0.56
单一类	19	41.86	2.7
资产管理类	4	6.40	5.25

资料来源：陕国投年报、长江证券研究部

表 9：陕国投 2009 年已清算结束信托项目收益率

已清算结束信托项目	项目个数	实收信托合计金额（亿元）	加权平均实际收益率（%）
集合类	5	2.05	5.68
单一类	23	48.65	4.92
资产管理类	-	-	-

资料来源：陕国投年报、长江证券研究部

从信托产品的管理类型来看，主动与被动管理型融资类信托产品收益率较高且比较稳定；2010 年和 2011 年上半年两类产品投资加权平均实际收益率均在 4.5%左右；而主动型证券投资类产品的收益率波动较大，近两年来收益率也较低。

表 10：公司 2011 年上半年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）

类	别	项目个数	实收信托合计（亿元）	加权平均实际年化信托报酬率	加权平均实际收益率
主动管理型	证券投资类	1	1.50	1.00%	-15.00%
	融资类	12	68.54	0.45%	4.32%
被动管理型	证券投资类	6	12.87	0.27%	2.36%

资料来源：陕国投半年报、长江证券研究部

表 11: 公司 2010 年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）

类	别	项目个数	实收信托合 计（亿元）	加权平均实际年化信托 报酬率	加权平均实际收益率
主动管理型	证券投资类	7	3.51	0.93%	-2.51%
	融资类	18	30.76	0.75%	4.61%
	事务管理类				
被动管理型	证券投资类	1	1.00	0.11%	-33.44%
	股权投资类	1	0.10	0	83.47%
	融资类	4	11.91	0.40%	4.36%
	事务管理类	3	6.30	0.30%	3.97%

资料来源：陕国投年报、长江证券研究部

表 12: 公司 2009 年已清算结束信托项目收益率（按管理类型）

类	别	项目个数	实收信托合 计（亿元）	加权平均实际年 化信托报酬率	加权平均实际收益率
主动管理型	证券投资类	1	1.50	0.29%	6.18%
	融资类	10	10.92	0.91%	5.46%
被动管理型	证券投资类	6	0.08		5.30%
	融资类	11	39.56	0.32%	4.80%

资料来源：陕国投年报、长江证券研究部

增发引入大股东——解除资本金束缚迈出一大步

2011 年 7 月，公司获批向陕煤化集团、西安投资控股有限公司（以下简称“西投控股”）非公开发行不超过 2.2 亿股，募集资金总额不超过 21.23 亿元。

该次增发完成后，公司净资产将达到 28.43 亿元，陕煤化将取代陕高速成为公司第一大股东，持有公司 34.58% 的股权；与此同时，陕高速持有股权占比降低至 27.51%，成为第二大股东；而陕高速和陕煤化集团均是陕西省国资委的全资控股子公司，故陕国投的实际控制人仍为陕西省国资委。

陕煤化集团为多元化特大型能源化工企业，营业范围涵盖煤炭和煤化工产品等。截至 2010 年底，陕煤化集团总资产规模为 1344 亿元，净资产 450 亿元；集团旗下已有银行、证券、期货等多个金融类公司，增发成功后，信托成为公司新涉足板块。

表 13: 定向增发完成前后公司总股本、实际控制人、股东及其持股比例变化情况

定向增发前（截至 2010 年末）		定向增发后	
总股本（亿元）			
3.58		5.78	
实际控制人			
陕西省国资委		陕西省国资委	
前三大股东及其持股比例			
陕西省高速公路建设集团公司	44.34%	陕西煤业化工集团有限责任公司	34.58%
人保投资控股有限公司	1.51%	陕西省高速公路建设集团公司	27.51%
中信信托有限责任公司	1.07%	西安投资控股有限公司	3.46%

资料来源：陕国投公司报告，长江证券研究部

表 14：陕煤化参控股金融企业明细

企业名称	持股比例	主营业务
开源证券有限责任公司	控股子公司 90.50%	证券的代理买卖、证券的投资咨询、证券自营等
陕西省长安期货经纪有限公司	参股 通过其全资子公司黄陵矿业集团有限责任公司和控股子公司开源证券有限责任公司间接持有长安期货 100%的股权	商品期货经纪及金融期货经纪
长安银行股份有限公司	参股 20.00%	吸收存款、发放贷款、结算、票据承兑、银行卡等
幸福人寿保险股份有限公司	参股 8.02%	各类人寿保险、健康保险、人身意外伤害保险以及与人身保险相关再保险业务

资料来源：长江证券研究部

我们认为，陕煤化集团成为公司第一大股东后，将为公司带来诸多利好，主要表现在以下几个方面：

增厚公司资本，净资产可达标

目前公司注册资本仅为 3.58 亿元，注册资本行业 48 家信托公司中排名第 45 位，远低于行业注册资本平均水平；就其信托资产而言，截至 2011 年 6 月底，公司信托资产规模已超过 300 亿元；低水平净资产规模与持续增加的信托资产规模不匹配，与已成为制约公司业务发展的最大瓶颈。

表 15：截至 2010 年末主要信托公司实收资本排名

排 公司名称	实收资本	排 公司名称	实收资本
名	(亿元)	名	(亿元)
1 平安信托有限责任公司	69.88	25 甘肃省信托有限责任公司	10.18
2 华润深国投信托有限公司	26.3	26 北方国际信托股份有限公司	10.01
3 上海国际信托有限公司	25	27 国民信托有限公司	10
4 江苏省国际信托有限责任公司	24.84	28 华宝信托有限责任公司	10
5 中诚信托有限责任公司	24.57	29 厦门国际信托有限公司	10
6 中国对外经济贸易信托有限公司	22	30 山西信托有限责任公司	10
7 大连华信信托股份有限公司	20.57	31 上海爱建信托投资有限责任公司	10
8 吉林省信托有限责任公司	15.97	32 新华信托股份有限公司	6.21
9 建信信托有限责任公司	15.27	33 西部信托有限公司	6.2
10 华融国际信托有限责任公司	15.18	34 百瑞信托有限责任公司	6.05
11 天津信托有限责任公司	15	35 苏州信托有限公司	5.9
12 英大国际信托有限责任公司	15	36 华宸信托有限责任公司	5.72
13 中投信托有限责任公司	15	37 广东粤财信托有限公司	5.66
14 北京国际信托有限公司	14	38 中泰信托有限责任公司	5.17
15 山东省国际信托有限公司	12.8	39 西安国际信托有限公司	5.1
16 国联信托股份有限公司	12.3	40 兴业国际信托有限公司	5.1
17 国投信托有限公司	12.05	41 东莞信托有限公司	5
18 中原信托有限公司	12.02	42 杭州工商信托股份有限公司	5
19 安徽国元信托有限责任公司	12	43 湖南省信托有限责任公司	5
20 华能贵诚信托有限公司	12	44 云南国际信托有限公司	4
21 交银国际信托有限公司	12	45 陕西省国际信托股份有限公司	3.58
22 中海信托股份有限公司	12	46 中航信托股份有限公司	3
23 中信信托有限责任公司	12	47 华澳国际信托有限公司	3
24 江西国际信托投资股份有限公司	10.37	48 新时代信托股份有限公司	3

资料来源：WIND，长江证券研究部

2010 年 8 月出台的《信托公司净资本管理办法》(以下简称“办法”)对信托公司资产及业务规模作了相关规定:其中,办法要求的信托风险资本系数表中,房地产业务的风险资本系数最大,为 3%,将公司 2011 年上半年末信托资产按照最大的 3%的风险资本系数测算,则其风险资本规模需达到 9.34 亿元;按照“净资本不得低于各项风险资本之和的 100%”测算,则公司净资本规模至少需要 9.34 亿元。

办法同时规定,信托公司净资本等相关风险控制指标不符合规定标准的,须在 2011 年年底达标;公司目前的净资产规模为 7.43 亿元;低于规定净资本规模;而增发完成后,公司净资产将达到 28.43 亿元,完全满足净资本要求。

拓展多种创新业务空间

按照相应信托业务类型对注册资本的要求,增发完成后,公司注册资本达到 24.81 亿元,可以开展一系列的新业务,例如:国债承销、资产证券化、年金管理、银行间即期外汇市场交易、受托境外理财、受托保险资金投资基础设施业务等,并有望拿到信托的全牌照。此外,2011 年 7 月,相关部门发布了《信托公司参与股指期货交易业务指引》,未来公司在满足要求的条件下也有望参与股指期货业务。

表 16: 增发后陕国投可拓展的新信托业务类型

业务类型	注册资本要求	已有该业务的信托公司
国债承销业务	4 亿元以上	N/A
资产证券化业务、	不低于 5 亿元	中信信托、中诚信托
年金管理业务		中信信托、华宝信托
银行间即期外汇市场交易		N/A
受托境外理财业务	不低于 10 亿元	上海信托
从事受托保险资金投资基础设施业务	不低于 12 亿元,且任何时候都维持不低于 12 亿元的净资产	N/A

资料来源:公司报告、长江证券研究部

银监会于 2011 年 7 月发布了《信托公司参与股指期货交易业务指引》(以下简称《指引》),《指引》表明监管层有意信托公司向优质的资产管理公司转型,强调信托本源业务功能。

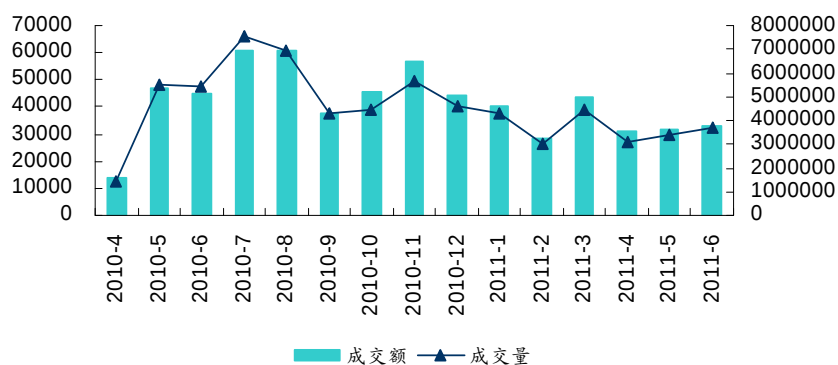
虽然目前对于信托公司在硬件和软件上还有着较多的限制条件,但从长期来看,股指期货对于信托公司开闸,增加了一种能套利的资产管理工具,能够优化其业绩。公司若能取得股指期货相关业务资格,将可能优化公司业务结构和提升收益水平。

表 17: 近期创新信托业务类型资质要求

业务类型	推出时间	资质要求
股指期货	2011-7	(1)信托公司必须具备 3C 级(含)以上的监管评级,申请以投机为目的参与股指期货交易的应具备 2C 级(含)以上的监管评级,且已开展套期保值或套利业务一年以上; (2)建立完善的股指期货交易内部控制制度和风险控制制度,并经董事会准; (3)要求与业务开展相匹配的专业团队; (4)完善的 IT 系统建设

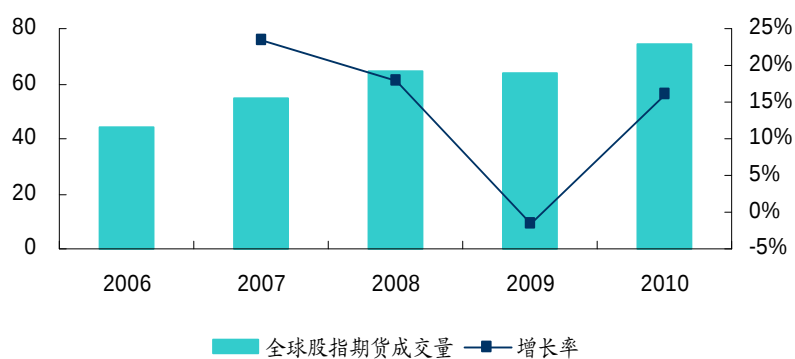
资料来源:公司报告、长江证券研究部

图 13: 股指期货月度成交额与成交量（亿元，手）



数据来源：中金所，长江证券研究部

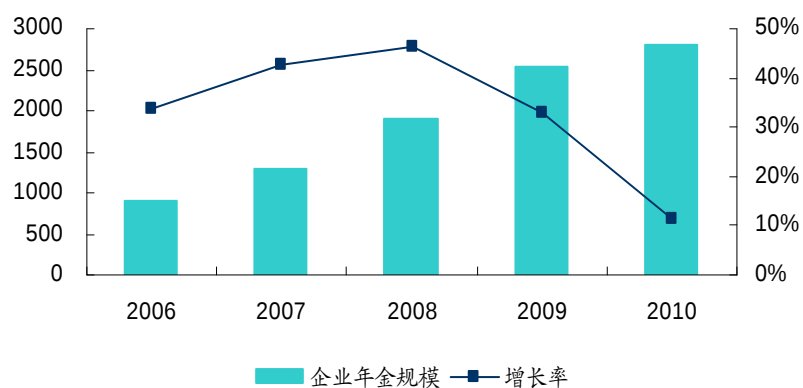
图 14: 全球股指期货 2006 - 2010 年年度成交量与增长率（亿手，%）



数据来源：美国期货业协会，长江证券研究部

同时，企业年金市场发展潜力巨大；信托公司的企业年金业务以提供专业金融服务、收取管理费为盈利模式；该创新业务的开展亦能扩展公司业务范围。

图 15: 2006 - 2010 年企业年金资产规模及其增长率



数据来源：中国养老金网，长江证券研究部

煤炭行业资源优势——煤炭类信托发展可期

自 2008 年 9 月以来，山西省开始全面推进煤改。截止 2010 年一季度，山西省煤企基本完成了企业并购阶段。2011 年初，大规模的煤改的融资需求主要来自于两大方面：一是煤改第一阶段的企业兼并收购，并购方需要支付并购价款；二是并购整合完成后的新矿井、新设备的基础建设、设备的技术改造升级等，都需要大量的资金支持。其中，并购阶段的融资，企业大多更偏好且能够用自有资金解决，故融资缺口主要来自于第二阶段的技改升级。按照煤矿的年产量每增加一吨需要新增投资 800 元测算，陕西计划五年增产 2.5 亿吨，则需投入投资 2000 亿元；此外，加上企业管理、环境保护、技术升级等方面的投入，煤改融资缺口约 3000 亿元。

资金来源方面，由于陕西省大多数煤企为民营企业，且陕西的煤改模式主要是以民间股权合并、国企与民企联合控股子公司的模式为主，故通过银行信贷的渠道获取融资的数额有限，而信托在资金、制度上具有灵活性优势，发展空间巨大。

2010 年以来，随着山西省煤改推进，已有包括中信信托、陕国投、新时代信托、中融信托和华融信托在内的多家公司发行了煤炭类信托产品；其中以中信信托在山西煤改中发行的聚信汇金煤炭产业投资基金系列产品规模最大，约 40 亿，但中信信托在陕西煤改中尚未发行产品。

表 18：2010 年至今陕国投及其他信托公司所发行的煤炭类信托产品情况

发行人	产品名称	成立日期	信托期限 (年)	信托规模 (亿元)	预期年收益率	资金运用	信托类型
陕国投	神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用私人股权投资集合资金信托计划	2010-6-30	N/A	3	7.0%	向榆神公司进行增资扩股，增资资金主要用于神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用项目前期基础设施建设	股权投资类
	《陕国投·富源3号》恒发公司技改项目贷款集合资金信托计划	2011-7-13	N/A	1.47	8.0%	全额用于向子长县恒发煤炭有限公司发放 1-2 年期煤矿技改项目建设贷款	贷款类
中信信托	鄂尔多斯畅亿煤炭运销项目信托计划	2010-1-18	2	1.1	8.5%	以流动资金贷款形式发放给鄂尔多斯市畅亿煤炭运销有限责任公司,用于补充公司煤炭运销业务的流动资金	贷款类
	中信·聚信汇金煤炭产业投资基金 1 号	2010-7-31	优先级 2 年(可延长至 3 年),中间级 3 年,一般级 10 年	30	9.5%	主要投资:受让并回售山西晋大煤业集团的特定资产收益权(包括 8 家煤炭生产企业以及 3 家洗煤厂); 次要投资:银行存款、货币债券市场投资、优质信贷资产等低风险投资	权益类
	中信·聚信汇金煤炭产业投资基金 2 号	2010-8-31	优先级 2 年,中间级 3 年,一般级 10 年	10.49	9.5%	购买宏盛集团的特定资产收益权、聚德煤业和安泰煤业基础设施建设	权益类
	山西汾西瑞泰煤业贷款信托计划	2010-2-5	1	2	N/A	N/A	贷款类

新时代信托	蓝海1号煤炭产业投资信托计划	2010-4-7	0.1	1.5	7.2%	以贷款、股权、融资租赁、集合信托权益投资等多种方式向国内煤炭生产、加工、运销、煤化工行业的优质企业投放信托资金。信托期间存在闲置资金的,可投资于具有稳健收益特征的金融产品等领域	
中融信托	东杨煤矿信托贷款资金信托计划	2010-6-11	1	1.3	8.5%	受托人以自己的名义将所募集资金用于向达拉特旗东杨煤矿发放贷款	贷款类
华融信托	华融·山西大土河焦化有限责任公司特定资产收益权集合资金信托计划	2010-6-11	2	3.03	N/A	受托人以信托计划资金受让山西大土河焦化有限责任公司下属子公司山西大土河永娜煤业有限公司的特定资产收益权	权益类

资料来源：长江证券研究部

2011 年初，陕西省煤改开始大规模启动，目前公司已发行两款煤炭类信托产品：2010 年 6 月的神华陶氏榆林循环经济煤炭综合利用私人股权投资集合资金信托计划和 2011 年 7 月的《陕国投富源 3 号》恒发公司技改项目贷款集合资金信托计划，发行规模分别为 3 亿元和 1.74 亿元，预期年收益率都在 7% 以上。

预计在接下来的陕西煤改中，定增成功后的大股东陕煤化集团加上其实际控制人陕西省国资委将使公司在陕西省煤炭类信托项目获取中具有较大优势。

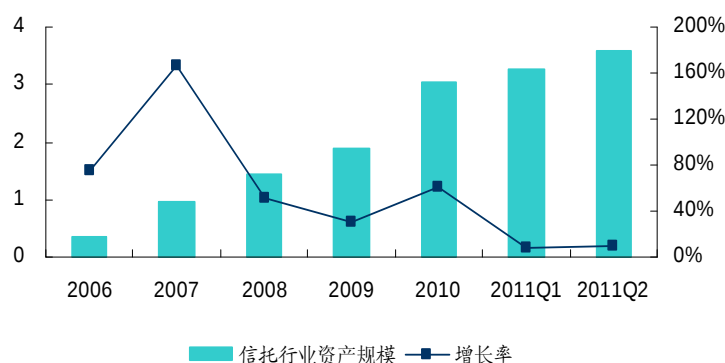
行业景气带动下，公司发展前景广阔

信托行业高速发展

近年来，信托行业持续景气，加上市场及宏观政策利好信托业发展，为公司信托业务的快速增长提供了广阔的空间。

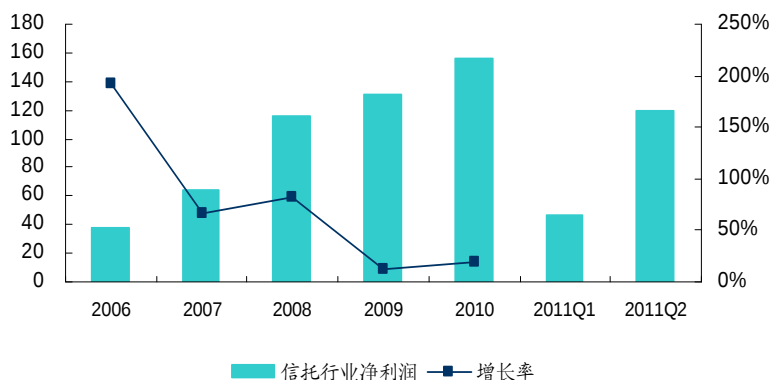
截至 2011 年二季度末，信托行业总资产规模达到 3.58 万亿元，较 2006 年的 0.36 万亿元增长了近 10 倍； 2011 年二季度，信托行业实现净利润 119.10 亿元，环比增长 152.38%，2010 年全年净利润为 155.60 亿元，较 2006 年增长了 3 倍之多。

图 16：2006 年至 2011 年二季度年信托行业资产规模及增长率



资料来源：wind，长江证券研究部

图 17：信托业 2006 年-2010 年行业利润总额持续提升



资料来源：wind, 长江证券研究部

与此同时，信托产品季度发行数量呈现持续增涨态势；2008 年第一季度全行业仅发行信托产品 231 只，而 2011 年第二季度发行信托产品则达到 1161 只；2010 年全年发行信托产品 2566 只，较 2008 年全年发行数量增长达 2 倍。

图 18：2008 年-2011 年二季度信托产品季度发行规模



资料来源：wind, 长江证券研究部

信托类上市公司业绩高增长

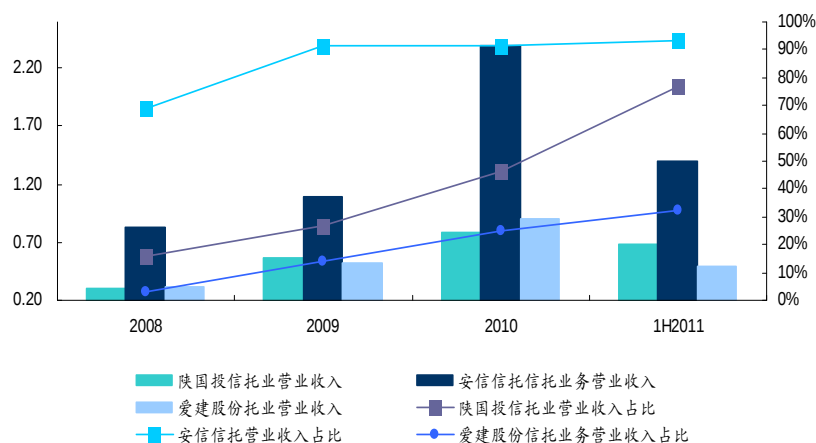
目前 3 家信托类上市公司经营模式各异：其中爱建股份主营业务范围广泛，但信托业务增长趋势最强；其收入主要来源于房地产项目开发、实业投资、进出口业务及信托业务等；其信托业务主要由控股子公司爱建信托经营，该公司 2010 年实现信托业务收入 0.9 亿元，公司营业收入占比从 2008 年的 3% 逐年增长至 2010 年的 25.03%，2011 年上半年进一步上升至 32.47%；净利润贡献由 2008 年约 0.17 亿元，占比 27% 左右，上升至 2010 年的 0.63 亿元，占净利润的比重为 38.18%，2011 年上半年该公司实现净利润 0.72 亿元，占净利润的比重高达 68.85%。

同时，安信信托主营业务即信托投资业，2008 年以来信托业务收入大幅提升，由 2008 年

的 0.83 亿元增长至 2010 年的 2.4 亿元，占营业收入的比重均在 91% 以上；2011 年上半年实现信托业营业收入 1.4 亿元，同比增长 78%；占营业收入的比例进一步上升至 93.1%。

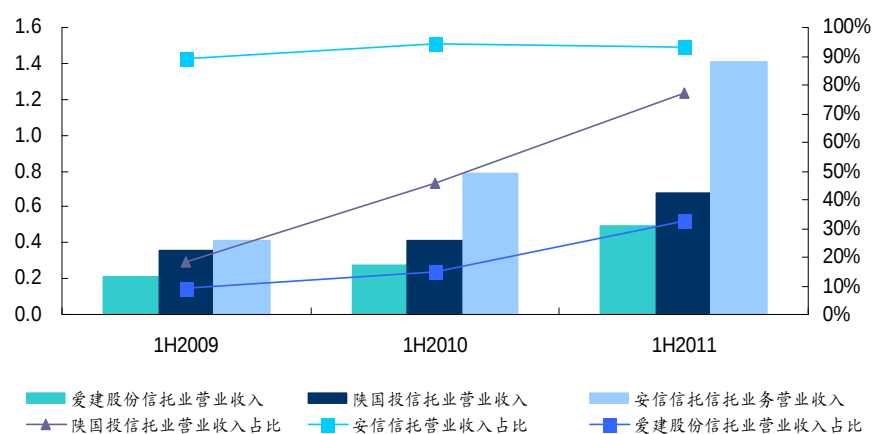
与其他信托类上市公司相比，陕国投信托业务收入及其占营业收入的比例居中；虽然 2008 年到 2010 年陕国投信托业务收入及占比的增速略低于其他两家同类公司，但仍然实现业务收入高增长，增长率超过 150%；2011 年上半年，陕国投实现营业收入 0.68 亿元，同比增长 65.29%，略低于其他两家公司。

图 19：2008 年至今上市信托公司信托业营业收入及占比比较

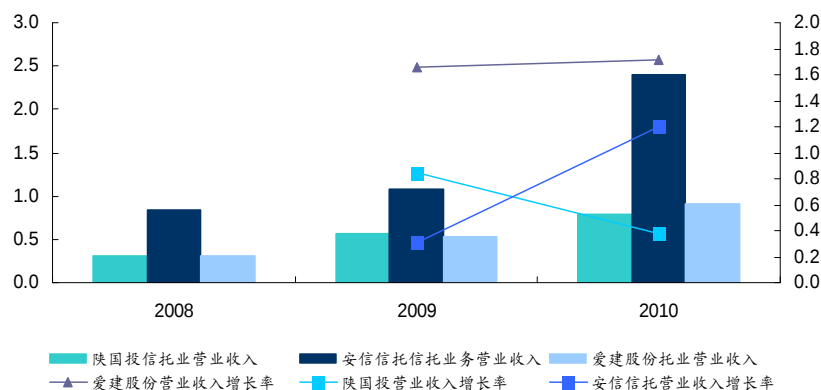


数据来源：长江证券研究部

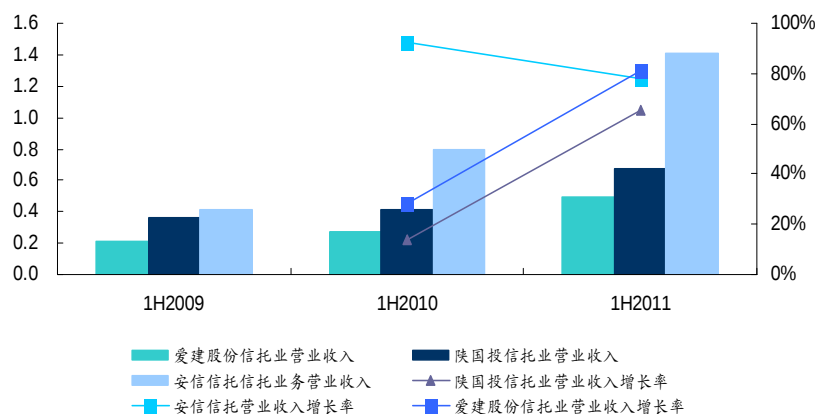
图 20：上市信托公司信托业营业收入及占比比较



数据来源：长江证券研究部

图 21：上市信托公司信托业营业收入及增长率比较


数据来源：长江证券研究部

图 22：上市信托公司信托业营业收入及增长率比较


数据来源：长江证券研究部

投资建议与风险提示

2010 年以来，在信托业快速稳定增长和省内国企整合的大背景下，公司逐渐明确了以大股东为依托，大力发展信托主业的经营战略：一方面，公司不断清理旗下参股的实业公司股权，上半年完成了鸿业房地产的股权转工作，实现收益 0.95 亿元；另一方面，在行业持续景气下，公司主营业务保持高速增长态势，2011 上半年实现主营业务收入 1.58 亿元，完成年度经营计划的 78.99%，新增信托规模 190.8 亿元，占年度经营计划的 238.75%。

我们认为，随着行业景气的持续，以及增发完成后大股东带来的资金与资源优势，公司信托主业有望实现全牌照下的高速增长，假设公司全年信托规模增速保持在 130% 的水平上，预计 2011 全年 EPS 为 0.24 元（摊薄后），同比增长 70.71%，成长优势明显，首次给予“谨慎推荐”评级。

风险提示

（1）公司增发进程对公司的资产规模和业绩增速有一定影响，与此同时，大股东陕煤化集团入住后，旗下金融资产的优化配置对公司发展影响也较大。

（2）公司信托主业发展受宏观经济，特别是信贷政策调控政策影响较大，此外，鸿业房地产股权转让后，公司可开展房地产信托业务，对公司主动型信托产品规模和收益率影响较大。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	220	327	392	584	货币资金	263	2008	1841	1929
营业成本	14	58	54	87	交易性金融资产	39	39	39	39
毛利	206	269	337	497	应收账款	3	2	3	4
%营业收入	93.71%	82.24%	86.09%	85.09%	存货	244	0	0	0
营业税金及附加	12	18	21	32	预付账款	1	10	8	13
%营业收入	5.43%	5.43%	5.43%	5.43%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	551	2059	1891	1986
%营业收入	0	0	0	0	可供出售金融资产	143	143	143	143
管理费用	60	82	98	146	持有至到期投资	216	216	216	216
%营业收入	27.37%	25.00%	25.00%	25.00%	长期股权投资	99	99	99	99
财务费用	1	-4	-7	-7	投资性房地产	48	48	48	48
%营业收入	0.48%	-1.08%	-1.77%	-1.16%	固定资产合计	45	419	744	920
资产减值损失	-1	2	1	2	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	-4	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	67	9	9	9	递延所得税资产	11	0	0	0
营业利润	196	180	233	332	其他非流动资产	90	90	90	90
%营业收入	89.00%	54.90%	59.44%	56.92%	资产总计	1204	3075	3233	3504
营业外收支	-1	0	0	0	短期贷款	25	0	0	0
利润总额	105	180	233	332	应付款项	32	11	9	15
%营业收入	47.85%	54.90%	59.44%	56.92%	预收账款	8	3	4	6
所得税费用	24	41	53	75	应付职工薪酬	30	1	1	2
净利润	82	139	180	257	应交税费	39	2	3	4
归属于母公司所有者的净利润	82	139	180	257	其他流动负债	306	73	79	121
					流动负债合计	440	91	96	148
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.14	0.24	0.31	0.44	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	21	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	160	59	249	417	负债合计	461	91	96	148
取得投资收益收回现金	17	9	9	9	归属于母公司所有者权益	743	2984	3137	3356
长期股权投资	0	0	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	5	-403	-404	-306	股东权益	743	2984	3137	3356

其他	-143	0	0	0	负债及股东权益	1204	3075	3233	3504
投资活动现金流净额	-138	-395	-395	-297	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.14	0.24	0.31	0.44
股权融资	0	2123	0	0	BVPS	2.07	8.33	8.75	9.36
银行贷款增加（减少）	-135	-25	0	0	PE	90.89	53.24	41.10	28.80
筹资成本	25	-17	-20	-32	PEG	1.95	1.14	0.88	0.62
其他	58	0	0	0	PB	6.18	1.54	1.46	1.37
筹资活动现金流净额	-52	2081	-20	-32	EV/EBITDA	35.42	26.26	18.31	12.03
现金净流量	-31	1745	-167	88	ROE	10.97%	4.66%	5.75%	7.67%

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘俊，武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 7 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。