

信托Ⅲ

田辉

非银行金融行业研究员

021-3856 5945

tianhui@xyzq.com.cn



信托Ⅲ

产品创新推动行业结构调整

推荐

2009-2-6

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
安信信托	0.63	0.92	强烈推荐
陕国投	0.22	0.623	观望

投资要点

- 08 年末信托规模为 1.3 万亿，比年初增长 35%，但增速趋缓。①银信产品增长停滞，证券类产品供给减少是主因，股权、债权型增长主要受益于经济刺激方案下的固定资产投资增长。②集合类新增产品整体较为稳定。基础设施和房地产类集合信托产品仍是主要增长来源；而证券类产品虽然成立个数稳定，但是平均募集金额出现萎缩。同时集合类产品期限逐渐延长。
- 政策拓宽了信托公司的投资渠道，有利于信托规模的增长。①集合类贷款占比上限由 30%提升至 50%，信托公司的集合类产品规模得到释放。②对进行项目融资的房地产公司资质的放开是加大了信托公司的项目来源。③产业基金和 REITS 等新产品即将推出。
- 如果日益宽松的流动性不进入信托产品，则单一类信托增速约 -10% 左右。如果权益类信托保持稳定，则单一类信托规模也将保持稳定。
- 考虑到 REITS、产业基金和贷款项目增加，集合类信托规模增长约为 30% 左右，占信托规模比重由不足 20% 可提升至 25% 左右。
- 我国信托类上市公司均处于重组或引进战略投资者的进程中，如方案能够顺利实施，再考虑我国信托行业的成长性，其估值仍偏低。建议关注安信信托的投资机会。
- 安信信托：①中信信托的产品结构调整有利于其规模的稳定和报酬率的提升。中信信托主动性信托产品快速增长，占公司信托比重约上升至 19%，提升了 7 个百分点左右。②公司在产业基金项目上具备较强优势，其房地产信托项目将受益于我国对 REITS 的扶持；公司其他创新产品的培育将迎来较好的发展时期。③中信信托的固有资产配置未发生较大变化，对降息并不敏感。④如果公司重组成功，其 2008 年、2009 年 2010 年的每股收益为 0.1 元（重组前）、0.633 元和 0.921 元。重组后的公司合理估值区间为 24.52 元-26.4 元。⑤风险因素：利率变动；经济波动；项目选择能力；增发尚未完成。

相关报告

《降息推动行业进入利润积累期》2008-12-23

《弱周期特性开始显现》2008-12-15

《定向增发有利于提升公司价值》2008-12-2

目 录

规模增速趋缓 集合类占比提高	- 3 -
银信增长停滞 证券类产品供给减少是主因	- 3 -
集合类稳定增长	- 5 -
政策调整行业发展	- 6 -
政策放宽：投资渠道增加	- 6 -
新产品：产业基金和 REITS 是重点	- 6 -
09 年产品创新成为重点 期限和结构成为信托公司盈利稳定剂	- 7 -
单一类：收益率下滑和宽信贷政策影响规模增长	- 7 -
集合类：09 年的发展重点	- 8 -
投资建议	- 8 -
安信信托（600816）：弱周期性开始显现	- 9 -
 图 1、信托行业规模变动	- 3 -
图 2、信托行业增速变动	- 3 -
图 3、银信产品发行量变动（单位：个）	- 3 -
图 4、银信产品结构变动（按产品类别分类）	- 4 -
图 5、银信产品结构变动（按投资方向分类）	- 4 -
图 6、贷款类银信产品占比变动（按产品类别分类）	- 4 -
图 7、集合产品变动	- 5 -
图 8、集合产品结构变动（产品个数）	- 5 -
图 9、集合产品结构变动（产品金额）	- 5 -
图 10、银信产品结构变动（按投资方向分类）	- 6 -
图 11、美国 REITS/GDP 的比重	- 7 -
图 12、美国信托银行市场表现	- 9 -
 表 1：政策放宽拓宽信托产品项目来源	- 6 -
表 2：北美信托（NTRS）主要指标	- 9 -
表 3：我国信托类上市公司主要指标	- 9 -

规模增速趋缓 集合类占比提高

08 年末信托规模为 1.3 万亿，比年初增长 35%。但是行业增速趋缓，在 08 年全年新增的 3400 亿信托规模中，上半年新增部分为 2400 亿，占比达到 70.59%。

图 1、信托行业规模变动

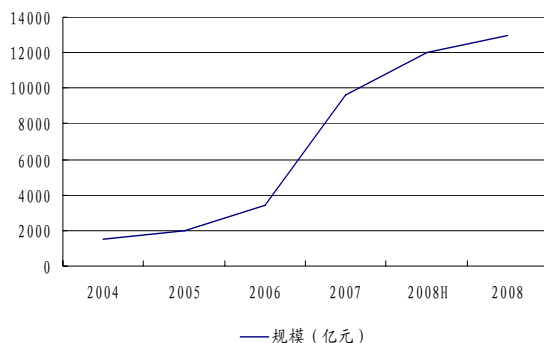
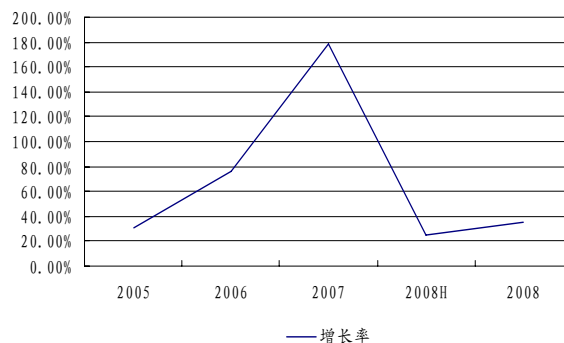


图 2、信托行业增速变动

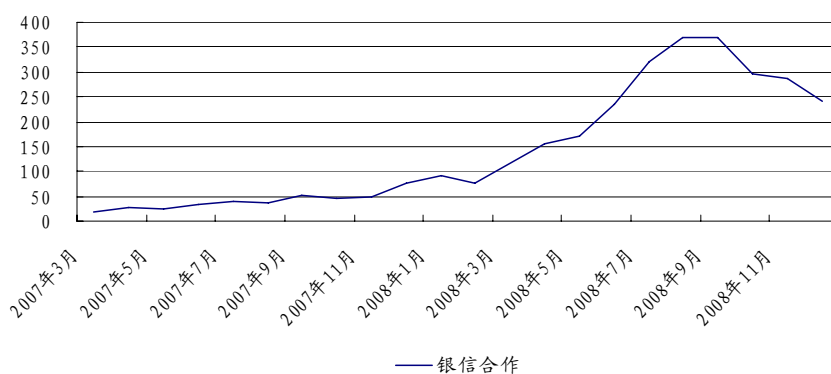


数据来源：西南财大信托与理财研究所

银信增长停滞 证券类产品供给减少是主因

银信产品增长自 08 年 10 月后回落，信托委托人对风险的回避和低利率环境下适合单一信托产品的投资渠道不足是主要原因。

图 3、银信产品发行量变动 (单位：个)



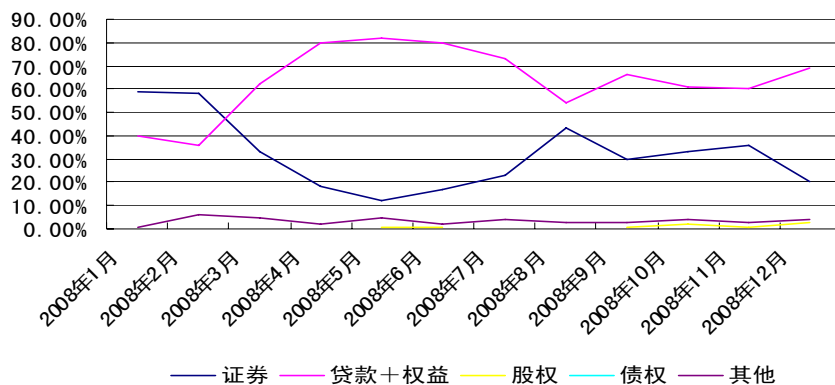
数据来源：西南财大信托与理财研究所

从结构上看，股权、债权等直接融资品种占比增加，贷款类占比保持稳定，而以打新股为主的证券类产品在资本市场的影响下迅速下滑(见图 4)。从投资方向看，基础设施类和其他类投资占比回升(见图 5)。

股权、债权型增长主要受益于经济刺激方案下的固定资产投资增长(见图 5)；贷款类产品虽然份额稳定，但是总新增量下滑，显示出银行贷款表外向表内的转移

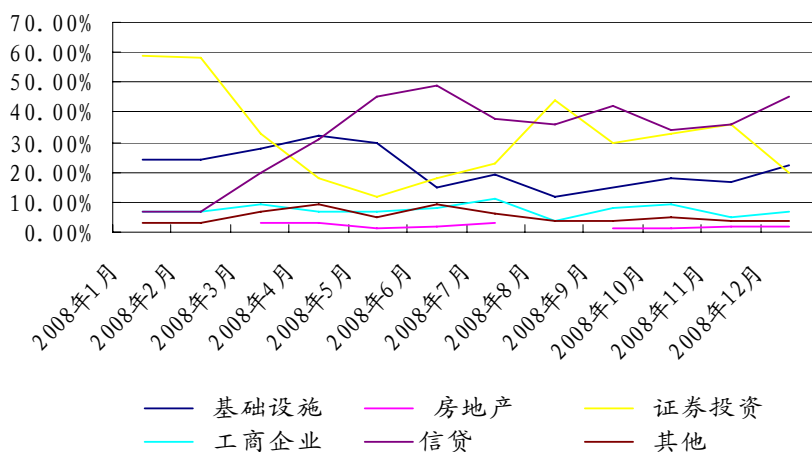
正在开始（见图6）；低利率和新股上市减少造成投资渠道减少，导致证券类产品供给不足，是银信产品增量趋缓的主要原因。

图4、银信产品结构变动（按产品类别分类）



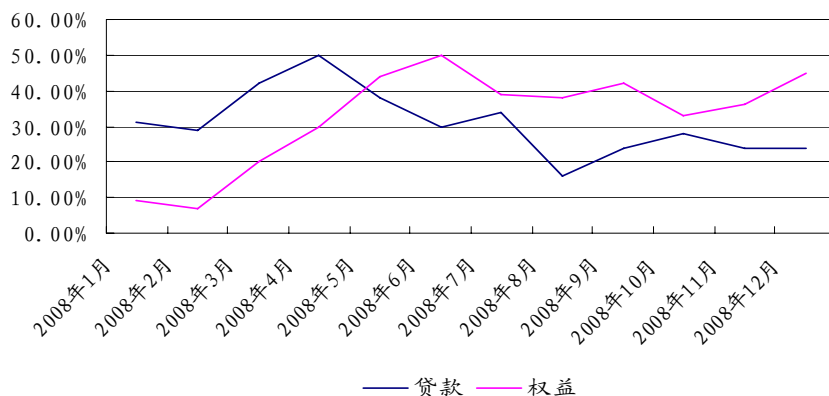
数据来源：西南财大信托与理财研究所

图5、银信产品结构变动（按投资方向分类）



数据来源：西南财大信托与理财研究所

图6、贷款类银信产品占比变动（按产品类别分类）

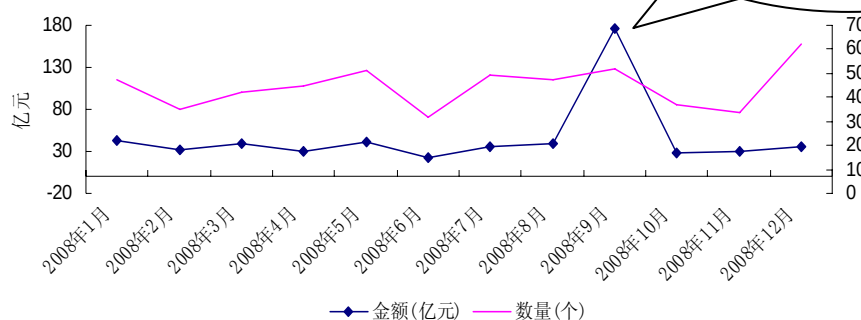


数据来源：西南财大信托与理财研究所

集合类稳定增长

集合类新增产品整体较为稳定。而 08 年 9 月两个大型项目的推出，显示出具有客户渠道和投资渠道优势的信托公司的增长潜力。

图 7、集合产品变动



数据来源：西南财大信托与理财研究所

从结构上看，基础设施和房地产类集合信托产品仍是主要增长来源；而证券类产品虽然成立个数稳定，但是平均募集金额出现萎缩。

图 8、集合产品结构变动（产品个数）

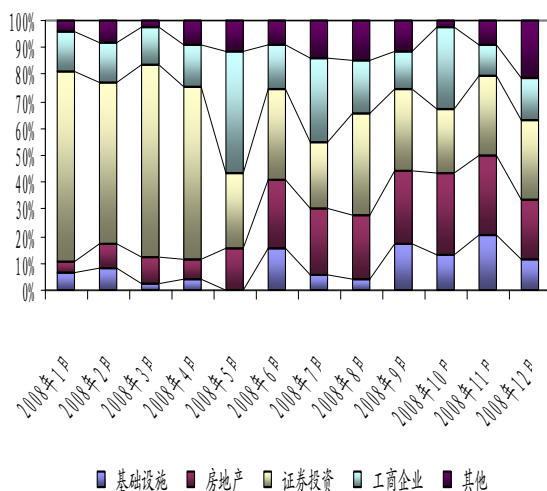
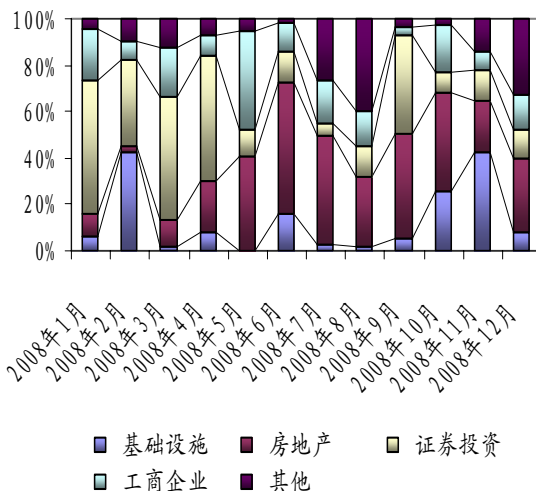


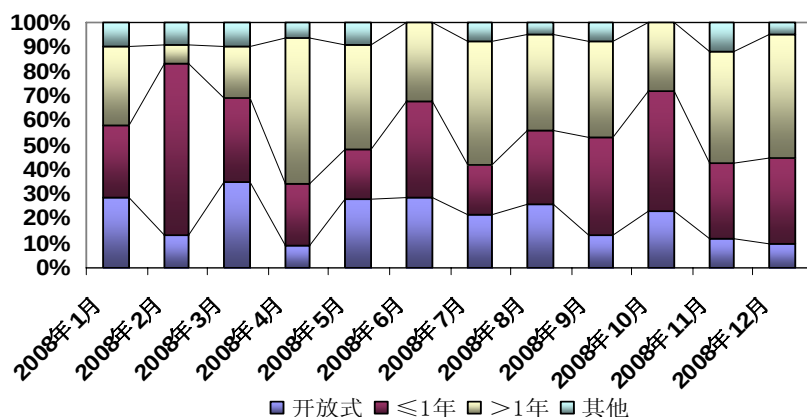
图 9、集合产品结构变动（产品金额）



数据来源：西南财大信托与理财研究所

从期限上看，集合类产品期限逐渐延长。一是信托公司为增强收入的稳定性，开始加大长期产品的开发力度；二是在低利率时期，信托公司需要通过拉长产品期限维持收益率。

图 10、银信产品结构变动（按投资方向分类）



数据来源：西南财大信托与理财研究所

政策调整行业发展

政策放宽：投资渠道增加

根据《中国银监会关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，将信托公司集合信托贷款比例由 30% 放宽为 50%，同时调整了 265 号文对房地产金融业务的规定，可根据信托公司的风险管理能力适度放宽房地产开发商资质、资金比例等方面的要求。

表 1：政策放宽拓宽信托产品项目来源

	旧政策	新政策
集合类贷款信托	占比不得超过 30%	占比不得超过 50%
房地产信托	融资的房地产公司的资本金比例必须超过 35%、“四证”齐全、具备二级以上开发资质。	对符合一定监管评级要求、经营稳健、风险管理水平较高的信托公司，适当放宽对开发商资质、资本金比例等的要求。

数据来源：兴业证券研发中心

上述政策拓宽了信托公司的投资渠道，有利于信托规模的增长。①随着国家对基础设施投资的加大和后续产业振兴方案的出台，贷款类项目来源增多，在比例上限调整后，信托公司的集合类产品规模得到释放。②对进行项目融资的房地产公司资质的放开一是加大了信托公司的项目来源，二是加大了信托的两极分化。信托龙头不但可以拿到更多的项目，还可参与相关的投行业务。

新产品：产业基金和 REITS 是重点

产业基金:

在经济增长的大背景下，国家鼓励信托公司加大对产业的支持力度。信托公司成立产业基金的优势一是专业化经营程度较高，二是较为灵活的投资配置有利于对项目的支持，三是有利于投资项目和资金的对接。

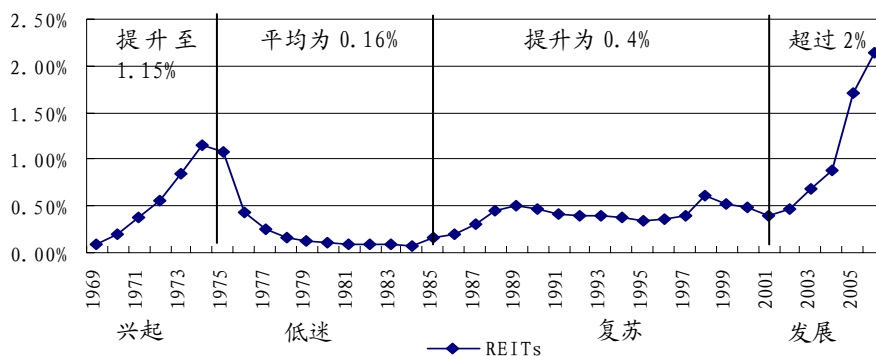
09 年产业基金主要与国家 4 万亿投资相关，包括电力、水利、环保、路桥等方面。信托产品特性决定其在地方政府项目上具备一定优势。

REITS:

国家已经明确加大对房地产投资信托基金的支持，如果 REITS 能够进入银行间市场，则信托可以成为必要的通道。

由于我国房地产信托基数较低，REITS 的发展空间较大。①美国 REITS 在发展期占 GDP 比重提升至 1.15%；此后 10 年低迷期一直保持在 0.16%左右；此后的 15 年中逐步复苏，比重一直保持在 0.4%左右。按我国目前经济总量计算，则 REITS 产品的合理空间在 500 亿 - 3000 亿。②我国目前房地产集合类信托基数较低（单一类房地产信托基本以贷款为主，期限较短，因此不作统计）。在执行信托行业新规后，信托公司 2007 年共发行房地产集合类信托 76 亿元，2008 年共发行房地产集合类信托 185 亿元，两年共计 261 亿元。

图 11、美国 REITS/GDP 的比重



数据来源：兴业证券研发中心

09 年产品创新成为重点 期限和结构成为信托公司盈利稳定剂

单一类：收益率下滑和宽信贷政策影响规模增长

供给减少:

- 单一类信托产品一般期限较短，目前经济形势不明朗及低利率导致稳定收益的产品供应不足，加大了规模增长的难度。
- 宽信贷导致银行贷款表外化的动力减少。
- 市场新股减少导致易于操作的新股申购类产品规模下滑。
- 信托公司手续费较低，没有维持规模增长的动力。

需求不振:

- 银信产品持有者中富裕人群占比较小，其资金配置不具长期性，且对风险的承受能力差别较大，短期资产配置受经济波动影响较大。

规模增速:

- 由于证券类和贷款类信托的比重已降至相对较低水平，如果日益宽松的流动性不进入信托产品，则单一类信托增速约-10%左右。
- 如果权益类信托保持稳定，则单一类信托规模也将保持稳定。

集合类：09 年的发展重点

供给减少:

- 产品期限多为 3-5 年，即使目前市场处于低收益率期间，但是长期信托产品可通过期限平滑收益率。
- 信托公司收费较高，有发展集合类信托产品的动力。
- REITS、产业基金等创新型产品增加了行业增长空间。
- 市场低迷为 PE 等产品低成本介入股权投资提供了机会。
- 贷款类集合信托和房地产信托条件的放开为规模增长提供了支持。

需求稳定:

- “两法一规”决定富裕人群和机构是集合信托的主要需求者，其资金配置更具长期性，较为稳定。
- 对多层次、稀缺性理财产品的需求依然存在。

规模增速:

- 考虑到 REITS、产业基金和贷款项目增加，集合类信托规模增长约为 30%左右，占信托规模比重由不足 20%可提升至 25%左右。

投资建议

如图 12 所示，美国金融危机全面暴发后，只有北美信托（NTRS）跑赢了指数，主要原因在于其手续费收入的稳定，以及利差收入占比较小。

表 2: 北美信托 (NTRS) 主要指标

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E
EPS	3.47	3.85	4.32
PE	17.39	15.67	13.97
市值	\$134.7 亿		
PEG Ratio(5 年)	\$1.31		
PB	\$2.76		

数据来源: 兴业证券研发中心

图 12、美国信托银行市场表现



数据来源: 兴业证券研发中心

如表 3 所示, 我国信托类上市公司均处于重组或引进战略投资者的进程中, 如方案能够顺利实施, 再考虑我国信托行业的成长性, 其估值仍偏低。

表 3: 我国信托类上市公司主要指标

	EPS			PE		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
安信信托	0.09	0.63	0.92	173.33	24.76	16.96
(未增发)		0.1	0.1		156.00	156.00
陕国投	0.18	0.518	0.623	53.94	18.75	15.59
(未增发)		0.22	0.03		44.14	323.67

数据来源: 兴业证券研发中心

安信信托 (600816): 弱周期性开始显现

- 中信信托的产品结构调整有利于其规模的稳定和报酬率的提升。一是主动型产品期限多为 3-5 年, 而被动性产品期限多为 1-2 年; 二是主动型产品报酬率均为 1% 以上, 而被动型产品报酬率基本为 3%-5% 左右。
- 中信信托主动性信托产品快速增长, 占公司信托比重约上升至 19%, 提升了 7 个百分点左右。公司在产业基金项目上具备较强优势, 拥有较多储备项目, 受益于国家拉动内需、促进经济增长的政策; 公司的房地产信托项目将受益于我国对 REITS 的扶持; 公司其他创新产品的培育将迎来较好的发展时期。

其中，PE 项目将进入规模稳定增长、低成本项目介入、高收益的阶段；银行套利基金、不良贷款信托等将在 09 年取得进一步增长。

- 降息后存款的低收益使储蓄重新出现分流现象，有利于公司被动型信托规模的稳定。
- 中信信托的固有资产配置未发生较大变化，对降息并不敏感。①短期资金仍为短期贷款为主，规模在 18 亿左右，利率仍保持在 30%以上，对降息并不敏感；②长期资金主要包括长期股权投资和信托计划，经济环境和资本市场环境造成上述投资对当期利润水平贡献度降低，但是对长期收益影响较小。
- 公司的重组工作已接近 2 年，其进程对公司估值影响较大。重组成功可提高股东的回报，反之则股东利益受损。如果公司重组成功，其 2008 年、2009 年 2010 年的每股收益为 0.1 元（重组前）、0.633 元和 0.921 元。我们盈利预测变化的主要原因是中信信托在信托手续费收确认方面较为保守，而信托转型后信托产品收益也将在 2010 年后开始释放。合并后的公司合理估值区间为 24.52 元-26.4 元。
- 风险因素：利率变动；经济波动；项目选择能力；增发尚未完成。

- 11