

信托业：金融行业中的多面手和轻骑兵

行业评级

信托行业： 增持（首次）

重点公司

安信信托（17.41 元） 观望

	08E	09E	10E
EPS	0.07	0.68	0.88
P/E	249	26	20
P/B	43.5	4.3	3.8

陕国投 A（10.48 元） 观望

EPS	0.18	0.33	0.53
P/E	58	32	20
P/B	7.8	2.5	2.2

南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

<http://www.htsc.com.cn>

行 业：信托行业

研究员：刘鹏

电 话：025-84457777-355

E-mail: tpeng.liu@hotmail.com

2009 年 2 月 17 日

投资要点：

- 高速发展的资产管理市场为信托业的发展提供了良好的成长土壤，信托业广泛的投资范围和灵活的资金运用方式是在这一业务领域的主要竞争优势。
- 在金融分业经营格局下，信托业的混业特征具有一些制度优势，但这些优势将随着金融混业和金融创新的推进而不断丧失。与其他金融子行业相比，信托业在资本、销售服务能力、资产管理能力、风控能力及品牌效应等诸多方面劣势明显。
- 银行、保险等金融机构可以利用信托平台拓展业务范围，进行混业布局；信托公司也需要利用这些机构的资本、销售服务网络、人才以及品牌资源，二者结合能产生巨大的协同效应。我们认为，与大型金融资本融合是我国信托业主要发展方向。
- 2009 年，信托公司固有业务项下，宽松的货币政策使贷款业务收益率同比下降；而投资收益将触底反弹。
- 信托业务将继续增长，信托业务在营业收入中的占比不断提升，具体表现是：1) 基础设施建设类信托将成为新的亮点；2) 房地产融资信托继续增长；3) 证券投资类信托有望回暖；4) 银信合作类信托增速放缓。
- 基于信托业的战略投资价值 and 稳步发展的信托业务，我们给予行业“推荐”评级。
- 目前两上市信托公司增发方案都在等待证监会的审批，如果增发方案最终能够获批，具有大型金融集团股东背景的安信信托，有银行股东背景的陕国投均有较好的成长空间。但在增发进程尚不明朗的情况下，给予安信信托“观望”评级，陕国投“观望”评级。

目录

一、与大型金融机构融合是信托公司的主要发展方向.....	5
（一）高速发展的资产管理市场为信托业提供了良好的成长空间.....	5
（二）信托业的制度优势.....	9
（三）信托业的竞争劣势.....	11
1、信托业在大金融业中的弱势地位.....	11
2、造成信托业弱势地位的内、外部因素短期难以消除.....	16
3、行业内竞争：强者恒强VS 重组变局.....	17
（四）与大金融资本融合是双方的优势策略.....	19
1、美、日、英经验：银行的信托部门或信托银行.....	19
2、我国信托公司与大金融资本的协同效应.....	19
二、2009 年展望.....	21
（一）固有业务：贷款业务收益率下降，投资收益反弹.....	21
1、贷款业务收益率下降.....	21
2、投资收益反弹.....	23
（二）信托业务：保持稳定增长.....	24
1、信托业务收入占比不断提高.....	24
2、基础建设类信托成为新的亮点.....	25
3、房地产融资类信托继续增长.....	26
4、证券投资类信托有望回暖.....	27
4、银信合作类信托增速放缓.....	28
三、上市公司分析.....	28
（一）安信信托.....	28
（二）陕西国投.....	30

图表目录

图表 1	居民财富快速增长.....	6
图表 2	银行理财产品发行数量、规模快速增长.....	7
图表 3	理财型保险产品增长迅猛.....	7
图表 4	基金份额与净值.....	8
图表 5	券商集合理财产品增长.....	8
图表 6	集合信托计划产品数量与发行规模.....	8
图表 7	信托新规下信托公司业务范围.....	9
图表 8	信托资金运用方式（按资金规模）.....	12
图表 9	信托资金运用方式（按产品数量）.....	12
图表 10	2007 年信托资金投向占比.....	13
图表 11	2008 年信托资金投向占比.....	13
图表 12	排名前十位公司市场份额.....	18
图表 13	信托收入排名前十位公司.....	18
图表 14	2007 年部分信托公司自营资产分布.....	21
图表 15	2007 年部分信托公司营业收入构成.....	21
图表 16	信托业利润表指标.....	25
图表 17	信托业资产增长情况.....	25
图表 18	2003-2007 年集合资金信托产品发行数量与发行规模.....	25
图表 19	房地产融资类信托占比与金额.....	26
图表 20	证券投资信托发行规模与上证指数.....	27
图表 21	2008 年银信合作类信托产品结构.....	28
图表 22	增发完成后安信信托股权结构.....	29

表格目录

表格 1	信托新两规主要修订内容及其影响.....	5
表格 2	自有资产、信托资产运用方式.....	10

表格 3	获企业年金管理业务资格的机构列表.....	14
表格 4	银行、基金、信托QDII产品比较.....	15
表格 5	信托资产排名前十位公司.....	18
表格 6	金融机构收购信托公司股权情况.....	20
表格 7	2008 年已公布未经审计年报的信托公司各项业务增长情况	22
表格 8	中国人民银行贷款基准利率历次调整.....	22
表格 9	2006-2007 年主要信托公司投资收益大幅增长	23
表格 10	信托业务收入在营业收入中仍未占据主体地位.....	24
表格 11	2003-2007 年集合资金资金信托平均规模、期限与收益率	25
表格 12	陕国投业务收入结构.....	30
表格 13	不同增发价假设下盈利预测.....	31

一、与大型金融机构融合是信托公司的主要发展方向

（一）高速发展的资产管理市场为信托业提供了良好的成长空间

长期以来，我国信托业偏离了本原业务，信托公司往往作为股东或地方政府融资平台而发挥作用。在盈利模式上，大多信托公司利润主要来源于自有资金运用收益，而信托业务收入未能在营业收入中占据重要地位，“受人之托，代人理财”的信托本原功能并未彰显。在信托资金运用上，以贷款方式或者附加回购承诺的股权投资、权益投资等变相贷款方式为主。2007 年 1 月 23 日，银监会正式颁布修订后的两个重要法规《信托公司管理办法》，《信托公司集合资金信托计划管理办法》，并规定“新办法”从 2007 年 3 月 1 日起正式实施。新规的实行，旨在引导信托业回归到“受人之托、代人理财”的信托本原业务。

表格 1 信托新两规主要修订内容及其影响

“信托新两规”条款		影响
限制关联交易	不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人，但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外； 不得以固有财产与信托财产进行交易； 不得将不同信托财产进行相互交易；	切断信托业务、固有业务及其股东之间的利益输送途径，督促信托公司更加专注服务于受益人的最大利益，使其从“融资平台”逐步回归到“受人之托，代人理财”的原态
限制固有业务	信托公司固有业务项下投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自有固定资产投资	
禁止负债业务	信托公司开展除同业拆入业务以外的其它负债业务，且同业拆入余额不能超过其净资产的 20%	控制信托公司风险
压缩贷款业务	向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%	促使贷款业务向投资业务转化；以贷款利差为实际内容的名义佣金向真实中介收入和投资利润转化；
限定投资者结构	合格投资者是指符合下列条件之	客户结构从低端客户向高端客户，从

一、能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人。(一)投资一个信托计划最低金额不少于100万元人民币的自然人、法人或者其他组织;(二)个人或家庭金融资产总计在其认购时超过100万人民币的自然人;(三)个人收入在最近三年每年超过20万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年每年超过30万元人民币的自然人。对机构投资者数量没有限制,自然人人数不得超过50人。

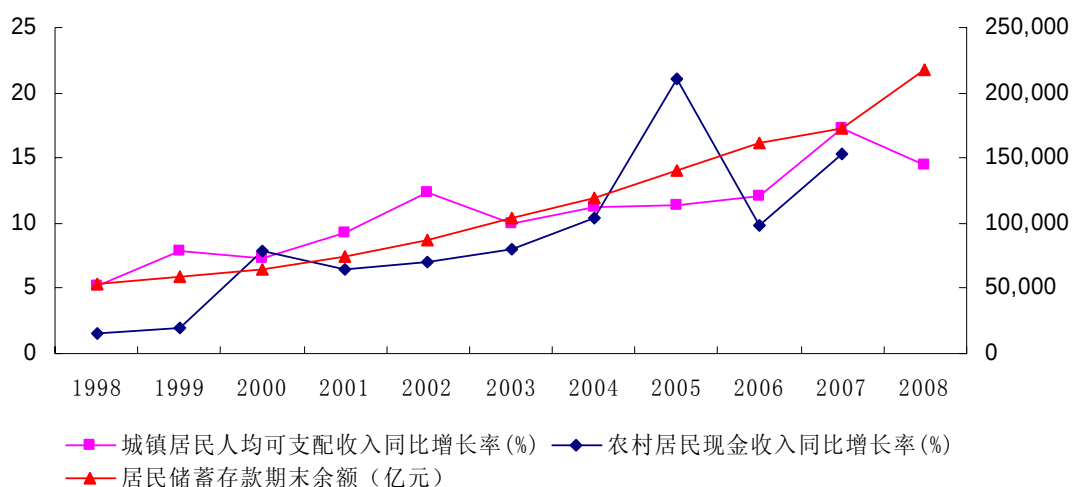
自然人客户向机构客户转化。

资料来源: 华泰证券研究所

新两规下,信托业将逐渐回归“受人之托、代人理财”主业,而我国资产管理市场的快速发展为信托业提供了良好的成长空间。无论是从目前已有的规模来看,还是从发展趋势来看,资产管理市场都可说是中国金融市场中增长最迅速、潜力最巨大的细分市场。

改革开放以来,我国居民财富高速增长,而长期以来,人们可选择的理财方式有限,大部分以存款为主。1998年,居民储蓄存款为5.3万亿元,至2008年已达21.8万亿元,年复合增长率达13.6%。随着人们理财意识的苏醒,资产管理行业必将得到快速增长。

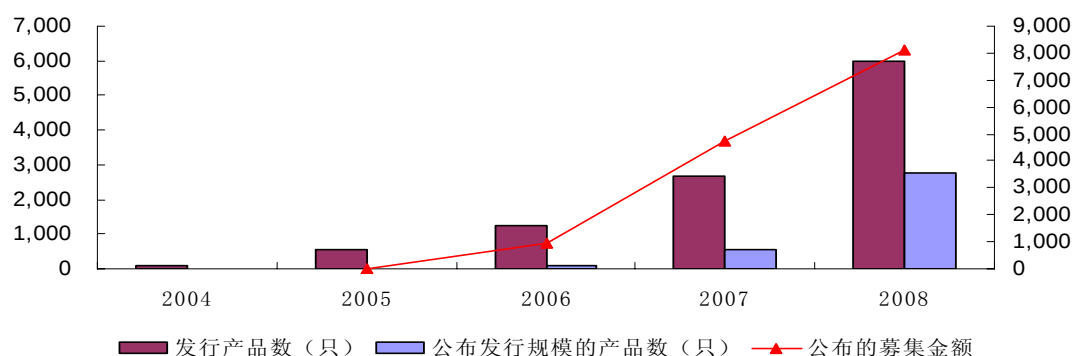
图表 1 居民财富快速增长



资料来源: 中国人民银行, 华泰证券研究所

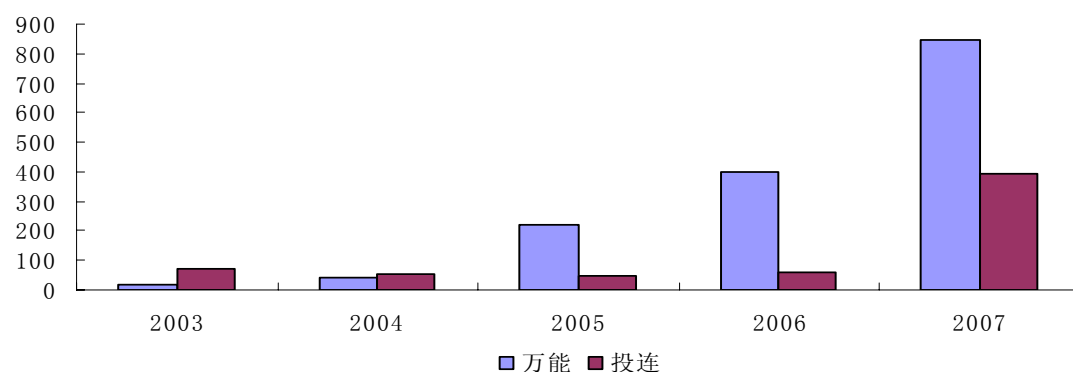
事实上，近年来我国银行、证券、保险、基金、信托公司以各种形式开展的资产管理业务均得到了快速发展。据万德咨询不完全统计，2008年银行发行理财产品共 6000 只，公告了发行规模的 2,768 只产品发行规模合计就已达 8,213 亿元，而 2004 年仅发行 103 只，2005 年为 557 只。保险理财产品（万能与投资连接型险种）保费收入 2004 年 90 亿元，2007 年末已达 1,240 亿元；基金总份额 2004 年 3309 亿份，2008 年已达 25,869 亿份；券商集合理财产品 2005 年 10 只，至今已达 58 只；集合信托计划发行规模 2004 年 423 亿元，2008 年已达 849 亿元。

图表 2 银行理财产品发行数量、规模快速增长



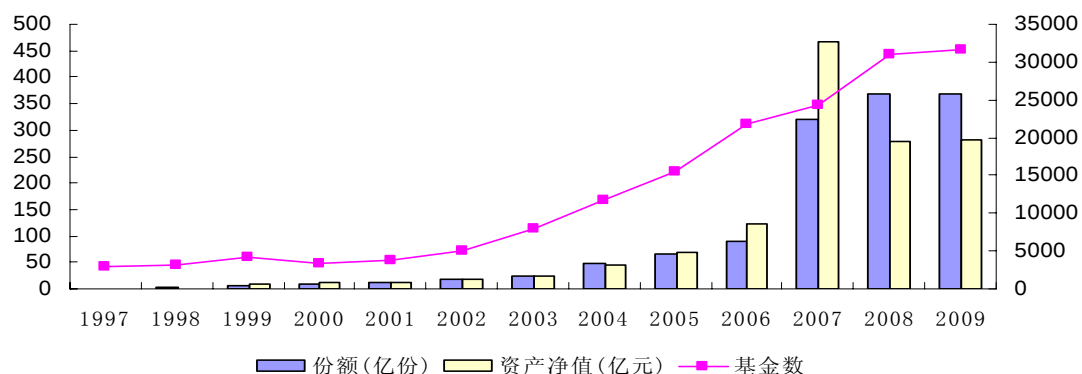
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 3 理财型保险产品增长迅猛



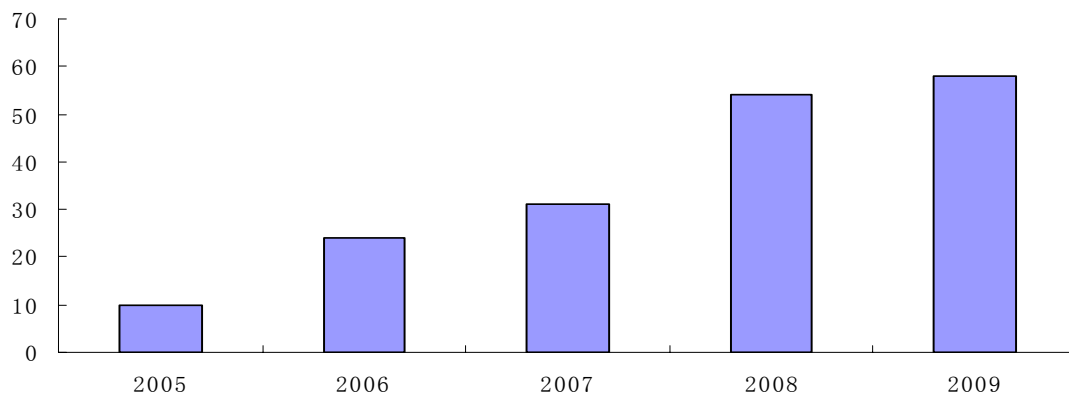
资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 4 基金份额与净值



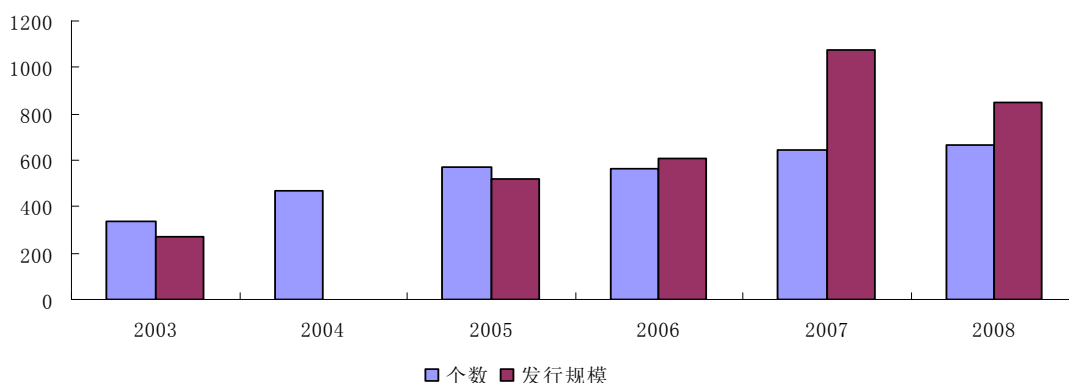
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 5 券商集合理财产品增长 单位: 个



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表 6 集合信托计划产品数量与发行规模



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

在资产管理市场的诸多对手中, 信托在投资范围、资金运用方式的灵活

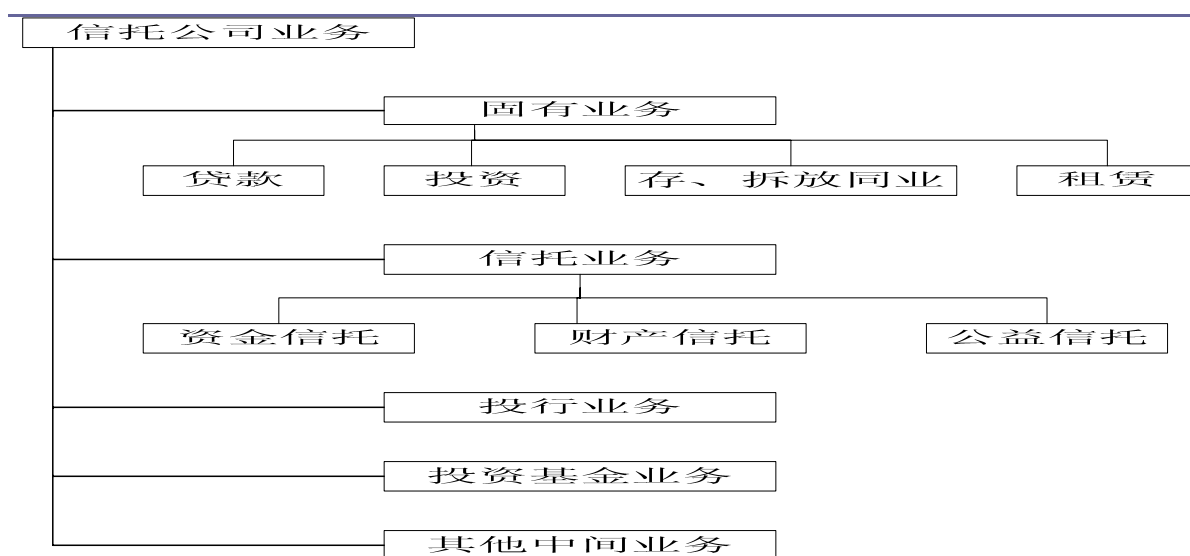
本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

性以及破产隔离等方面具有独特优势。面对如此庞大的资产管理市场，能够正确进行战略定位，率先在一个或多个领域建立自己的核心竞争力的信托公司必然得到长足发展。

（二）信托业的制度优势

在金融业分业经营格局下，信托业的混业特征是其最根本的制度优势。在整个金融行业中，唯有信托业业务范围最为广泛，可以横跨资本、货币和实业三个市场。信托自有资产投资的范围包括自有固定资产、金融类公司股权，金融产品，并可在投资额不超过净资产 20% 的限额下，通过集合资金信托计划或直接投资于实业领域。信托资产投资范围基本上没有特殊限制，可以投资于货币、资本、信贷以及实业领域。资金运用方式包括投资、贷款、存放同业、拆放同业、买入反售、租赁等。

图表 7 信托新规下信托公司业务范围



资料来源：华泰证券研究所

表格 2 自有资产、信托资产运用方式

分类	业务范围	特别规定
自有资产运用	投资	1) 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, 信托公司不得以固有财产进行实业投资, 但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外。 2) 2009 年 1 月 10 日, 银监会下发《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》, 支持符合一定监管评级要求、货币性资产充足的信托公司以固有资产从事私募股权投资业务, 投资额度上限为净资产的 20%。
	存放同业 拆放同业 贷款 租赁 担保	信托公司可以开展对外担保业务, 但对外担保余额不得超过其净资产的 50%
信托财产运用	投资	1) 向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的 30%。 2) 《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》对符合一定监管评级要求的信托公司, 放宽该比例为 50%。
	贷款 出售 存放同业 买入返售 租赁	信托公司不得以卖出回购方式管理运用信托财产

在理财业务领域, 信托业投资范围最广泛。如银行业理财计划只能投资于银行自身业务范围里的品种, 如货币市场和债券市场金融产品, 银行业务范围之外的理财计划, 必须通过再度委托信托公司的方式进行。即设立一个双层信托, 第一层是投资人委托银行, 一般是集合理财计划; 第二层是银行作为单一委托人委托信托公司。证券公司和保险公司均不能介入信贷领域, 而信托可以。信托在实业投资领域亦具有优势: 证券公司直投业务目前还在试点阶段, 而且只能使用自有资本金进行, 客户的理财计划尚不能进入实业领域。保险公司在股票、基金投资有较严格的比例限制, 对于实业领域, 保监会已明确引导险资以债权等方式投资基础设施、以及投资国有大型龙头企业股权的政策导向, 但具体实施办法并未出台。对自有资产的运用, 信托公司可以投资于各类金融公司股权, 这使信托成为分业经营框架下进行混业布局的一个良好平台。

（三）信托业的竞争劣势

1、信托业在大金融业中的弱势地位

尽管信托业投资范围广泛，资金运用方式灵活，但其在金融行业中一直扮演着拾遗补缺的角色。虽然涉猎的业务范围颇广，但在其每一业务领域却又均不具有竞争优势。如贷款业务做不过银行，投资银行业务做不过券商，资产管理业务做不过基金。即使在目前业界广为看好的 PE 领域，也看不到信托公司在项目开拓、管理、风控以及退出机制方面的优势。

（1）在银、信合作业务中处于弱势地位

近年来银信业务合作进入了一个全新的发展阶段。其中表现最为抢眼的包括银信连接理财产品以及信贷资产证券化。据用益信托工作室不完全统计 2008 年银信合作理财产品 3002 只，其中公开发行业务的产品 2625 只，公开发行业务合计已达 6688 亿元。其中，大部分是银信连接双层信托产品。即银行通过发行人民币理财产品募集资金，然后以单一资金信托的形式委托信托公司进行信托投资。通过银信合作，银行借助信托平台拓宽了投资范围，而信托公司借助银行平台突破了营销瓶颈。在信贷资产证券化业务中，信托公司设立信托计划购买银行打包的信贷资产，从而使银行实现了释放信贷额度，盘活资产的目的。

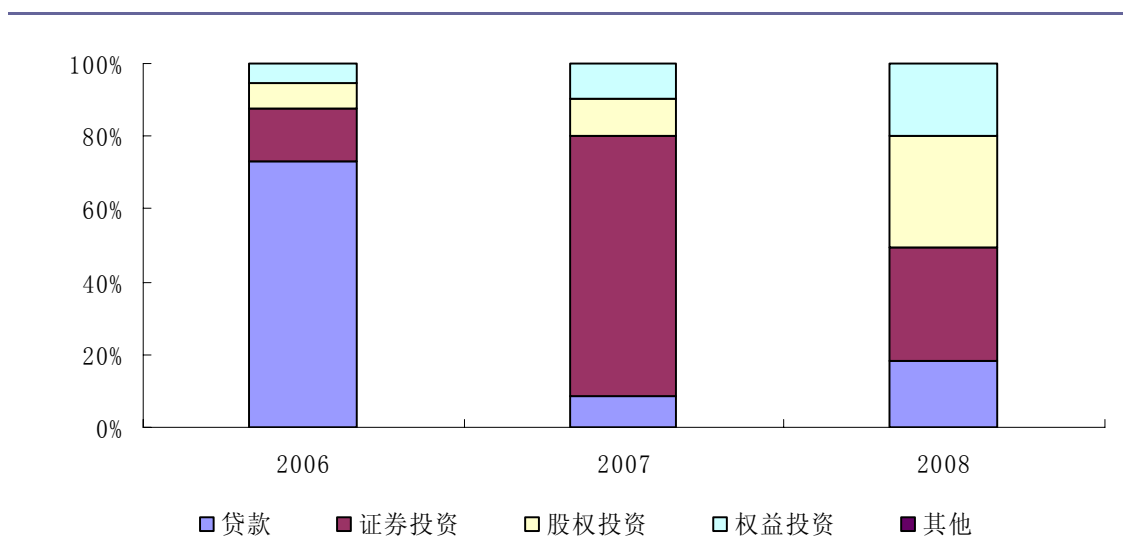
目前，无论是在银信连接理财产品还是信贷资产证券化业务领域，信托公司在银信合作中均处于弱势地位。在银信合作的过程中，从项目选择、产品设计，到交易结构安排、风险控制、公信力、客户来源，均由银行发挥主导作用，只是由于银行在业务运作过程中存在某些政策制约，通过借道信托达到规避约束的目的。这种模式下，银信合作双方并不是一个平等的合作，信托公司只是一个管道或平台，产品附加值极低，因此信托公司也只能获取极低的手续费用。且一旦对银行的政策约束放松，

此类银信合作的机会将大打折扣。

(2) 集合资金信托业务：未能摆脱热点驱动模式

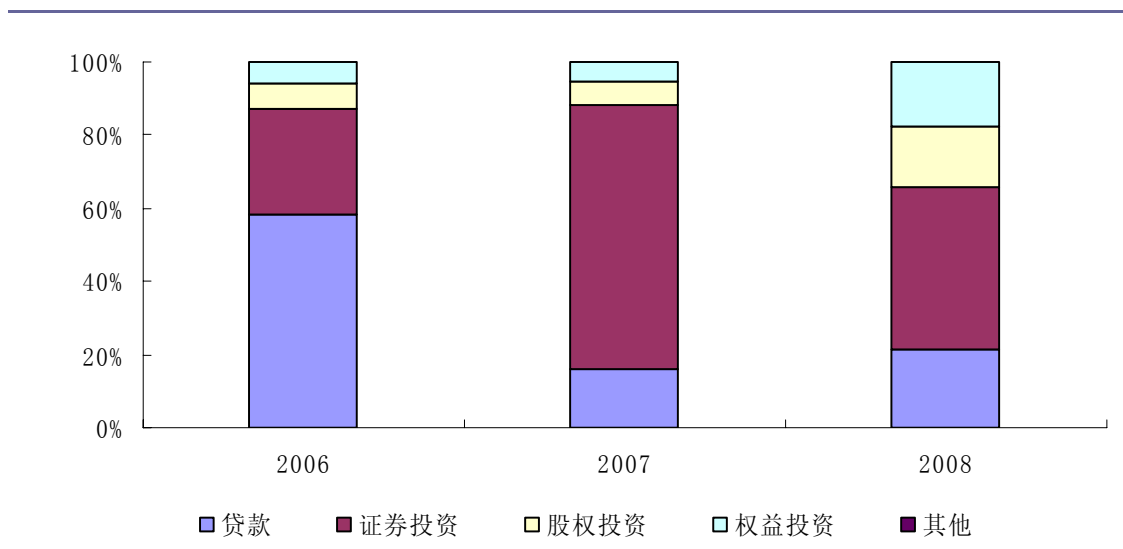
从 2006-2008 年产品的资金运用方式来看，集合资金信托业务热点驱动现象明显。2006 年以贷款运用方式为主，占比为 67%，证券投资占比仅为 13%；2007 年证券投资则攀高至 69%，贷款运用方式骤降至 8%；2008 年由于股市调整，则又出现贷款运用方式抬头，证券投资降温的趋势。

图表 8 信托资金运用方式（按资金规模）



资料来源：用益信托工作室，华泰证券研究所

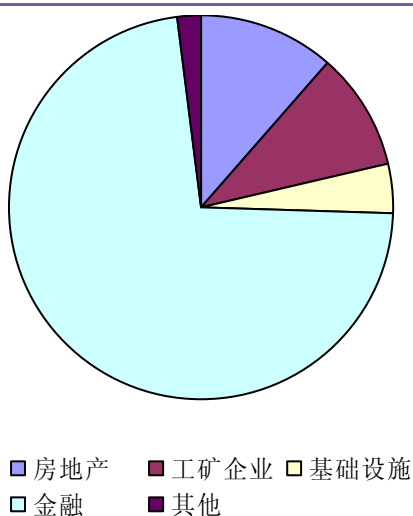
图表 9 信托资金运用方式（按产品数量）



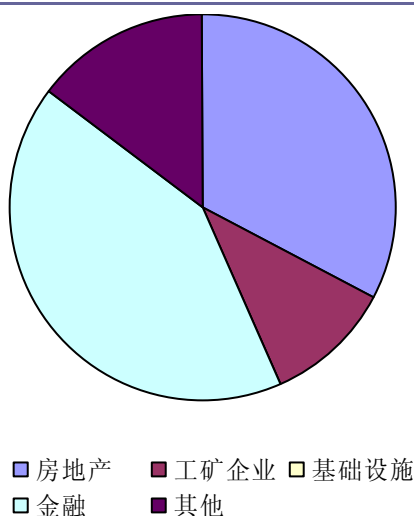
资料来源：用益信托工作室，华泰证券研究所

从信托产品的投向分布来看，以集合类产品为例，2007 年投资于金融市场的信托产品 468 个，比上年同期增长了 131%；资金规模 783 亿，比上年同期增长了 560%。而投资于房地产、基础建设、能源、教育等领域的产品数量与资金规模都出现大幅度的下降。多家信托公司仍然是延续传统的市场热点驱动的经营思路 and 模式，甚至是将主流盈利来源建立在严重依赖“靠天吃饭”的基础上。

图表 10 2007 年信托资金投向占比



图表 11 2008 年信托资金投向占比



资料来源：用益信托工作室，华泰证券研究所

（3）创新业务：没有明显优势

对一些银监会鼓励开展的私募股权投资业务、资产证券化业务、年金基金业务、QDII 业务等总量尚没有明显增长。

✓ PE 业务：信托系 PE 退出渠道受限

信托新政出台后，尽管 PE 业务被列为首要鼓励开展的创新业务，但信托公司在开展 PE 业务时，通过上市的方式退出存在政策障碍。按证券会的“潜规则”及一些内部文件，如果上市申报材料的股东名单里出现信托公司，证监会则不予批准。在美国等发达国家私募股权投资通过并购退出的比例高达 70%以上，而在中国，私募股权投资退出机制极不完善，

退出渠道高度依赖于所投资企业的公开上市。如果通过其他方式退出，则将大大影响私募股权投资的回报率。

与信托 PE 业务形成竞争的是，证券公司正紧锣密鼓地筹备放行证券公司直投业务，目前，中金公司、中信证券、光大证券、华泰证券等券商已获得直投业务资格。与信托公司相比，证券公司从事私募股权投资存在天然的优势，而且也不存在上述退出制度制约。

✓ 企业年金业务：与银、证、保差距明显

尽管信托公司对参与企业年金管理充满了热情，几乎所有获发新金融牌照的信托公司都提交了申请。但最终评审结果却让众多信托公司大失所望，获得受托人资格的管理机构中，只有 4 家信托公司，而 20 家投资管理人中，没有一家信托公司。究其原因，首先是整体信托业目前尚未进入成熟的稳定发展期，在整个金融体系中的地位还有待提升，市场形象，行业影响和话语权还有待加强。其次，与银行和保险公司相比，信托公司无论是资产规模、内控机制还是行业发展程度都略逊一筹，整体实力和抵御风险的能力仍不占上风。

表格 3 获企业年金管理业务资格的机构列表

受托人	投资管理人	账户管理人	托管人
华宝信托	海富通基金	中信信托	工商银行
中信信托	华夏基金	华宝信托	建设银行
中诚信托	南方基金	工商银行	中国银行
上海国际信托	嘉实基金	交通银行	交通银行
建设银行	招商基金	浦东发展银行	招商银行
工商银行	富国基金	招商银行	光大银行
招商银行	易方达基金	光大银行	中信银行
长江养老险	博时基金	民生银行	浦东发展银行
中国人寿养老险	银华基金	中国银行	农业银行
泰康养老险	中国国金	建设银行	民生银行
平安养老险	中信证券	新华人寿	
太平养老险	国泰基金	中国人寿	
	工银瑞信基金	中国太平洋	
	广发基金	泰康人寿	

中国人寿资产管理	中国人寿养老险
华泰资产管理	泰康养老险
平安养老险	平安养老险
太平养老险	长江养老险
泰康资产管理	
中国人保资产管理	
长江养老险	

资料来源：劳保部 华泰证券研究所

✓ QDII 业务：投资门槛更高，但投资范围却受到更严格限制

自信托公司获 QDII 业务许可证之始，就面对 QDII 市场激战正酣的残酷现实。基金、银行已利用先发优势纷纷开展“出海”业务，保险、券商也奋起直追。反观信托公司，其开展 QDII 业务还存在诸多难题。首先是信托系 QDII 产品投资门槛相对较高；其次是信托 QDII 的投资范围也缺少竞争优势。基金系 QDII 产品可以 100%投向全球股票市场，最低认购门槛仅 1000 元，银行系 QDII 允许直接投资股票的比例为 50%，而信托系 QDII 仅限于长期信用评级为投资级以上的外国银行存款、外国政府债券、国际金融机构债券和外国公司债券、中国政府在国外发行的债券以及评级为投资级以上的银行票据、大额可转让存单、货币市场基金等。尽管信托系投资范围狭窄，但投资门槛为 100 万元，要远远高于其他金融机构发行的 QDII 产品。

表格 4 银行、基金、信托 QDII 产品比较

	最低认购门槛	投资海外股市最高比例
基金	1000 元	100%
银行	5 万元	50%
信托	100 万元	尚待明确

资料来源：华泰证券研究所

总之，与银行、证券、保险、基金等其他金融机构相比，我国信托公司的力量还很弱小，信托公司在每一个特定业务领域均不具有优势。我们认为，从目前情况来看，这种格局短期难以改变。

2、造成信托业弱势地位的内、外部因素短期难以消除

（1）外部因素

从制度层面来看，尽管信托业涉猎业务范围很广，但其并没有专属于自己的主营业务；没有专属的监管机构；直到目前也没有出台信托业法。我们认为，从这些来看，管理层并没有要把信托业作为一个单独的业态发展壮大的规划。事实上，我国信托业一直作为金融行业中拾遗补缺的定位存在，尚没有形成金融业第四支柱的地位。

同时，信托制度却在其他金融子行业得到了日益广泛地运用。如银行开展的理财业务，券商定向、专项、集合理财业务，保险资金股权、债券投资计划等。随着各类金融机构金融创新的推进，信托的制度优势将逐渐丧失。

（2）核心竞争力不足

造成信托业弱势地位的内部原因是信托公司核心竞争力不足。

信托业未形成有竞争力的核心盈利模式。目前以贷款或者以变相贷款为主的业务模式存在的问题是显而易见的：第一，以贷款为主的信托在法理上应由委托人承担风险，但实际上由于相当部分投资者并不具备风险识别能力，而且由于信托观念的缺失，部分投资者难于接受自担信托风险的原则，信托公司对于这类信托产品的到期兑付实际承担着隐性的担保责任；第二，贷款业务与银行信贷业务构成直接竞争关系，信托公司在客户、项目、风控等诸多方面都不具有优势；第三，在这种业务模式主导下，信托理财能力被弱化，信托公司的制度优势也难以得到彰显。

信托业在金融创新、资产管理、风险控制、销售服务、资本实力和品牌等诸多核心业务能力方面都较弱，远不能和银行等其他金融子行业相比。金融创新、资产管理、风险控制等能力的积累需要人才和项目经验的长期积累，目前绝大部分信托公司的业务规模都不足以支撑一个有竞争力的人才团队。而信托产品的私募特性以及对开设异地分支机构的限

制使得信托业培养规模化的销售能力和全国性的品牌变得极为困难。

很明显，造成信托业竞争劣势的这些内、外部因素长时间难以消除。

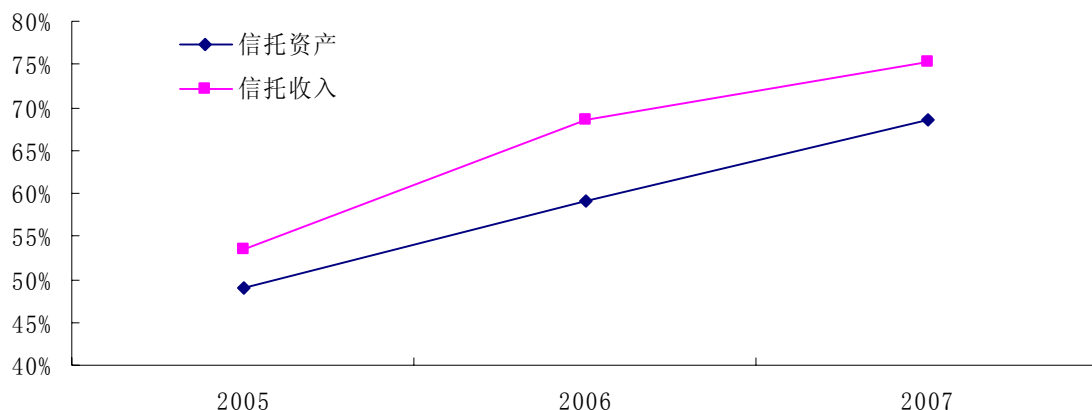
3、行业内竞争：强者恒强 VS 重组变局

运作规范，实力强大的信托公司将优先获得一系列政策支持。信托新规颁布后，满足规定条件的信托投资公司将向银监会提出变更公司名称和业务范围等事项的申请，并换发新的许可证。其他暂时不符合条件的信托投资公司实施过渡期安排，过渡期自新办法施行之日起，最长不超过3年，超过三年还不能达到换取新金融许可证要求的，将依据有关法律法规责令其进行重组或市场退出。对于已换取了新的金融许可证这些公司，银监会将鼓励其从事私募股权投资、企业年金管理、资产证券化、房地产投资信托基金等一系列创新业务。对于处在过渡期的公司，则依然受到资金信托计划的委托人不超过200人，收益权转让不低于20万元等一些限制。

异地业务的放开将使部分信托公司市场份额受到压缩。随着异地业务的放开，投资者选择权更宽更广。以前信托市场是封闭的市场局面，基本上1个省1~2家信托公司，信托公司大多只能在省内经营，市场缺乏选择性和竞争性，异地业务受限成为信托公司业务发展的主要瓶颈。在新政下，一旦异地业务全面放开，一些市场化程度较高、竞争实力较强的信托公司就会强势进入，在全国范围里“攻城掠地”。对于弱小的信托公司来说，异地业务的放开极可能意味着面临外面的市场没有扩大，原有的市场却被压缩的局面。

但这种强者恒强的竞争格局可能由于信托业的并购重组而出现变局。弱小的信托公司一旦与大型金融机构进行股权层面的融合，业内竞争格局出现重新洗牌不是没有可能。

图表 12 排名前十位公司市场份额



资料来源: Wind 资讯 华泰证券研究所

表格 5 信托资产排名前十位公司 单位: 万元

2005			2006		2007	
1	中信信托	1,408,339	中海信托	3,878,171	中信信托	19,619,327
2	北京国际信托	1,161,750	中信信托	3,855,105	中诚信托	6,643,464
3	中诚信托	1,115,096	中诚信托	3,054,217	中融国际信托	6,597,548
4	天津信托	1,047,985	外经贸信托	1,678,460	中海信托	6,172,359
5	外经贸信托	1,014,108	平安信托	1,677,266	外经贸信托	5,968,498
6	中泰信托	813,948	北京国际信托	1,515,897	平安信托	4,759,138
7	中海信托	785,944	天津信托	1,083,215	北京国际信托	3,816,169
8	江苏省国际信托	726,187	上海国际信托	1,051,540	华宝信托	3,363,353
9	新华信托	677,231	江苏国信	1,044,109	重庆国际信托	2,709,172
10	重庆国际信托	595,875	中泰信托	962,392	上海国际信托	2,285,436

资料来源: Wind 资讯 华泰证券研究所

图表 13 信托收入排名前十位公司 单位: 万元

2005			2006		2007	
1	中诚信托	60,949	华宝信托	492,233	中信信托	2,137,956
2	天津信托	59,388	中信信托	266,303	华宝信托	723,130
3	外经贸信托	53,252	上海国际信托	127,544	中融国际信托	698,409
4	北京国际信托	52,271	深圳国际信托	108,246	中海信托	489,686
5	中信信托	42,076	中海信托	101,457	中诚信托	425,046
6	东莞信托	39,654	中泰信托	97,115	平安信托	397,541
7	英大国际信托	36,264	中诚信托	77,923	上海国际信托	383,550
8	中泰信托	36,092	外经贸信托	76,447	深圳国际信托	327,752
9	江苏国信	33,986	平安信托	68,594	云南国际信托	311,827
10	国联信托	32,580	北京国际信托	59,453	北京国际信托	285,927

资料来源: Wind 资讯 华泰证券研究所

（四）与大金融资本融合是双方的优势策略

1、美、日、英经验：银行的信托部门或信托银行

从西方工业化国家信托业发展历程来看，信托业均难以长期以一个单独的业态长期存在和发展。在美、英、日等工业化国家，信托业一般集中在商业银行的信托部门或信托银行手中。英国国民威斯敏斯特银行、巴克莱银行、米特兰银行和劳埃德银行等四大银行所设立的信托部和信托公司占了英国全部法人信托业务的 90%。美国信托业基本上被本国大商业银行所设立的信托部所垄断，目前位居美国前 100 位的大银行管理的信托财产占全美信托财产的 80%以上。二战后，日本不少信托公司转制为信托银行而绕过了信托业法，通过信托银行兼营信托业务，1950 年后，大部分信托业务集中在几大信托银行手中。

2、我国信托公司与大金融资本的协同效应

我们认为，我国信托业也难免走与大金融资本融合发展之路。金融混业经营全球金融业发展趋势，信托平台是大金融机构在分业经营框架下提前进行混业布局的良好平台。一方面，信托公司自有资本可以投资各类金融类公司股权；另一方面，信托资金投资范围广泛，运用方式灵活，银行、保险等金融机构可以利用信托平台扩大自身业务范围，部分克服分业羁绊，丰富产品线。

对于信托公司来说，与大金融机构合作也是寻求发展的上上之策。前面已经分析过，尽管信托业最具混业特征，面临高速发展的资产管理市场机遇，信托业具有一定制度优势，但同时信托公司人才劣势明显，资本实力、销售服务能力、资产管理能力、品牌效应均不能与银行、保险等大型金融机构同日而语，在市场竞争中，信托公司与这些金融大鳄不处在同一个重量级上。但如果结合大金融机构的资本、品牌、销售服务、人才优势和信托公司的制度优势，产生的协同效应将非常可观。中国已

经存在若干形式的金融控股公司，如中信信托与中信集团、平安信托与平安集团、上海国投与上海国投集团等。我们认为这种信托与大金融集团融合的模式将取得巨大的成功。

表格 6 金融机构收购信托公司股权情况

信托公司	收购方	进展程度
湖北国投	交通银行	已完成
中融信托	工商银行	接洽中
浙江国投	建银投资	已完成
陕国投	民生银行	基本完成
中诚信托	人保集团	进行中
新疆国投	华融资产	已完成
合肥兴泰	建设银行	已完成
西藏信托	招商银行	进行中
山西国投、国民信托	汇丰银行	接洽中
北京国投	英国安石投资	已完成
中信信托	日本三菱信托银行	接洽中
新华信托	英国巴克莱银行	已完成
联华信托	澳洲国民银行	已完成
江苏国投	瑞银、美林	暂搁置
工商信托	摩根斯坦利	已完成
苏州信托	苏格兰皇家银行	已完成
中铁信托	瑞银	已完成
国民信托	汇丰银行	暂搁置
昆明国信	麦格理银行	接洽中
西部信托	美林证券	暂搁置

资料来源：《中国信托业发展报告》，中国经济出版社，中国人民大学信托与基金研究所著，华泰证券研究所

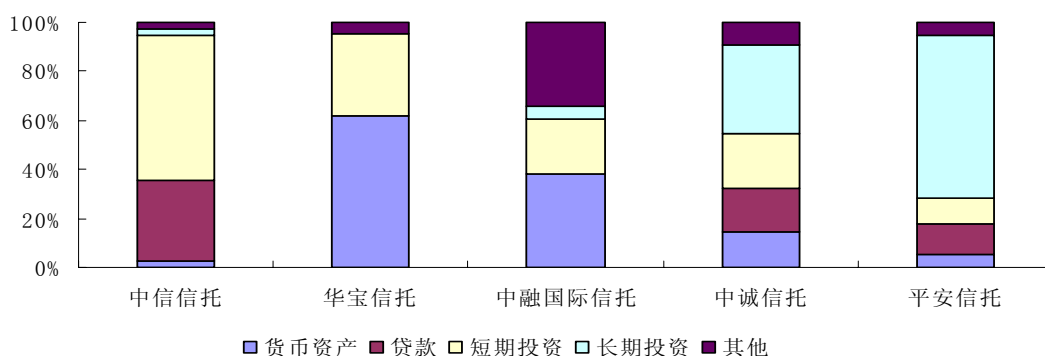
二、2009 年展望

（一）固有业务：贷款业务收益率下降，投资收益反弹

1、贷款业务收益率下降

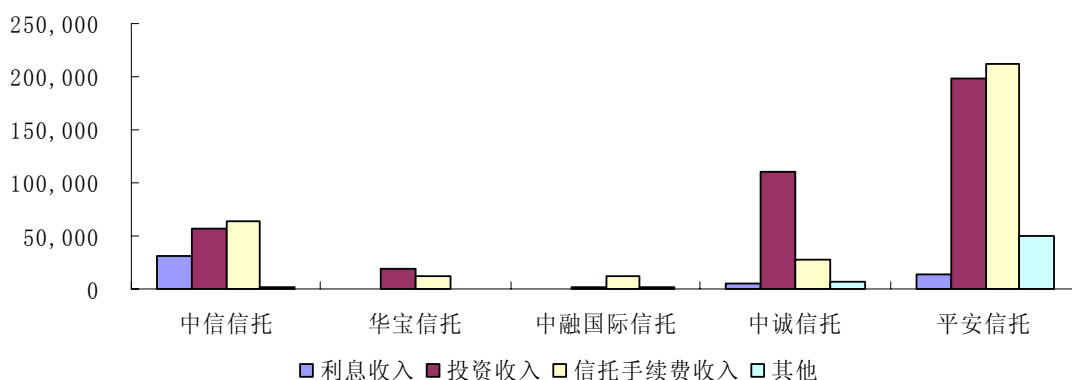
一直以来，固有业务收入在大部分信托公司营业收入占主体地位。固有业务收入中，主要是自营贷款收入、证券投资收益和股权投资收益。其中贷款资产在多数信托公司资产组合占较大比重。

图表 14 2007 年部分信托公司自营资产分布



资料来源：公司数据 华泰证券研究所

图表 15 2007 年部分信托公司营业收入构成



资料来源：公司数据 华泰证券研究所

我们估计 2008 年多数信托公司贷款业务收入有较大增长。第一，2008 年上半年银行信贷收缩使部分企业转而寻求向信托公司贷款，从而增大信托公司贷款需求；第二，经过了 2006 年 4 月以来持续加息，尽管 2008

年9月以来连续5次下调利率，但全年平均利率仍保持在较高水平；第三，2008年股市单边下跌，信托公司自营资金将减少证券投资而选择增加向企业贷款。

表格 7 2008 年已公布未经审计年报的信托公司各项业务增长情况

	利润增长率	净资产增长率	手续费收入增长率	投资收益增长率	利息收入增长率
百瑞信托	-20%	21%	72%	-60%	29%
北京国信	135%	20%	150%	95%	265%
大连华信	-19%	1%	148%	-91%	94%
国民信托	105%	21%	29%	73%	-82%
国元信托	-82%	27%	25%	-83%	3147%
华宸信托	30%	-3%	48%	-1%	-60%
山西信托	-89%	7%	5%	-482%	-48%
天津信托	49%	-9%	-10%	24%	-34%
新华信托	4072%	8%	115%	-130%	245%
中港信托	-77%	0%	-69%	-46%	-62%
中融信托	72%	6%	168%	7%	-66%
中铁信托	56%	82%	44%	-51%	54%
重庆信托	0%	14%	126%	-60%	-11%

资料来源：中国货币网，华泰证券研究所

而进入2009年，上述趋势开始逆转。一是2008年四季度以来货币信贷政策全面放松使银行信贷供给增加；二是利率已持续下调到一个较低水平；三是由于经济环境不断恶化，信贷风险将显著增加，三方面因素将促使2009年信托公司自营贷款收益率较2008年出现明显下降。

表格 8 中国人民银行贷款基准利率历次调整

调整时间	六个月以内 (含六个月)	六个月至一年 (含一年)	一至三年(含三年)	三至五年(含五年)	五年以上
2006.04.28	5.4	5.85	6.03	6.12	6.39
2006.08.19	5.58	6.12	6.3	6.48	6.84
2007.03.18	5.67	6.39	6.57	6.75	7.11
2007.05.19	5.85	6.57	6.75	6.93	7.2
2007.07.21	6.03	6.84	7.02	7.2	7.38
2007.08.22	6.21	7.02	7.2	7.38	7.56
2007.09.15	6.48	7.29	7.47	7.65	7.83
2007.12.21	6.57	7.47	7.56	7.74	7.83
2008.09.16	6.21	7.2	7.29	7.56	7.74
2008.10.09	6.12	6.93	7.02	7.29	7.47

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

2008.10.30	6.03	6.66	6.75	7.02	7.2
2008.11.27	5.04	5.58	5.67	5.94	6.12
2008.12.23	4.86	5.31	5.4	5.76	5.94

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

2、投资收益反弹

2006-2007 年，随着股市大幅走高，证券公司证券投资和长期股权投资均取得了爆发性增长。2008 年上证指数暴挫 65%，如果考虑进交易性金融和可供出售金融资产公允价值变动收益，大部分信托投资收益应该为负收益。根据我们宏观策略研究小组的预测，2009 年股市将呈现宽幅震荡特征，在此假设下，信托公司证券投资收益总体上会出现反弹，而不同信托公司之间证券投资收益将明显分化。

根据 2007 年颁布的信托新规，信托公司固有资产投资范围包括自用固定资产、金融企业股权以及金融产品。但 2008 年 7 月银监会出台《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》规定，信托公司可以以自有资金参与设立私人股权投资信托，但所占份额不得超过该信托计划财产的 20%，用于设立私人股权投资信托的自有资金不得超过信托公司净资产的 20%。2009 年 1 月银监会又下发《关于调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，支持符合一定监管评级要求、货币性资产充足的信托公司以固有资产从事私募股权投资业务，投资额度上限为净资产的 20%。在政策放松条件下，信托公司固有资产项下长期股权收益可能会出现较快增长。

表格 9 2006-2007 年主要信托公司投资收益大幅增长

	投资收益			投资收入占营业收入比重	
	2007	2006	增幅	2007	2006
中信信托	41,443	16,406	253%	21%	29%
中诚信托	5,399	5,371	101%	11%	16%
中融国际信托	3,466	2,650	131%	20%	31%
对外经贸信托	5,467	6,349	86%	10%	28%
平安信托	189,520	96,825	196%	29%	38%
北京国际信托	6,737	7,795	86%	15%	27%
华宝信托	62,507	16,776	373%	32%	36%

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

重庆国际信托	7,649	11,456	67%	17%	22%
上海国际信托	4,592	7,639	60%	3%	13%

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

（二）信托业务：保持稳定增长

1、信托业务收入占比不断提高

尽管信托手续费收入仍未能占据信托公司收入的主体地位，但近年来信托资产规模和信托手续费收入呈爆发性增长之势，信托业务收入在营业收入中的地位不断上升。

2006 年，在信托收入排名前 10 位的信托公司中，信托业务收入占比超过 50% 仅中融国际信托一家；2007 年增加了三家，分别是中诚信托、北京国信和重庆国信。尽管 2007 年证券市场火爆，但自有资金的投资收益占比（主要为证券投资收益和股权投资收益）与 2006 年相比并没有上升，这主要是信托手续费收入得到了更快的增长。2008 年信托公司发行集合信托产品个数比上年增长了 23 个，发行总规模比上年负增长 21%。但我们估计信托总资产规模和信托收入费收入仍能保持一定增长，信托手续费收入在营业收入中占比将有进一步提高。

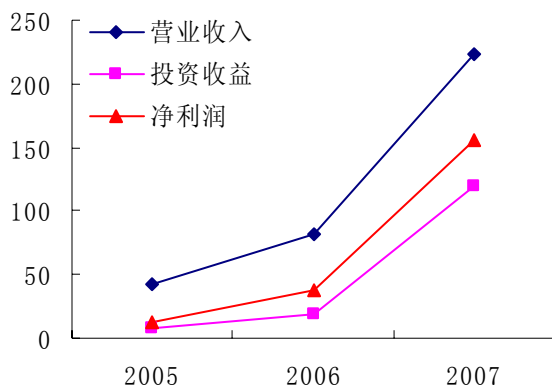
表格 10 信托业务收入在营业收入中仍未占据主体地位

	信托手续费收入			信托手续费收入占比		投资收益占比		
	2007	2006	增幅	2007	2006	2007	2006	增幅
中信信托	65,728	17,896	267%	34%	32%	21%	29%	253%
中诚信托	28,608	11,049	159%	56%	32%	11%	16%	101%
中融国际信托	12,381	13,973	-11%	71%	164%	20%	31%	131%
外经贸信托	11,853	4,173	184%	22%	19%	10%	28%	86%
平安信托	30,251	12,061	151%	5%	5%	29%	38%	196%
北京国际信托	22,128	12,719	74%	50%	44%	15%	27%	86%
华宝信托	38,674	15,820	144%	19%	34%	32%	36%	373%
重庆国际信托	26,761	9,493	182%	59%	18%	17%	22%	67%
上海国际信托	20,189	8,768	130%	11%	14%	3%	13%	60%

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

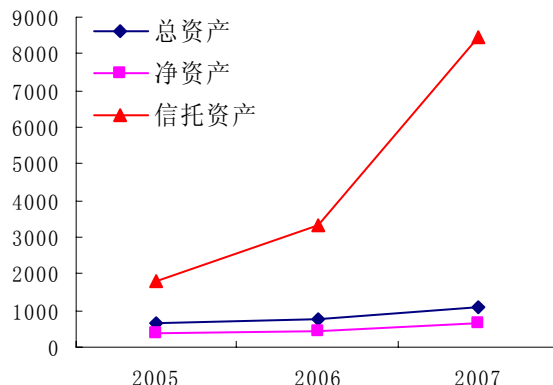
注：信托手续费收入根据年内平均信托资产 X 信托报酬率估算，信托收入排名第四位的中海信托由于未公布信托报酬率，无法计算信托手续费收入，故剔除。

图表 16 信托业利润表指标



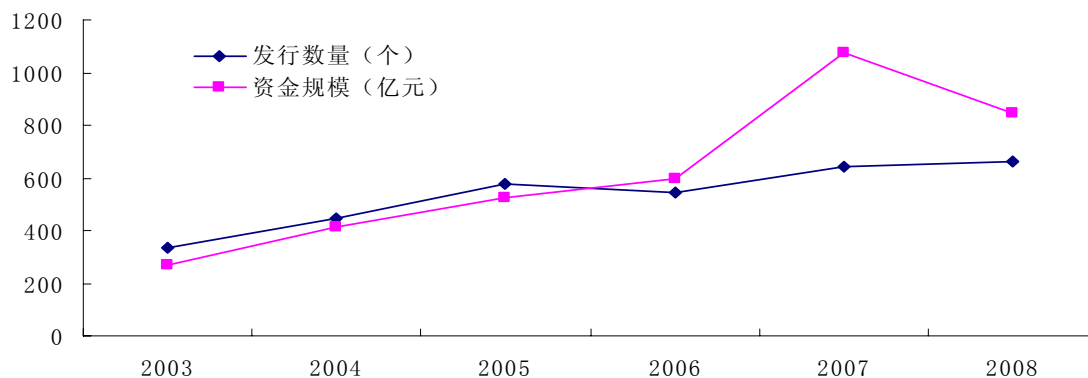
资料来源: Wind 资讯 华泰证券研究所

图表 17 信托业资产增长情况



资料来源: Wind 资讯 华泰证券研究所

图表 18 2003-2007 年集合资金信托产品发行数量与发行规模



资料来源: 用益信托工作室, 华泰证券研究所

表格 11 2003-2007 年集合资金信托平均规模、期限与收益率

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
平均规模 (万元)	8005	9286	9109	10900	14900	11869
平均信托期限 (年)	1.97	1.85	1.82	2.03	2.24	2.2
平均预期年收益率 (%)	4.32	4.6	4.72	4.71	6.9	8.89

资料来源: 用益信托工作室, 华泰证券研究所

2、基础设施建设类信托成为新的亮点

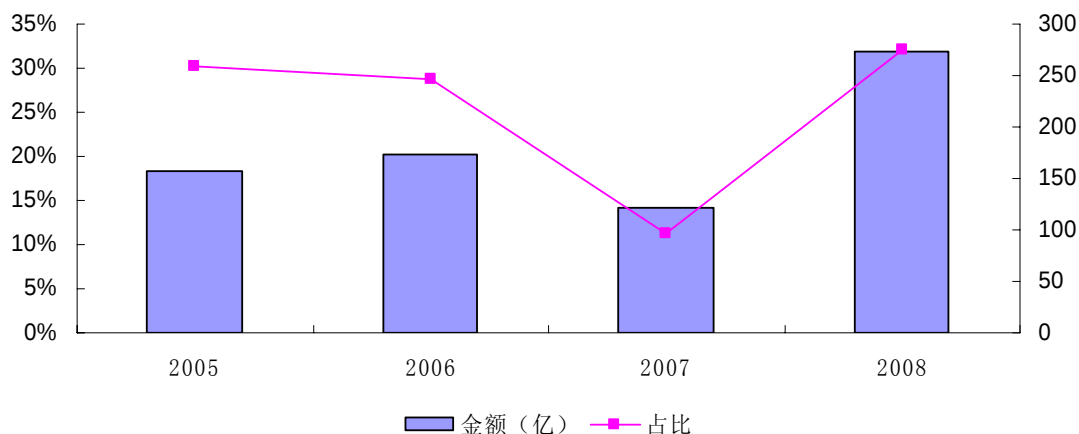
国务院出台的 4 万亿刺激经济为信托公司最为传统和拿手的的基础设施投资信托业务提供了巨大的发展机遇。利用信托平台为国务院确定的进一步扩大内需、促进经济增长的十大投资领域以及更多的地方基础设施

项目和重点建设项目投、融资将是 2009 年信托公司的一个亮点。

3、房地产融资类信托继续增长

房地产融资类信托一直在扮演重要角色，在整个集合资金信托计划中占据了约 1/3 的份额。2008 年，受累于清淡的成交量和银行严控信贷，房地产企业资金遭遇空前紧张，房地产融资类信托规模因此而获得较快增长。

图表 19 房地产融资类信托占比与金额



资料来源：用益信托工作室，华泰证券研究所

2009 年，尽管信贷政策全面放松，但被银行贷款替代的主要是银信合作类的信托贷款和信贷资产证券化类业务，对信托公司集合资金类的房地产信托业务冲击不大。这类信托贷款的对象一般是不符合银行贷款政策或者难以从银行获得贷款企业，2009 年这些企业依然难改资金紧张的格局。

政策方面，2009 年初，银监会下发《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》，调整《信托公司集合资金信托计划管理办法》中关于信托计划向他人提供贷款不得超过其管理所有信托计划实收余额 30% 的规定，支持符合一定监管评级要求的信托公司，对其集合信托贷款比例考核放宽至 50%。调整《中国银监会办公厅关于加强信托公司

房地产、证券业务监管有关问题的通知》中有关房地产金融业务的规定，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。

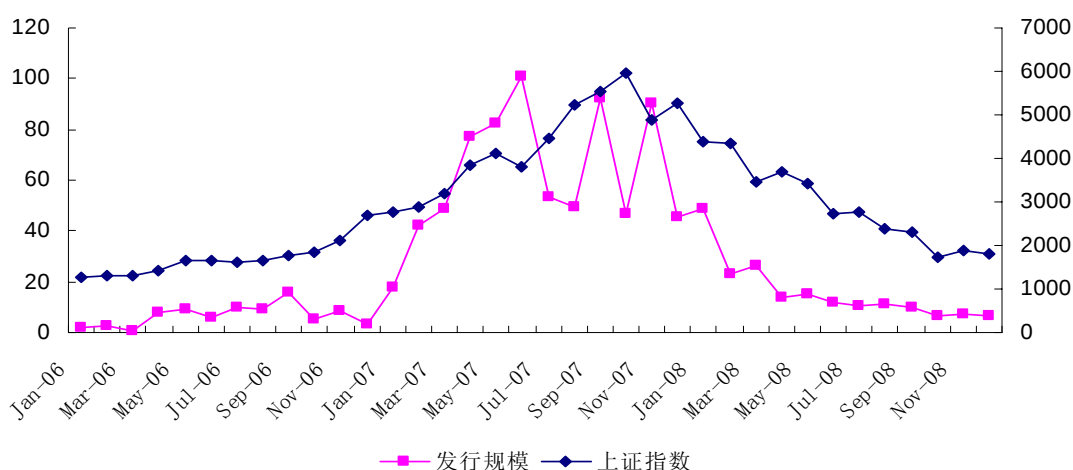
综合来看，我们认为 2009 年房地产信托贷款将继续增长。

4、证券投资类信托有望回暖

证券投资信托与资本市场高度相关。据用益工作室不完全统计，2006 年证券投资信托发行规模 79.76 亿元，占集合资金信托计划总规模的 13%；而 2007 年发行规模达到了 749.39 亿元，占比已达到 69%；2008 年 192 亿元，占比 40%。

2009 年上证指数开始走稳，根据我们宏观策略研究分析，2009 年股市将是一个宽幅震荡行情，在这种行情中，机构理财将具有明显优势。与基金相比，而通过信托形式成立的阳光私募因其灵活性具有制度优势，可以预见，以信托为平台的阳光私募产品的发行在 2009 年将走稳。另外，如果 2009 年 IPO 重新开启，以打新股为投资方向的稳健型信托理财产品也有可能出现恢复性增长。

图表 20 证券投资信托发行规模与上证指数



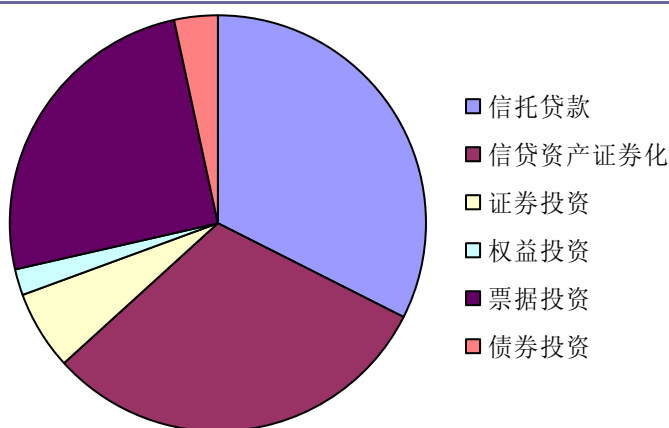
资料来源：用益信托工作室，Wind 资讯，华泰证券研究所

4、银信合作类信托增速放缓

据用益信托工作室不完全统计, 2008 年公布发行规模的银信合作产品发行规模 6,688 亿元, 远远超过了集合资金信托的规模 (约 850 亿元)。银信合作类业务短期内可能具有迅速扩大信托资产规模的效果, 但收益水平却不高, 预计不足信托报酬额的 3 成。

银信合作产品中, 占主体地位的是银行为规避信贷政策限制而发行的信托贷款和信贷资产证券化类产品, 而随着信贷政策的放松, 这类需求可能急剧下降, 从而对银信合作产品规模造成较大冲击。我们预计 2009 年银信合作类信托产品的增速将明显放缓。

图表 21 2008 年银信合作类信托产品结构



资料来源: 用益数据工作室, 华泰证券研究所

三、上市公司分析

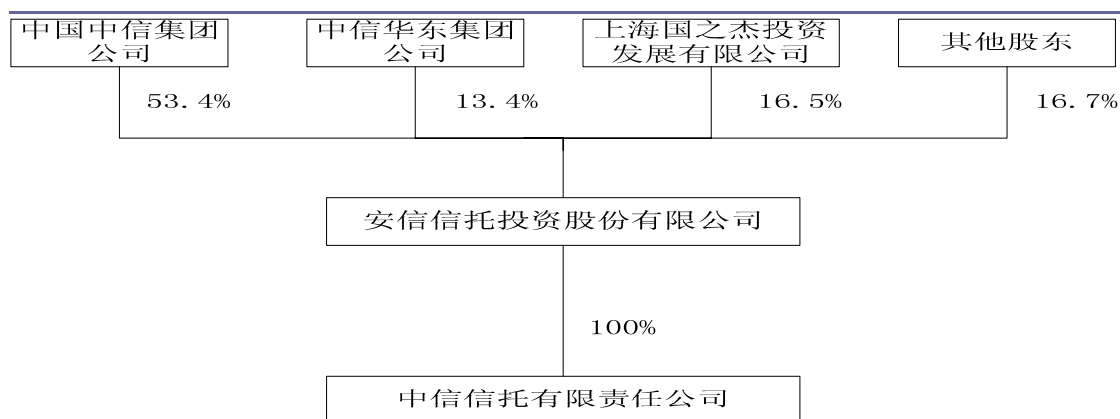
(一) 安信信托

2007 年 1 月 12 日, 安信信托与中信集团公司、中信华东、上海国之杰签署了《股份认购意向书》, 约定公司以非公开发行股份的方式, 向中信集团、中信华东及公司现控股股东国之杰发行股票。该意向书有效期为 4 个月, 经各方同意, 延长有效期至 2007 年 8 月 31 日。后根据项目后续进展情况, 各方同意并签署《股份认购意向书延期备忘录》, 将《股份认购意向书》的有效期延至 2008 年 5 月 31 日。2009 年 1 月

9 日，公司公告将该增发方案有效期再度延期 1 年。截至目前，方案已获得银监会审批通过和证监会审核有条件通过，关于本次交易方案的核准批文仍在中国证监会签批过程中。

根据公告的草案，安信信托公告称拟向中信集团、中信华东、国之杰增发股份，发行价 4.3 元，中信集团、中信华东以中信信托 100% 股权认购，国之杰以现金认购。资产重组完成后，安信信托的第一大股东将变为中信集团，持股 53.39%。届时，安信信托将依托中信集团强大的品牌效应以及与中信控股公司之间的协同效应，建立起突出的品牌优势、客户优势、项目优势及创新优势等。

图表 22 增发完成后安信信托股权结构



资料来源：公司数据 华泰证券研究所

2008 年，中信信托各项业务继续稳步推进。根据披露在中国货币网未经审计的财务报表，2008 年公司手续费及佣金收入继 2007 年增长 226% 后再度大幅增长 118%，净利息收入增长 25%，投资收益下降 10%，净利润增长 65%，股东权益增长了 51%。

根据增发草案，截至 2007 年 9 月 30 日，中信信托总资产为 30.36 亿元，股东权益 19.90 亿元，股权按收益法作价 52.12 亿元（按成本法评估作价 22.56 亿元）。如果 2009 年按原公告增发价增发成功，假定 2009 年 1 月开始合并会计报表，合并后上市公司 2009-2010 年每股收益分别为 0.68 元和 0.88 元，2009 年每股净资产 4.07 元（含商誉 1.73 元）。目

前股价对应 2009 年市盈率 26 倍，市净率 4.33 倍。

公司处于高速成长阶段，按 PEG 估值我们给予 2009 年 30 倍市盈率，对应估值 20.4 元。如果增发失败，则估值将大幅下降，鉴于增发进程仍具有较大不确定性，我们给予 30%的折扣，对应目标价 14.28 元。在增发前景不明朗时我们暂时持“观望”评级。

(二) 陕西国投

2007 年 9 月 25 日，公司公告称拟向民生银行、延长石油、陕西有色等三家公司非公开发行 1.8 亿股，募集资金不超过 30 亿元。本次非公开发行股票募集到的资金将全部用于补充公司的资本金，增强公司实力，拓展相关业务。此次定向增发中，民生银行拟认购 1.43 亿股，占发行后总股本的 26.56%。公告同时称，根据约定，公司第一大股东陕西省高速公路建设集团在适当时候减持一定股份后，与民生银行并列成为本公司第一大股东。2008 年 10 月 31 日公司公告，将股东大会授权董事会全权办理非公开发行股票相关事宜的授权延长 6 个月。目前，该方案已获银监会通过，正在等待证监会的审批。

房地产业务占据了陕西国投营业收入的主要部分，根据新“两规”，公司房地产业务属于清理范畴，完成实业投资清理后，公司将集中力量发展信托主业。但目前信托业务占比较小，2008 年前三季度手续费和佣金净收入同比反而下降了 51%，公司业务转型任重道远。

表格 12 陕西国投业务收入结构

	2008H1	2007	2006	2005	2004
金融业务	30%	30%	15%	44%	45%
房地产业务	67%	68%	85%	32%	54%
其他业务	2%	2%	0%	24%	1%

资料来源：公司数据，华泰证券研究所

民生银行入股陕西国投，主要将从以下几个方面提升公司价值：一是大幅提升公司资本实力，提高公司净资产；二是将明显改善公司治理结构，真正以为股东创造价值为根本经营目标；三是通过与民生银行的业务

合作来分享民生银行网点、客户、资金、项目等方面的资源，实现业务转型，提升竞争力。

根据增发草案，增发价为 16.38 元，目前公司股价为 11 元，我们认为增发价存在重议的可能。我们用三种不同增发价假设——分别是 1) 16.38 元；2) 截至 2 月 13 日前 20 交易日均价 8.99 元；3) 52 周最低收盘价 6.76 元——对公司进行了盈利预测，如下表：

表格 13 不同增发价假设下盈利预测 单位：元

增发价	2008	2009	2010
16.38	0.18	0.40	0.78
8.988	0.18	0.33	0.53
6.76	0.18	0.31	0.45

资料来源：华泰证券研究所

在最乐观的增发价假设下，2009 年每股收益 0.40 元，给予 30 倍市盈率，对应股价 12 元。由于增发进程具有较大不确定性，我们给予 30%折扣，对应目标价格 8.4 元，评级为“观望”。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。