

集合资金信托发行量触底回升

——信托业 3 月动态跟踪报告

行业评级

信托行业： 增持（维持）

重点公司（3 月 6 日收盘价）

安信信托（15.43 元） 观望（维持）

	08E	09E	10E
EPS	0.07	0.68	0.88
P/E	217	22	17
P/B	38.0	3.8	3.3

陕国投 A（9.80 元） 观望（维持）

EPS	0.19	0.33	0.53
P/E	51	29	18
P/B	7.2	2.3	2.0

相关研究：

业务转型任重道远——陕国投2008年报点评（2009年2月28日）

信托业：金融行业中的多面手和轻骑兵（2009年2月17日）

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 3 月 6 日

投资要点：

- 1-2 月，银信合作信托产品发行量下滑至冰点，2 月发行的产品数不及去年高峰期的一成。预计 2009 年，在宽松的货币政策下，以规避信贷限额为目的信托贷款、信贷资产受让、票据资产受让类信托产品发行量难以重现 2008 年的辉煌。
- 2 月，集合资金信托产品发行量触底回升，其中，证券投资信托，投向房地产和基础设施的信托产品发行量回暖更为明显，带动整个集合资金信托产品的发行量环比增长了 32%。
- 13 家已公布 2008 年年报的信托公司中，手续费及佣金净收入占比不足一半的有 4 家，不足 2/3 的有 8 家。固有资产运用收益仍在信托公司营业收入中扮演重要角色。
- 2009 年信托业机遇与挑战并存。挑战包括：1）低利率环境使固有资产运用收益率降低；2）经济环境恶化加大违约风险；3）银信合作产品发行量大幅下滑；4）其他金融机构业务创新不断蚕食信托公司的业务空间；5）更严厉的监管使信托业务短期出现波动。机遇包括：1）积极的财政政策促使基础建设类信托业务加快发展；2）资本市场企稳和回暖带动证券投资类信托业务复苏。
- 我们对近期建行并购兴泰信托的案例进行了详细分析，结果表明，金融资本对信托公司的定价远低于目前二级市场对两上市信托公司的估值水平。
- 从整个行业看，行业的战略投资价值非常明显，信托公司股权一直是近两年中外金融机构追逐的热点，基于此，维持行业“增持”评级。考虑到增发进程的不确定性和偏高的估值水平，维持安信信托“观望”评级，陕国投“观望”评级。

目录

一、历史数据回顾.....	2
二、固有资产运用收益在营业收入中依然占重要地位.....	6
三、信托业务：机遇与挑战并存.....	8
四、并购案例分析.....	9
五、投资策略.....	10

一、历史数据回顾

在金融分业经营格局下，信托业以其广泛的投资范围和灵活的资金运用方式而具有独特制度优势，信托业的这种制度优势和银行、保险等大型金融机构结合能产生巨大的协同效应。在上一期的报告中，基于信托业的战略投资价值以及 2009 年相对稳定的信托业务发展前景，我们给予了行业“增持”评级。基于两上市信托公司增发进程的不确定性和目前已经偏高的估值，我们分别给予安信信托和陕国投“观望”评级。从 2009 年 2 月 17 日至今，上证指数下跌了 5%，而安信信托下跌 11%，陕国投下跌 6%，基本验证了我们的观点。

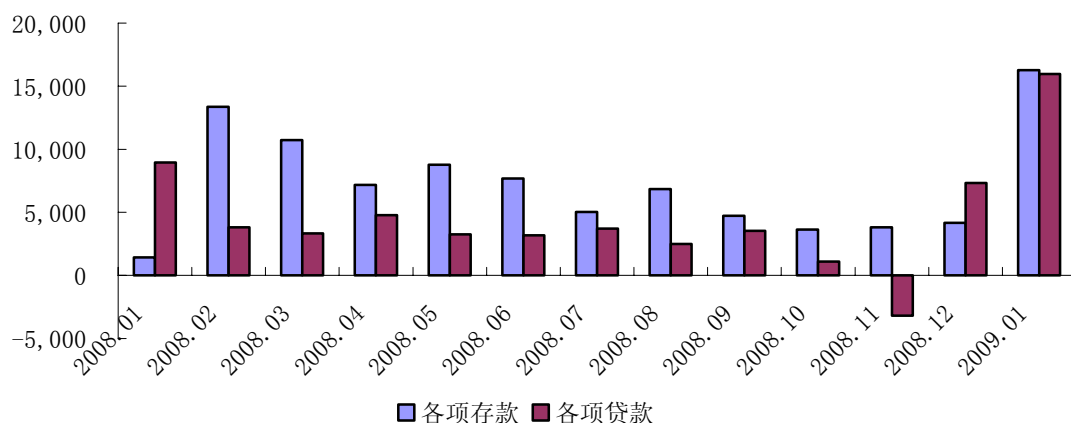
信托业务方面，我们在上期报告中提出：2009 年，在积极的财政政策和适度宽松的货币政策以及资本市场可能宽幅振荡的背景下，银信合作类信托业务将会放缓，而基础设施建设类信托的兴起和证券投资类信托的回暖将支持集合资金信托业务稳定发展。1-2 月相关统计数据 and 我们的判断基本一致。

✓ 银信合作类信托产品发行量继续萎缩

银信合作信托业务发展和政策导向高度相关。2007 年底中央经济工作会议提出“两防”要求，实施稳健财政政策和从紧货币政策，对商业银行

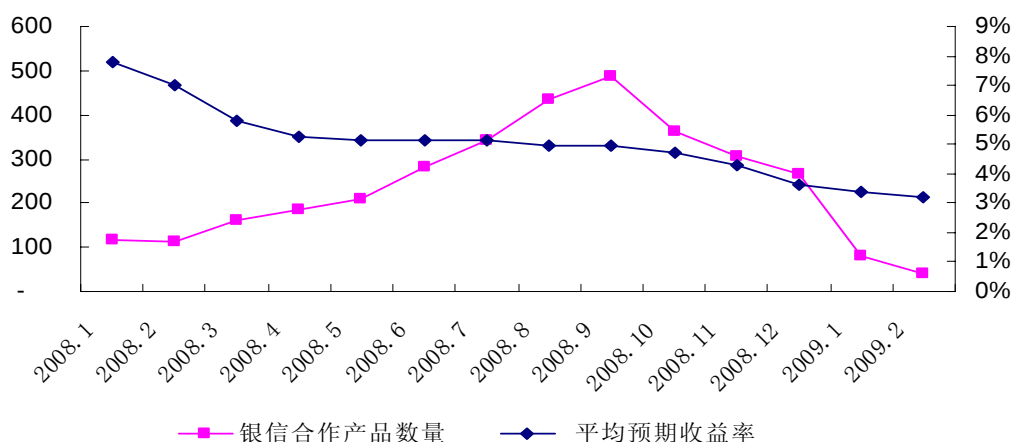
信贷实施规模控制。为规避贷款规模限制，以信贷资产转让、信托贷款和票据投资（在我国票据贴现也计算在信贷规模中）为主的银信合作信托产品规模快速提升，从2008年1月的117只上升至9月的488只。2008年9月以来，为抵御国外经济环境的不利影响，中央转而执行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，五次下调存贷款基准利率，四次下调存款准备金率，明确取消对金融机构信贷规划的硬约束。银行为规避信贷规模限制而发行的银信合作产品从2008年10月开始锐减，到2009年1月，银行当月新增贷款达1.6万亿元天量，1月银信合作信托产品仅发行81只，2月仅41只，不到最高点时的十分之一。

图表 1 各月新增存贷款额 单位：亿元



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

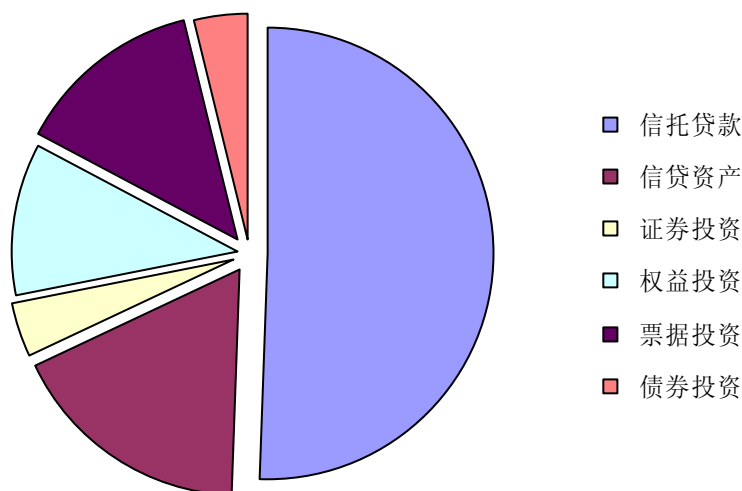
图表 2 2008年10月以来银信合作信托产品发行量继续下滑 单位：个



资料来源：Wind 资讯，用益信托工作室，华泰证券研究所

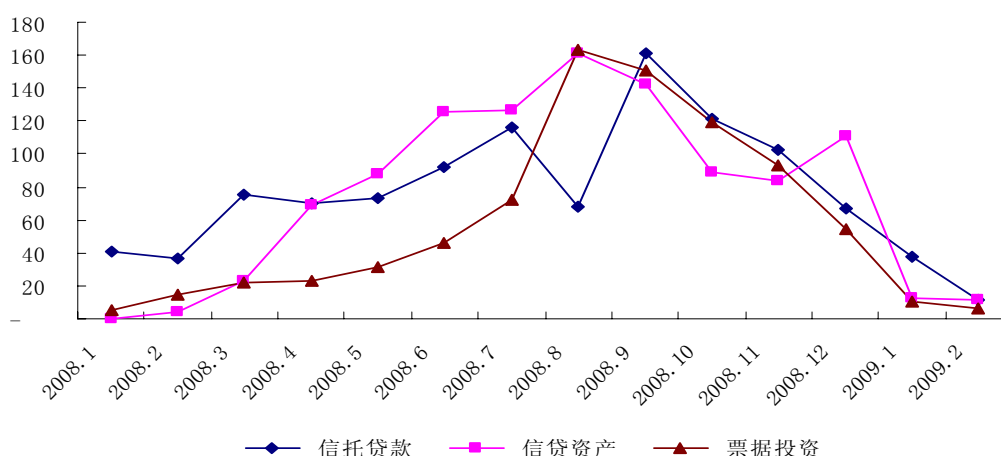
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 3 银信合作类产品以信托贷款、信贷资产受让、票据投资为主



资料来源: Wind 资讯, 用益信托工作室, 华泰证券研究所

图表 4 三种主要银信合作信托产品发行数量走势 单位: 个



资料来源: Wind 资讯, 用益信托工作室, 华泰证券研究所

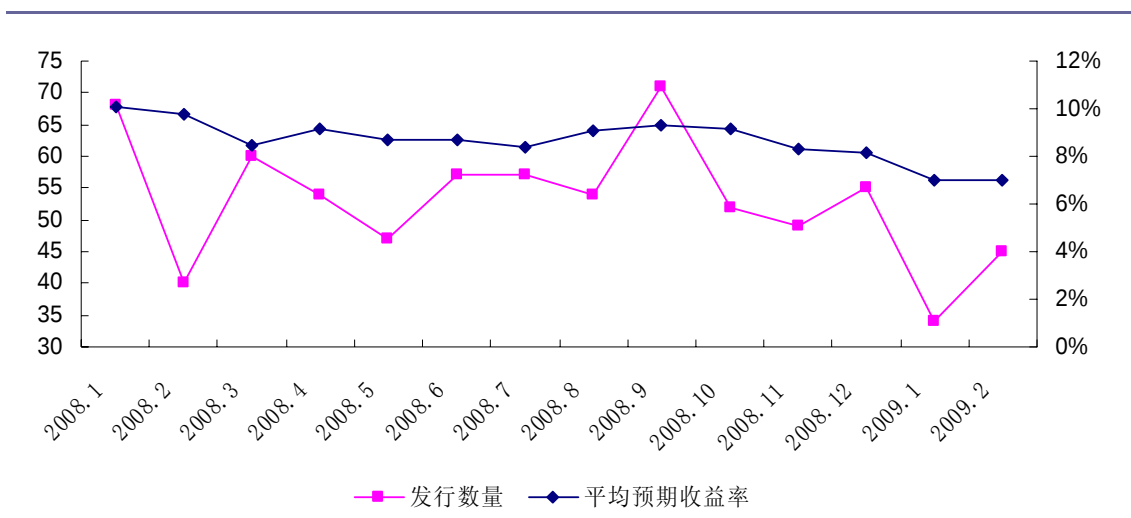
✓ 集合资金类信托企稳回升

2008 年 9 月集合资金信托产品发行量亦达到了全年最高点, 随后各月下滑明显。从资金运用方式看, 以股权投资和权益投资类产品发行量下滑最为明显: 2008 年 9 月, 股权投资和权益投资信托产品分别为 8 只和 16 只, 而 2009 年 2 月仅发行 2 只和 6 只。2008 年 8 月, 证券投资和贷款信托达到全年最高点 19 和 18 只, 2009 年 1 月均仅发行 10 只。从资

金投向看，除工矿企业外，投向金融、房地产和基础设施的信托产品发行量均大幅下滑。

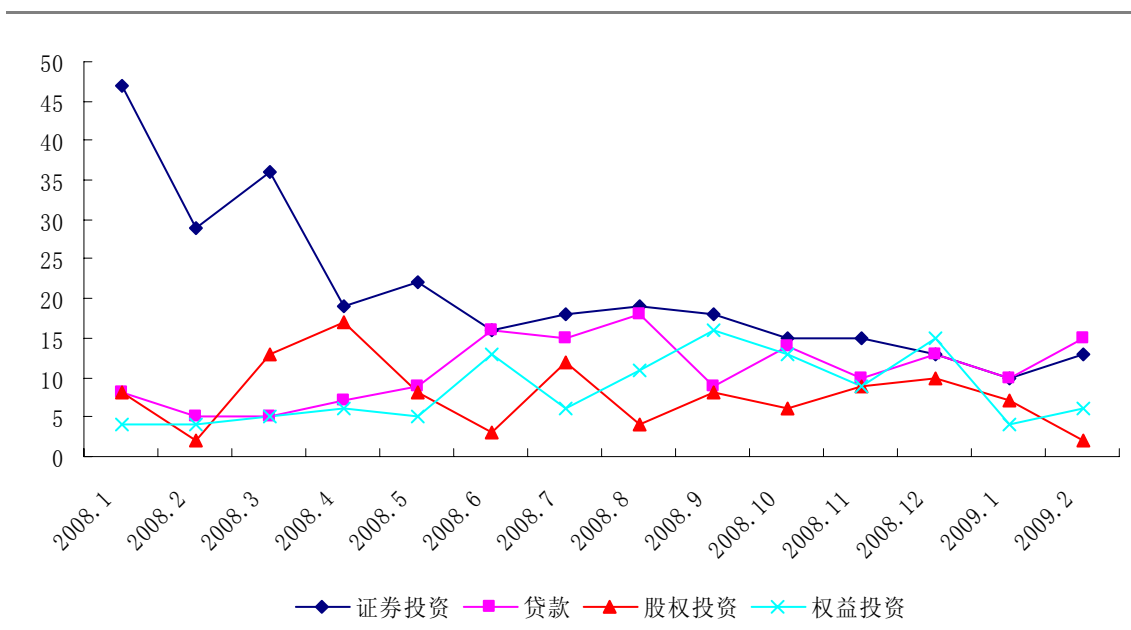
与银信合作产品继续萎缩不同的是，2009 年 2 月，集合资金信托产品中，证券投资信托，投向房地产和基础设施的信托产品发行量明显回升，带动整个集合资金信托产品的发行量比上月增长了 32%。

图表 5 集合资金信托发行量回升，平均预期收益率企稳



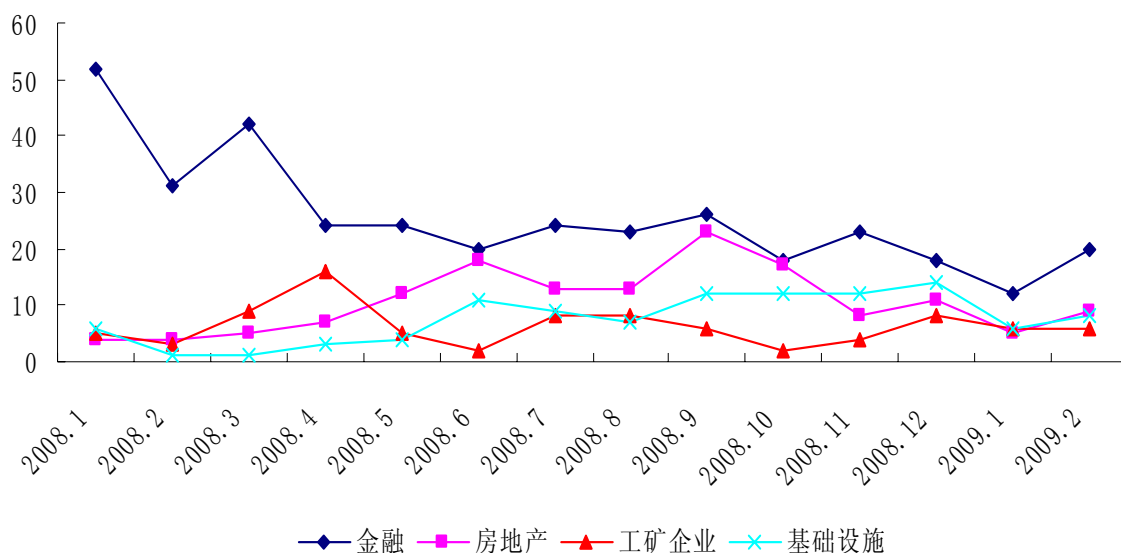
资料来源：Wind 资讯，用益信托工作室，华泰证券研究所

图表 6 集合资金信托单月产品发行数量（按资金运用方式） 单位：个



资料来源：Wind 资讯，用益信托工作室，华泰证券研究所

图表 7 集合资金信托单月产品发行数量（按资金运用方式） 单位：个



资料来源：Wind 资讯，用益信托工作室，华泰证券研究所

二、固有资产运用收益在营业收入中依然占重要地位

在 13 家已公布 2008 年年报的信托公司中，手续费及佣金净收入占比不足一半的有 4 家，不足 2/3 的有 8 家。固有资产运用收益（在报表中一般体现为利息收入和投资收益）仍在信托公司营业收入中扮演重要角色。考虑到 2008 年股市遭遇崩盘而使投资收益部分低于往年，下表数据甚至还低估了固有资产运用收益在营业收入中的占比。

2007 年以来，信托业并购重组风起云涌，中、外资金金融资本、产业资本纷纷谋求信托公司股权，信托公司增资扩股案例不胜枚举。随着信托公司自有资金规模不断扩大，部分信托公司固有资产运用收益分量可能还会上升。

图表 8 固有资产运用收入在营业收入中占重要地位

	净利息收入	手续费及佣金净收入	投资收益及公允价值变动
重庆信托	9%	68%	20%
北京信托	4%	56%	40%
天津信托	4%	36%	52%

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。

大连华信	10%	83%	8%
中融信托	0%	87%	14%
国元信托	17%	27%	54%
中铁信托	12%	74%	14%
山西信托	14%	120%	-32%
新华信托	1%	99%	1%
华宸信托	10%	39%	51%
百瑞信托	24%	52%	10%
金港信托	9%	52%	36%
国民信托	1%	44%	51%

资料来源：中国货币网，华泰证券研究所

图表 9 金融、产业资本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	已完成
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
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
昆明国信	麦格理银行	接洽中
西安国投	证大集团	已完成
黔隆信托	华能集团	已完成
华信信托	大显股份	接洽中
安信信托	中信集团	进行中

海协信托	四维控股	接洽中
中原信托	中原高速	已完成
苏州信托	联想集团	已完成
北方信托	ST 四环	进行中
北京国信	ST 玉源	接洽中
重庆国投	重庆协信	已完成
伊斯兰信托	中粮集团	进行中

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

图表 10 上市意向信托公司一览表 单位：亿元

公司名称	注册资本	拟上市方式	借壳对象	进展程度
中信信托	12	借壳	安信信托	已上报
中海信托	12	IPO	-	已上报
华信信托	12.1	IPO	-	已上报
北京国信	14	借壳	ST 玉源	已上报
北方信托	10.01	借壳	*ST 四环	已上报
重庆国信	16.34	IPO	-	运作中
深圳国信	26.3	IPO	-	运作中
国联信托	12.3	IPO	-	运作中

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

三、信托业务：机遇与挑战并存

2009 年，信托业机遇与挑战并存。挑战既包括不利的经济环境给自营和信托业务带来的压力，也包括银行、保险、券商、基金等其他金融子行业不断创新使信托公司的制度优势不断丧失、业务空间不断被蚕食的风险。

首先，低利率环境使信托公司自有资金运用收益率降低。自有资金运用收益在很多信托公司的营业收入中占比超过 50%，而信托公司的自有资金大多通过银行存款、贷款、存放同业、购买金融产品等方式持有，2009 年的低利率环境将使这些资金的收益率受到较大影响。

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。

其次，如果经济环境进一步恶化，则将加大固有业务和信托业务的风险。如经济环境恶化引起自有资金贷款或信托贷款客户破产，或者使贷款或抵押品价值大幅缩水。

第三，信贷限额的取消使银行借道信托规避信贷规模限制的动力减弱。以信托贷款、信贷资产受让，票据资产受让为主的银信业务模式可能在2009年将难以重现2008年的辉煌。

第四，其他金融子行业业务范围的不拓展将蚕食信托公司的业务空间。如券商和基金的专户理财业务与集合资金信托业务有一定的重叠性，据媒体报道基金“一对多”专户理财模式可能推出，将可能对证券投资信托业务造成一定冲击。另外，券商直投业务正在试点，而保险资金投资未上市公司股权可能开闸；据媒体报道，银行直投业务试点也在讨论当中，这些将打破目前唯有信托公司可直接投资资本市场的局面。

第五，《信托公司证券投资信托业务操作指引》的出台可能使证券投资类信托产品暂时出现波动。一方面，我们认为从规范发展的角度出发，该操作指引对行业长期健康发展有积极作用；另一方面，其中一些规定如投资顾问不得代为实施投资决策和下达交易指令，业绩报酬仅在信托计划终止且实现盈利时提取等规定可能迫使某些阳光私募转入地下，而使信托公司此类信托业务短期出现波动。

2009年信托业机遇在于1)积极的财政政策将促使基础建设类信托发展；2)资本市场的企稳和回暖可能带动证券投资类信托业务的复苏；3)自有资金投资，贷款类规模限制松动，以及可能出台的合格投资者相关规定的松动和信托公司异地开设分支机构等政策方面的利好。

四、并购案例分析

2009年3月2日，建设银行宣布投资入股合肥兴泰信托。建行以34.09亿元现金认购兴泰信托67%的股权。兴泰信托注册资本由人民币5.04

亿元增加至人民币 15.27 亿元。截止 2008 年 12 月 31 日，兴泰信托资产总计人民币 7.64 亿元、净资产人民币 6.95 亿元；2008 年营业收入和净利润分别为人民币 4140.98 万元、3329.51 万元。

此前，已完成或正在进行中的中资银行收购信托公司的案例还有交通银行收购湖北国投（后更名为交银国信）、工商银行收购中融信托、招商银行入主西藏信托、民生银行入股陕国投等。我们分析此案例的目的是分析金融资本对信托公司股权的定价，为我们对信托公司投资价值分析提供一个参考。

设收购后公司价值为 V_{AT} ，收购前建行对兴泰信托的股份定价为 V_T （包含收购溢价），收购后产生的协同效应中，属于建设银行的部分为 S （属于兴泰信托的为上述收购溢价），则 $V_{AT} = 34.09 + V_T + S$ 。兴泰信托原股东收到的对价是： $0.33(34.09 + V_T + S)$ ，对兴泰信托的定价等于原股东收到的对价，则有 $V_T = 0.33(34.09 + V_T + S)$ 。解这个方程得到 $V_T = 16.8 + 0.5S$ 。

假定协同效应中，属于建设银行的部分 $S = 0$ ，则 $V_T = 16.8$ ，对应兴泰信托 2008 年市盈率 50 倍，市净率 2.4 倍。如果属于建行的协同效应 $S > 0$ ，则收购对价对应估值水平要大于上述数值。但目前，安信信托和陕国投股价对应 2008 年市盈率分别为 217 和 51 倍，市净率分别为 38 和 7 倍，远高于上案例的估值水平，我们认为上述二股估值已经偏高。

五、投资策略

为应对跨国金融企业的竞争，大型中资银行、证券、保险机构纷纷加快混业布局。在国内金融业分业经营的格局下，最具混业特征的信托公司的战略投资价值毋庸置疑，这一点从近两年风起云涌的中外资金金融机构并购信托公司的活动可得到证实。基于信托业的战略投资价值以及 2009

年相对平稳发展的信托业务，我们维持行业（含未上市企业）“增持”评级。

两上市信托公司增发项目的进程仍具有不确定性，但目前市场已经给予其较高估值。根据我们的分析，A 股两上市信托公司估值水平远高于业内信托公司并购定价。在增发进程尚不明朗的情形下，我们维持安信信托“观望”评级，陕国投“观望”评级。

图表 11 投资评级与估值

	股价	投资评级	目标价	EPS			P/E		
				08E	09E	10E	08E	09E	10E
安信信托	15.2	观望	14.28	0.07	0.68	0.88	217	22	17
陕国投 A	9.68	观望	7.92	0.19	0.33	0.53	51	29	18

资料来源：华泰证券研究所

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。