

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

规模全线反弹

——09 年 4 月月报

推荐 (维持)

2009-4-22

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
安信信托	0.63	0.92	
陕国投	0.2	0.613	

投资要点

- 集合信托出现反弹。09 年 3 月集合信托成立个数 71 个，同比增长 29.09%；成立规模为 69.46 亿元，同比增长 6.55%（由于 08 年同期数据几乎包括所有公告成立的产品，而 09 年 3 月只有 62%的产品公布了规模，因此增速可能严重偏低），如果考虑未披露规模信托产品，实际增速可能超过 20%。信托平均成立规模同比增 72%，达到 1.58 亿元。基础设施类和证券类信托是主要增长点。
- 银信产品数量出现反弹。其中，09 年 3 月银信产品共发行 227 个，比去年同期增加 111 款，增长 95.7%；比上月增加 112 款，增长 97.4%。银信产品单只平均发行规模在经过 2 月的低迷后，又重新回升到 5.42 亿，储蓄分流效应明显。信贷产品仍是动力。
- 从目前公布 2008 年年报的 18 家信托公司看，行业分化仍在继续，其中信托主业经营日益成为信托公司能否保持稳定成长的关键因素。同时由于信托行业仍处于成长初期，信托公司均处于构建盈利模式的过程中，客户渠道和投资渠道核心竞争力的形成是重点。
- 09 年行业发展重点仍然是期限和结构的改善。集合类产品是行业发展的稳定器，基建、产业基金、REITS、PE 等产品为行业结构调整提供契机。单一类产品仍有可能是行业波动的来源，但是储蓄分流效应仍将支持行业发展。
- 安信信托：公司的重组工作已接近 2 年，其进程对公司估值影响较大。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。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。

相关报告

《创业板开闸 信托 PE 迎来曙光》2009-3-31

《产品创新推动行业结构调整》2009-3-30

目 录

集合类信托反弹 结构调整初现成效	- 3 -
信托规模反弹	- 3 -
基础设施类和证券类信托是主要增长点	- 3 -
期限相对稳定	- 4 -
银信产品强劲反弹 信贷产品仍是动力	- 5 -
成长初期下信托公司的分化与发展	- 6 -
行业分化继续	- 7 -
盈利模式处于形成期	- 7 -
09 年行业发展重点仍然是期限和结构的改善	- 8 -
集合类：“弱周期、高杠杆”的核心	- 8 -
单一类：仍是行业波动的来源	- 8 -
投资建议	- 9 -
安信信托（600816）：	- 9 -
图 1、集合信托变动	- 3 -
图 2、集合信托投资方向结构变动（产品个数）	- 4 -
图 3、集合信托投资方向结构变动（产品金额）	- 4 -
图 4、集合信托投资类别结构变动	- 4 -
图 5、集合产品期限变动	- 5 -
图 6、银信产品发行量变动（单位：个）	- 5 -
图 7、银信产品近期发行个数与规模变动	- 5 -
图 8、银信产品结构变动（按产品类别分类）	- 6 -
图 9、银信产品结构变动（按投资方向分类）	- 6 -
表 1：2008 年信托公司主要财务指标	- 7 -
表 2：我国信托类上市公司主要指标	- 9 -

集合类信托反弹 结构调整初现成效

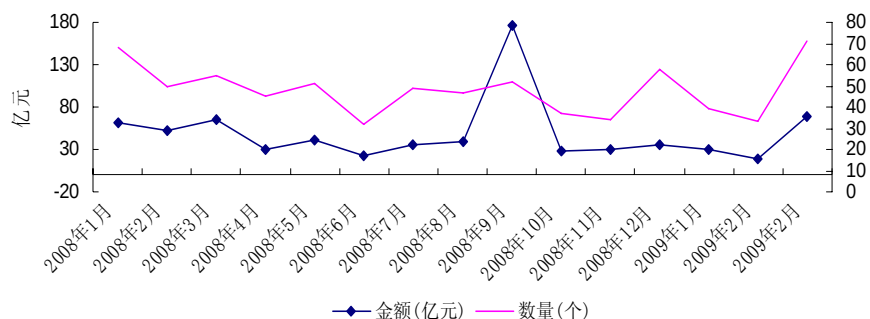
信托规模反弹

正如我们此前月报中所述，09 年 3 月集合信托出现反弹。09 年 3 月集合信托成立个数 71 个，同比增长 29.09%；成立规模为 69.46 亿元，同比增长 6.55%（由于 08 年同期数据几乎包括所有公告成立的产品，而 09 年 3 月只有 62%的产品公布了规模，因此增速可能严重偏低）。

值得注意的是，由于 09 年 3 月成立的 71 只产品中，只有 44 只产品公布了规模，而 08 年基数则基本上是全部产品数据。因此，实际月度增速超过上述水平。如果按照剩余产品平均 5000 万元的规模测算，则 09 年 3 月规模增速超过 20%。

同时，信托平均成立规模大幅增加，主要是由于中信信托成立了规模为 30 亿的天津项目。09 年 3 月集合信托单位成立金额为 15786 万元（只包括 44 只已公布成立公告的产品）；比上月增加 8213 万元，环比增长率为 108.45%；比去年同期增加 6605 万元，同比增长率为 71.94%。

图 1、集合信托变动



数据来源：西南财大信托与理财研究所

预计 09 年 4 月增长有望延续。09 年 3 月信托公司共发行 83 款信托产品，比去年同期增长 23.88%，对后续信托规模增长提供支持。

基础设施类和证券类信托是主要增长点

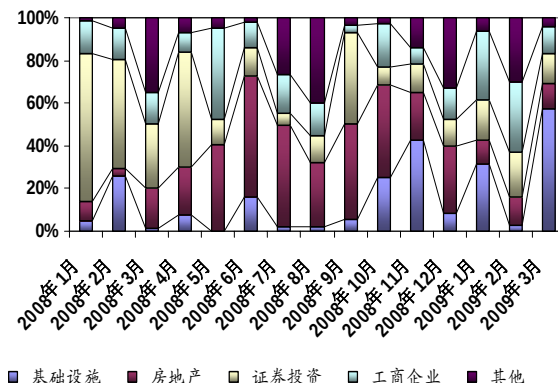
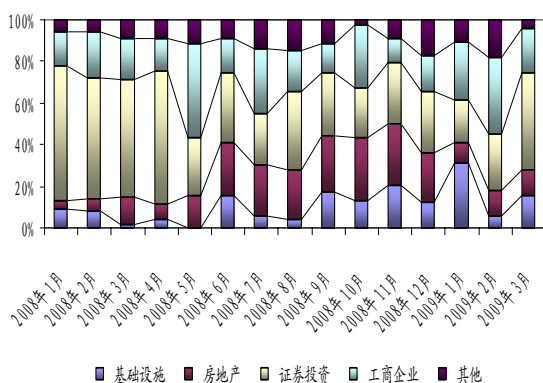
从结构上看，基础设施和证券类信托是信托规模反弹的主要原因：

- 基础设施：09 年 3 月基础设施类信托公告成立金额为 39.97 亿元，比去年同期增加 39.25 亿元，比上月增加 39.47 亿元。除投资增长拉动产品需求外，

基建中对资本金的需求以及信托产品的灵活性也是基建类信托增长的主要原因。

- 证券：从数量上看，09 年 3 月共成立证券类产品 33 只，比去年同期增加 2 只，比上月增加 24 只。09 年 3 月证券类产品公告成立 9.72 亿元，比上月增加 5.54 亿元，去年同期减少 10.28 亿元。但是由于未披露规模的产品主要为证券类产品，因此，整体上证券类产品处于增长态势。资本市场持续走强是证券产品回暖的主要原因。

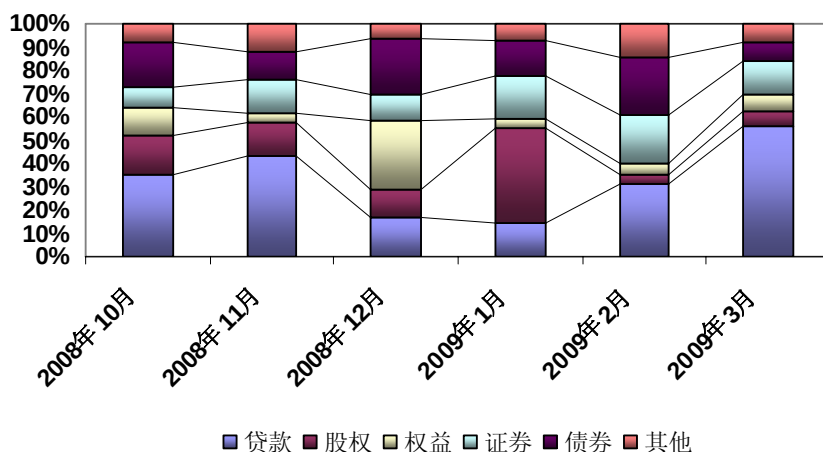
图 2、集合信托投资方向结构变动（产品个数） 图 3、集合信托投资方向结构变动（产品金额）



数据来源：西南财大信托与理财研究所

信托新政为贷款类信托的增长也提供了支持。同时，由于中信信托天津项目为贷款类项目，且规模较大，导致贷款类信托占比反弹至 56%。

图 4、集合信托投资类别结构变动



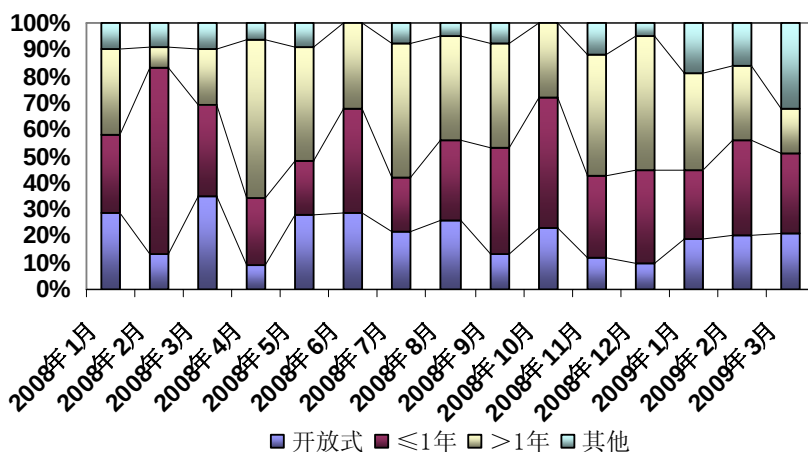
数据来源：西南财大信托与理财研究所

期限相对稳定

09 年 3 月信托产品期限相对稳定。由于基建类产品增加，对中长期产品需求增加；

同时证券类产品随市场转暖出现大幅反弹，以开放式产品居多。综合看，信托产品期限仍平均在 2 年左右。

图 5、集合产品期限变动



数据来源：西南财大信托与理财研究所

银信产品强劲反弹 信贷产品仍是动力

09 年 3 月银信产品数量出现反弹。其中，单月银信产品共发行 227 个，比去年同期增加 111 款，增长 95.7%；比上月增加 112 款，增长 97.4%。

银信产品单只平均发行规模在经过 2 月的低迷后，又重新回升到 5.42 亿，储蓄分流效应明显。

图 6、银信产品发行量变动（单位：个）

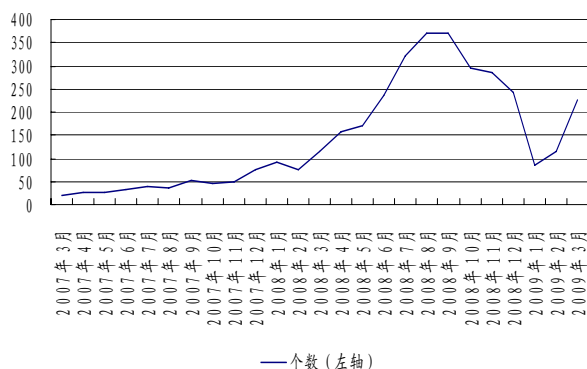
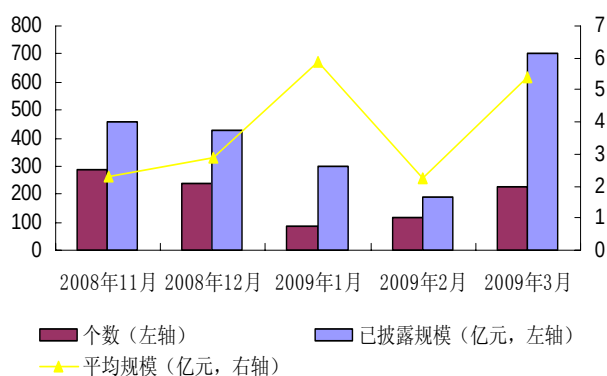


图 7、银信产品近期发行个数与规模变动



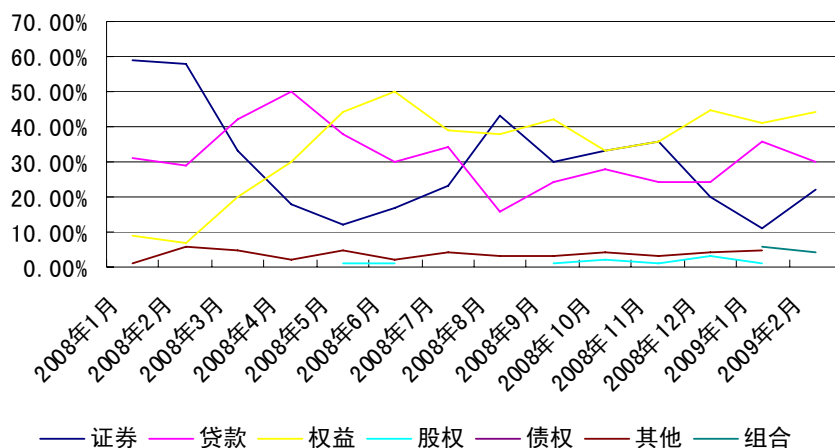
数据来源：西南财大信托与理财研究所

从产品类别结构看，贷款类产品仍反弹是主要因素：

- 贷款类银信产品是增长的主要品种。09 年 3 月贷款 + 权益类银信产品占比为

76%，比去年同期增加 14 个百分点，比上个月上升 2 个百分点。

图 8、银信产品结构变动（按产品类别分类）

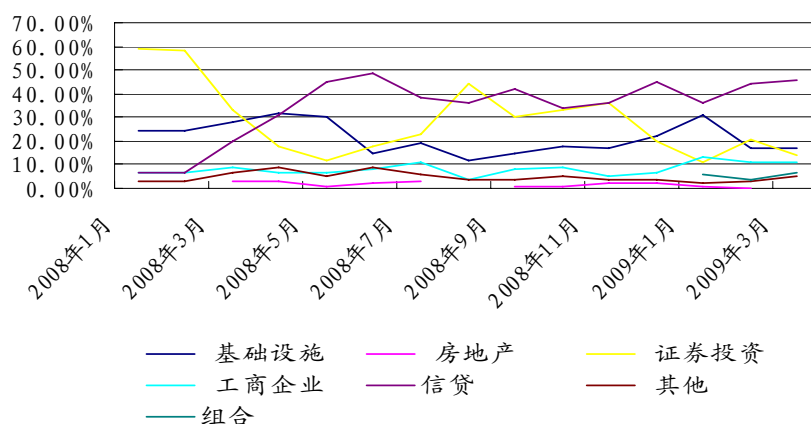


数据来源：西南财大信托与理财研究所

从产品投向结构看，信贷、基础设施、工商企业是行业增长的主要趋动因素。同样，从环比数据看，储蓄分流作用开始显现：

- 信贷产品占比为 46%，比上月增加 2 个百分点，比去年同期增加 26 个百分点；
- 基础设施和工商企业类银信产品占比与上月持平，也是银信规模反弹的主要推动因素。

图 9、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

成长初期下信托公司的分化与发展

行业分化继续

从目前公布 2008 年年报的 18 家信托公司看，行业分化仍在继续，其中信托主业经营日益成为信托公司能否保持稳定成长的关键因素。

如表 1 所示：

- 2007 年信托收入占营业收入比重超过 4 成、2008 年信托主业仍保持快速发展的信托公司，净利润增速均超过 50% 以上。
- 2007 年信托收入占比较低、2008 年信托主业也并未出现快速增长的信托公司，净利润增速较缓，甚至出现负增长。

信托主业是否有竞争力成为信托公司分化的主要影响因素。

表 1：2008 年信托公司主要财务指标

	2007 年信托收入占比	2008 年		
		信托收入增长率	营业收入增长率	净利润增长率
中融信托	70.98%	167.83%	119.63%	59.50%
金港信托	65.48%	-70.39%	-62.93%	-76.91%
中铁信托	58.24%	44.36%	13.39%	56.28%
新华信托	56.65%	63.06%	-6.75%	4071.66%
山西信托	44.64%	4.92%	-61.05%	-89.05%
天津信托	43.64%	-10.15%	7.45%	49.36%
平安信托	42.02%	-23.48%	36.60%	62.23%
中信信托	41.71%	118.43%	40.88%	64.58%
北京国投	40.87%	149.87%	83.51%	134.52%
国民信托	31.63%	148.02%	78.55%	104.81%
北方国际	31.33%	60.90%	88.35%	-25.78%
百瑞信托	30.44%	72.14%	1.51%	-20.37%
华宸信托	29.99%	33.19%	2.97%	29.54%
重庆国投	27.45%	193.19%	19.13%	0.23%
大连华信	26.46%	148.01%	-21.31%	-18.93%
中诚信托	18.34%	60.54%	-62.67%	-59.93%
陕国投	15.09%	-27.68%	-21.41%	-6.15%
国元信托	5.87%	24.62%	-73.09%	-81.70%

数据来源：兴业证券研发中心

盈利模式处于形成期

信托行业仍处于成长初期，加之可涉及业务的广泛性，使得信托公司均处于构建盈利模式的过程中。客户渠道和投资渠道核心竞争力的形成是重点，也直接关系到信托公司未来的市场份额。

在客户渠道方面，目前信托公司主要的模式如下：

- 依靠金融控股集团下客户共享、与其他渠道的广泛合作和自身逐渐培养的直销客户，如中信信托；
- 依靠金融控股集团下客户共享和自身逐渐培养的直销客户，如平安信托等；
- 依靠母公司客户渠道，直销客户群尚未成形，如被有渠道的金融企业收购的信托公司，如交银信托、兴泰信托等；
- 以培养直销客户群为主，如部分地方性信托公司；
- 成为关联方投融资的平台，如部分非金融企业控制的信托公司。

在投资渠道方面，目前信托公司主要的模式如下：

- 综合利用产品创新、专业化经营优势和客户渠道优势拓展投资渠道，如中信信托；
- 利用资本优势、客户渠道优势和专业经营拓展投资渠道，如平安信托；
- 依靠特定领域的专业化经营，如银行系信托公司、部分企业控制的信托公司。

资本信用与品牌建设至关重要：

- 信托公司虽然不对产品收益率进行承诺，但是由于行业处于发展初期，产品运作是否成功是稳定客户渠道的重要因素；
- 资本信用对信托公司越来越重要，直接关系到其项目运作经验及拓展客户资源的能力。

09 年行业发展重点仍然是期限和结构的改善

集合类：“弱周期、高杠杆”的核心

集合信托主要争夺高端理财市场，是私人银行业务的平台，也是行业结构调整的契机：

- 4 万亿投资为信托在基建、产业基金等方面的业务增长提供了空间。
- REITS 试点。
- 创业板推出（请参见《创业板开闸 信托 PE 项目迎来曙光》）。
- 信托新政（请参见《信托行业 3 月月报》）。

我们维持集合类信托规模增长约为 20% - 30% 的预测。

单一类：仍是行业波动的来源

行业发展有利因素和不利因素并存，但是仍可能产生大幅波动：

- 09 年 2 - 3 季度是贷款类信托增长的高峰，随着其给付期高峰到来，行业存在大幅波动的可能性。
- 目前宽信贷趋势减弱，对信托业务的分流也将减弱，信托规模的稳定获得支持。
- 中低端理财产品同样供应不足，储蓄分流作用开始显现。

我们仍维持单一类信托规模降幅 20% - 30% 的预测。

投资建议

我国信托类上市公司目前仍处于重组或引进战略投资者的进程中，尚未有进展。如果方案能够顺利实施，考虑我国信托行业的成长性，其估值仍偏低。

表 2: 我国信托类上市公司主要指标

	EPS			PE		
	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E
增发进展：在条件过会						
安信信托	0.09	0.63	0.92	200.44	28.63	19.61
(未增发)		0.1	0.1		180.40	180.40
增发进展：仍未上会						
陕国投	0.18	0.2	0.613	60.72	54.65	17.67
(未增发)		0.2	0.02		54.65	546.5

数据来源：兴业证券研发中心

安信信托 (600816) :

- 中信信托的产品结构调整领先于行业，主要在于主动型产品占比的上升。公司的投资渠道优势在业内较为突出，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。
- 中信信托的客户渠道优势将使其在储蓄分流中受益。
- 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。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。

- 10