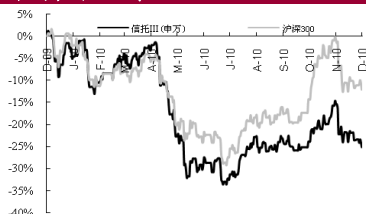



信托行业
Trust
2010 年 12 月 10 日
信托行业 2011 年投资策略
—发展态势良好，关注政策影响
评级：中性
行业相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
信托Ⅲ(申万)	-12.3	-0.9	-25.2
沪深 300	-12.0	6.5	-12.1

行业重点股票	3m%	12m%	评级
陕国投 A	-7.2	-20.5	中性
安信信托		-35.3	

曾强
+86 755 21515556
zengqiang@jyzq.cn
执业证书编号：
曾强：S0370108080492

- **行业整体实力显著增强。**信托行业在 2007 年清理整顿之后，进入一个全新的发展阶段。行业规模迅速扩张，盈利能力提升显著。近三年相较前三年的净资产规模几乎翻番，近三年的年收入超过 200 亿元，净利润超过 100 亿元。
- **信托业务的主业地位得到巩固。**今年市场投融资环境整体相对去年较差，是信托业务今年同比去年业绩出现下滑的主要原因。在总收入下滑的背景下，信托业务收入仍有望增长。信托主业将创造持续的、稳定增长的业绩，未来的地位还将进一步提升。
- **基础设施信托的主体地位不会动摇。**今年，基础设施信托资金投入力度放缓，资金投入占比从 1 季度的 40%，下滑到 3 季度的 35%。但依托于较高的基础设施投资，基础设施仍是信托资金最重要的投向领域。明年经济增长仍将主要由投资拉动，预计基础设施信托的发展空间较大，快速的增长将使其保持主要地位。
- **房地产信托的发展可能受制于政策。**今年，房地产信托爆发式增长，房地产信托资金增量超过基础设施信托资金的增量，从而使其从 1 季度末占比为 10% 增长到 3 季度末的 13%。今年房地产调控，房地产领域资金链较紧张，对信托需求增加，支撑了房地产信托的迅速增长。但房地产调控现在已经延续到对信托融资渠道的指导上，对房地产信托要求更加严格，规模也将有所控制，预计未来房地产信托的增速将会放缓。
- **渠道上侧重集合信托。**政策对于表外资产的管理仍将严格，而银信信托的发展将受到限制。集合信托作为信托公司整合业务资源的主要渠道，未来发展将更大。
- **未来趋势和投资建议：**信托主业和股权投资将是信托公司自身核心竞争力打造的关键领域，而强大的股东背景也将助力信托公司的成长。我们对信托行业未来长期的发展乐观，但政策仍较严格，在短期内部分领域可能抑制信托的发展，因此给予行业“中性”评级。建议积极关注政策的导向，政策的放松可能给行业带来新的发展动能和投资机会。

目 录

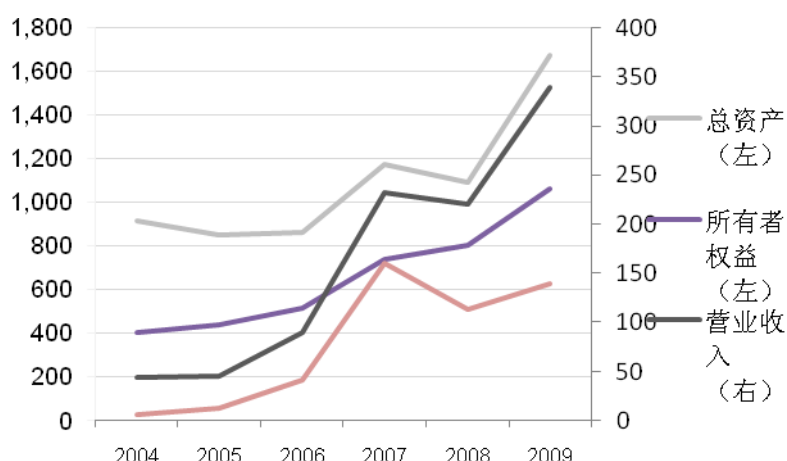
行业发展概况	2
近年来行业发展势头良好.....	2
2009 年基数较好, 2010 年业绩下滑.....	2
行业集中度较高.....	3
信托业务主要特征概览	4
信托产品发行规模迅速增长.....	5
信托业务集中度程度高, 但不稳定.....	5
信托预期收益率率较高.....	6
基础设施信托业务分析	7
年内来看, 基础设施仍为主体, 但新发行规模占比较低.....	7
基础设施信托依赖国家基础设施的投资.....	7
基础设施信托预期收益率呈现上升趋势.....	8
房地产信托业务分析	9
房地产信托投资规模持续快速上升.....	9
房地产投资增长带动房地产信托的发展.....	10
房地产信托收益率较其他类型产品更高.....	11
金融信托业务分析	11
金融信托发行规模增长.....	11
不同市场资金投向规模与市场行情均相关.....	12
阳光私募侧重混合型基金, 发行受行情负面影响小.....	12
金融信托预期收益率波动略大.....	13
信托业务发展总结及未来趋势	14
基础设施信托将仍是主体.....	14
房地产信托需求旺盛, 但需注意政策调控.....	15
银信增长遭遇政策瓶颈, 发行形式分化.....	15
集合信托渠道畅通, 有望继续快速发展.....	16
固有业务分析	17
固有业务是信托公司的重要业务.....	17
利息收入是较稳定的收入来源.....	17
投资收入与投资环境密切相关.....	18
主要公司分析	18
规模最大的平安信托.....	18
投资业务亮点十足的华润深国投信托.....	19
信托业务发展最好的中信信托.....	20
成长最快的中融信托.....	20
信托行业未来的发展	21
信托主业越来越重要, 投资更需关注股权投资.....	21
依托强大的股东背景, 助力信托公司发展.....	23
盈利预测和投资建议	24

行业发展概况

■ 近年来行业发展势头良好

信托行业从 2007 年之后进入一个新的发展阶段，2007 年，信托行业第六次整顿，旨在解决违规经营，支付危机问题，明确自有资金和信托资金业务范围，实现分类监管。自此之后，行业收入和利润进入百亿时代。2007-2009 年，行业收入每年均超过两百亿元，而净利润均超过一百亿元，在 2006 年之前，行业净利润则不到 50 亿元。若将 2007-2009 三年平均财务数据与 2004-2006 三年平均进行比较，计算其增长率，其中收入增长 3.43 倍，净利润增长 5.82 倍，总资产增长 50%，净资产增长 93%。2009 年是信托发展最好的一年。收入、净利润、净资产同比 2008 年分别增长 54%、23%、32%。

图表 1 2004-2009 年主要财务数据 单位：亿

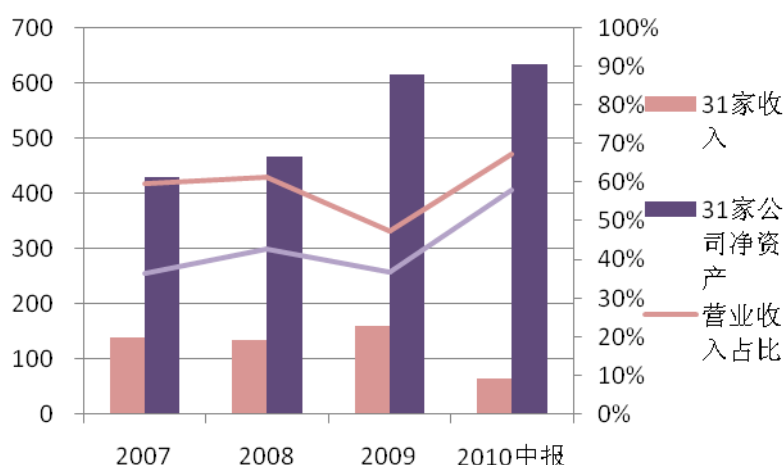


数据来源：财汇，金元证券研究所

■ 2009 年基数较好，2010 年业绩下滑

根据财汇统计，2010 年披露中报的 31 家公司实现收入 64.81 亿元，利润总额为 43.40 亿元，净利润 35.71 亿元。将此与 2009 年相应财务指标的一半来比较，此 31 家公司收入下降幅度为 19%，净利润下降幅度为 17%。其中一个重要原因是证券市场今年处于震荡市，去年在牛市当中，整体投资环境不如去年乐观。对于证券投资比例较高的信托公司，今年投资收益大幅萎缩。

图表 2 披露 10 年中报的 31 家公司历年财务数据 单位：亿



注：占比为 31 家公司合计财务数据占行业的比重。

数据来源：财汇，信托业协会，金元证券研究所

根据信托业协会的统计，2010 年前三季度实现收入 109.42 亿元，其中信托业务收入占 53.3%；利息收入占 14%；投资收益占 28.5%。业绩表现最好的是 2 季度，三季度业绩则表现不佳。这与信托资产和资金信托的增长情况密切相关，今年 1 季度末信托资产的余额为 23745.4 亿，2 季度增长了 5407 亿至 29152.5 亿，而 3 季度仅增长了 418 亿，信托资产 3 季度的余额为 29570.16 亿；资金信托也呈现出同样的变化趋势，2 季度增长 5674 亿元，3 季度仅增长了 407 亿元。就收入的稳定性而言，利息收入是信托行业最稳定的收入之一，在今年，其占比迅速上升。

图表 3 单季收入利润表 单位：亿

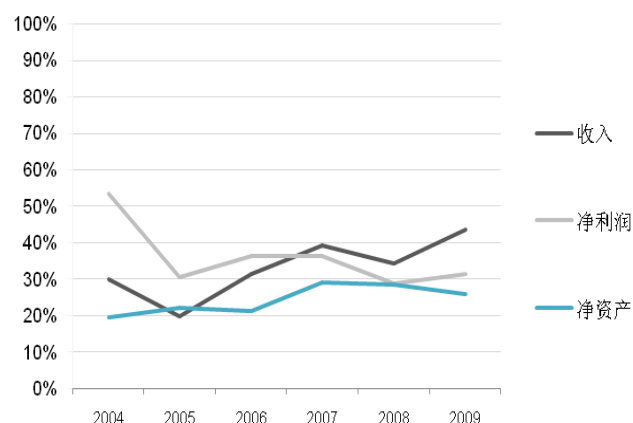
	2010 年 1 季度	2010 年 2 季度	2010 年 3 季度
信托业务收入	21.7	32.2	4.5
利息收入	5.3	6.0	4.0
投资收益	9.3	21.5	0.4
累计收入	38.8	57.5	13.1
利润总额	26.1	39.4	10.5

数据来源：信托业协会，金元证券研究所

■ 行业集中度较高

与其他金融子行业类似，信托行业集中度较高。在 50 多家信托企业中，前十名企业的各项财务指标占到行业的 50%以上，而前三位的企业则占到 25%以上。

图表 4 主要指标排名前三位合计占行业的比重



图表 5 主要指标排名前十位合计占行业的比重



数据来源：财汇，金元证券研究所

信托行业是高资本依赖度的行业，一般而言，规模越大，创造业绩的能力越强，利润与净资产呈现正相关关系。经过观察今年的数据，我们发现，净资产规模较大的信托公司，净资产收益率不会因净资产较大而降低，反而呈现出更高的获利能力。在 2004-2009 年的净资产收益率数据中，净资产最大的三家公司的净资产收益率仅 2005、2008 两年略低于行业平均水平，而净资产最大的市价公司的净资产收益率仅 2009 年略低于行业平均水平。可以合理推断，规模扩张可能不只是线性地增加公司的盈利能力，对其业绩增长可能存在加速度的作用。

图表 6 净资产收益率数据

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
前三	2.05%	2.70%	13.63%	27.22%	12.07%	14.33%
前十	3.62%	3.47%	9.63%	26.67%	15.86%	13.00%
行业	1.62%	2.90%	8.03%	21.70%	14.04%	13.09%

注：前三的净资产收益率=净资产排名前三位的公司的净利润之和/排名前三位公司的净资产，前十类似。

数据来源：财汇，金元证券研究所

信托业务主要特征概览

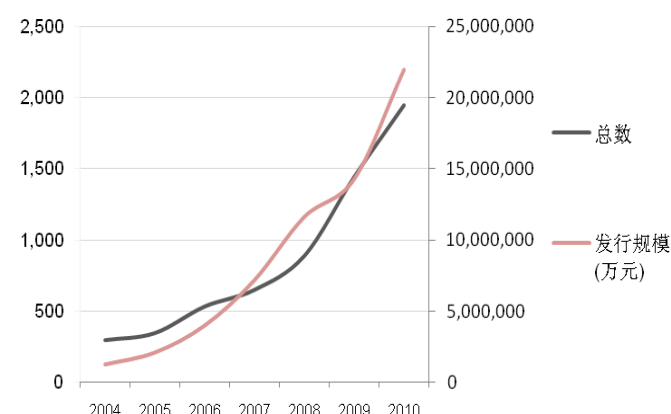
根据财汇数据，2010 年上半年披露年报的 31 家券商手续费及佣金收入合计为 40.15 亿元，去年全年该 31 家券商的手续费及佣金收入为 73.82 亿元。信托收入是手续费及佣金净收入中最重要的组成部分，在营业收入整体下滑的背景下，预计信托主业的收入仍在增长。

■ 信托产品发行规模迅速增长

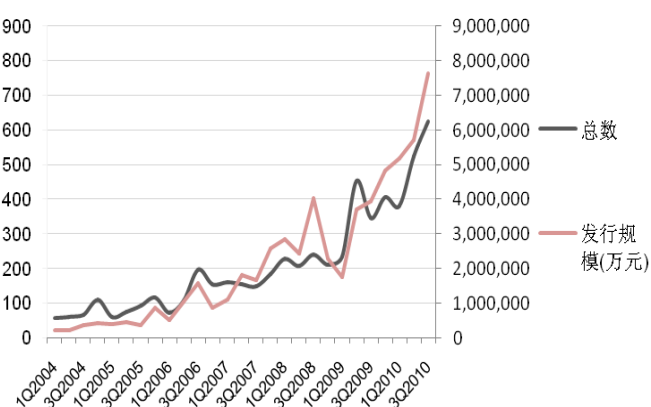
2004-2009 年，信托产品数量和发行规模高速增长。根据 wind 数据，2009 年发行 1448 只信托产品，发行规模为 1431 亿元，就发行规模而言较 2004 年增长 11 倍，年复合增长率超过 60%。2010 年该高速增长局面仍然维持，至今已发行 2058 只产品，发行规模已累计至 2271 亿元，无论是发行规模还是发行数量均已超过 2009 年全年。2010 年 1-11 月，信托产品发行规模达 2264 亿元，较 2009 年同期同比增长 75%。

新成立产品的平均发行规模也在 2007 年实现重要突破，2006 年及以前，平均发行规模均低于 9000 万元，而 2007 年以后上升到 13000 万元以上。2007 较 2006 年增长 50% 以上，说明行业整顿完成使行业认同度迅速提高，信托融资能力也同步提升。

图表 7 信托产品年发行规模



图表 8 信托产品季度发行规模



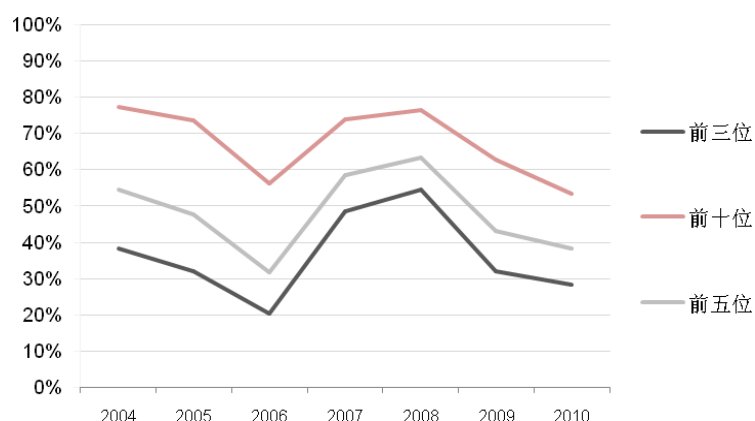
数据来源: wind, 金元证券研究所

■ 信托业务集中度程度高，但不稳定

信托业务是信托公司的主营业务之一，同样呈现出集中度较高的特征。从信托公司每年新发行的规模来看，排名前三位新发行规模合计约占行业的 1/3；排名前五位的约占 1/2，排名前十位的约占 2/3。这一集中度较财务指标更高。

但是从历年新发行产品规模数据来看，集中度呈现出较大的差异。2006 年前三位、前五位和前十位的市场份额合计分别较 2008 年低 34%，20%，32%。而财务数据的这类占比指标在 2005 年至今的数年内差异不大。

图表 9 新发行产品规模市场集中度图

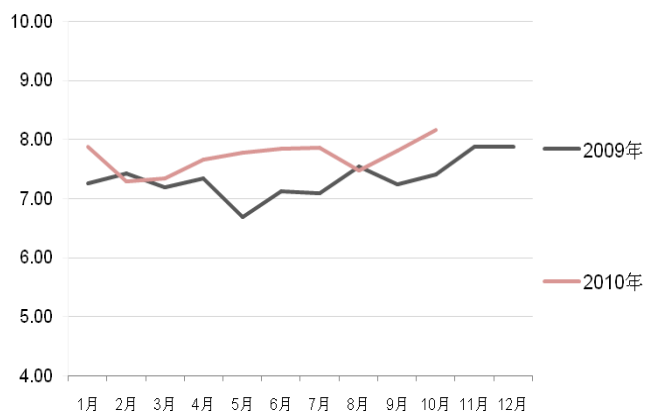


数据来源: wind, 金元证券研究所

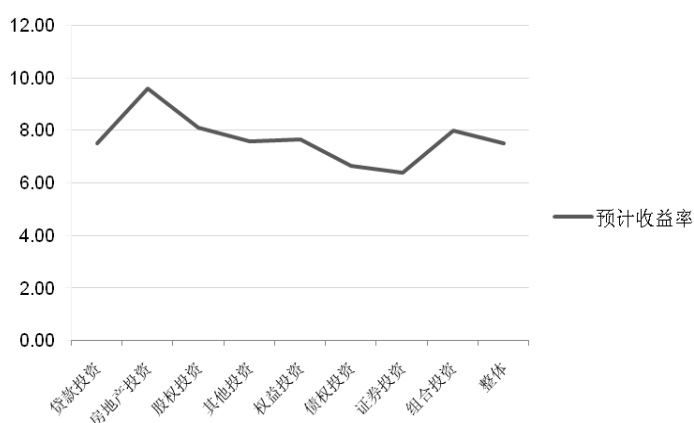
■ 信托预期收益率率较高

2010 年前 10 个月, 信托产品的预期收益率平均约为 7.7%, 高于 2009 年。也远高于银行利率和证券市场的涨幅。在不同的信托类别中, 房地产投资信托的预期收益率最高。从资金投向来看, 也是投资于房地产的信托产品 (不只是房地产投资信托, 包含其他形式的信托但投资于房地产的部分) 预期收益率较高。今年以来这类产品的发行量大, 推高行业整体信托收益率。

图表 10 预期信托报酬率 单位: %



图表 11 不同类型信托投资的收益率 单位: %



注: 取 2009 年 1 月至 2010 年 10 月的平均数

数据来源: wind, 金元证券研究所

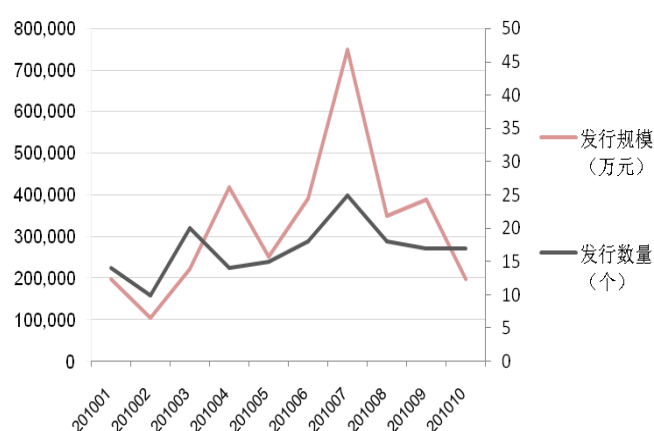
基础设施信托业务分析

■ 年内来看，基础设施仍为主体，但新发行规模占比较低

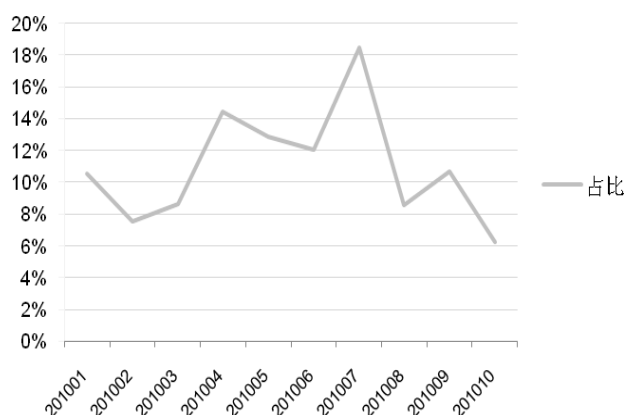
基础设施类信托产品风险较低、收益较稳定。根据信托业协会披露的数据，2010 年 3 季度末，资金信托 2.8 万亿，其中投向基础产业的为 1 万亿，投向房地产的为 3778 亿，投向证券市场 2359 亿，投向金融机构的 1743 亿，投向工商企业的 5279 亿，其他 5011 亿。基础产业是信托资金的主要投向，占比超过 35%。投资规模也从 1 季度末的 8876.5 亿元增长到 1 万亿以上，增长额为 1136 亿元。

但基础产业资金投向的占比在下降，1 季度末为 40.16%；2 季度末为 38.29%，3 季度末 35.53%。3 季度末的基础产业资金信托余额较 1 季度末增长 12.8%，远低于资金信托整体增长率 27.5%。这主要是因为今年新发行产品的规模占比较小。据用益信托工作室的数据显示，2010 年 1-10 月发行投资于基础设施的集合信托产品 168 只，规模约 327.8 亿元，仅占总发行规模的 11.4%。

图表 12 月度基础设施发行规模图



图表 13 月度基础设施发行规模占比图



数据来源：用益信托，金元证券研究所

■ 基础设施信托依赖国家基础设施的投资

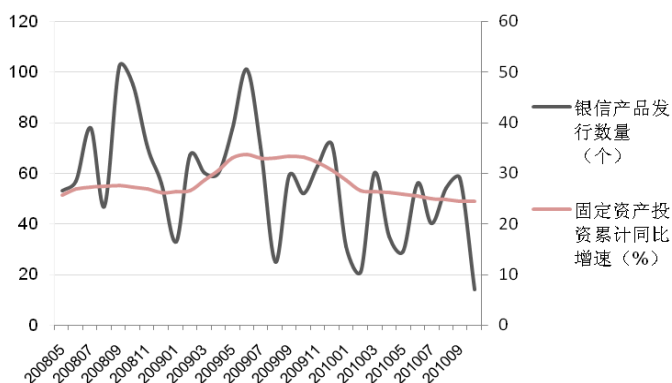
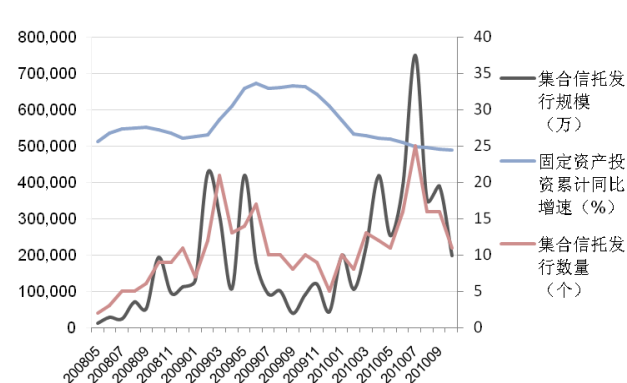
近年来，我国固定资产投资始终维持较高增速，据 wind 披露，2010 年 1-10 月固定资产投资额 18.67 万亿元，同比增长 24.4%。受益于此，基础建设类信托业务快速发展。

但在渠道方式上显示出不同的特征。据用益信托数据，2010 年 1-10 月集合类信托产品的发行数量有所上升，发行规模则达到 327.75 亿元，较去年同期增长 73%。而银信合作类产品发行 431 只，去年同期发行

数量为 604 只，下降幅度较大。

图表 14 集合产品发行规模与固定资产投资增速图

图表 15 银信产品发行数量和固定资产投资增速图



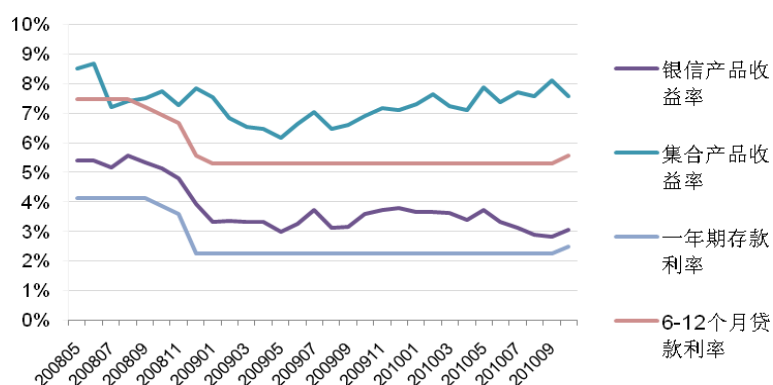
数据来源: wind, 用益信托, 金元证券研究所

■ 基础设施信托预期收益率呈现上升趋势

信托产品的预期收益率与市场投资环境密切相关，从与存贷款利率的相对水平来看，预期收益率的变化与利率变化同向。就渠道而言，集合信托产品的预期收益率高于银信产品。这主要是因为其一、银信产品的项目质量往往较集合产品更高；其二，银信产品投资者门槛较集合产品更低。一般而言银信产品项目的收益率低于同期贷款利率，而集合产品的收益率高于同期贷款利率。

就基础设施信托而言，2008 年至今其银信产品收益率平均为 3.84%，集合产品收益率平均为 7.31%。今年以来，银信产品收益率与去年基本持平，但集合产品收益率则呈上升趋势，今年平均收益率为 7.55%，而去年约为 6.80%。现阶段，加息周期启动，预计今后的收益率上升趋势将延续。

图表 16 基建产品预期收益率图



数据来源: wind, 金元证券研究所

房地产信托业务分析

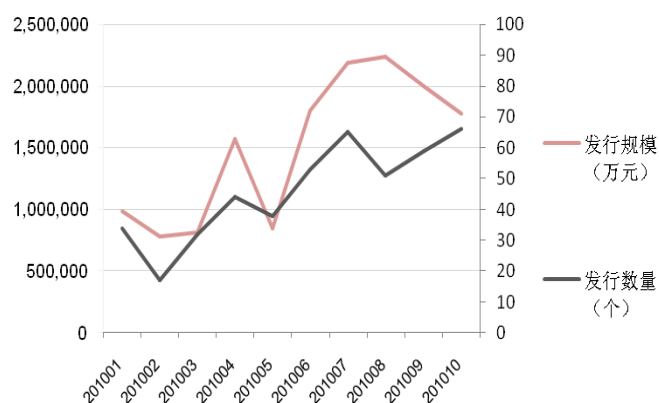
■ 房地产信托投资规模持续快速上升

房地产是 2010 年信托投资的亮点。根据信托业协会的数据显示,投向房地产的资金占比逐季增长,从 1 季度末的 10.6%,增长到 3 季度末的 13.4%。3 季度末相对 1 季度末房地产投向信托资金增加 1427 亿元,增长幅度达 61%,占信托资金增长额的 23.5%。

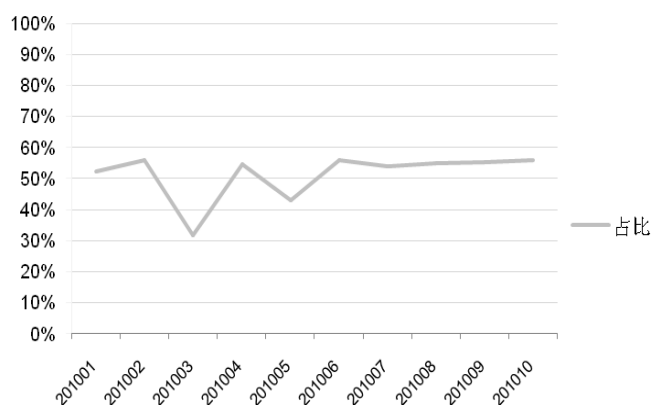
据用益信托工作室数据显示,2010 年前 10 个月发行的投向房地产的集合信托产品数量为 459 只,约占发行总量的 30%。发行规模达 1500 亿元,在行业中占比超过 50%,且增长趋势明显,其中 1 季度占比为 44.1%; 2 季度为 52.3%; 3 季度为 54.7%,10 月份则上涨到 56.1%。

今年是房产调控年,从 4 月份开始房地产进入有史以来最严厉的调控期,且一直没有放松,9、10 月份又纷纷出台更严厉的调控政策,预计今后一段时间,房地产调控仍被高度关注,调控力度减轻的可能性较小。这种背景下,房地产银行信贷渠道缩窄,越来越多的企业求助于信托融资以缓解资金链压力。房地产信托进入较快增长阶段。

图表 17 月度房地产发行规模图



图表 18 月度房地产发行规模占比图

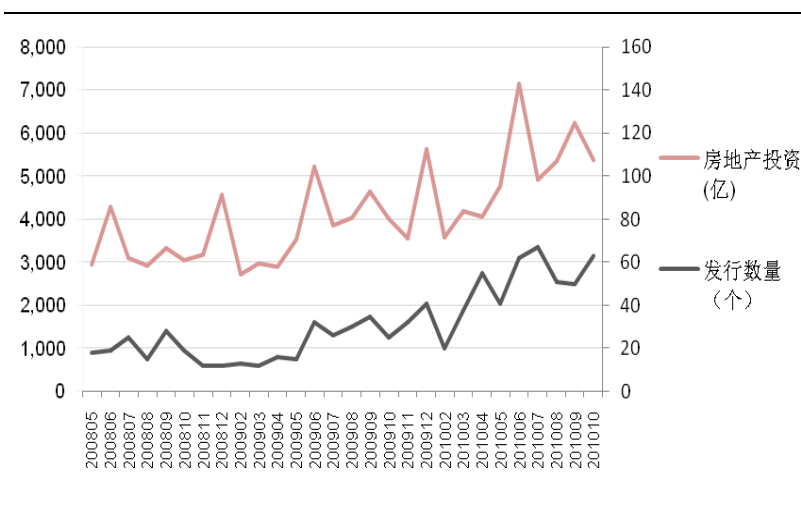


数据来源: wind, 用益信托, 金元证券研究所

■ 房地产投资增长带动房地产信托的发展

根据财汇数据, 2010 年 1-10 月已累计完成投资于房地产的固定资产投资额为 45622 亿元, 较去年同期增长 22%。受益于此, 今年前 10 个月投资于房地产的信托产品数达到 524 只, 其中集合理财产品 459 只, 银信理财产品 65 只。从 2008 年至今的数据, 房地产信托发行节奏与房地产投资基本保持一致。

图表 19 房地产信托产品发行与房地产投资的关系

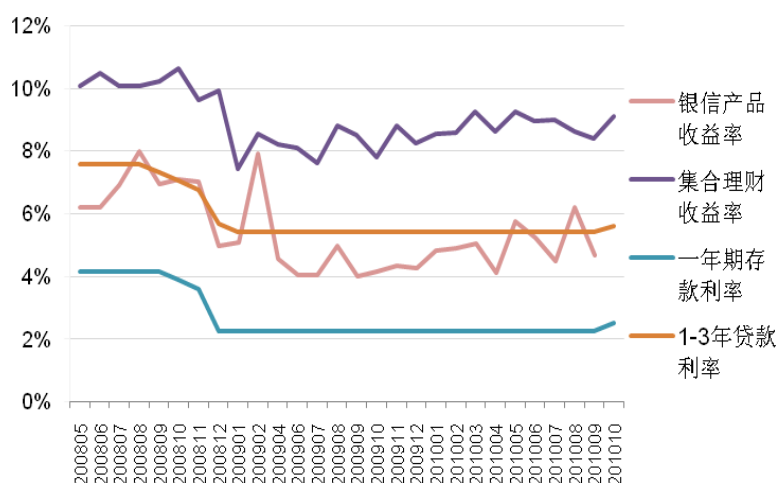


数据来源: wind, 财汇, 金元证券研究所

■ 房地产信托收益率较其他类型产品更高

2008 年至今，房地产集合信托的平均收益率是 8.89%、银信信托的平均收益率为 5.42%，高于其他类型信托产品。房地产业的高利润率是支持这一产品收益率较高的主要原因。从期限上来看，房地产集合理财产品的期限与平均数差异不大，但在银信产品中，房地产信托的期限是几种银信信托产品中期限最长的。这也是银信产品收益率比贷款率并未低太多，个别银信产品收益率超过同期贷款利率的原因。

图表 20 房地产信托产品收益率图



数据来源：用益信托，金元证券研究所

金融信托业务分析

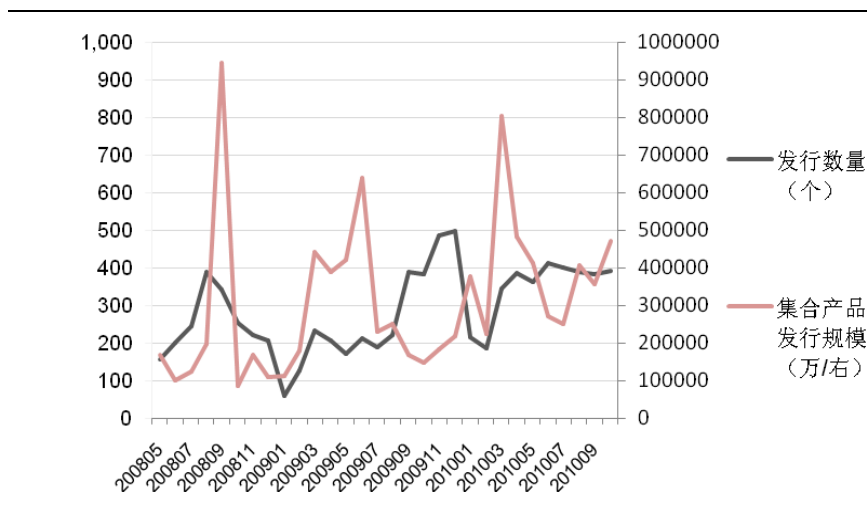
■ 金融信托发行规模增长

金融信托是信托产品的主要形式之一。若按照信托类别（而非资金投向）来分类，根据 wind 数据，现处于存续期的证券投资信托产品超过 1400 只，占比约 35%。2010 年证券投资信托产品的发行规模为发行规模达到 232 亿元，在总发行规模中占 10%以上。发行数量 530 只，占比达 26%。发行规模较去年全年增长 16%。

今年投资于证券的信托产品发行旺盛，支撑着资金投向的大幅增长。根据信托业协会数据显示，金融资金运用余额（含投资证券市场和投资）3 季度末为 4102 亿元，较 1 季度末增长 17%。若只考察证券市场的投入，增长幅度达 70%。

根据用益信托对于资金投向的统计，2010 年前十月发行产品 3467 只，2009 年同期发行产品数目为 2192 只，增长速度为 58%。其中银信产品占比 86.4%。与以前年度持平。前十月，集合产品 474 只，发行规模为 405.74 亿元，较去年同期增长 36%。

图表 21 金融信托发行情况图



注：此发行数量含银信和集合两类

数据来源：用益信托，金元证券研究所

■ 不同市场资金投向规模与市场行情均相关

证券市场资金投向与市场表现密切相关。2010 年 1 季度末、2 季度末和 3 季度末，信托资金投向证券市场的比例分别为 6.2%、5.9%、8.4%。其中投资于股票的比例为 3.98%、2.86%和 4.11%，而上证指数在 1、2、3 季度的涨幅分别为-5.13%、22.86%、10.73%。前三季度债市表现较好，按照中债总净价指数，三个季度分别上涨 0.9%、5.7%、0%，带动债券市场投资活跃。投资于债券的信托资金从 1 季度末的 393 亿元增长到 3 季度末的 1096 亿元，增长接近两倍。同时占比也逐步上升，三个季度末资金占比分别为 1.78%、2.64%、3.89%。

■ 阳光私募侧重混合型基金，发行受行情负面影响小

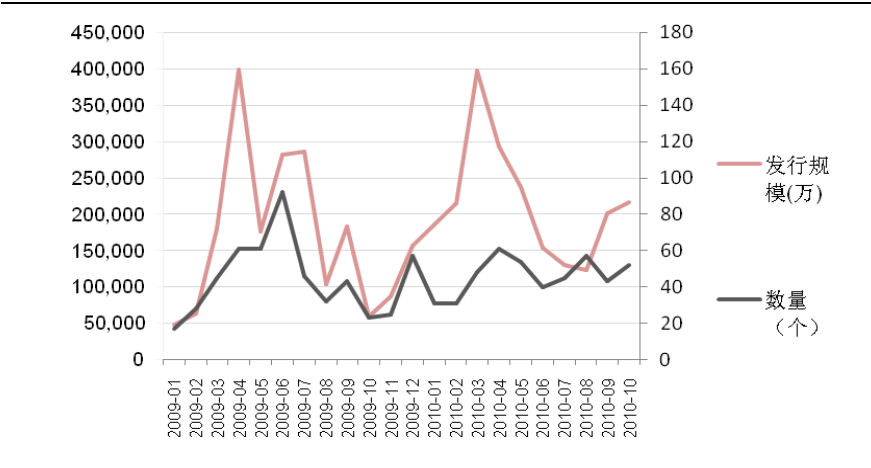
阳光私募借助信托公司平台发行产品。主要投资于股票、债券、封闭式基金、央行票据、短期融资权、资产支持证券、金融衍生品以及中国证监会规定的其他投资品种。是资金投向证券市场的主要产品组成之一。

据 wind 数据，2010 年已发行阳光私募产品 529 只，发行规模达 232 亿元，其中 1-10 月发行规模为 215.3 亿元，而去年全年的发行规

模为 202.42 亿元。阳光私募发行规模同比增长率约为 20%。

2010 年 1-10 月，公募基金发行规模 2391 亿份，较去年同期下降 24%。由此可见，阳光私募的发行受行情影响较公募基金更小。阳光私募作为与证券市场行情关系较紧密的信托产品，其发行的增长有力推动了信托业务整体的增长。就产品投向分类，今年无论是公募基金还是阳光私募，股票型基金的发行规模较去年均减少。私募发行规模的增长主要由混合型基金的增长支撑。2010 年混合型基金的发行规模达到 178 亿元，较去年全年增长 70%。私募倾向于混合型基金，公募基金对于股票型基金有所偏好，这是今年私募规模未随行情下降的主要原因之一。

图表 22 阳光私募发行情况



数据来源: wind, 金元证券研究所

图表 23 2010 年阳光私募和公募基金发行结构情况表

		股票型	混合型	债券型	其他
		发行规模(万)	1,779,772	161,706	6,746
阳光私募	占比	1.7%	89.8%	8.2%	0.3%
	发行份额(亿)	1,282	365	555	445
公募基金	占比	48.5%	13.8%	21.0%	16.8%

数据来源: wind, 金元证券研究所

■ 金融信托预期收益率波动略大

整体而言，金融信托产品的平均收益率较上述两类产品均低。2008 年至今，金融信托中银信产品的预期收益率平均为 3.2%，集合产品的预期收益率平均为 7.04%。且集合理财产品的临近月预期收益率变动较大。这与金融市场波动性较大关系密切。金融市场流动性较高缓和了投资风险，这是预期收益率较低，但仍有广泛市场的主要原因之一。

图表 24 金融信托产品预期收益率图



数据来源：用益信托，金元证券研究所

信托业务发展总结及未来趋势

信托业务的发展受市场环境及政策导向的影响，在资金投向和渠道选择方面，上述已经就今年的情况作了较详细的分析。未来的发展可能呈现一些变化。

■ 基础设施信托将仍是主体

今年 9 月份，上海国际基础设施融资交易中心成立，其功能是基础设施信息标准化处理和基础设施融资项目撮合交易。我们认为，未来，基础设施的信托业务开展将会更加有序规范，信托市场也将更趋国际化。基础设施信托机制的创新和风险控制将是值得重点关注的问题。

在创新方面，基础设施信托可以尝试多种途径，包括类似于房地产信托投资基金（REITs）的资产证券化路径的探索；分子行业设立产业基金实现专业化运作等方式。

基础设施信托是上述几项信托业务中风险较小的，只有保持这一特点才能有别于其他信托，展现自身的生命力。基础设施一般可分为三类：一是完全现金流覆盖，二是部分现金流覆盖，三是完全没有现金流覆盖。只要第一类和部分第二类项目适合信托公司给予资金支持。因此甄别合适项目的能力需要提高，以便控制风险，对投资者负责。

但现阶段基础设施资金缺口仍然较大，银行信贷存在收紧的可能，

因此未来基础设施信托的发展空间仍较大。近年来基础设施集合信托的收益率提高便是表现之一。

■ 房地产信托需求旺盛，但需注意政策调控

2010 年以来国家宏观调控针对房地产的力度很大，在信贷上一再紧缩。房地产企业面临资金压力，房地产信托业务乘机发展，成为今年来最为抢眼的业务发展板块。发行规模和预期收益率双双提高。未来房地产企业的资金需求仍旺盛，是信托业务发展的基石之一。

房价的持续高速增长，各方面资金在楼市中推波助澜，国家对房地产业的调控显然还没有结束。尽管房地产政策已经到了相当严格的程度，但仍然不能排除其持续严格的可能。如果国家决意调控到底，势必从房地产融资手段下手。

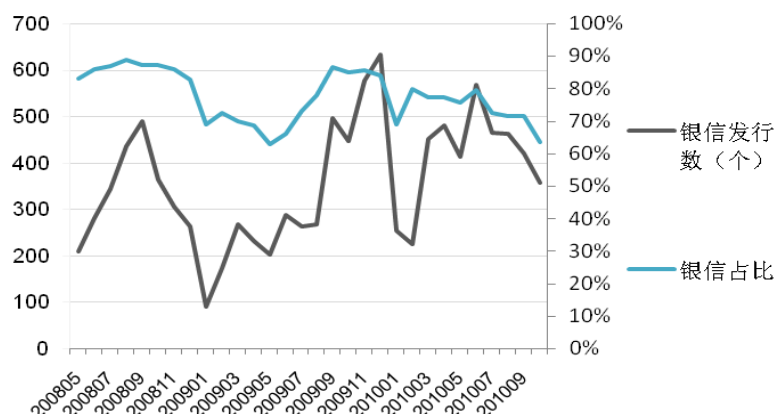
今年，国家针对房地产信托的政策主要有《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》(2010.2)。其间明确指出信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。信托公司不得以信托资金发放土地储备贷款。土地储备贷款是指向借款人发放的用于土地收购及土地前期开发、整理的贷款。在 2010 年 11 月，银监会又发布《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》，再一次就相关规定重新强调，并要求信托公司立即对房地产信托业务进行合规性风险自查；要求银监局在信托公司自查基础上，逐笔对房地产信托业务进行核查。在这一政策的重申下，部分信托公司对于房地产信托的发行节奏已有所控制。但经过一段时间的整顿清理，预计在合规的范围内，房地产信托业务仍将持续增长。如果国家对于房地产融资渠道采取更严厉的控制，以制约房地产泡沫的膨胀，那么信托业务可能也要经历一段时期的阵痛。

■ 银信增长遭遇政策瓶颈，发行形式分化

2010 年前 10 月银信产品发行数为 4095，占比为 73.8%。较去年全年下降 5 个百分点。银信合作 7 月份被口头叫停，8 月份出台《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》规定融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%，已超标的信托公司应立即停止开展该项业务，直至达到规定比例要求。由此银信合作业务发展受阻。根据用益信托披露的数据：银信预计发行的规模 8 月份之后维持在 7200-7800 亿之间，较 7 月的 9400 亿元下降 20%。

预计银行对信贷的控制仍将继续，对于银行表外资产的管理仍会严格，银信合作渠道中行使信贷职能的发展空间可能被压缩。今后银信合作将更规范，中间业务的性质将更浓厚。从近几个月的数据来看，银信合作中投向金融的规模未下降，因其不属于融资类，预计今后这方面的业务还将增长。

图表 25 银信发行情况



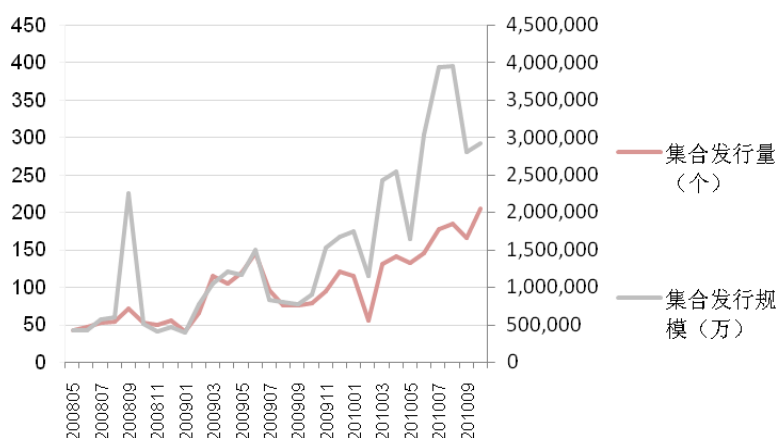
注：银信占比为银信发行产品占当月新发行产品（含银信和集合）的比重

数据来源：信托业协会，金元证券研究所

■ 集合信托渠道畅通，有望继续快速发展

近期集合信托发行数量和发行规模均呈现显著增长的趋势。对于银信合作渠道，其中较大部分的客户资源和投资者资源均来自于银行，银信合作单位规模对信托公司利润贡献较小。信托公司主要依靠做大规模来盈利。在集合信托中，信托公司成为融资者和投资者之间的重要的中介桥梁，项目灵活度较高。一般而言，单个项目对信托公司的利润贡献较银信渠道较大。集合信托渠道竞争激励，对专业化和投资眼光要求更高，是体现信托公司竞争能力的核心业务板块之一。现集合产品发行数量仅占总发行数量的 1/4，未来发展空间巨大。预计对盈利的贡献也将上升。

图表 26 集合发行情况



数据来源：信托业协会，用益信托，金元证券研究所

固有业务分析

固有业务是指运用公司自有资金、资产进行对外投资、提供融资及担保服务等业务。根据《信托公司管理办法》中指明：固有业务的业务形式包括存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等。其收入的表现形式主要有利息收入和投资收入等。

■ 固有业务是信托公司的重要业务

近年来，信托公司盈利能力提高明显，固有业务是其重要支撑。从2008年至今的数据来看，信托公司利息收入的占比大约为8%，投资业务收入占比约为27%。而今年该比例可能还会上升。

图表 27 收入占比情况

	2010 上半年	2009 全年	2008 全年
手续费收入占比	55.9%	40.4%	57.7%
利息收入占比	11.8%	6.5%	5.2%
投资收入占比	32.0%	24.3%	25.6%

注：收入占比是指某项收入在总营业收入的比重。

数据来源：财汇，信托业协会，公司财报，金元证券研究所

■ 利息收入是较稳定的收入来源

2008 年该项收入仅为 11.4 亿元，2009 年则增长为 22.1 亿元。根据信托业协会披露的数据，今年上半年信托行业的利息收入为 11.4 亿

元，预计全年的利息收入将于去年基本持平。

■ 投资收入与投资环境密切相关

2008 年行业整体的投资业务收入大约为 56 亿元，2009 年为 82 亿元，增长率为 47%。而 2010 年上半年这一收入项约为 31 亿元，预计该收入将低于去年。信托公司的投资收入主要由两类业务创造，一类是股权投资、一类是证券投资。证券投资与市场行情关系密切，2008 年熊市、2009 年牛市和 2010 年的震荡市，行业收益呈现同方向变化的特征。但由于有股权投资这一渠道，信托公司投资收入的变动幅度相对平滑。

主要公司分析

根据 2007-2009 用益工作室的排名，结合近几年业务指标和财务指标的表现，我们筛选出排名靠前的十家券商：分别为平安信托、华润深国投、中信信托、中海信托、中诚信托、中融信托、重庆信托、上海国投、北京信托、华宝信托。从 2008-2009 年的数据来看这些公司的收入在行业中的占比达到 60%。行业集中度高在此也同样体现。从业务结构和收入结构来看，这些公司更注重主营信托业务。下面我们选取四家典型的信托公司予以具体分析。

图表 28 前十家收入占比情况

	手续费收入占比	利息占比	投资收入占比
前十家在行业中的占比	62.2%	42.9%	52.4%
某项收入在营业收入中占比	43.9%	4.5%	25.2%

注：前十家在行业中占比为集中度指标，取 2008-2009 汇总。某项收入在营业收入中占比指 10 家合计数据，取值为 2007-2010 年上半年汇总。

数据来源：财汇，公司财报，金元证券研究所

■ 规模最大的平安信托

平安信托下辖平安证券，2009 年底，其所有者权益为 159.45 亿元，远超过其他信托公司。在信托公司中规模第二的华润深国投的所有者权益仅为其的 42%。平安证券 2009 年底的所有者权益约为 49 亿元，即使剔除平安证券的影响。平安信托仍是信托业规模最大的公司。基于其规模效应，其盈利能力也凸显出来，无论是否涵盖平安证券，平安信托的净利润在 2009 年均排在第一位。这也充分体现了资本对于信托行业的作用。

在信托业务发展的排名中，平安信托在行业中大约排第六位。与竞争对手中信信托和华润深国投来比较，其信托业务较中信信托弱，较深国投强，而固有业务较中信信托强，较华润深国投弱。

图表 29 平安信托主要指标排名

		2007	2008	2009
财务指标	收入	1	1	1
	净利润	2	1	1
	净资产	1	1	1
	净资产收益率	24	26	2
信托专项指标	信托资金运用	6	9	5
	信托收入	6	31	7
	信托损益	5	50	6
其他指标	人均利润	13	11	9

数据来源：财汇，wind，金元证券研究所

■ 投资业务亮点十足的华润深国投信托

华润深国投规模仅次于平安信托，2010 年上半年的所有者权益约 73 亿元。根据 wind 数据披露，2009 年华润深国投的人均利润达到 1473 万元，超过排名第二达 80% 以上。充分体现了华润深国投的盈利能力。从收入构成来看，华润深国投的投资收益一向是其营业收入的主要组成部分，2008、2009 以及 2010 年上半年三期，投资收益的占比均超过 70%。2009 年其在上述 10 家信托公司合计的投资收益中约占 30%。根据报表，华润深国投无公允价值变动损益。可以合理推断，华润深国投主要的业务在于股权投资，二级市场投资较少。

图表 30 华润深国投信托主要指标排名

		2007	2008	2009
财务指标	收入	2	6	3
	净利润	1	3	2
	净资产	2	2	2
	净资产收益率	2	15	7
信托专项指标	信托资金运用	11	8	9
	信托收入	8	18	4
	信托损益	9	29	4
其他指标	人均利润	1	2	1

数据来源：财汇，wind，金元证券研究所

■ 信托业务发展最好的中信信托

中信信托的信托业务规模是行业内最大的。无论其信托资金运用的规模还是信托收入或是损益均排在行业内第一。根据 wind 数据披露，中信信托今年信托产品实际发行规模已超过 240 亿元，排名第一。而其阳光私募产品规模为 117 亿元，同样排名第一，在行业中占比接近 1/5，较排名第二位的高出 50%。

2009 年公司信托资金运用达到 2068 亿元，较排名第二的信托公司高出 591 亿元。信托收入 109 亿元，高出排名第二约 33 亿元。受益于其卓越的信托主业开展能力，其利息收入也尤为可观，在上述十家公司中排名第一，从 2007 年至今，在十家利息收入合计数中占比均超过 60%。也即剩余 9 家利息收入合计占比不到 40%。利息收入在中信信托营业收入的占比也达到 23%，利息收入和手续费收入的占比更是超过 80%。

在信托主业迅速发展的背景下，我们对中信信托未来的可持续盈利能力持乐观态度。其与安信信托的重组将会为上市公司树立领导者风范，带来新的活力。

图表 31 中信信托主要指标排名

		2007	2008	2009
财务指标	收入	4	3	2
	净利润	7	2	3
	净资产	7	2	3
	净资产收益率	9	5	6
信托专项指标	信托资金运用	1	1	1
	信托收入	1	1	1
	信托损益	1	1	1
其他指标	人均利润	10	6	6

数据来源：财汇，wind，金元证券研究所

■ 成长最快的中融信托

中融信托从 2007 年行业排名 30 位左右，到现在跻身前 10，是信托行业成长最快的公司之一。2007 年中融信托的净利润仅为 7700 万，2008 年达到 1.22 亿元，2009 年达到 3.24 亿元。收入也从 1.4 亿元增加到 2009 年的 6.27 亿元。3 年来中融信托合计净资产收益率达 35.8%，排名第一。今年中融信托仍保持高速增长，仅上半年已实现营业收入

6.42 亿元，净利润 2.72 亿元。在已经公布中报的 31 家信托公司中排名第三位。

信托主业突出是中融信托的主要特征。近年来手续费及佣金收入的占比超过 80%。尽管在前几年在规模和盈利能力上还排在行业中位，但信托主业已经非常突出。信托资金运用稳在行业前五位。据 wind 披露，现处于存续期的非证券类信托产品超过 2600 只，其中，中融信托的数量最多，为 221 只，占比达 8%。另外中融信托的阳光私募产品共有 209 只，排名第一。在行业中占比达到 15%，总规模为 51 亿元，在行业中排名第三位。

近年来中融信托人员增长迅速。中融信托 2009 年底员工人数为 247 人，在行业中排名第二位，仅次于平安信托，较中信信托多 18 人。此前两年，2007 年拥有 70 名员工，排在行业第 30 位，2008 年为 121 人，排名第 10；中融信托人员的扩张，支持其业务和财务的迅速增长。

图表 32 中融信托主要指标排名

		2007	2008	2009
财务指标	收入	28	16	11
	净利润	33	26	13
	净资产	48	48	45
	净资产收益率	21	1	1
信托专项指标	信托资金运用	3	5	4
	信托收入	3	20	2
	信托损益	3	51	3
其他指标	人均利润	30	31	27

数据来源：财汇，wind，金元证券研究所

信托行业未来的发展

■ 信托主业越来越重要，投资更需关注股权投资

近年来，信托资金运用规模节节攀升，从 2007 年的 9 千亿，增加到 2008 年的 1.85 亿元，增长幅度超过 100%。尽管信托损益随市场行情的变化，但信托规模呈现高速发展，这与此前叙及的发行规模快速增长一致，说明信托主业的发展势头良好。预计今年信托资金运用仍将继续增长，而信托损益可能较 2009 年有所下滑。

图表 33 2007-2009 年主要信托指标

	2007	2008	2009
信托资金运用	9,033.30	12,236.40	18,478.26
信托收入	819.91	605.79	980.77
信托损益	736.91	423.02	834.65

注：此处的信托收入和信托损益指信托项目的收入和损益

数据来源：wind，金元证券研究所

从个体公司的表现来看，在 31 家披露 2010 年中报的信托公司中，净利润排名前十位的公司，其 2009 年的信托资产运用额均排在行业前 15 位（wind 披露共 45 家中排名），也就是业绩前 1/3 的公司，往往其信托规模指标排名也在前 1/3。充分体现了信托主业在公司盈利中的重要性。

前述值得重点关注的公司中，平安信托未公布其中报，另四家公司今年上半年净利润排名前四。中融信托和中信信托的主业突出，而华润深国投和上海信托以投资取胜，但是两家公司的主要投资领域都不是证券投资，而是股权投资。证券投资随市场行情影响较大，呈现周期性特点，而股权投资则与项目开拓、运作能力相关，依赖公司的核心竞争力，有效平滑周期波动的程度。今年乃至未来，股权投资业务规模较大的企业有望能给公司带来持续的、较稳定的投资收益来源。

因此在公司主业的倾向上，我们更加看好信托主业优势或股权投资优势明显的公司。

图表 34 2010 年净利润排名前 4 位的公司主要指标排名

	华润深国投	上海信托	中融信托	中信信托
净利润 1H2010	1	2	3	4
营业收入 1H2010	2	5	3	1
信托资产运用合计 2009	9	13	4	1
信托损益 2009	4	15	3	1
现存续阳光私募规模	10	8	3	1
现存续产品数量	5	13	1	3
手续费及佣金 1H2010	7	20	1	3
投资收益 1H2010	1	2	28	22

注：2010 年披露中报的信托公司仅 31 家，此排名在 31 家中排名。未含平安信托。

数据来源：财汇，wind，公司财报，金元证券研究所

■ 依托强大的股东背景，助力信托公司发展

经过 2007 年的整顿，至今 3 年，信托行业取得了良好的发展成果。但总的来说，格局还未确定，竞争将越来越激烈，这也给信托公司营造了广阔的发展空间。

近年来越来越多实力较强的公司都成为信托公司的股东，期待依赖其融资平台，将自身的资源予以有效整合。据统计，约 1/3 的信托公司的股东是国内 500 强企业。排名前 10 的公司中共有 7 家的控股股东来自全国 500 强企业，且排名均在前 50 位。控股股东和信托公司之间存在资源共享关系，对彼此的发展都十分有利。对于经营情况较好的信托公司，其控股股东往往有动力增加投资，扩充其资本实力，从而推动其盈利能力的发展。信托公司依赖强大股东背景获得发展的特征与其他金融子行业一样，因为信托行业也同样是资本密集型行业。而鉴于信托公司融资平台的作用，预计未来还将有实力股东进驻信托公司，信托行业未来的资本实力有望进一步提升。未来的增资扩股还将继续。近期重庆信托正在进行增资扩股就是其中一例。部分上市公司持有信托股权，也同样为其带来了较好的合并业绩。如成长最快的中融信托其控股股东为经纬纺机（000666）。北京信托的另一个股东中国石化（600028）持有其 14.29% 股权。而重庆信托正在进行增资扩股，预计增资扩股后，重庆水务(601158)持有重庆信托 22.96% 的股份。

图表 35 主要信托公司控股股东一览表

排名	信托公司	控股股东	全国 500 强排名
1	中信信托	中信集团	29
2	平安信托	平安集团	38
3	华润深国投	华润集团	46
4	中海信托	中海油	17
5	中诚信托	人保集团	40
6	中融信托	经纬纺机	
7	重庆信托	重庆国信控股	
8	上海国投	上海国际集团	
9	昆仑信托	中石油	2
10	英大信托	国家电网	3
15	华宝信托	宝钢集团	12
33	建信信托	建设银行	6
16	外贸信托	中化集团	10
18	中铁信托	中国中铁	13
32	交银信托	交通银行	41
33	建信信托	建设银行	6
36	华宸信托	华菱钢铁集团	79
	中粮信托	中粮集团	19

注：信托公司排名依据用益信托 2009 年对 54 家信托公司的排名，控股股东在全国 500 强中取 2009 年的排名，并选取了排名前 100 位的公司的控股信托公司。

数据来源：公司官网，公司财报，财汇，用益信托，金元证券研究所

盈利预测和投资建议

信托行业良好的发展势头仍将延续，并且正朝着经营更规范、主业更突出的方向。长期来看信托行业仍将维持较快的增长。具体针对 2011 年，我们预计基础设施信托将可能是增长亮点，而房地产信托则难以维持今年的爆发式增长态势。在渠道方面，集合信托将更加重要，银信信托经过一段时间的窗口指导，也可能面临放松。对于投资业务而言，股权投资将更加重要，而证券投资贡献利润的能力与明年的市场行情相关，我们认为证券投资的收益水平相对今年可能有所改善。总的来说，形势相对复杂。我们认为明年市场环境将相对乐观，但应该高度关注政策给予信托业发展的空间，稳健货币政策对银行信贷的收缩，赋予信托业务更大的发展空间，但直接针对信托融资的紧缩政策又在部分领域抑制了行业的发展，在这一背景下，对于明年信托行业，拟给予“中性”投资评级。一旦政策有所放开，我们预计信托行业将创造较好的盈利和投资机会。除信托公司外，还应适度关注持有信托的公司股权的上市公

司，他们将分享到信托公司业绩，如重庆水务(601158)、经纬纺机(000666)、中国平安(601318)等

根据行业特征和公司情况，我们对上市公司进行了相关盈利预测，预计 2010-2012 年陕国投的每股收益 0.15 元、0.16 元、0.17 元，对应现股价的 PE 为 67 倍、62 倍和 61 倍；每股净资产 2.03 元、2.17 元和 2.30 对应现股价的 PB 为 5 倍、4.7 倍和 4.43 倍，给予中性评级。

图表 36 陕国投 A (000563) 盈利预测表 单位：万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
手续费及佣金收入	3,085	4,910	5,477	6,299	7,244
投资收入	2,900	3,578	3,164	3,797	4,177
利息收入	245	1,526	631	757	832
其他收入	15,990	13,776	6,516	7,493	8,243
营业收入	22,220	23,791	15,788	18,346	20,496
净利润(元)	6,842	4,365	5,450	5,871	5,944
每股收益	0.19	0.12	0.15	0.16	0.17
净资产(元)	49,246	59,608	72,904	77,600	82,355
每股净资产	1.37	1.66	2.03	2.17	2.30

数据来源：公司财报，金元证券研究所

安信信托现仍处于停牌阶段，按照安信信托独立估计（未考虑中信信托重组方案的影响）预计 2010-2011 年安信信托的每股收益为 0.24 元、0.25 元、0.28 元，对应现股价的 PE 为 58 倍、53 倍、49 倍。预计 2010-2011 每股净资产分别为 0.75 元、0.95 元、1.15 元，对应 PB 为 18 倍、14 倍和 12 倍。

中信信托重组安信信托，已经过两次延期，有效期从 2009 年延迟到 2011 年。安信信托非公开发行不超过 13.62 亿股，将中信信托 100% 的股权纳入上市公司。整合后中信集团持有上市公司 53% 的股权，成为上市公司的控股股东，如若在 2011 年这一重组完成，按照中信信托和安信信托的盈利预测，我们预计 2011 年摊薄后的每股收益为 0.63 元，2011 年为 0.67 元，较安信信托本身的每股收益大约增加 150%。预计股价也将大幅提升。

图表 37 安信信托（600816）盈利预测表 单位：万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
手续费和佣金收入	8,316	10,882	20,104	23,120	26,588
利息收入	3	3	4	4	5
投资收入	6	602	249	286	329
其他业务收入	4,908	5,812	1,980	2,079	2,183
收入合计	13,233	17,299	22,337	25,489	29,105
净利润	2,689	4,726	10,706	11,470	12,515
每股收益（元）	0.06	0.10	0.24	0.25	0.28
净资产	17,613	23,346	34,052	43,228	52,404
每股净资产（元）	0.39	0.51	0.75	0.95	1.15

数据来源：公司财报，金元证券研究所

图表 38 中信信托盈利预测表 单位：万元

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
手续费及佣金收入	139,104	110,499	126,389	145,347	167,149
利息收入	28,804	61,215	59,602	61,390	62,004
投资收入	32,606	35,773	4,419	24,266	26,693
其他收入	-34	0	83	30	31
收入合计	200,481	207,486	190,492	231,033	255,877
净利润	93,310	95,915	65,919	103,179	109,129
净资产	300,847	434,028	479,158	551,383	627,773

数据来源：公司财报，金元证券研究所

风险提示：以上预测基于现有市场环境和政策背景下，但市场行情和政策环境的不确定性，可能给对行业盈利能力带来重大影响。当然这一影响可能是负面的，也可能是正面的。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ +5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ -15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed .

