

行业深度研究报告

货币信贷收紧 助推新型金融业大发展

稳中有缩的货币环境利好新型金融业态

本报告所指的新型金融业态是指除了银行、证券、保险之外的其他金融服务业领域，包括信托、租赁、担保、典当等业务。从本质上而言，新型金融业态实际上是正规金融业务的补充，也主要提供融资服务。中央的宏观经济政策已经做出了调整，2011 年预计货币政策将趋于收紧，我们认为这将大大利好于包括信托、租赁、担保、典当业务等在内的新型金融业务的发展。

货币紧缩对信托业的影响

从历史经验看，信托业资产的规模一般和银行信贷、货币政策呈相反关系。但我们认为，虽然银信合作收缩对信托业的规模影响较大，但对信托业的净利润影响不大。

货币紧缩对融资租赁业的影响

货币紧缩环境也对融资租赁业构成良好的外部发展环境。融资租赁是以融物的方式达到企业融资的目的。从融资租赁渗透率对比情况来看，我国的融资租赁业仍然具有广阔的发展空间。随着货币政策的趋紧，兼具融物和融资功能的融资租赁业将迎来更好的行业环境。此外，我们认为担保和典当等新型金融业务也将受益了货币趋紧和信贷紧缩。

重点上市公司

安信信托（600816）：如果公司可以完成原先计划的资产重组，则中信信托将实现借壳上市。2009 年中信信托受托资产合计 2069 亿元，居行业第 1。中信信托属于行业竞争格局变化的受益者，其高端本源业务具有较强的行业竞争力。中信信托的固有业务收益率较高，持有泰康人寿单一第一大股东。值得重点关注。

经纬纺机（000666）：在完成收购中融之后，未来公司的业绩将主要依赖于中融信托（80%左右）。中融信托 07 年换发金融许可证后，其规模和收入突飞猛进，。从经纬纺机 3 季报中可以看出，中融信托的净利润有可能同比增长 100%以上。经纬纺机合理估值应为 20 元左右，维持对公司的买入评级。

ST 汇通（000415）：渤海租赁拟通过 ST 汇通实现借壳上市。主要定位于市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域。展望未来，我们基础设施融资租赁的市场空间巨大。由于融资租赁业未来 5 年保持 30%以上的增长速度，且渤海租赁的 ROE 提升空间巨大。我们按照重组后股本 9.7 亿来计算，则每股价值为 16.1 左右。目前，公司的重组进程还处于进程之中，需要注意公司重组未能完成的风险。

信托业

调升

买入

魏涛

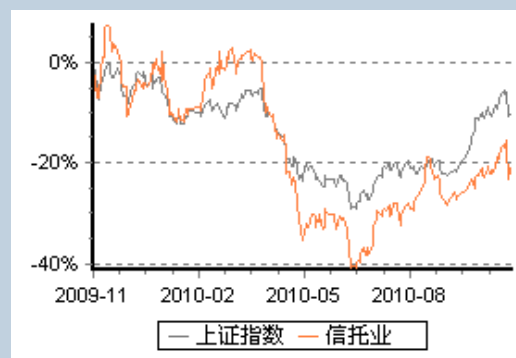
weitao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

发布日期： 2010 年 12 月 16 日

股价表现



相关研究报告



目 录

紧缩货币环境利好新型金融业态	1
信托业重点上市公司	6
融资租赁业上市公司	错误！未定义书签。

图表目录

图 1：银行、资本市场和信托业的关系	1
图 2：货币供应和利率情况	2
图 3：存款准备金率情况	2
图 4：年新增贷款及增长率情况	2
图 5：信托业规模和增长情况	2
图 6：信托业利润增长情况	2
图 7：银信合作情况	3
图 8：近期银信合作产品类型情况（根据规模）	3
图 9：银信合作产品类型情况（根据发行数量）	3
图 10：银信合作产品投向情况（根据发行数量）	4
图 11：银信合作情况	5
图 12：近期银信合作产品类型情况（根据规模）	5
图 13：我国近年来融资租赁增长迅猛	5
图 14：我国基础设施历年投资完成情况	7
表 1：世界各国融资租赁渗透率情况 单位：%	4
预测和比率	6
预测和比率	错误！未定义书签。



紧缩货币环境利好新型金融业态

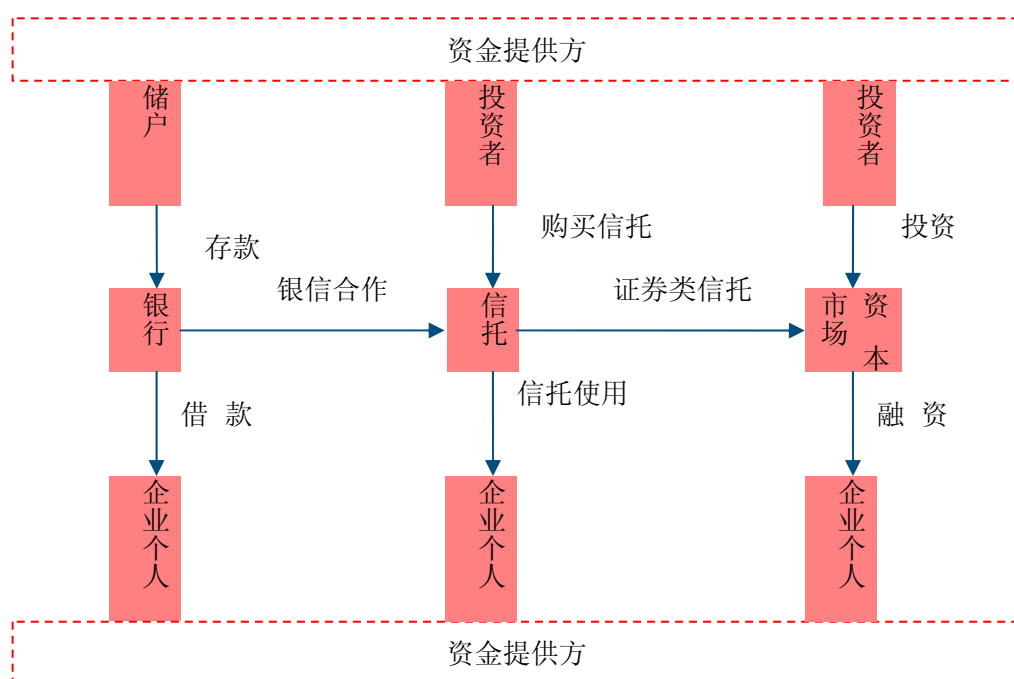
本报告所指的新型金融业态是指除了银行、证券、保险之外的其他金融服务业领域，包括信托、租赁、担保、典当等业务。从本质上而言，新型金融业态实际上是正规金融业务的补充，也主要提供融资服务。因此，中央的宏观经济政策已经做出了调整，2011 年预计货币政策将趋于收紧，我们认为这将大大利好于包括信托、租赁、担保、典当业务等在内的新型金融业务的发展。

对信托业而言，其实际上在一定程度上是银行信贷的一种替代。当货币政策和银行信贷政策趋紧时，企业的融资需求由于无法通过银行借款来解决，于是就转向了包括信托等在内的其他资金来源，需求特别是信托贷款的需求大幅上升；反之如果货币宽松、银行借款容易取得，企业等对信托业的需求就有所下降。当然，对于投向证券市场的信托产品，其需求主要依赖于资本市场的表现。对于租赁、担保和典当业务，基本原理也类似。

一、货币紧缩对信托业的影响

从历史经验看，信托业资产的规模一般和银行信贷、货币政策呈相反关系。2007 年起，我国货币政策转让紧缩，存贷款利率、存款准备金率经历了多次上调，银行业整体新增信贷的增长率也有所下降，但 2007 年信托业则经历大幅增长，达到了惊人的 175.78%；2008 年 10 月由于全球金融危机影响，我国政府采用了宽松的货币和信贷政策，当年新增贷款达到 10 万亿之巨，利率和准备金率也多次经历了下调，但此时信托业的增长速度有所放慢；进入 2010 年，货币政策还是由宽松向适度宽松、乃至到偏紧转变，而信托业规模增长又大幅增长，2010 上半年折合年增长率达到了 85%以上。

图 1：银行、资本市场和信托业的关系



资料来源：中信建投证券研究发展部



图 2：货币供应和利率情况

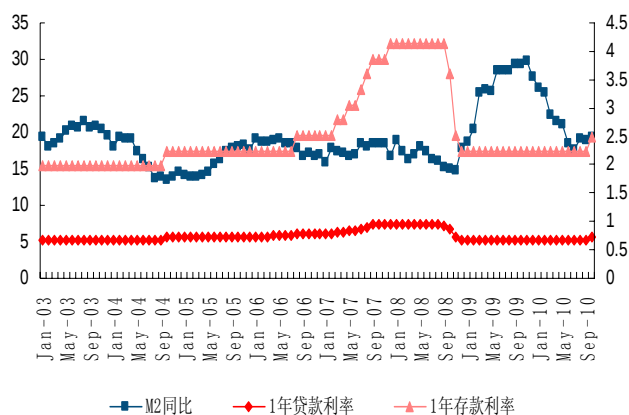
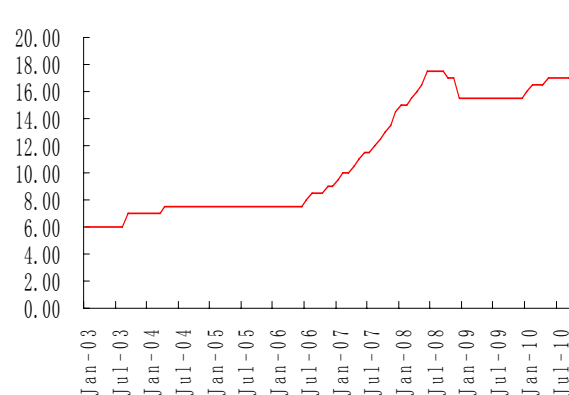


图 3：存款准备金率情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 4：年新增贷款及增长率情况

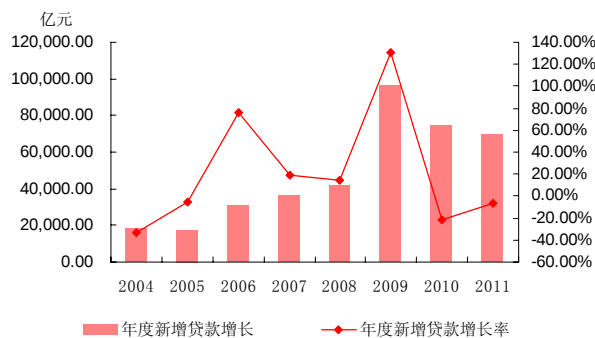
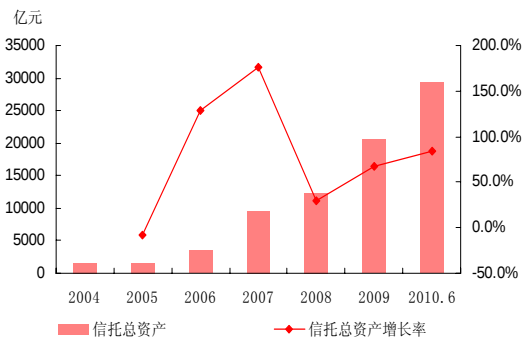


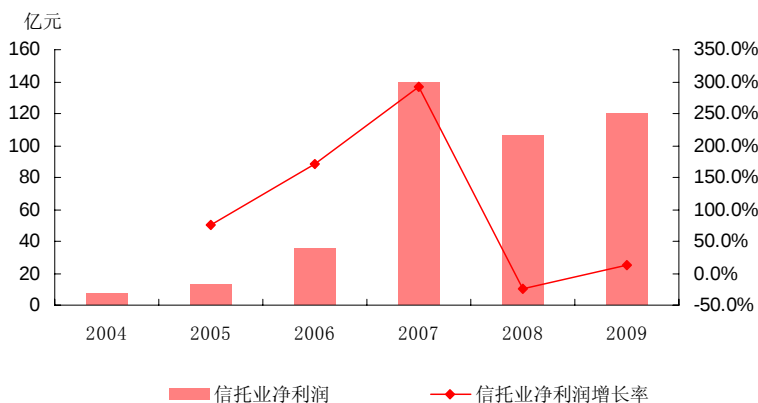
图 5：信托业规模和增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

随着信托业规模的快速增长，行业收入和利润随之大幅增长。

图 6：信托业利润增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部



2010 年以来信托业规模的增长主要是由于银信合作快速增长带来的。由于银行信贷规模受控，银行纷纷通过银信合作的形式，将自身表内的信贷资产转为表外业务，对政府的宏观调控构成了很大挑战。银信合作的进程中银行占有主导地位，而信托公司仅仅起到了通道的被动作用，所得收益也非常小。2010 年中监管层对银信合作进行了规范，特别是中国银监会 2010 年 8 月专门出台了《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》，通知的要点主要有：即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%。上述比例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；商业银行应严格按照要求将表外资产在今、明两年转入表内，并按照 150%的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行应按照 11.5%、中小银行按照 10%的资本充足率要求计提资本。

该政策出台后，新增的银信合作项目出现了明显下降。

图 7：银信合作情况

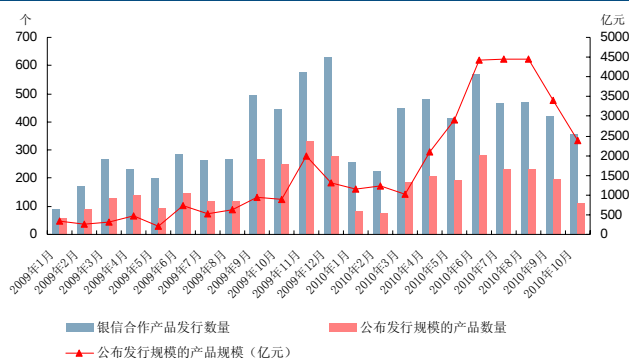
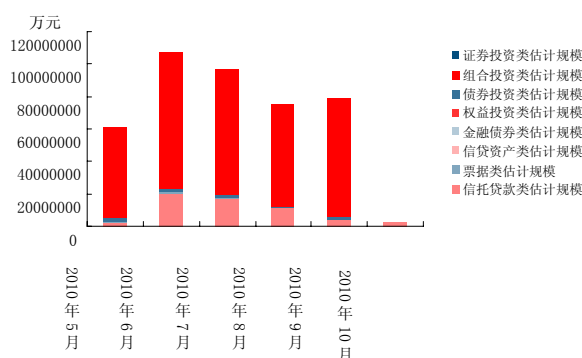
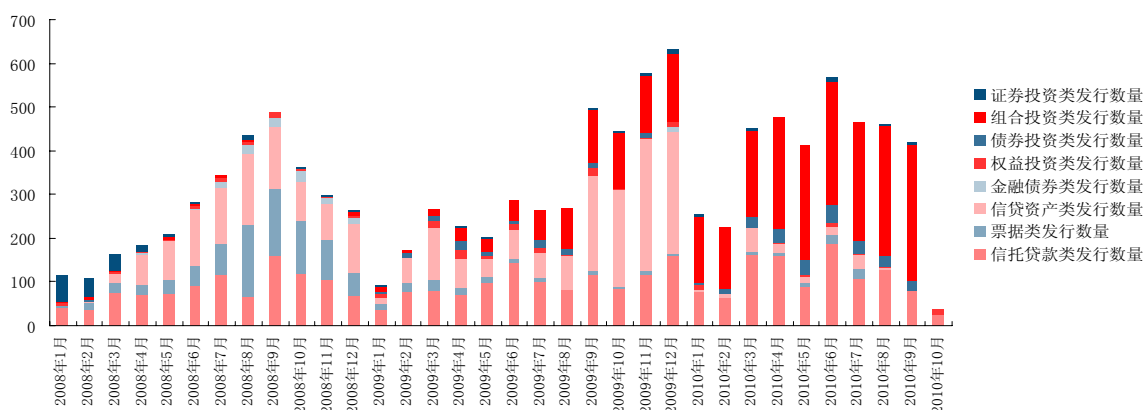


图 8：近期银信合作产品类型情况（根据规模）



资料来源：中信建投证券研究发展部

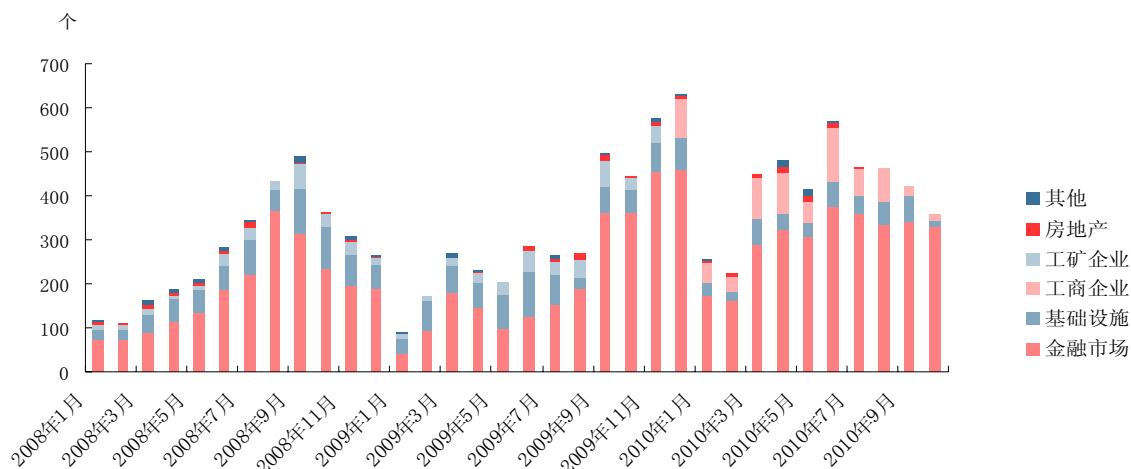
图 9：银信合作产品类型情况（根据发行数量）



资料来源：中信建投证券研究发展部



图 10：银信合作产品投向情况（根据发行数量）



资料来源：中信建投证券研究发展部

但我们认为，虽然银信合作收缩对信托业的规模影响较大，但对信托业的净利润影响不大。银信合作中由于银行占有主导权，因此其最低信托报酬率是 0.1%；而信托公司自己主导的主导型信托，其信托保持一般在千分之 1-2 左右，如果算上业绩报酬，报酬率还更高，利润率可以达到银信合作产品的 10 倍、20 倍以上。

二、货币紧缩对融资租赁业的影响

货币紧缩环境也对融资租赁业构成良好的外部发展环境。融资租赁是以融物的方式达到企业融资的目的。从世界各国的融资租赁渗透率情况来看，绝大部分国家都在 20%-30%之间。而我们近年来的融资租赁额大约在 4%左右，因此我国的融资租赁业仍然具有广阔的发展空间。

表 1：世界各国融资租赁渗透率情况

单位：%

年度	美国	日本	德国	韩国	英国	法国	意大利	巴西	加拿大	澳大利亚	瑞典
1981	20.1	4.1	2.8		13.3	7.3	6.2		4.7	22.2	8.5
1982	21.6	4.8	3		13	8.5	6.8		3.3	23.1	9
1983	22	5.9	2.5	3	12.6	6.2	8.4		5.3	29	20
1984	22.7	7.1	2	5	15.2	4	9.9		6.1	30.5	12.5
1985	27.1	7.8	4	6	19.4	4.5	11.5		8.4	35.8	14.5
1986	28.7	8.2	8.7	7.1	18.3	5.2	18		9.3	26	16.5
1987	31.5	8.9	14	11.4	17.5	12	12		10	26.1	15.1
1988	32.3	9.2	15.2	12.5	20.2	16.9	12.5	4	10.3	30.3	27
1989	34.3	10.3	17.8	10.9	23.5	19.7	14.7	1	9.3	31.6	20
1990	32	9	15.7	16.1	20.3	17.3	21.3	1	9.3	25.8	15.4
1991	32	7.7	14	21.5	23	16.8	15.8	4	10.4	18.6	22.3
1992	32	7.5	16.6	20.2	18.6	14.6	11.5	8	11	20.3	26.3
1993	29.4	8.1	15.9	23	19	13.1	10.8	10	12.8	22.1	20
1994	28.7	8.9	15.8	26.2	15.8	13	13.1	20	14	21.8	20



1995	28.1	9.4	16.9	30	17.9	15.2	16.8	20.5	15.9	22.3	27
1996	30.9	9.5	18	26.5	24	15.2	16.8	18.1	16.1	20	28
1997	30.9	8.9	19.3	28.3	19.2	12.4	10.9	20.7	15.7	25	28
1998	30.9	9.2	19.7	13.1	15	17	12.3	20.7	22	25	20
1999	30	9.5	14.8	2.8	15.9	15.7	12.4	12.5	22	25.4	17.5

资料来源：中信建投证券研究发展部

图 11：世界融资租赁增长情况

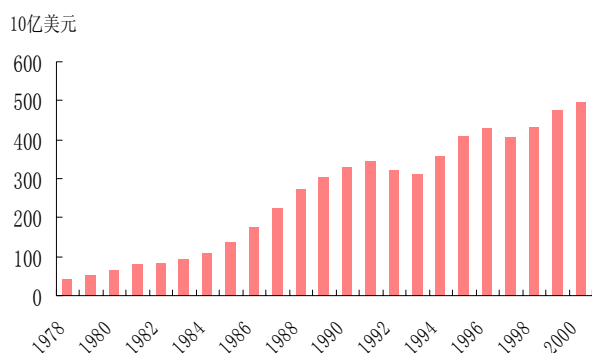
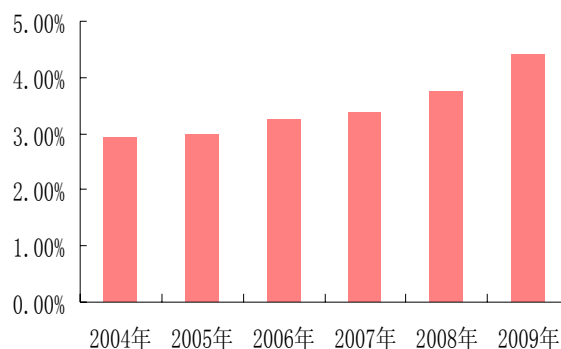


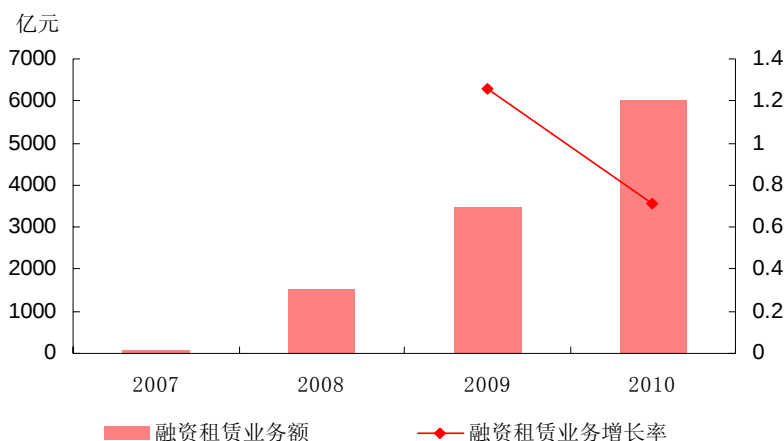
图 12：我国融资租赁渗透率情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

事实上，从2008年以来，特别是由于银行系金融租赁公司的加入，融资租赁的业务额每年呈倍数级增长，预计2010年将达到6000亿元左右。

图 13：我国近年来融资租赁增长迅猛



资料来源：中信建投证券研究发展部

随着货币政策的趋紧，兼具融物和融资功能的融资租赁业将迎来更好的行业环境。

此外，我们认为担保和典当等新型金融业务也将受益了货币趋紧和信贷紧缩。



信托业重点上市公司

1、安信信托（600816）

目前公司正在停牌，如果公司可以完成原先计划的资产重组，则中信信托将实现借壳上市。重组完成后中信信托将注入上市公司，同时中信集团成为上市公司控股股东。2009 年中信信托受托资产合计 2069 亿元，居行业第 1。中信信托属于行业竞争格局变化的受益者，其高端本源业务具有较强的行业竞争力，表现为：创新性强和主动资产管理业务占比高。同时，中信信托的固有业务收益率较高，持有泰康人寿单一第一大股东权。

安信信托财务预测如下：

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	22.83	211.25	2847.68	3410.09
主营收入增长率	-74.30%	825.28%	1248.01%	19.75%
净利润（百万）	4.79	117.88	1584.97	1944.40
净利润增长率	-76.92%	2358.51%	1244.61%	22.68%
ROE	0.18%	2.25%	26.42%	26.81%
EPS（元）	0.011	0.065	0.873	1.071
P/E	1231.3	200.3	14.9	12.1
P/B	1.2	4.3	3.6	3.0

2、经纬纺机（000666）

2010 年 8 月 20 日，经纬纺机（000666）发布公告，公司收购中融国际信托有限公司 36%的股权已经完成，且未来纳入合并报表进行核算。我们认为，在完成收购中融之后，未来公司的业绩将主要依赖于中融信托（80%左右）。

中融信托 07 年换发金融许可证后，其规模和收入突飞猛进，行业排名中一直保持在前五名。在金融产品创新方面公司一直居于行业领军地位，行业的第一单政信业务、第一单结构化证券产品、以及私募投资业务，在业内均属首创。根据 2009 年 8 月 25 日发布的《信托理财能力报告》，中融国信在信托资产管理规模指标位于第 2 位，仅次于中信信托。从经纬纺机 3 季报中可以看出，中融信托的净利润有可能同比增长 100%以上。给予 2011 年信托业务业绩 25PE，则中融股权将为经纬纺机每股价值贡献 15.5 元；预计 2011 年公司的其他主业仍有进一步恢复性增长，按照 1 倍 PB 则这部分的价值为 27 亿元，合每股 4.5 元。则经纬纺机合理估值应为 20 元左右，维持对公司的买入评级。

财务预测如下：



预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	3,571	5,047	6,096	6,997
主营收入增长率	-3.68%	41.33%	20.76%	14.79%
净利润（百万）	-78.89	156.24	439.16	554.81
净利润增长率	-405.12%	-298.05%	181.08%	26.33%
EPS（元）	-0.13	0.26	0.73	0.92
P/E	-93.37	47.15	16.77	13.28

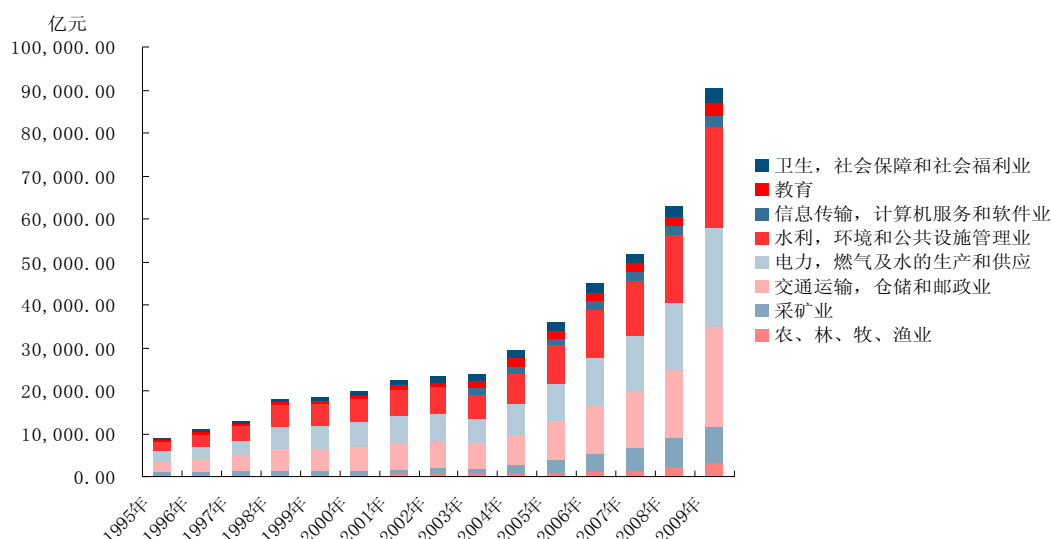
融资租赁业上市公司

ST 汇通（000415）：渤海租赁拟通过 ST 汇通实现借壳上市。渤海租赁的业务主要定位于市政基础设施租赁、电力设施和设备租赁、交通运输基础设施和设备租赁以及新能源/清洁能源设施和设备租赁等领域。

展望未来，我们基础设施融资租赁的市场空间巨大。改革开放 30 年来，我国基础产业和基础设施建设投资快速增长。1979-2007 年，全国基础产业和基础设施方面的投资累计达到 297985 亿元，占同期全社会投资的 38.4%，年均增长 19.9%，比同期国民经济年均增幅高 4.2 个百分点。每年的基础设施建设投资额从 1995 的 9000 亿元增长到 2009 年的 90000 亿元作用，而 1995—2009 的基础设施建设完成投资合计高达 47 万亿元之巨。

随着经济快速增长,以及城市化、工业化的进一步推进，我国的基础设施建设未来仍将保持较高增速。未来每年的基础设施投资仍将保持高位。将为从事此领域融资租赁业务的渤海租赁提供广阔的发展空间。

图 14：我国基础设施历年投资完成情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

由于融资租赁业未来 5 年保持 30% 以上的增长速度，且渤海租赁的 ROE 提升空间巨大。我们按照重组后



股本 9.7 亿来计算，则每股价值为 16.1 左右。目前，公司的重组进程还处于进程之中，需要注意公司重组未能完成的风险。财务预测如下：

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	15359.70	76864.13	133608.82	216810.67
主营收入增长率		400.43%	73.82%	62.27%
净利润（百万）	10173.82	35200.20	45830.45	57335.64
净利润增长率		245.99%	30.20%	25.10%
ROE	2.63%	5.37%	6.62%	7.76%
EPS（元）	0.10	0.36	0.47	0.59
P/E	84.45	24.41	18.75	14.99
P/B		1.26	1.19	1.11



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。