

中性（首次）

银信受限促转型，政策导向重本业

2011年2月23日

信托行业专题报告

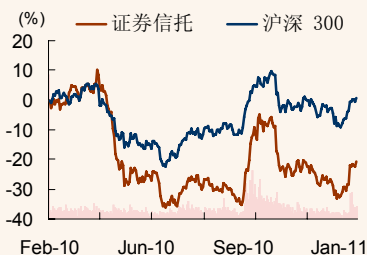
上证指数 2900

行业规模

		占比%
股票家数（只）	24	1.3
总市值（亿元）	8453	3.2
流通市值（亿元）	5082	2.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	16.3	10.9	-20.2
相对表现	7.1	-1.5	-20.4



相关报告

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090210070016

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090208070228

本报告深入研究了信托行业的发展模式和特点，认为当前政策引导下信托行业过去两年依靠银信合作的高速扩张将难以为继，高端财富管理将是未来信托的立业之本。

- **平台之殇，大而无方。**信托业具有区别于其他金融业天生的制度优势，全牌照反而使其较难形成明确定位和核心竞争力，过去只要有利可图就一哄而上，往往在经济过热时期会推波助澜，通过各类项目和投资贷款导致信贷规模增加，影响宏观调控，从而在短短 30 年内经历了 6 次整顿，而在国家调控时期，信托公司也总是首当其冲，成为被整治的对象。
- **银信合作是行业资产规模快速增长的主要推动力，目前贷款类银信合作产品占比 40% 以上。**银信合作产品从 06 年开始出现爆发式增长，最初的合作，集中在由商业银行代售信托产品并代理资金收付，而后银行逐步占据了银信合作中的主导权，进而成为绕开监管、变相放贷的通道。2010 年末贷款类信托资产规模为 1.57 万亿，银信合作的规模 1.66 万亿，假设集合资金信托计划中 50% 划分为贷款类（可能高估），银信合作的贷款类规模至少近 1.26 万亿。
- **预计此轮信贷资产驱动的信托规模扩张将告一段落。**银信合作的方式给信托业带来了快速发展的契机，也为银行提供了表内资产转移和增加中间业务收入的渠道，但由此导致的银行过度放贷，2010 年 7 月监管层叫停银信合作产品，单一资金信托的发行量骤减。目前银行基本上停售了银信合作产品，并需要把表外资产逐步转入表内并按 150% 的拨备覆盖率计提拨备，同时老产品的到期清算，三季开始单一资金信托资产余额逐季下降。
- **行业法规日趋完善，政策导向回归信托本业。**近期针对信托的政策频繁出台，被动管理的通道业务腹背受压，对信托公司开设证券投资账户、银信合作和房地产信托均进行限制，尤其是《信托公司净资本管理办法》的出台和后续督导执行，结束了过去信托公司规模无限扩张的形式，未来将降低信托公司固有资产的收益率，同时限制了受托资产规模的杠杆率。监管层明确指引信托公司的盈利模式从过去的规模驱动转向效率驱动，转向能发挥其灵活投资优势、体现主动管理能力的高端财富管理。
- **信托回归高端理财条件形成。**金融理财的发展需要两个条件的支持：一是社会财富积累程度较高，且形成一批拥有财富的群体；二是富裕群体对资产保值、增值的需求强烈。我国当前已经具备这两个条件，同时从日本的经验来看，信托业两次大发展的背景均是法律上银行业对信托领域的禁入，同时信托筹集长期资金和财富管理的功能契合了当时经济增长特点。
- **我们首次给予信托行业中性评级，可以关注率先聚焦于高端财富管理业务的公司，如平安信托，以及在传统业务领域具有优势、资产质量较好的公司，如中信信托。**

正文目录

核心观点	3
一、艰难而野蛮的生长	3
1. 平台之殇，大而无方	3
2. 信贷资产驱动的信托规模扩张将告一段落	5
3. 行业法规日趋完善，政策导向回归信托本业	7
二、回归本质，定位高端财富管理	9
1. 富人理财需求膨胀，信托定位高端财富管理	9
2. 行业混沌，公司分化	10

图表目录

图 1: 信托公司业务经营范围	3
图 2: 信托公司 5 次整顿均是在经济过热时期	4
图 3: 信托产品设立具有明确的热点驱动特征	5
图 4: 信托资产在行业大起大落中快速增长	5
图 5: 信托公司资金来源主要依靠单一资金信托	5
图 6: 单一资金信托从 06 年开始大幅增长	6
图 7: 叫停银信合作以来单一资金信托发行量骤减	6
图 8: 三季度开始单一资金信托存量规模开始下降	6
图 9: 2009 年末信托行业杠杆率 19，最高公司达到 195	8
图 10: 2008 年末中国富裕人士的资产市值（十亿美元）和投资结构	9
图 11: 负利率环境下储蓄规模高达 30 万亿	10
图 10: 2010 年三季度末信托资金按运用方式分	10
图 11: 信托报酬率与净资产收益率	10
图 14: 信托公司风格分化，固有业务和信托业务收入占比不一	11
图 15: 证券信托行业历史 <u>PEBand</u>	12
图 16: 证券信托行业历史 <u>PBBand</u>	12
表 1: 信托行业经历 6 次整顿	4
表 2: 银信合作贷款类资产规模测算	6
表 3: 信托行业核心法律法规	7
表 4: 理财产品特征比较	9
表 5: 按信托资金投向划分	11

核心观点

国外的金融体系中，银行、保险、证券、信托是相互补充、各有其责的四个支柱产业，而在我国，银行是雍容华贵的皇后，保险是出身高贵的公主，证券是衣食无忧的千金，而信托则是落难小姐，虽然出身不低，但命运多舛，先后经历 6 次行业性的整顿和重组，其在金融体系的地位也始终掩盖在银行、保险、证券的花容月貌下，充当补充和陪衬。但作为全牌照的稀缺的金融平台，信托行业的价值是应该也值得被挖掘的。

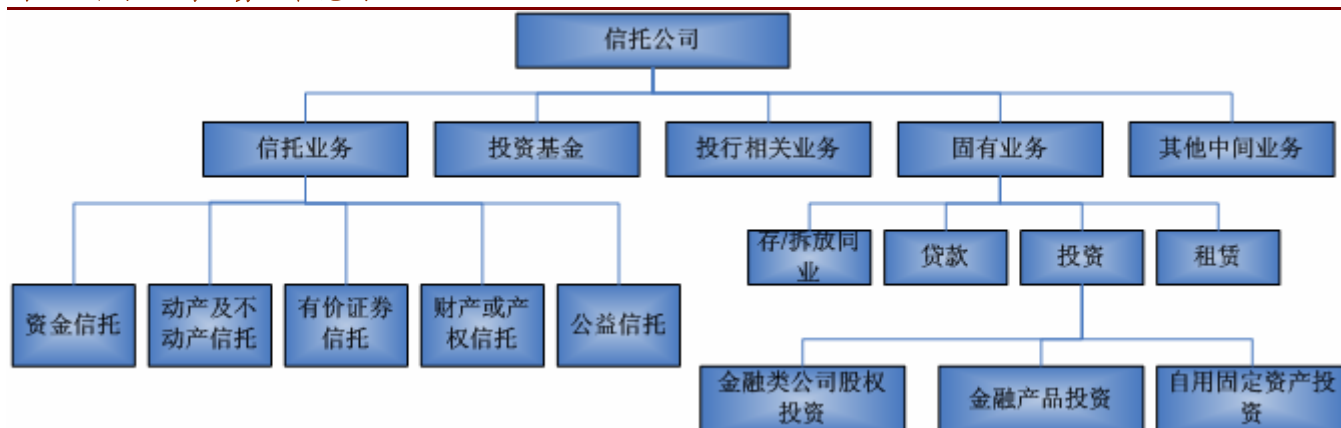
我们认为，信托行业目前正在接近发展的拐点，政策导向趋于明确，宏观和人口环境为信托“受人之托，代人理财”的本业创造条件，而部分信托公司也开始致力于长期特色的锻造和核心竞争力的形成。但短期内政策转向将使行业依靠规模扩张的发展方式告一段落，银信合作业务的清理和规范作为今年银监会工作的重点之一，对信托公司的净资本和风险资本的管理制约资本报酬率的进一步提升，行业内可投资的优秀标的不多，我们首次给予信托行业中性评级，可以关注率先聚焦于高端财富管理业务的公司，如平安信托，以及在传统业务领域具有优势、资产质量较好的公司，如中信信托。

一、艰难而野蛮的生长

1. 平台之殇，大而无方

信托业具有区别于其他金融业天生的制度优势。在金融业分业经营的规定下，信托业的混业特征是其天生的制度优势。在整个金融行业中，只有信托业务范围最为广泛，可以同时涉足资本、货币和实业三个市场。根据 2007 年新颁布的《信托公司管理办法》，信托公司固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，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 1：信托公司业务经营范围



资料来源：招商证券研发中心

全牌照反而使信托公司较难形成明确定位和核心竞争力。1979 年中国国际信托投资公司的成立标志着新中国信托行业的恢复与发展，至今已经走过 31 年，期间信托行业凭借全牌照的优势，在金融领域从事着庞杂的业务，甚至游走于政策的缝隙，利用监管的

空白来开展业务，在某些时候，这使其不需要进行市场定位、产品开发、客户拓展等投入，只是出让自己的平台，就能获得不菲收入，而忽略了“受人之托，代人理财”的信托本业。平台之殇，大而无方，信托公司缺乏明确的方向定位，过去只要有利可图就一哄而上，往往在经济过热时期会推波助澜，通过各类项目和投资贷款导致信贷规模增加，影响宏观调控，从而在短短 30 年内经历了 6 次整顿。

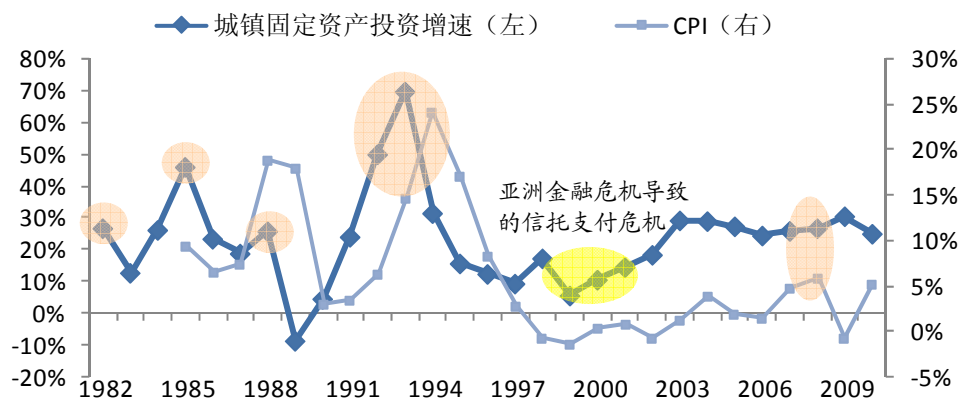
从信托业我们可以嗅到中国经济和资本市场发展过程中的投机属性，虽然经历大起大落和整顿重组，在整体经济快速增长和国民财富不断积累的过程中，信托业还是野蛮的壮大起来。不过随着经济增长步入结构转型，金融混业逐步推进，监管体系趋于严密，信托业也需要摆脱过去“游击队”式的盈利模式，寻找自身的优势领域沉潜发展。

表 1：信托行业经历 6 次整顿

	时间	主要清理整顿内容
第一次整顿	1982	明确界定信托公司的业务范围
第二次整顿	1985	抑制固定资产投资膨胀，银行停止办理信托贷款，并对已办理业务进行清查
第三次整顿	1988	规范信托公司的经营，控制信托公司的数量
第四次整顿	1993-1996	银信分离，信托公司数量下降 38%
第五次整顿	1998-2001	对所有信托公司进行全面彻底整顿撤并，按照“信托为本，分业管理，规模经营，严格监督”的原则，重新规范业务范围，信证分离
第六次整顿	2006	以 2009 年底为过渡期底线，逐步使信托公司成为提供信托理财和产品服务的非银行金融机构，展开清理、整顿以及压缩有关业务，鼓励焕发新牌照的信托公司发展创新业务。

资料来源：用益信托研究，招商证券研发中心

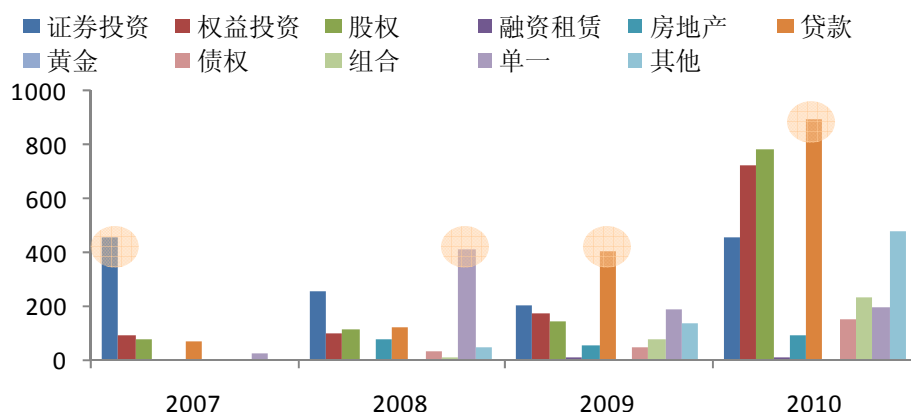
图 2：信托公司 5 次整顿均是在经济过热时期



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

信托产品的设立具有鲜明的热点驱动特征。信托管理资产规模的跨越式增长始于 06 年，繁于 07 年。07 年证券市场的高歌猛进推动了证券投资类信托产品的发展，当年设立产品 417 个，总规模 452 亿元，占新设立信托产品规模的 63%；08 年股市大幅下跌，政府宏观调控收紧信贷，银行通过信托曲线放贷的单一资金信托规模大幅增长，规模达 409 亿，占比 35%，而证券投资信托新设规模降至 257 亿元；2009 年信贷投放闸门重新打开，4 万亿投资拉动国内基建热情，银行信贷和资本市场融资均大幅放量，新设信托产品中单一资金信托下降，贷款类信托成为新设规模最大的信托品种；2010 年创业板造富神话和信贷收紧促进了股权投资信托和贷款信托的增长。

图 3: 信托产品设立具有明确的热点驱动特征

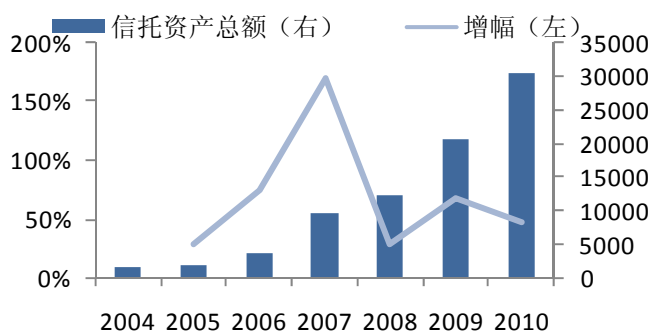


资料来源: WIND, 招商证券研发中心

2. 信贷资产驱动的信托规模扩张将告一段落

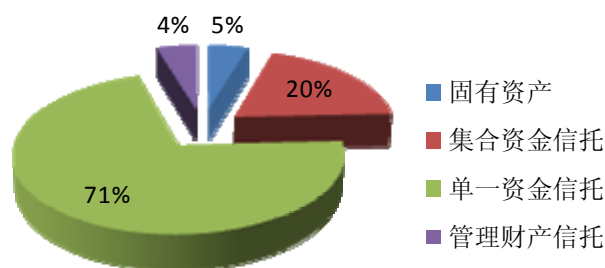
单一资金信托是行业资产规模快速增长的主要推动力。2010 年末我国信托公司的资产管理规模为 3 万亿元，从 05 年 1500 亿的规模至今，行业资产规模的复合增长率高达 64%，在金融领域的子行业中首屈一指。信托管理资产包括固有资产和受托管理资产，固有资产占公司管理资产总额的 4.7%左右，而受托管理资产根据资金来源分为单一资金信托、集合资金信托和财产信托，截至 2010 年末，单一资金信托占信托行业总资产的 71%。

图 4: 信托资产在行业大起大落中快速增长



资料来源: 信托公司经营报告, 招商证券研发中心

图 5: 信托公司资金来源主要依靠单一资金信托



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

目前贷款类银信合作产品占信托管理资产规模的 40%以上。占单一资金信托是指信托公司接受单个委托人的资金委托对货币资产进行单独的管理运用，大部分以银信合作产品的形式存在。银信合作产品从 06 年开始出现爆发式增长，最初的合作，集中在由商业银行代售信托产品并代理资金收付，而后基于政策要求出现了以信托资金由银行托管产生的另一种合作关系，随着合作的深入，银信合作的形式演变成银行募集资金购买信托产品，并代表客户作为信托计划的单一委托人享有全部信托受益权，银行不仅可以筛选信托公司的储备项目，甚至可以提供推荐一些项目给信托公司，银行逐步占据了银信合作中的主导权，进而成为绕开监管、变相放贷的通道。2010 年末贷款类信托资产规模为 1.57 万亿，银信合作的规模 1.66 万亿，假设集合资金信托计划中 50%划分为贷款类（可能高估），则银信合作的贷款类规模至少近 1.26 万亿。

表 2：银信合作贷款类资产规模测算

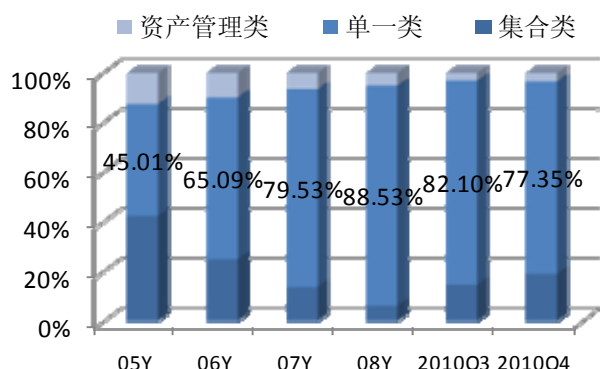
贷款类信托资产规模（单位：亿元）	15725.83
其中：集合资金信托规模	6266.96
假设 贷款类占比	50.00%
贷款规模	3133.48
银信合作信托贷款规模	12592.35
占总信托管理资产比率	41.42%

注：集合资金信托中贷款资产占比 50% 的假设可能高估

资料来源：信托业协会，招商证券研发中心

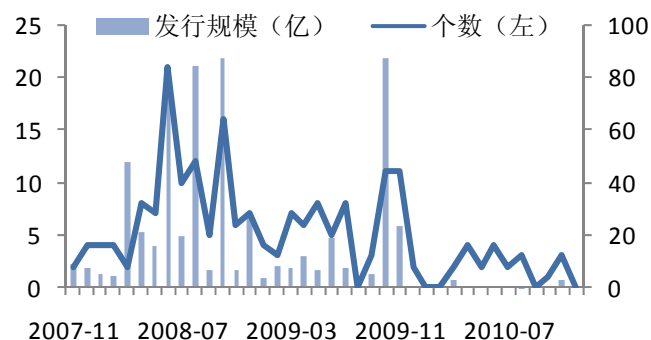
银信合作的方式给信托业带来了快速发展的契机，也为银行提供了表内资产转移和增加中间业务收入的渠道，但由此导致的银行过度放贷，尤其是在信贷收紧的 07 年和 09 年，对央行和银监会的货币政策执行力度造成影响，2010 年 7 月监管层叫停银信合作产品，单一资金信托的发行量骤减。目前银行基本上停售了银信合作产品，并需要把表外资产逐步转入表内并按 150% 的拨备覆盖率计提拨备，同时老产品的到期清算，三季度开始单一资金信托资产余额开始出现下降，我们预计这一轮信贷资产驱动的信托规模扩张将告一段落。

图 6：单一资金信托从 06 年开始大幅增长



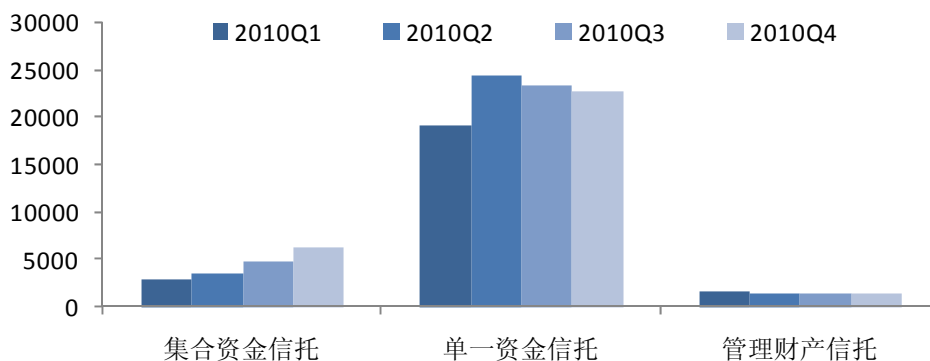
资料来源：信托公司经营报告，招商证券研发中心

图 7：叫停银信合作以来单一资金信托发行量骤减



资料来源：WIND，招商证券研发中心

图 8：三季度开始单一资金信托存量规模开始下降



资料来源：信托业协会，招商证券研发中心

3. 行业法规日趋完善，政策导向回归信托本业

信托业植根于信托制度，天生具有所有权和收益权相分离所带来的资产证券化、破产隔离等制度优势，而这需要完善的法律体系的支持。自 2001 年《中华人民共和国信托法》颁布以来，人民银行、银监会、财政部等有关部委，相继颁布了一系列与信托相关的规范性文件，形成了目前以商业信托为主的信托法律法规体系，这对匡扶信托业的发展起到了重要的作用。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》。“一法两规”搭建起了信托业管理和发展的框架，引导信托公司发展主动管理型的理财业务，回归信托本业。

表 3：信托行业核心法律法规

相关内容	法律法规
一法两规	《中华人民共和国信托法》 《信托公司管理办法》
资产证券化业务	《信托公司集合资金信托计划管理办法》 《信贷资产证券化试点管理办法》 《信贷资产证券化试点会计处理规定》 《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》 《资产支持证券信息披露规则》
银信合作	《银行与信托公司业务合作指引》 《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》。
PE 业务	《信托公司私人股权投资信托业务操作指引》
QDII 业务	《信托公司受托境外理财业务管理暂行办法》
企业年金基金业务	《企业年金基金管理试行办法》 《企业年金基金账户管理信息系统规范》 《企业年金基金管理运作流程》
信息披露	《信托投资公司信息披露管理暂行办法》 《关于信托投资公司集合资金信托业务信息披露有关问题的通知》

资料来源：招商证券研发中心

近期针对信托的政策频繁出台，被动管理的通道业务腹背受压。

- ✓ 2009 年 7 月监管部门暂停办理信托公司开设证券账户，这使信托平台发行的证券投资类阳光私募产品只能采用以前设立或者到期清算后释放出来的存量账户。由于存量账户较多，并未对阳光私募发行规模造成较大影响，但监管层随后开始大力注销已经清算的信托产品证券账户，并禁止利用其他信托产品开立的证券投资账户进行证券投资。
- ✓ 2010 年 8 月银监会下发《关于规范银信合作理财合作业务有关事项的通知》，要求银行将之前的银信理财合作业务中，所有表外资产在今明两年全部转入表内，并按 150% 的拨备覆盖率计提拨备。
- ✓ 2010 年 11 月银监会发布《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》，要求信托公司和各地银监局对房地产信托业务进行自查和监管控制。截至 2010 年末，投向房地产的信托资金余额为 3778 亿元，占比 13.4%。

净资本管理办法降低信托公司固有资产的收益率，同时限制了受托资产规模的杠杆率。2010 年 9 月银监会颁布《信托公司净资本管理办法》，要求信托公司固有业务和信托业务均要按风险系数计算风险资本，而净资本不得低于各项风险资本之和的 100%，且不得低于净资产的 40%。

✓ 净资本=净资产-各类资产的风险扣除项-或有负债的风险扣除项-中国银行业监督管理委员会认定的其他风险扣除项

✓ 风险资本=固有业务风险资本+信托业务风险资本+其他业务风险资本。

固有业务风险资本=固有业务各项资产净值*风险系数

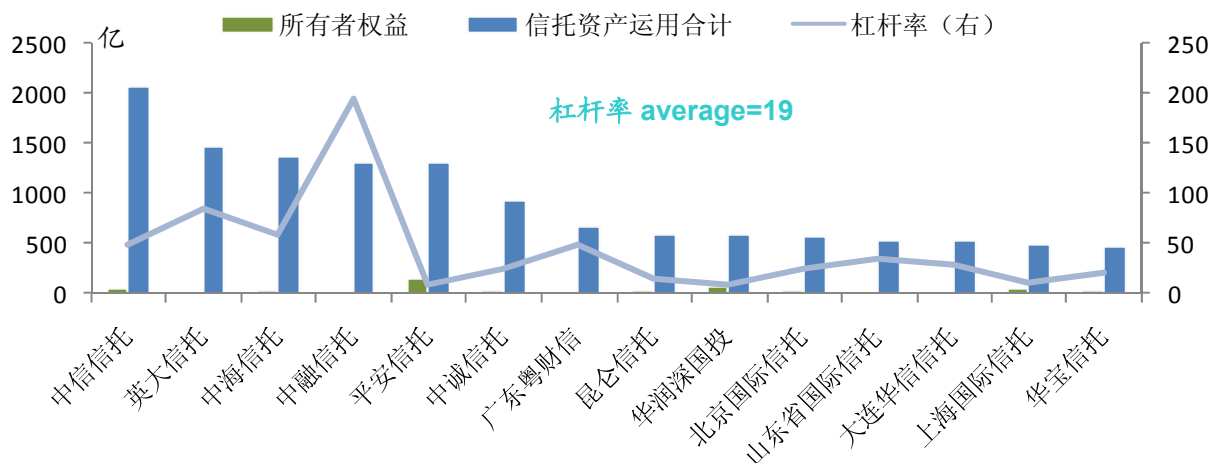
信托业务风险资本=信托业务各项资产余额*风险系数

其他业务风险资本=其他各项业务余额*风险系数

2010 年末信托公司的受托管理资产规模与净资产规模的比率高达 20.5 倍，根据《信托投资公司管理办法》中的规定，信托公司每年需从税后利润中提取 5% 作为信托赔偿准备金，该准备金累计达到注册资本的 20% 时，就可以不再提取。按此计算，在 20 倍的杠杆率下，1% 的信托资产发生风险，信托公司就会资不抵债。这就造成了信托公司管理资产规模迅速放大时缺乏足够净资本的支持，而提取的赔偿准备金远远不能抵御信托风险。

固有业务的加权风险系数在 8% 左右，主动管理型的信托业务的风险系数在 1%-2% 之间，被动管理的风险系数 0.1%。由于占比较高的银信合作产品 80% 属于银行主动管理型，加权后的信托业务风险系数在 1.5% 左右，则计算的风险资本约 500-600 亿。2010 年末信托行业的权益规模为 1320 亿元，按 80% 的比例计算净资本约 1056 亿元。整体来看还有空间，但信托公司个体差异较大，业务集中在二级市场投资和房地产领域的，未来将需要通过融资补充资本金，或者降低固有资产的投资收益率以保持流动性。

图 9：2009 年末信托行业杠杆率 19，最高公司达到 195



资料来源：WIND，招商证券研发中心

虽然对证券投资账户、银信合作和房地产信托投资的限制不会是常态，但未来 1 年内这种限制将使信托业无法保持前两年的资产规模扩张速度，同时也表示监管层对信托发展方向的明确指引，净资本的管理限制，引导信托公司的盈利模式从过去的规模驱动转向效率驱动，即能发挥其灵活投资优势、体现主动管理能力的高端财富管理。

二、回归本质，定位高端财富管理

1. 富人理财需求膨胀，信托定位高端财富管理

金融理财的发展需要两个条件的支持：一是社会财富积累程度较高，且形成一批拥有财富的群体；二是富裕群体对资产保值、增值的需求强烈。可以提供财富管理服务的金融机构包括银行、券商、保险、基金、信托以及其他财富管理机构，从进入门槛、预期收益率和投资年限来看，信托公司最低参与金额为 100 万，预期收益率在 6%-8% 之间，投资年限属于中期，定位于富裕人士的高端财富管理市场。

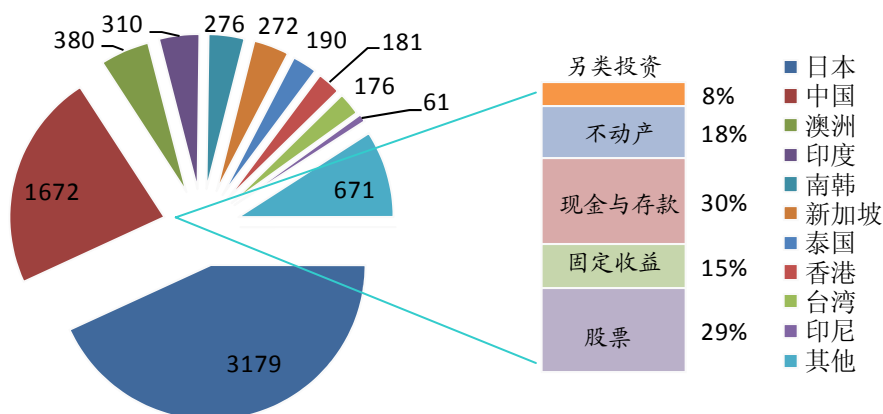
表 4：理财产品特征比较

	最低参与金额	预期收益率	渠道	期限
银行	无	2.75%	银行网点	无
保险	3000 元	2.5%-5%	专业代理人 and 银行	3-20 年
基金	无	与股指相关	合作券商和银行	无
券商理财	10 万	与股指相关	券商营业部、合作银行网点	3 年以上
信托	100 万	6%-8%	合作银行券商网点、自有销售人员	1 年以上

注：以上指标均为我们市场调研后选取的主流数据，不能代表市场全部产品情况
资料来源：招商证券研发中心，招商证券研发中心

财富管理产业发展的第一条件已经满足，我国富裕人群已成规模。根据美林和凯捷发布的亚太财富报告，以 100 万美元为衡量标准，2009 年中国的富裕人数为 47.7 万人，平均拥有财富规模为 446 万美元，拥有总财富市值超过 2 万亿美元，其中 30% 以现金和银行存款的形式存在，规模接近 4 万亿人民币，高端财富管理的空间广大。

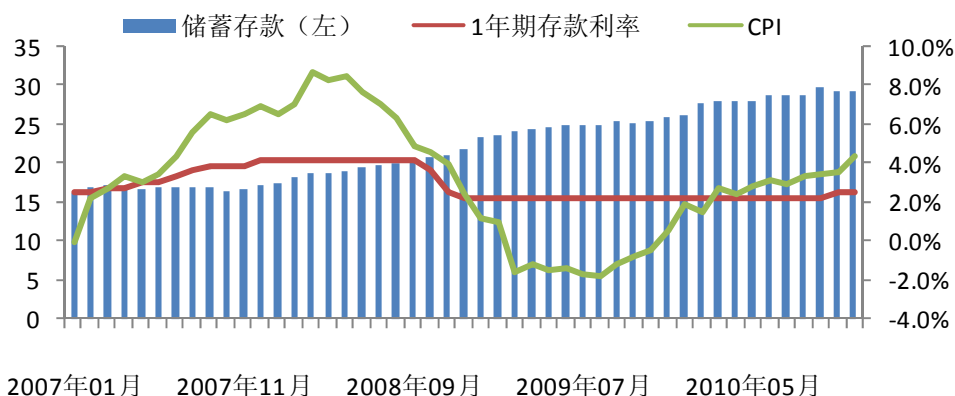
图 10：2008 年末中国富裕人士的资产市值（十亿美元）和投资结构



资料来源：2009 年亚太财富报告，招商证券研发中心

通胀水平持续高于存款利率，30 万亿规模的储蓄存款存在保值需求。2010 年 2 月开始 CPI 开始持续高于 1 年期存款利率，四季度开始进入加息周期，但小幅调整仍难扭转负利率的局面。我们判断，在欧美经济增长孱弱、货币政策保持宽松的国际环境下，我国虽要控制通胀风险，但十二五规划的开局仍需要信贷层面的配合，同时人口红利拐点的接近，也将使通胀水平可能在较长时间内徘徊在 3% 左右的水平，我们认为，未来 5-10 年我国的财富管理需求将进入爆发并加速增长阶段。

图 11: 负利率环境下储蓄规模高达 30 万亿



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

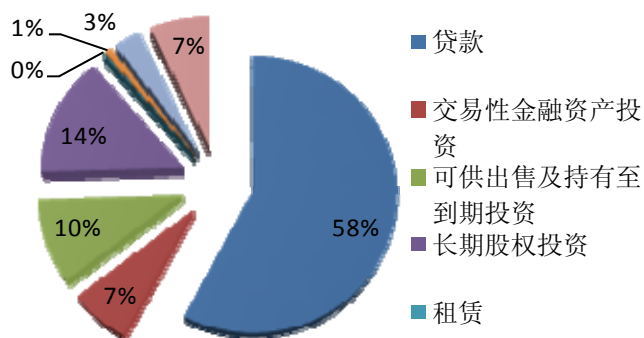
日本对起源于英国的信托制度的成功应用, 使信托业开始在大陆法系国家得到广泛应用。日本在明治后期引入信托制度, 期间信托行业也经历了多次的整顿和重组, 其中 20 年代《信托法》和《信托业法》的颁布, 使信托业和银行业分离, 成为具有经营长期资金的金融机构, 形成一些资本实力雄厚的信托公司, 其对资金的运用也主要是电力、铁路和矿山等的投资; 此时的信托业发展体现“大型化”特征; 50 年代, 日本大藏省正式提出信托、银行分业经营, 明确银行不能兼营信托业务, 给予了信托公司很大发展空间, 且 60-70 年代日本经济的崛起, 信托开始大量创新, 迈入“大众化”时代。

从日本的经验来看, 信托业两次大发展的背景均是法律上银行业对信托领域的禁入, 同时信托筹集长期资金和财富管理的功能契合了当时经济增长特点。目前日本的信托管理资产规模约 9.3 万亿美元, 占 GDP 的 183%, 我国的占比仅为 9%, 未来在“大众化”的纵深道路上还有巨大的发展空间。

2. 行业混沌, 公司分化

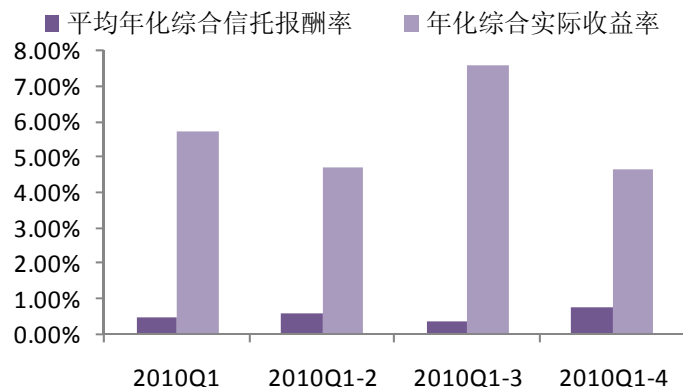
当前行业利润增长主要依靠规模推动。我国目前有 63 家信托公司, 2010 年统计口径下的 51 家公司共实现营业收入 284 亿元, 利润总额 159 亿元。从收益率来看, 信托报酬率 0.76%, 净资产收益率 4.63%。通常来说, 被动型的业务信托公司仅能获得 0.1% 左右的管理费率, 而主动管理型的业务可以提取 2% 以上的费率以及业绩提成。

图 12: 2010 年三季度末信托资金按运用方式分



资料来源: 信托业协会, 招商证券研发中心

图 13: 信托报酬率与净资产收益率



资料来源: 信托业协会, 招商证券研发中心

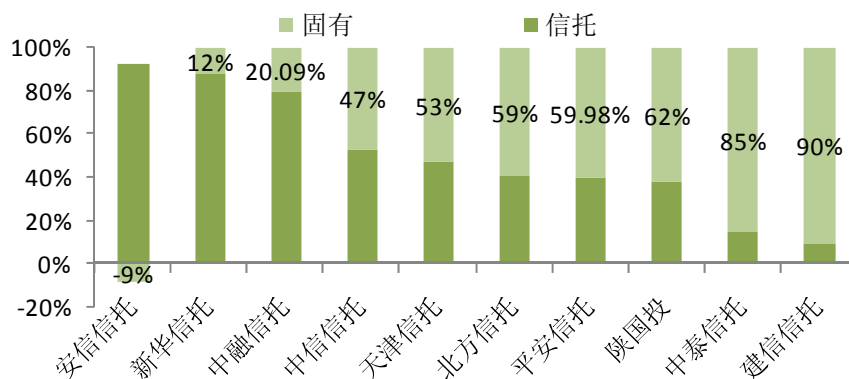
表 5: 按信托资金投向划分

资金信托按投向分	2010Q1		2010Q2		2010Q3	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
基础产业	8876.54	40.16%	10636.5	38.29%	10012.3	35.53%
房地产	2351.29	10.64%	3153.63	11.35%	3778.2	13.41%
证券市场（股票）	878.845	3.98%	792.984	2.85%	1158.61	4.11%
证券市场（基金）	87.1821	0.39%	105.438	0.38%	103.696	0.37%
证券市场（债券）	393.19	1.78%	732.334	2.64%	1096.33	3.89%
金融机构	2159.8	9.77%	2136.94	7.69%	1742.91	6.18%
工商企业	3263.32	14.77%	5191.22	18.69%	5278.86	18.73%
其他	4091.36	18.51%	5026.32	18.10%	5011.3	17.78%

资料来源：信托业协会，招商证券研发中心

信托公司风格分化，固有业务和信托业务收入占比不一。从公司层面来看，由于信托行业涉及面宽，且信托公司由于历史原因和资本限制等未孕育出强大而成功的公司，业内的信托公司往往只能选择某个特定的业务领域来集中做强，从而导致公司战略和愿景等在其发展道路上打上非常鲜明的烙印，形成信托行业内各公司差异化较大的局面。安信、中融等信托公司收入主要来自信托资产管理和手续费，陕国投、建信信托等主要收入则来自固有财产的运用。

在资金投向上，各公司也有各自的偏好。平安信托 50% 自有资金投资于长期股权，中融信托自有资金 60% 投资于可供出售金融资产；平安信托的信托资金 80% 投向基础产业，而中融仅 20% 投向基础产业。

图 14: 信托公司风格分化，固有业务和信托业务收入占比不一


资料来源：公司报表，招商证券研发中心

央行在对信托公司进行整合整顿时，批准全国保留的信托公司 60 多家，原则上以每个省或直辖市、自治区保留 1 家，可预见的未来新设牌照的可能性也比较低，因此信托的牌照价值还是存在的。目前信托正处于行业混沌，公司分化的状态，政策导向使行业层面的规模大跃进势必难以持续，但不同信托公司之间的差异化程度很大，我们认为在行业拐点出现之时，具有核心竞争力的公司反而能脱颖而出，获得更大的发展空间和市场话语权。我们认为可以关注率先聚焦于高端财富管理业务的公司，如平安信托，以及在传统业务领域具有优势、资产质量较好的公司，如中信信托。

图 15: 证券信托行业历史PEBand

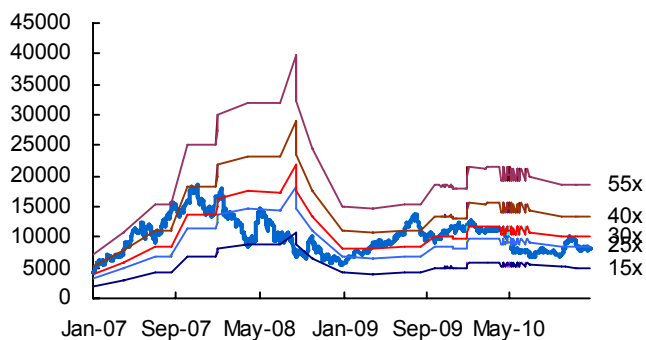
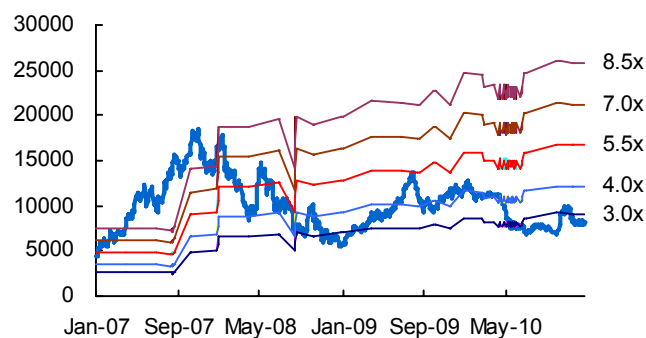


图 16: 证券信托行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅, CFA: 毕业于英国诺丁汉大学 Sir Clive Granger (03 年诺贝尔经济学奖获得者) 经济学院, 经济金融学硕士学位, 华南理工大学金融学学士, 于业内最先发现保险股潜在投资价值, 建立保险行业的分析框架, 对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名, 2008 年度第二名, 2007 年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师 2010 年度第二名, 2008 年第三名, 2007 年度第二名。金融时报 (FINANCIAL TIMES) 2007 年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务 2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

洪锦屏: 华南理工大学管理学硕士, 2008 年 7 月加入招商证券, 从事金融行业研究, 2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名 (团队)。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。