

证券研究报告 • 行业深度

信托业——金融创新的蓝海

信托业走在金融创新的前沿

在我国目前实行分业监管，且金融监管较严格的背景下，银行、证券、保险等行业同质性强，差异化不大。但是，随着经济的不断发展，企业对金融服务的需求日趋多样化，投资者对金融工具也呈现出差异化需求。

此时，与实体经济联系紧密，涉及领域扩展至房地产、能源、基础设施、医疗卫生、农业及文化产业，甚至艺术品和贵金属的信托业，在依托资本市场促进我国实体经济发展中起到了重要的作用，并被寄予厚望。可以说，信托公司的业务创新发挥了金融试验田的作用，为适应市场需要设计出的产品也为合格投资人提供了灵活多样的信托理财服务，并在这个过程中实现了自身的跨越式发展。信托业正走在金融创新的前沿，其发展空间巨大。

供给和需求双推动，信托业未来将保持快速增长

一方面，基于高端客户储量巨大、新信托产品激发潜在需求且信托产品本身相对于其他产品投资的灵活性和较高收益水平，使得投资者对于信托产品的需求持续加速增长；另一方面，企业的融资需求推动了信托产品的源源供给。

回顾历史，在需求和供给的合力抬升下，近年来信托业规模高速扩展。展望未来，对比国内银行业等金融子行业规模以及国外较成熟资本市场信托公司规模，我国现今信托业及信托公司的资产规模偏小，可发展空间巨大。

信托业未来发展展望：主动型管理型和托管型发展并重

由于被动型信托报酬率较低，受制多、发展前景有限，报酬率在其 10-20 倍水平、目前市场规模占比小且发展空间较大的主动型和托管型信托将会信托市场推崇的新宠。

就目前主动型和托管型信托的雏形——集合理财产品来看，其覆盖的子行业品种：房地产信托具有极大的需求缺口、基础设施建设信托受政策扶持且资金需求巨大、证券投资信托具有良好的市场环境和操作空间，另类信托投资（包括 PE、艺术品投资）均已经昭示出蓬勃的生命和成长力。

重点上市公司分析

1、经纬纺机（000666）：机制灵活、激励充分、重视销售队伍建设，信托规模也跃居行业前茅。2011 年中融信托的信托业务，主要围绕房地产信托（保障房信托、商业地产信托、商品房信托）、能源矿权信托、证券投资信托为重点展开，预计仍将增长 40%以上。同时，公司持有中融信托股权可能有所增加。我们认为合理估值应为 22 元左右，维持对公司的买入评级。

2、安信信托（600816）：强大的集团背景和股东优势，信托规模行业第一，创新性强、主动资产管理业务占比高；固有业务规模大，收益率高，持有泰康人寿 8.08% 股权。

请参阅最后一页的重要声明

信托业

维持评级

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440209080391

联系人：

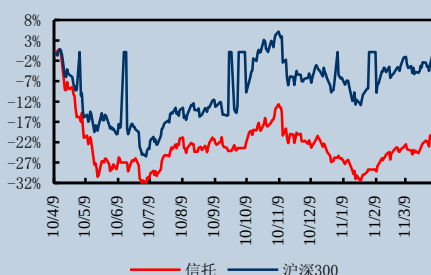
曾羽

zengyu@csc.com.cn

010-85130588-6333

发布日期：2011 年 4 月 18 日

市场表现



相关研究报告

11.02.23

信贷紧缩很给力，广义资产管理未来空间大



目录

分业监管给信托业创造了巨大的金融创新空间	1
一、信托业正走在金融创新的前沿	1
（一）信托新政后的信托业整装待发	1
（二）新变化：银信合作新规和信托公司的净资本监管	2
二、信托业的本质——资产管理和财富管理	5
供给和需求双推动，信托业未来将保持快速增长	6
一、投资者对信托产品需求持续加速增长	6
（一）高端潜在客户储量大。	6
（二）REITS 激发潜在需求。	6
（三）信托产品相对于其他理财产品有一定优势	7
二、企业的融资需求推动了信托产品的供给	8
三、需求和供给推动了信托规模的高速扩展，具有广阔的成长空间	9
（一）信托业规模增长迅速	9
（二）与银行、保险等金融子行业相比，信托业规模偏小	9
（三）与国外相比，我国信托业差距较大	10
信托业未来发展展望：主动型管理型和托管型发展并重	11
一、近期信托发展情况	11
（一）近期集合资金信托发行情况	11
（二）房地产信托：对房地产信托的正名	13
（三）基础设施建设信托情况	15
（四）证券投资信托	16
（五）另类投资信托	16
二、自主管理是未来信托的发展方向	17
（一）自主管理是信托业的必由之路	17
（二）未来趋势	18
重点上市公司分析	19
经纬纺机（000666）	19
安信信托（600816）	20

分业监管给信托业创造了巨大的金融创新空间

一、信托业正走在金融创新的前沿

我国监管目前实施的分业监管体制，在这个制度模式下，银监会、保监会、证监会负责对银行、证券、保险等行业和机构进行监管。由于严格的金融监管，银行、证券和保险等行业同质性强，差异化不大。但随着社会经济的不断发展，企业的要求的金融服务需求越来越多样化，投资者对不同金融投资工具的需求也越来越差异化。

信托制度的特点决定信托行业与实体经济联系紧密。随着经济的发展，信托公司设计的创新信托产品所涉及的领域不断扩大：从房地产、能源、基础设施、医疗卫生到农业和文化产业，甚至艺术品和贵金属。信托资金投向覆盖了资本市场、货币市场、实体经济和文化教育领域，促进了我国实体经济的发展。可以说，信托公司的这种业务创新发挥了金融试验田的作用。信托公司为适应市场需要设计出的信托产品也为合格投资人提供了灵活多样的信托理财服务。信托公司也在这个过程中实现了自身的跨越式发展。信托业正走在金融创新的前沿，其发展空间巨大。

（一）信托新政后的信托业整装待发

经历了历次整顿后，伴随着改革历程输入以及市场经济体系及其相关理念的成熟，信托业的发展思路也愈加明晰。2007年3月1日实施的信托业两新规《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》就体现了这种思路，即回归信托的本质——充分利用信托制度，在实现财产破产隔离的基础上，提供“受人之托，代人理财”的金融服务。信托新规对信托业产生了巨大影响。新规的要旨可以归纳如下：

1、对于固有业务

首先是对投资范围作出限定。信托公司管理办法第二十条规定，“信托公司固有业务项下可以开展存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资等业务。投资业务限定为金融类公司股权投资、金融产品投资和自用固定资产投资。信托公司不得以固有财产进行实业投资，但中国银行业监督管理委员会另有规定的除外。”与以前相比，新办法要求不得进行实业投资。

第二，对负债类业务进一步限制。新办法规定信托公司不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务，且同业拆入余额不得超过其净资产的20%。此规定基本关闭了信托公司向金融机构借款、以固有资产融资如卖出回购的融资渠道，且同业拆借比例大幅收紧。同时对信托公司的流动性要求和头寸管理提出了更高要求。

第三，对外担保的限制。新办法规定，信托公司可以开展对外担保业务，但对外担保余额不得超过其净资产的50%。

第四，禁止逆向关联交易。

2、对于信托业务

首先，新办法规定，向他人提供贷款不得超过其管理的所有信托计划实收余额的30%。

第二，引入了合格投资者概念。合格投资者的门槛要求较高，其包括投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织，或者个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币，且能提供相关财产证明的自然人；或者个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。

而且新办法对合格投资者规模不再设限。《信托公司集合资金信托计划管理办法》规定，单个信托计划的自然人人数不得超过 50 人，合格的机构投资者数量不受限制。与以前相比，新办法彻底取消了原管理办法集合资金信托计划“200 份”限制。但在放开单个资金信托投资者规模的同时，大幅提升了投资者进入的门槛，使今后信托公司以高端客户和机构客户为主流客户的政策导向跃然纸上。

第三，对集合资金信托产品相关内容的规定中体现出明确而强烈的基金化倾向。譬如投资方向和投资策略的规定，资产组合，信托受益权划分为等额份额，信托财产第三方保管等规定等。

第四，要求委托人与受益人应为同一人。

此外，还有信托公司不得以卖出回购方式管理运用信托财产、原则放开信托公司异地推介信托业务等新亮点。

可以看出新办法对信托公司在金融体系中的定位和未来发展方向提出了新的要求。之前，有着“金融百货超市”之称的信托公司面临着主业不清、定位不明的困局，使得业务范围广而不深，缺乏自身的核心竞争力，加之频频出现行业危机而进行整顿，最终信托公司在整个金融体系处于一个尴尬的境界。监管层出台新办法，试图勾勒出未来我国信托公司的蓝图：即信托化、高端化、私募化、创新化。

新政的实施将对那些固有业务占比高、贷款信托业务占比高的信托公司造成冲击，同时资产管理能力、创新能力的差异将重新改写行业竞争的格局。新政的重点实际是鼓励信托公司发展具有差异化和创新性强的信托产品和信托业务，如高端资产管理、PE、资产证券化、QDII 以及 REITS 等，其发展空间巨大。就信托业未来发展的重点业务——资产管理来看，我国资产管理市场近年来增长迅猛

（二）新变化：银信合作新规和信托公司的净资本监管

2007 年新政实施以来，信托业发展取得了长足进展。但由于 2008 年发生国际金融危机、国内经济急剧下滑。信托业也成为国家为应对危机而推出经济刺激计划的一揽子方案之一。此外，针对信托信托新规实施中发现的一些问题，也相应对信托的部分规定进行了修改。这些修订的核心要点是扩大信托在促进投资和融资中的作用，以支持国民经济及相关部门和产业的发展。

但 2010 年来，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。同时，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。

图 1：银信合作情况

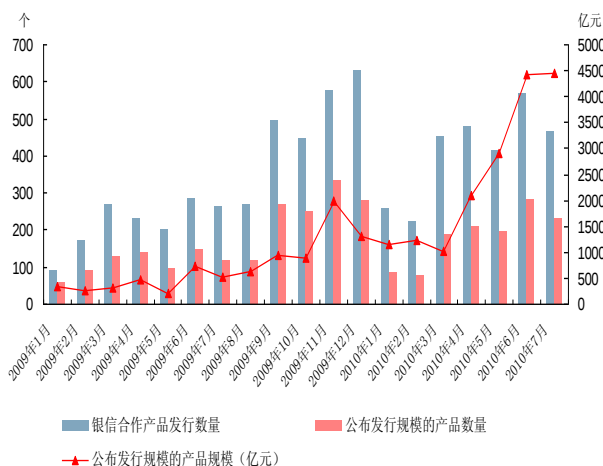
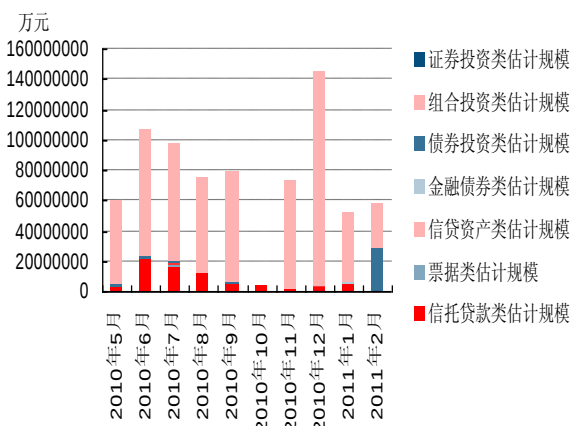
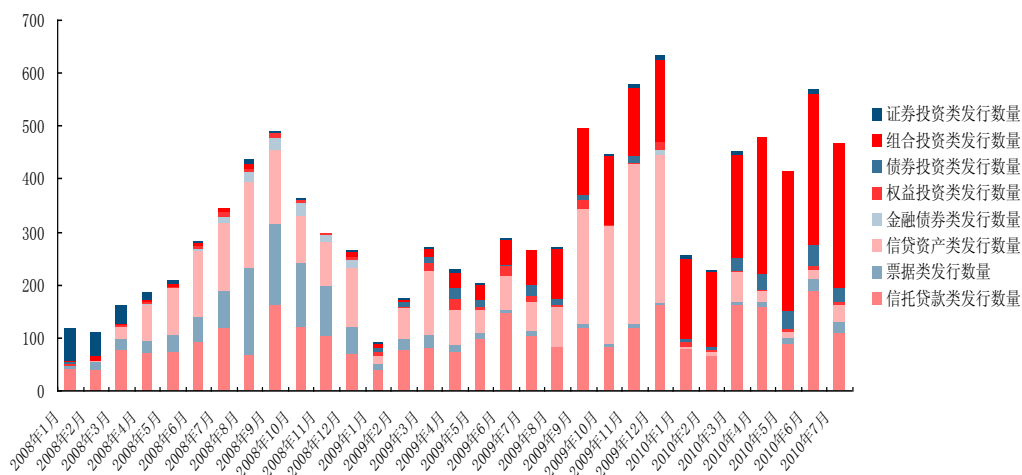


图 2：近期银信合作产品类型情况（根据规模）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3：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

出于以上原因，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。

此外，中国银监会还发布了《信托公司净资本管理办法》（征求意见稿），参照证券公司的净资本监管办法，要求信托公司应当按照有关业务的业务规模计算各项业务风险资本；并按照银监会规定的其他项目和比例计算相应的风险资本。在此基础上，监管部门将设定信托公司的风险控制指标，第一条“红线”为净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；第二条“红线”为，净资本不得低于净资产的 40%。可以预计，未来信托业的未来将发生巨变：（1）银信合作规模将大大减少，但对信托公司的盈利影响有限，信托公司未来更加注重核心竞争力的提升；（2）信托公司对资本的需求增加，其净资本将有所增加，信托公司的 IPO 和借壳上市进程提速。

表 1：2009 年以来信托业政策环境的新变化

	政策	背景	内容要点	以前规定
2009 年 1 月	《关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》	应对国际金融危机和经济下滑	可以以固定资产独立从事 PE 业务，投资上限为净资产的 20%	只能从事金融领域的 PE
			信托计划中向他人提供贷款不超过其管理所有信托计划实收余额的 50%	信托计划中向他人提供贷款不超过其管理所有信托计划实收余额的 30%
			对房地产金融的条件有所放宽	
2009 年 3 月	《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》		支持房地产投资信托基金 REITS 的试点	
2009 年 1 月	《信托公司证券投资信托业务操作指引》	证券公司集合信托发展较快，相关产品风控参差不齐	突出了证券投资信托业务中信托公司自主管理的特征	
2009 年 2 月	《信托公司集合资金信托计划管理办法》的修改决定		单个信托计划的自然人不超过 50 人，但单笔委托金额 300 万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不限	单个信托计划的自然人不超过 50 人，合格的机构投资者数量不限
2010 年 8 月	《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》	2010 上半年银信合作规模剧增，银行将贷款等资产通过银信合作转为表外	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。	
2010 年	《信托公司净资本管理办法》（征求意见稿）	银信合作规模过大、信托公司业务需要调整	信托公司应当按照有关业务的业务规模计算各项业务风险资本；并按照银监会规定的其他项目和比例计算相应的风险资本。在此基础上，监管部门将设定信托公司的风险控制指标，第一条“红线”为净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；第二条“红线”为，净资本不得低于净资产的 40%	

资料来源：中信建投证券研究发展部

（三）信托业走在金融创新的前沿

1、针对我国金融业务发展滞后的实际情况，大力开展特色理财服务。我国的投融资渠道存在严重脱节，前几年利率连续下降，银行存款却持续上升；投资增长迟缓，基础建设和高科技企业资金缺口大，同时企业却有

大量闲置资金，这些都是投融资渠道不畅的具体表现。因此，开展形式多样的资金信托，如证券信托、债券信托、产业投资信托，引导个人和企业闲置资金转化为投资，通过收益和风险的合理组合，开发针对不同层次的特色理财服务，必然具有广阔的市场潜力。

从融资的角度看，我国传统融资手段单一，信托可以为投资项目开辟新的融资渠道，利用信托关系设计多种融资结构，如股权信托投资、信托贷款、项目融资、桥式资金等等，既可以融入长期投资，也可以引入阶段性资金。信托融资的最大优势在于可以针对具体投资项目和业主要求，灵活设计融资结构，满足投资者、项目业主、建设者的多种利益。

2、针对我国转轨经济的特殊要求，支持企业改制，大力开展信托投资业务。由于我国是从计划经济向市场经济转轨，各种企业，特别是国有企业，都需要进行企业改制，以便建立产权明晰的现代企业制度。面对企业改制，信托投资业务不仅在政企分开，明确国有产权出资人的问题上，而且在改善股权结构，引入不同所有制结构中，都有相当大的市场空间。

3、优化资源配置，盘活不良资产。由于历史原因，我国存在大量不良资产，另外在市场经济中，如何解决不良资产也是个永恒的市场话题。信托财产独立性的特点，能够使不良资产与债权债务人的其它利益相区隔，因此在盘活不良资产，优化资源配置中，信托业务具有重要的灵活性。

4、在协调劳资关系，促进企业发展中寻求信托市场。市场经济下，企业和职工的利益既有相同点也有不同点，承认劳资矛盾是实事求是的表现，建立在不同利益基础上追求共同目标的机制，是协调劳资关系的最佳选择。通过信托公司，可以设立职工持股信托，它不同于部分企业前几年实行的职工集资入股，职工持股信托能够对企业不同发展阶段、职工不同贡献的种种情况做出事先约定，增强劳资信任，避免损害企业或职工利益。另外还有职工养老信托、职工福利信托、房屋贷款信托，可以在减轻企业负担基础上，提高职工福利水平。信托关系渗透到企业管理之中，可以有效实现职工利益与企业利益的科学结合，帮助企业建立市场化的激励机制，使企业投入的每一分钱都获得回报。

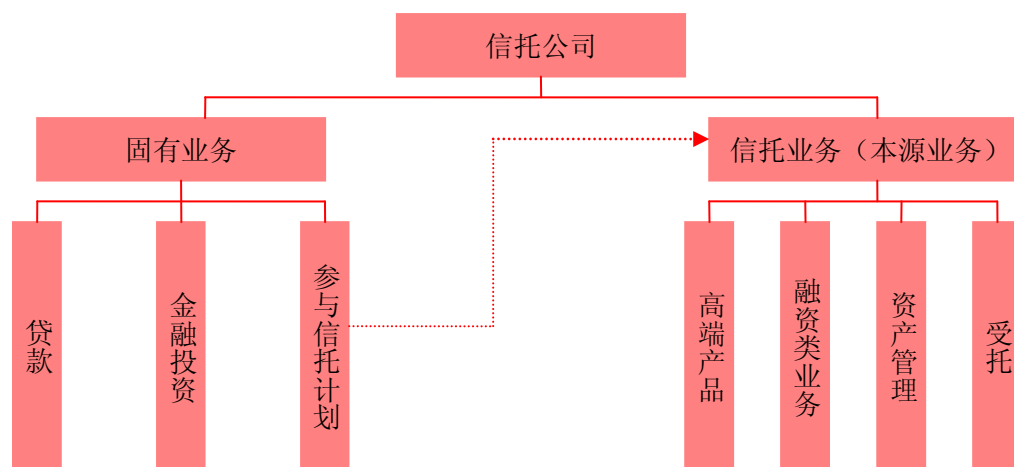
5、加快金融衍生市场发展。随着我国经济与世界经济一体化进程的加快，对外贸易的规模会迅速扩大，国际市场波动对国内市场的影响不断深化，国内企业在参与国际市场竞争的同时将面临更多、更直接的国际市场风险，对规避市场风险的金融衍生工具如商品期货、外汇期货、汇率期权、远期外汇交易等，会产生日益强大的需求；外资流入规模的不断扩大、资本市场的对外开放及其与国际资本市场一体化进程的加快，也会引发对汇率、货币衍生工具以及互换交易的需求；为完善国内股票市场，引进期权交易也是现实需求。因此，随着入世后我国金融业对外开放程度的迅速提高和国内金融市场与国际金融市场一体化进程的加快，发展金融衍生工具市场将成为我国未来金融市场发展的必然选择。

二、信托业的本质——资产管理和财富管理

信托业的本质——本源业务，其实质就是一种广义的资产管理业务。需要指出的是，虽然国外也有信托的称谓，但实际上基本已经不存在单纯意义上的信托公司。历史上美国曾经存在过大量的信托公司，但时至今日，信托公司要么被银行收购、成为银行的事业部或一个业务部门，要么发展壮大并收购银行。今日基本形成了大银行带小信托、大信托带小银行（信托银行）两种形态。

对于目前中国信托公司的固有业务，其本质类似于投资公司性质（或券商的自营业务），但投资范围比券商自营要广，不但可以放贷，还可以进行证券、货币和金融企业股权投资，因此其风险调整后的收益率应大于券商自营业务。

图 4：信托公司的业务结构图



资料来源：中信建投证券研究发展部

对于信托业务。我们认为中国信托公司其信托业务的本质是一种特殊的资产管理公司（assets management），它可以运用投资银行、财务顾问、投融资撮合、资产证券化等多种手段为客户提供综合金融方案。因为其信托业务收入主要来自于手续费和业绩提成。信托业务与一般基金管理公司或券商理财等资产管理业务区别最大的地方有两点：一是运用手段不仅包括投资，还可以通过兼并收购、财务顾问、投融资撮合等方式；二是就投资而言，其范围广泛，可以投资证券市场、货币市场、实业和商品市场；三是其激励和产品设计灵活，针对高端投资者，设计了良好的激励机制。

目前信托公司还承担了一定的兑付责任，未来随着信托业的成熟以及基金化倾向的深入，信托公司将成为真正意义上的资产管理公司，更好的发挥资产管理和财富管理作用。

供给和需求双推动，信托业未来将保持快速增长

一、投资者对信托产品需求持续加速增长

（一）高端潜在客户储量巨大。

我们以高端人群的财富管理为例，根据美林与凯捷顾问公司发布的 2009 年《亚太区财富报告》，截至 2009 年底，亚太区的富裕人士（净资产 100 万美元以上）人数约为 240 万人。而中国和日本分别占据了亚太区富裕人士总数及财富总值的 72% 和 66%。又根据招商银行和贝恩咨询发布的《2009 年中国私人财富报告》统计，中国高净值人群（个人可投资资产在 1000 万人民币以上）的约为 30 万人，持有的可投资资产大约为 9 万亿元人民币。预计未来 10 年，亚太区富裕人士的整体财富将以每年 8.85% 的速度增加，而中国的财富成长率大约为 12%。中国未来财富管理的需求非常旺盛，这为包括信托业在内的财富管理提供了广阔的成长空间。

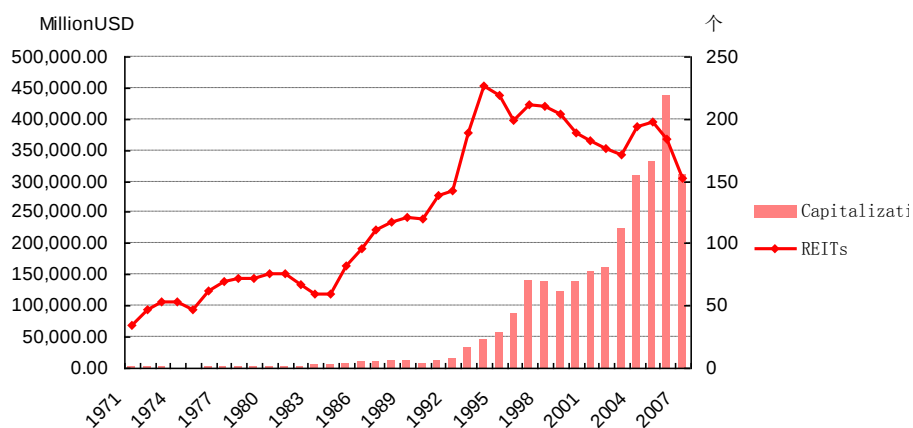
（二）REITS 激发潜在需求。

信托公司的一个重要领域是 REITS（房地产信托基金）。REITs 是一种标准化的、可流通的证券类产品，是内在包含信托关系的、主要投资于房地产相关权利和收益的共同基金。REITs 的运作方式一般是从上市或非上

市公司收购房地产资产包后，严格限制资产出售，而且，其较大部分收益必须来源于房地产租金收入、房地产抵押利息或来自出售房地产的收益。据测算，我国投机投资性购房占 20% 左右，少数区域个别楼盘的投机投资性购房甚至占 60% 以上。按照这个估计的数据推算，如果针对这 20% 的投资性需求设计和创新金融证券产品加以转换、疏导，那就将是一个几千亿元的投资市场。

美国 REITS 自从上世纪 70 年代出现，特别是从 90 年代以来经历了快速发展，数量从 1971 年的 34 支增加到 2007 年的 152 支，其中 1994 年曾达到 226 支。从 REITS 市值来看，1971 年为 15 亿美元，2007 年虽然由于房地产市场不景气，但市值仍然高达 3120 亿美元。

图 5：美国 REITS 历年发行数额及规模情况



资料来源：中信建投研究发展部

（三）信托产品相对于其他理财产品有一定优势

表 2：理财产品收益对比

产品类型	期限结构	是否保证收益	收益率
信托理财产品	一年以上	不得承诺信托资金不受损失或者承诺最低收益	集合产品 7 月平均 8.49%，8 月 7.85%，9 月 8.14%
银行理财产品	1 个月以内、1-3 个月、3-6 个月、6-12 个月、一年以上	保证收益、保本浮动型、非保本浮动型、	今年超过 92% 在 5% 以内
基金理财产品	封闭式基金 15 年存续期，开放式基金没有固定存续期，专户没有限制，一般一年以上	不得承诺收益或者承担损失（保本基金可保证本金除外）	保本基金低风险、低收益，货币基金流动性好、安全性高、风险性低、净收益率高于同期储蓄，债券基金收益稳定，股票型基金高风险、高收益
证券公司理财产品	一般 2 年以上	不得向客户作出保证其资产本金不受损失或者保证其取得最低收益的承诺	平衡混合型 4.61%，偏债混合型 3.96%，偏股混合型 -0.02%，货币市场型 2.92%，混合债券型一级 6.69%，混合债券型二级 5.79%，QDII 基金 6.93%
保险理财产品	可达 20、30 年以上	收益=保底收益+不固定分红，投资连结保险不保证最低收益率，没有保底收益，万能险的投资账户一般有 2.5% 保底收益，此外还可分享投资回报	今年 9 月底公布的万能险年结算利率均值为 3.54%。保险保障+投资收益

资料来源：中信建投研究发展部

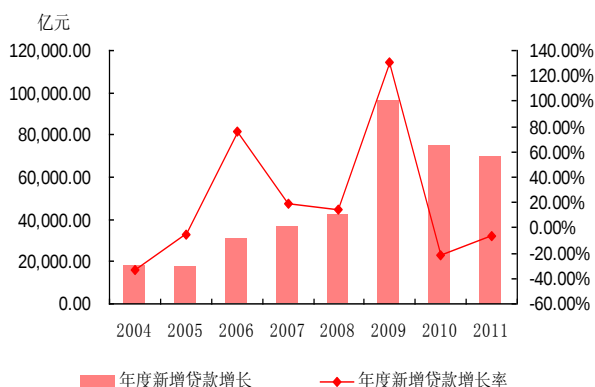
从图表对比可以看出，信托产品在投资时限上较基金理财产品、证券公司理财产品、保险公司理财产品更短，降低了由于时限拉长带来的不确定性风险和累加的系统风险；同时，其月均 8% 左右的投资收益又要远远高于投资时限较为灵活的银行理财产品。同时，在操作上，信托理财产品也有更好的操作空间。

二、企业的融资需求推动了信托产品的供给

从长期角度而言，我国将由目前以间接融资为主转变为以直接融资为主的模式。2010 年新增银行贷款为 7.8 万亿元，而股市融资额 1 万亿元，加上债券融资，直接融资的数额远远小于间接融资。作为直接融资方式的一种，信托业在我们还面临良好的发展机遇。

从短期而言，由于信托一定程度上起到了融资作用，从而成为了银行信贷的一种替代。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。2011 年预计货币政策将趋紧，我们认为这将大大有利于信托业的发展。

图 6：年新增贷款及增长率情况



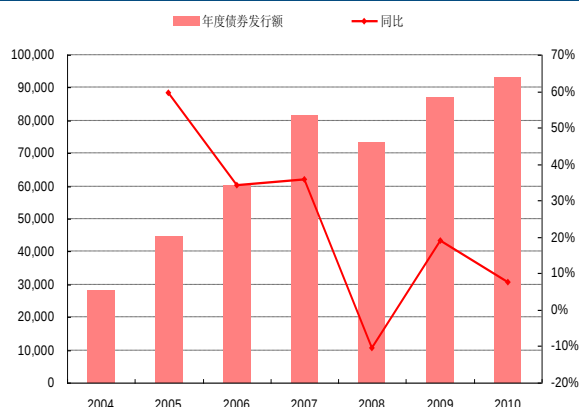
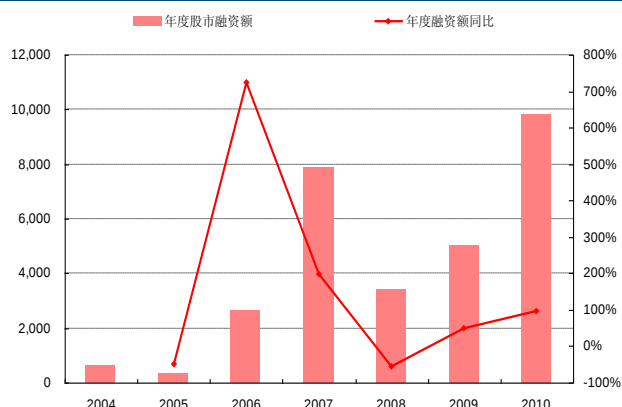
资料来源：中信建投证券研发部

图 7：年股市融资额及增长率情况

单位：亿元

图 8：年度债券发行额和增长情况

单位：亿元



资料来源：中信建投证券研发部

三、需求和供给推动了信托规模的高速扩展，具有广阔的成长空间

（一）信托业规模增长迅速

鉴于回归本源业务发展思路日益清晰，以《信托法》、《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等为核心的信托法律和制度体系日益完善。在此背景下，近年信托业经历了快速增长。从信托资产总额来看，2004 年仅为 1635 亿元，2007 年已经快速提升为 9495 亿元。尽管 2009 年由于国际金融危机以及国内宏观经济下滑，信托业的规模也还是实现了增长达到了 12284 亿元。2009 年伴随着经济刺激政策和宏观经济向好，信托业总资产更是一举跃上了 20000 亿元大关，截至 2010 年 12 月，信托业总资产已经达到了 29000 亿元的规模。

从信托业营业收入来看，2005 年全行业营业收入仅为 29 亿元，2007 年快速增长为 172 亿元，而 2009 年又增长为 196 亿元。行业净利润基本也呈类似波动，2005 年行业净利润仅有 35.8 亿元，2009 年行业利润已经增长为 120 亿元。尽管中间的净利润出现了一些波动，但总体来看，由于信托业本质更侧重于资产管理业务的性质，其净利润的波动要远小于证券业和保险业。

图 9：近年信托业总资产情况

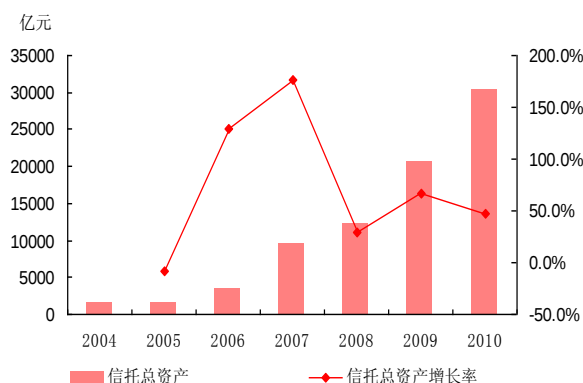
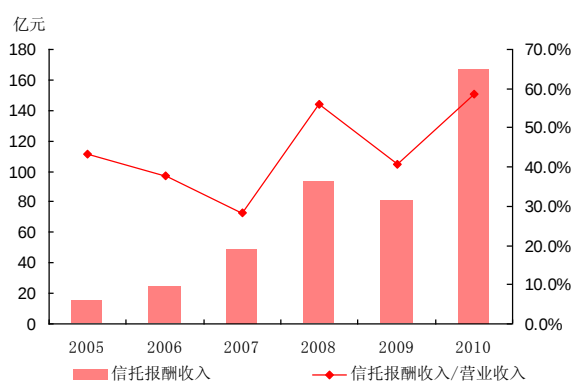


图 10：信托报酬收入及其占信托业营业收入比重



资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

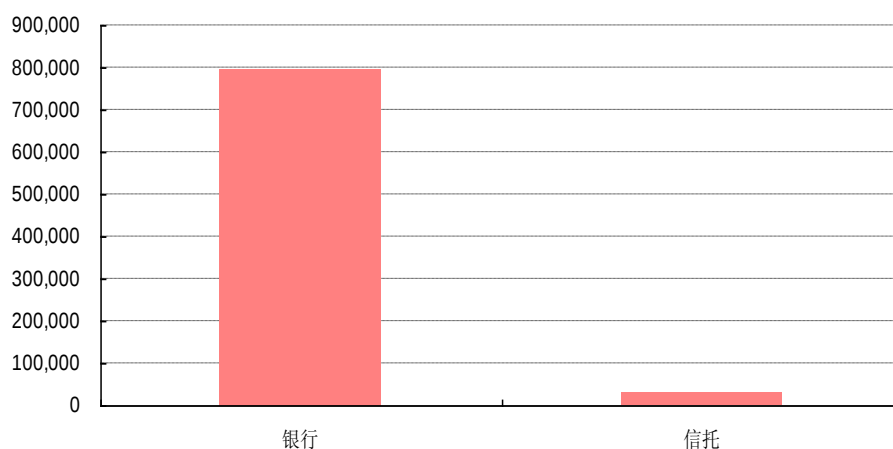
（二）与银行、保险等金融子行业相比，信托业规模偏小

尽管中国信托业取得了长足进展，但我们认为信托业未来发展前景依然非常广阔。从规模而言，信托业的规模较银行业和保险业相去甚远，与证券业相比也不占优势。

就资产规模而言，2009 年整个银行业资产规模达到 79.51 万亿元，而信托公司信托资产规模合计仅 3.04 万亿元，行业发展空间巨大。

图 11：我国银行资产合计与信托资产合计对比

单位：亿元



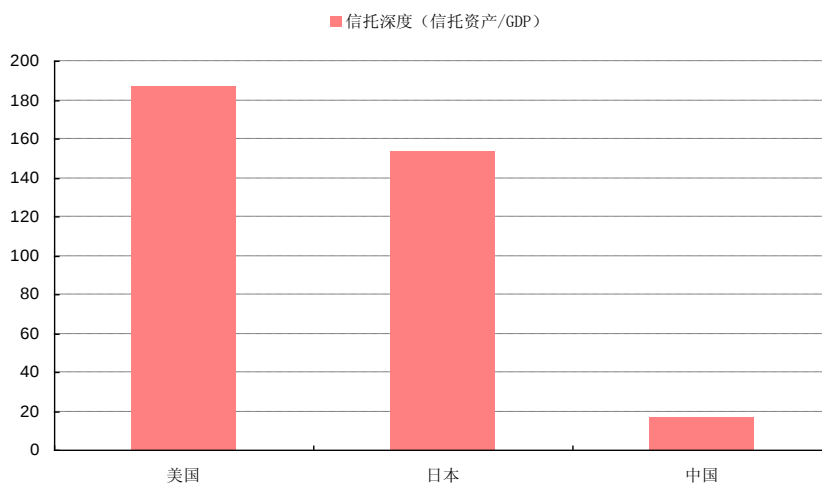
资料来源：中信建投证券研发部

(三) 与国外相比，我国信托业差距较大

首先，以信托资产与 GDP 的占比作为衡量信托深度的指标，以 2008 年数据计算，美国达到 186.79%，日本达到 153.97，而中国仅 16.67。在金融创新深化道路上，信托业向国民经济的渗透效用将更加凸显，可发展潜力巨大。

图 12：2008 年中国、美国、日本信托深度比较

单位：%



资料来源：中信建投证券研发部

其次我们研究了美国的北方信托公司。美国北方信托公司是全球领先的为公司、机构和富有人士提供资产服务、资产管理、基金服务、受托和银行解决方案的公司。截止 2007 年 12 月，北方信托托管资产高达 41000 亿美元，管理资产 7572 亿美元，拥有银行资产 676 亿美元。北方信托公司的利息收入主要来自于手续费和佣金收入以及利息收入。

图 13: 北方信托信托资产构成 (10 亿美元)

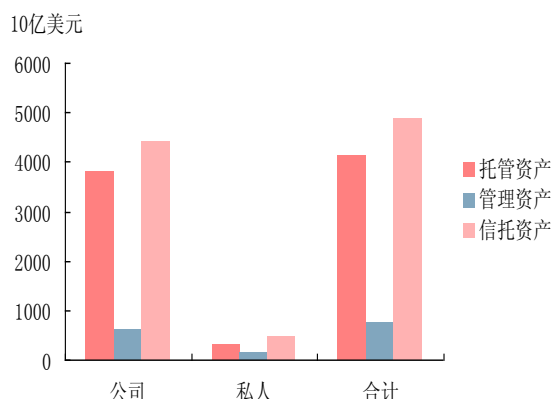
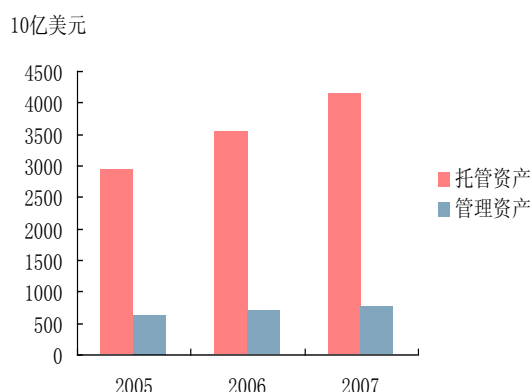
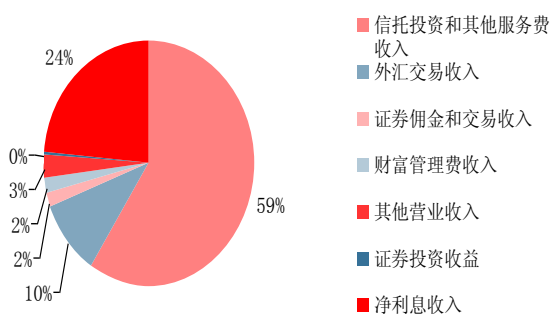


图 14: 北方信托信托资产规模增长情况 (百万美元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 15: 北方信托收入构成情况



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

与北方信托相比, 我们的信托公司无论是规模、产品种类, 还是经验, 都差距明显。这也意味着中国信托业发展潜力巨大。

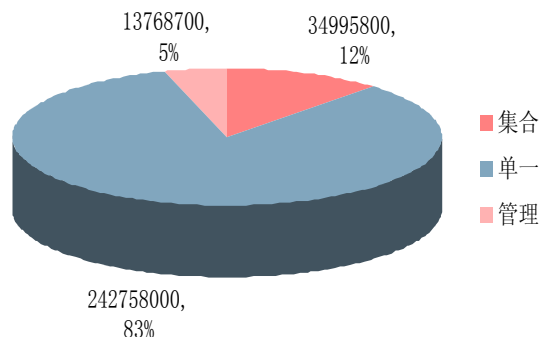
信托业未来发展展望: 主动型管理型和托管型发展并重

一、近期信托发展情况

(一) 近期集合资金信托发行情况

相对于银行占主导地位的银信合作类信托, 由信托公司主动发起的信托 (如集合信托计划) 等由于信托公司在其中承担了寻找客户、融资、投资等业务环境, 一定程度体现了自己的核心竞争优势, 因此这类信托计划其报酬较高, 一般在 3%-5% 之间 (被动信托业务报酬率大约在 2-3% 之间), 如果成功费较高的话, 可能报酬率还要高一些。由此可见, 主动型信托的报酬是被动型信托的 10-20 倍甚至更高。但这类信托在全部信托规模所占比较小。

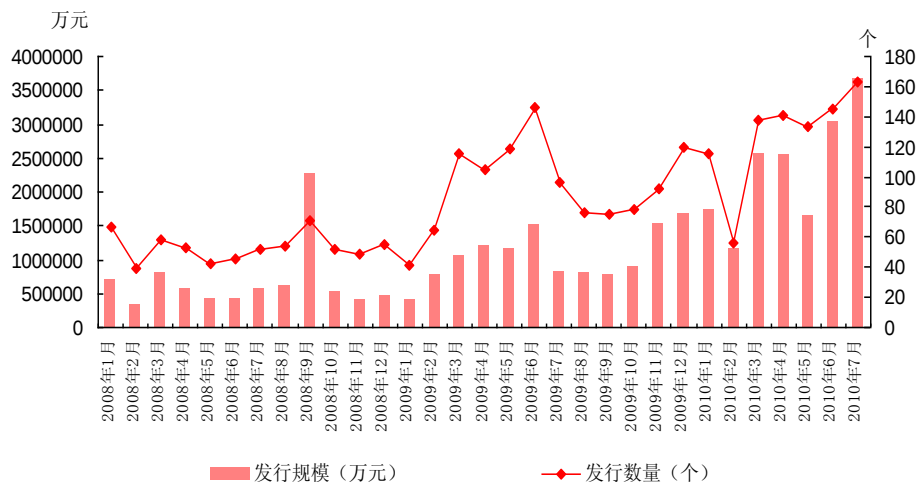
图 16：2010H1 资金信托分类情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

虽然集合信托目前所占比重较小，但也经历了快速发展。下图是 2008 年 1 月——2010 年 7 月每月的集合资金信托募集规模情况。2008 年 1 月时集合资金信托募集规模为 69 亿元，2009 年末时已经达到了 168 亿元。2010 年 7 月已经达到了 368 亿元的发行规模高峰。

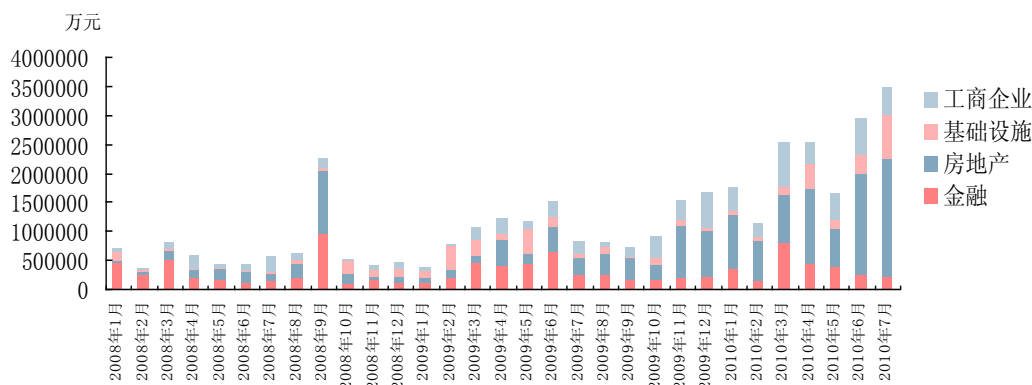
图 17：集合资金信托规模增长情况



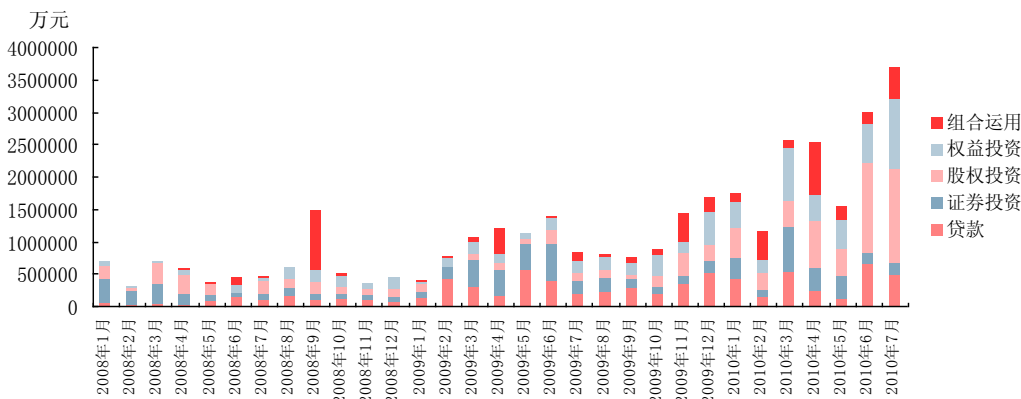
资料来源：中信建投证券研究发展部

集合资金信托在每年或每月的发行情况变化较大，分类来看的话具有一定规律性。2006 年受到国家对房地产调控政策的影响，投向房地产行业的集合资金信托有减少。进入 2007 年后，由于证券市场特别是股市火爆，投向证券市场的集合资金信托规模大幅增长，2007 年 6 月时证券投资的集合资金信托规模达到了 100 亿元，随后由于股市低迷，此类集合信托规模有所萎缩。但随着 2009 年上半年出现的小牛市，证券类集合资金信托规模又迎来了大幅增长。2009 年以来股市低迷伴随着房地产的火爆，投向房地产的集合信托规模大幅增长，达到了 100 亿元左右。进入 2010 年，政府对房地产行业进行了调控，房地产企业的融资压力骤增，纷纷把目光投向了信托。2010 年 6 月份以来，投向房地产的资金信托规模达到了 200 亿元左右。

从集合信托的运用方式来看，主要是贷款和以贷款为核心内容的组合方式占据了主动地位。

图 18：集合资金投向情况


资料来源：中信建投证券研究发展部

图 19：集合资金运用方式情况


资料来源：Wind 咨询，中信建投证券研究发展部

（二）房地产信托：对房地产信托的正名

房地产信托指房地产法律上或契约上的所有者将该房地产委托给信托公司，由信托公司按照委托者的要求进行管理、处分和收益，信托公司在对该信托房地产进行租售或委托专业物业公司进行物业经营，使投资者获取溢价或管理收益。由于房地产的这种信托方式，能够照顾到房地产委托人、信托公司和投资受益人等各方的利益，并且在《信托法》目前已颁布实施的条件之下，其必将具有很强的生命力。房地产信托投资是良性有效的融资渠道，主要表现在三方面：

1、能为房地产委托人提供可靠的融资渠道，促进房地产企业良性发展。

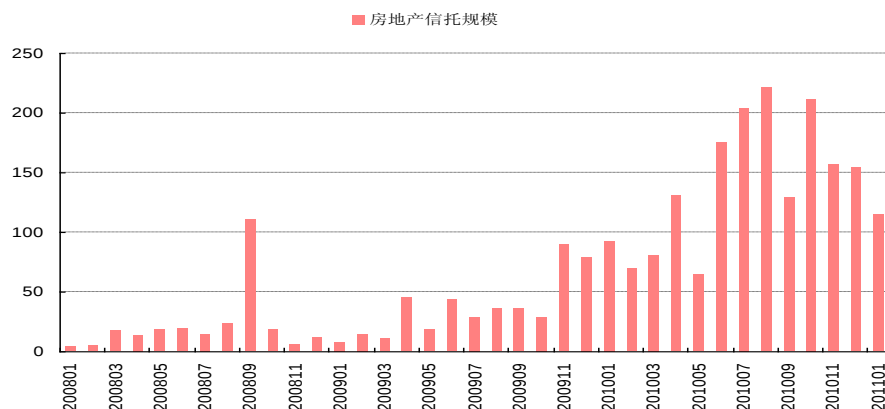
中国的大部分房地产开发企业自有资金都不超过 20%，而银行贷款又趋于紧缩状态，受房地产开发成本高等因素的制约，一般房地产的销售或租赁都需要一个较长的过程，所以资金短缺是一个长期状态。因此，利用信托工具融通资金便成为一种行之有效的方法。

2、房地产信托化能够丰富资本市场的投资品种，为投资人提供一条稳定获利的投资渠道。特别是在当前，股市欺诈接连不断、股指一蹶不振，银行存款利率大幅度下降的背景下，大量的资金要寻找稳定的投资获利渠道，房地产信托化生逢其时，是满足投资者需要的一个很好的选择。

3、房地产信托化能够拓宽信托公司的业务范围，是信托业得以迅速发展的重要契机。随着《信托法》等的实施，给信托业的规范发展带来了新的生机，在百废待兴的状态下，对信托业而言，进行房地产信托不失为一项崭新的、现实的、强有力的突破口。

图 20：房地产信托规模

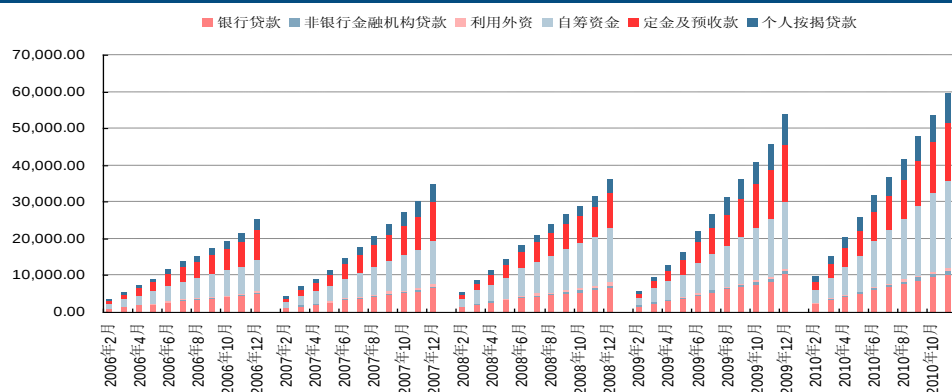
单位：亿元



资料来源：中信建投证券研究发展部

从我国房地产信托规模来看，2009 年 11 月以来，该指标大幅放大，这与银行收紧房地产信贷关系密切，开发企业在现金流趋紧的情况下开始选择房地产信托进行融资，同样的情况在 2008 年全球金融危机爆发的时点也迹象突出。在 2010 年 8 月，全国房地产信托额达到历史高位，合计达到 221 亿元。

房地产信托业务未来潜力空间大，保障房是近期着力点。2010 年 11 月银监会下发《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》（343 号文），要求各信托公司对房地产信托业务进行自查，以及各地银监局对辖内信托公司的房地产信托业务进行逐笔核查。目前房地产正处于国家调控的核心区，但实际上信托资金在全部房地产投资占比并不高。截至 2010 年 12 月，全部房地产投资为 63220 亿元，其中来源于银行信贷的有 18200 亿元。根据银监会的数据，截至 2010 年 9 月房地产信托存量余额为 3780 亿元，无论和全部房地产投资、还是银行信贷相比，房地产信托的规模并不大。

图 21：全国房地产开发投资资金来源情况


资料来源：中信建投证券研究发展部

除商品房和保障房外，商业地产也是未来的可能潜力点。未来，房地产信托可能成为信托公司的主要业务。

（三）基础设施建设信托情况

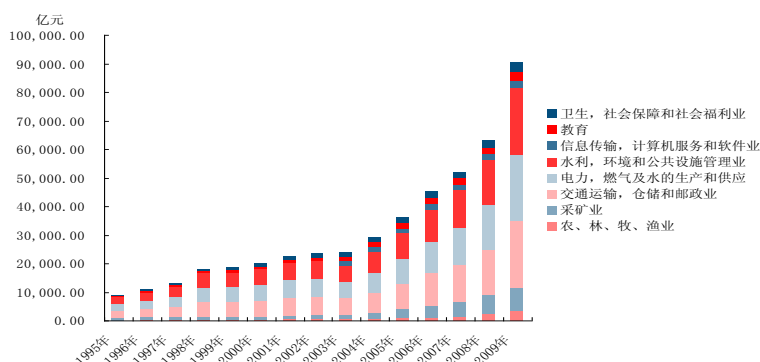
信托公司是我国目前惟一能直接投资资本市场、货币市场、产业市场的金融机构，同时也是惟一能同时以贷款、投资、出租、出售等多种方式管理资产的金融机构，因此信托公司可以灵活多样的方式参与基础设施项目。首先，信托公司可以利用自有资金以股权投资、发放贷款或融资租赁等方式直接参与基础设施项目建设。其次，信托公司可以通过发行信托计划或设立基础设施产业基金等方式，吸引大量社会资金参与到基础设施建设领域。第三，信托公司可以与银行、租赁公司等其他金融机构积极合作，优势互补。

1、基础设施融资租赁的市场空间巨大

（1）我国基础实施仍将保持较快增长。

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。

图 22：我国基础设施历年投资完成情况

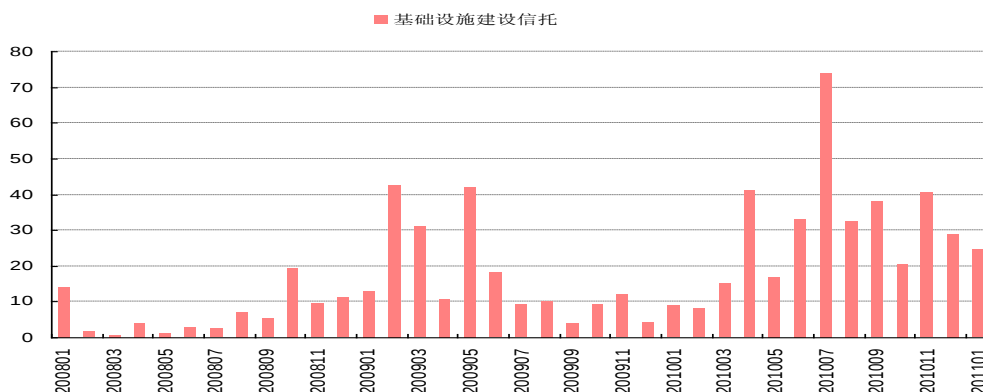


资料来源：中信建投证券研究发展部

而基础设施信托，对于信托公司而言，市场空间非常大。特别是能源和矿权方面的信托计划，信托报酬率很高。其他基础设施信托虽然报酬率较低一些，但风险较细。

图 23：基础设施建设信托情况

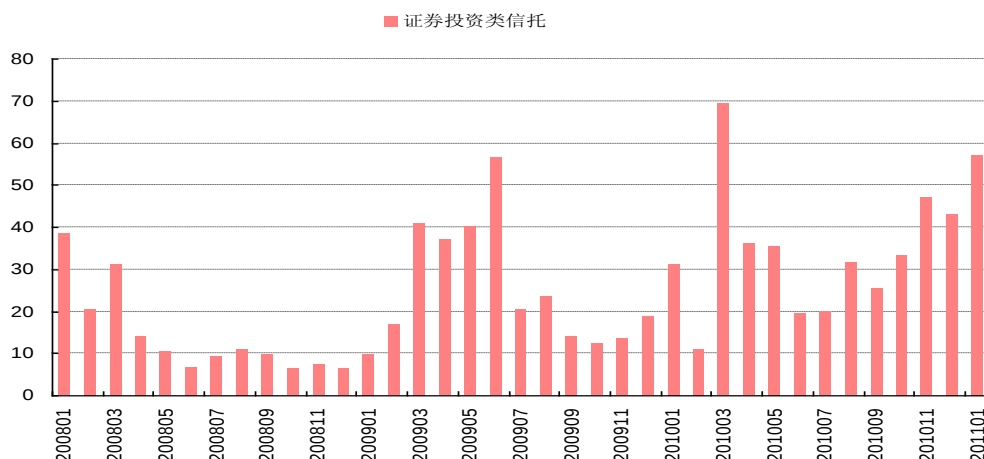
单位：亿元



资料来源：中信建投证券研究发展部

（四）证券投资信托

图 24： 证券投资类信托规模



资料来源：中信建投证券研究发展部

证券投资信托是指信托机构将个人、企业或团体的投资资金集中起来，代替投资者进行有价证券投资，最后将投资收益和本金偿还给受益人，信托部门从中收取手续费。证券投资信托可分为股票投资信托、债券投资信托和证券组合投资信托等。股票投资信托将大部分信托资金投资于股票，少部分用于债券投资，票据贴现以及短期同业拆借等。债券投资信托则将大部分资金投资于各种债券，少部分信托资金用于票据贴现以及短期同业拆借。证券组合投资信托，即根据委托人风险/收益的偏好，将债券、股票、基金等证券，通过个性化的组合配比运作，对信托财产进行管理，使其有效增值。

其特点主要表现在三方面。其一、专业管理、专家理财：信托投资公司根据宏观经济、行业及上市公司基本面和大势的研究，充分发挥专业理财能力，合理配置信托资金的投向及比例，在资金安全性和收益性上实现平衡；其二，完善的风险控制体系信托投资公司通过建立完善的投资决策体系、风险控制体系，确保信托资金的安全运用；其三，稳定的投资回报经过信托投资公司专业的投资管理运作，可实现高于同期国债及银行存款的投资收益。

（五）另类投资信托

1、PE 信托。

信托 PE 是由信托公司集合一批客户的资金，形成基金（信托计划），而后直接或委托其他机构进行 PE 投资。信托 PE 收益的主要来源包括所投资股权的买卖差价、所投资股权的红利、新股、一二级市场的买卖差价、货币基金收益、银行存款利息及其他收入。另外，在信托计划资金闲置期间，还可通过新股申购、货币基金、银行存款等方式获取投资收益。目前证监会对信托公司开展 PE 业务持排斥态度，让许多信托 PE 的退出通路受阻。但新三板的推出和产权交易所，为信托 PE 提供了良好的提出途径。

2、艺术品投资信托

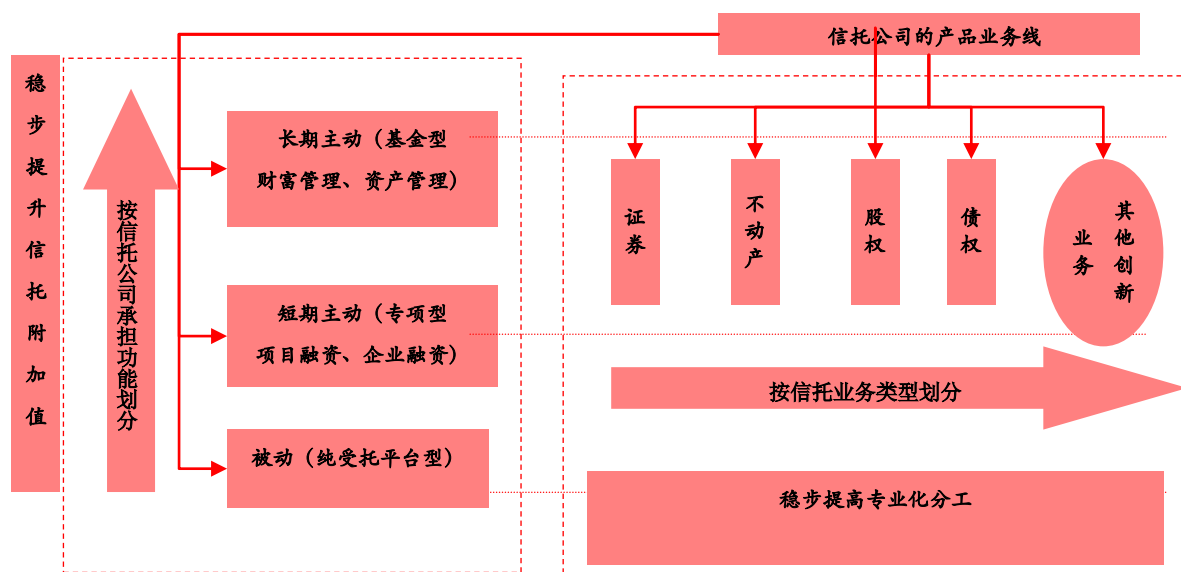
艺术品信托计划，与其他信托方式相比具有十分突出的优势。信托财产把委托人、受托人和受益人的权利和义务、责任和风险进行了严格分离。信托合同一经签订，就将艺术品信托产品的收益权明确给受益人（委托人），把财产的运用、处分、管理权明确给受托人（信托公司或第三方投资顾问）。信托合同对信托财产的运用、管理、处分的严格限定，一方面确保了资产管理人的技能得以发挥，另一方面约束受托人只能按照信托合同确定的范围和方式进行运作。这样的制度设计，规定了当事人各方的责任和义务，确保了信托财产沿着特定的目的持续稳定经营。在海外市场上，该类产品已经取得了长足发展。

二、自主管理是未来信托的发展方向

（一）自主管理是信托业的必由之路

今后信托公司会加快主动管理。《信托公司净资本管理办法》的核心是，信托公司可管理的信托资产规模将与净资本挂钩，这一办法类似于对商业银行的资本金约束，其中，对于信托公司最低的资本金比例，不同种类信托产品的权重如何确定都要做出明确规定。现在信托规模过大，银信合作及时遏制住了“表外信贷”，而对于信托公司来讲，此后会更加注重自主创新产品。

图 25： 信托公司产品业务线



资料来源：中信建投证券研究发展部



（二）未来趋势

表 3：信托业务发展历程及未来发展趋势

	起始标志	业务开展状况
第一阶段 1979-1999	1979 年 10 月中国国际信托投资公司在北京宣告成立	负债类业务：（变相）高息揽存，大规模开展存款、贷款等债权性业务 证券类业务：包括证券经纪业务、自营证券投资和 IPO 业务
第二阶段 1999-2002	1999 年 3 月，国务院下发国发第 12 号文	完成重新登记的信托公司，对信托业务进行学习、培训、储备和探索
第三阶段 2002-2007	2002 年 7 月 18 日《信托投资公司资金信托管理暂行办法》的正式颁布实施	集合资金信托业务一枝独秀；贷款为主要运用方式，投资传统领域为主
第四阶段 2007-2010	2007 年 3 月 1 日起“新办法”的颁布施行	私募股权信托业务、银信合作业务、政信合作业务、阳光私募证券信托业务、基金化房地产信托业务、公益信托
趋势展望 2010----	2010 年 7 月 12 日《信托公司净资本管理办法》的实施	主动型理财业务、专业化私募股权投资业务、房地产基金信托业务、产业基金化基础设施信托、私人银行财富管理信托业务、多形态资产信托化业务

从未来趋势来看，2010 年以后，随着《信托公司净资本管理办法》的实施，主动型理财业务、专业化私募股权投资业务、房地产基金信托业务、产业基金化基础设施信托、私人银行财富管理信托业务、多形态资产信托化业务将会迎来大好发展机会。

展望未来，信托业可以在私人银行财富管理、PE、REITS、金融衍生品基金（如期货 CTA）、企业年金、财产信托等领域大有作为。

重点上市公司分析

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。2011年，中融信托的信托业务，主要围绕房地产信托（保障房信托、商业地产信托、商品房信托）、能源矿权信托、证券投资信托为重点展开，预计仍将增长40%以上。

从今年1季度业绩来看，信托业和主业未来双双超预期可能性很大。公司业绩高速增长的两个原因：1、控股36%的中融信托业绩大幅增长。2、纺机主业恢复形势喜人。

我们判断中融信托1季度实现净利润大约在2.5亿元左右，考虑到春节放假因素和前期商品房房地产信托内部暂停因素，这个业绩表现还是相当出色。我们预计随着中融信托增资的完成，资本金较充足的中融信托未来仍将保持高速增长。我们调高中融信托2011年全年业绩10%左右。

纺机主业恢复很好，实际上2010年公司纺机主业收入单季环比增长在20-30%左右，我们判断进入2011年之后，在金融危机中存活下来的纺机企业，毛利提升迅速，其盈利表现将远超2007年之前表现。根据2011年1季度表现，我们认为公司2011年全年纺机主业将实现净利润1.7-2亿元左右。

公司前期发布定增方案，其在中融信托中的持股权可能有所上升。公司前期发布了定增方案，大股东以3亿元现金参与定向增发，增发价为12.11元，且锁定期为3年。公司在定增公告中表明，“此次对中融信托增资，将可能提高公司对中融信托的持股比例，进一步巩固公司对中融信托的控制权，分享更多的合并报表收益。

由于信托业和主业表现优异，加之公司持有中融信托的股权可能有所增加，我们调升了经纬纺机的盈利预测和目标价（按增发后新股本计算），维持买入评级，目标价22元。

财务预测如下：

表 4：预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	6,347	10,476	12,732	15,115
营业收入增长率	77.70%	65.07%	21.53%	18.72%
净利润（百万）	244.72	574.76	712.74	868.59
净利润增长率	-410.20%	134.87%	24.01%	21.87%
EPS（元）	0.41	0.82	1.01	1.23
P/E	33.80	16.78	13.53	11.10

资料来源：中信建投研究发展部



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。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 8.08% 股权。

高盛将收购约 12% 的泰康人寿股权，总价约 8.5 亿美元。此外，从泰康的盈利能力看，其去年保费收入超过 670 亿元，同比增长 16%，位居国内寿险第四，而今年一季度数据已超越太保与新华，跻身三甲。去年泰康的盈利预计在 25 亿元左右，同比增长 47%。按照高盛入股泰康的可比价格算，中信信托持有的泰康人寿 8.08% 股权的价值为 38.7 亿元。

安信信托财务预测如下：

表 5：预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	22.83	185.90	3178.78	3723.76
主营收入增长率	-74.30%	714.25%	1609.94%	17.14%
净利润（百万）	4.79	89.21	1651.53	1990.41
净利润增长率	-76.92%	1760.54%	1751.37%	20.52%
ROE	0.18%	1.63%	25.49%	25.58%
EPS（元）	0.011	0.049	0.909	1.096
P/E	1231.3	264.7	14.3	11.9
P/B	1.2	4.0	3.3	2.8

资料来源：中信建投研究发展部



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

董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@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 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@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

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本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，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时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任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，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。

股市有风险，入市需谨慎。