

信托行业 2011 年中期投资策略报告

——货币紧缩环境下的投资机会

金融/信托

优于大势

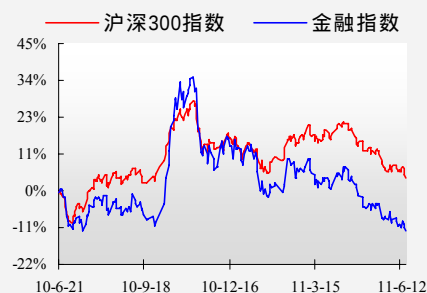
维持评级

发布时间：2011 年 6 月 20 日

投资要点：

- 截至 2010 年底，全国信托公司管理的信托资产合计 30103 亿元，与 2004 年末 2102 亿元的信托资产规模相比，在不到六年的时间里增长近 15 倍。行业人均利润 134 万元，在全国金融业中处于较高水平。
- 而根据相关数据计算，信托产品的收益率和收益率波动性均介于银行、保险和基金理财产品之间。较稳定且较高的投资收益将会使信托产品在众多的理财产品中脱颖而出，更具竞争优势。
- 由于投资渠道缺乏，我国居民仍有高达 79% 的个人金融资产是以银行存款的形式存在，在高通胀时代，银行存款对个人财富的保值增值越来越起不到保障作用。随着我国经济的快速增长，居民个人可支配收入也同步快速增加，居民个人的理财需求也出现了井喷式的增长。随着居民收入的增长，个人资产配置需求将降低储蓄率，而信托产品将是较好的替代选择。
- 2011 年紧缩货币政策的市场环境，对以提供融资服务的信托业产生影响。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。紧缩的货币政策会引起信托业资产规模的增加，这样可以有效的保证开发更多的信托产品，有效的拓宽融资范围。
- 在目前宏观调控的背景下，房地产、金融市场等行业面临较多的不确定性，信托资金的投向如果在这两个行业的集中度偏高，容易导致风险过大，面临较大的周期波动。为控制风险，信托资金可以提高在基础设施产业、工矿企业等领域的投资比重。另外，一些信托公司也在保障房、高新技术企业、能源交通、艺术品市场等领域进行了很好的尝试。投资领域的多元化有利于信托业规模的继续壮
- 信托公司投资领域的广泛性和资金运用的灵活性，使其能够保持较高的盈利水平。鉴于信托业良好的发展环境，给予整个行业优于大势的评级，给予安信信托和爱建股份谨慎推荐的评级。给予经纬纺机推荐评级。

走势图



重要公司

评级

经纬纺机	推荐
爱建股份	谨慎推荐
安信信托	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550511020009

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxa@nesc.com

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、信托业发展状况

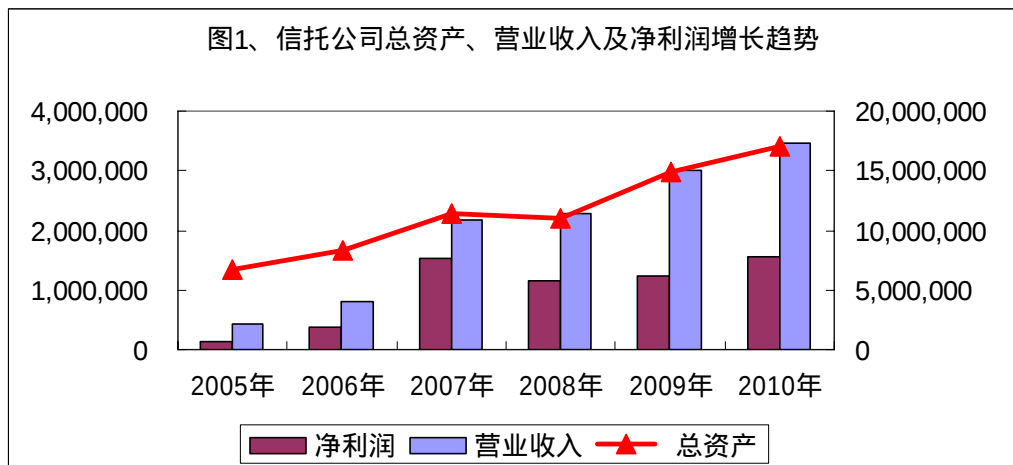
1、信托规模发展迅速

目前中国信托业已进入历史最好的发展时期,这表现在行业不仅平稳应对了国际金融危机的冲击,而且信托业务规模还在复杂的宏观经济背景下,取得了较高的增长。据统计,截至 2010 年底,全国信托公司管理的信托资产合计 30103 亿元,与 2004 年末 2102 亿元的信托资产规模相比,在不到六年的时间里增长近 15 倍。行业人均利润 134 万元,在全国金融业中处于较高水平。

信托公司快速成长的原因是多方面的,其中直接发挥作用的是行业政策的改变。2007 年 3 月 1 日,银监会出台“新两规”(《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》)。“新两规”通过压缩固有业务、限制集合信托资金以债权方式运用、限制关联交易、鼓励和引导创新业务和自主管理业务、明确合格投资者标准等方式,调整了信托公司业务范围,使信托公司从过去的“融资平台”向“受人之托、代人理财”的专业理财机构和财富管理机构转型,引导信托公司向信托主业回归。

自此,“新两规”使信托公司真正全面回归信托本源业务,信托公司全面实施转型和开展创新,自此中国信托业进入了全新的历史发展时期。这一时期,信托业发展方向得以明确、经营模式得以确立、经营机制得以转换、产品结构得以升级,短短四年中管理信托资产突破 3 万亿,新增信托资产规模超过历史总额。

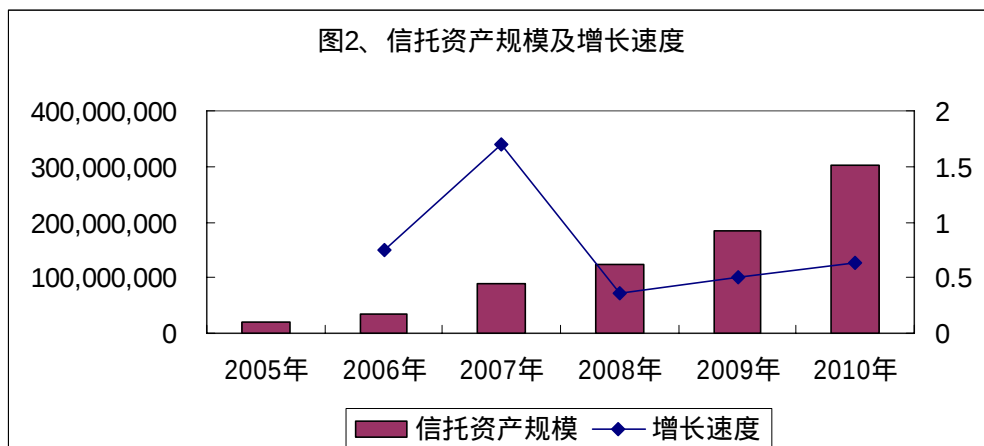
截至 2010 年底,整个信托行业的总资产、营业收入和净利润分别达到 1708.3 亿元、347.3 亿元和 155.6 亿元,与 2005 年相比,分别增长 153%、689%和 1161%,年平均增长率分别为 30.7%、137.8%和 232.2%。



资料来源：WIND

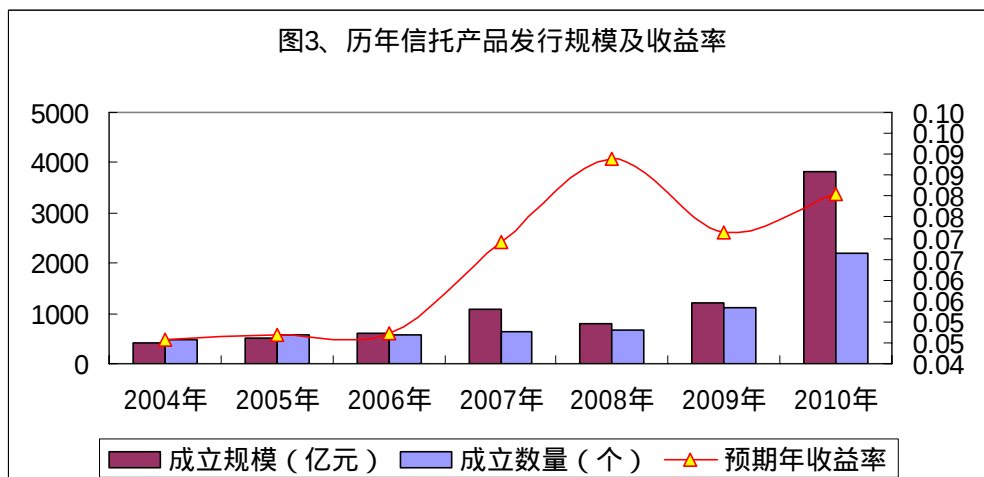
截至 2010 年底,整个信托行业信托资产规模达到 3 万亿元,比 2005 年增长 14 倍,年平均增长率为 295.5%。信托产品成立个数、成立规模和预期收益率每年都呈良好的增长态势。

图2、信托资产规模及增长速度



资料来源：WIND

图3、历年信托产品发行规模及收益率

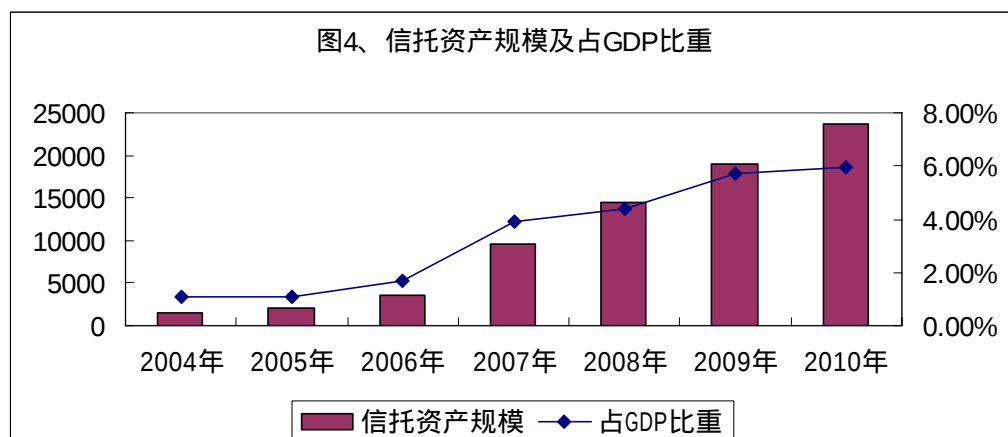


资料来源：WIND

2、信托资产占 GDP 比重有较大幅度提升

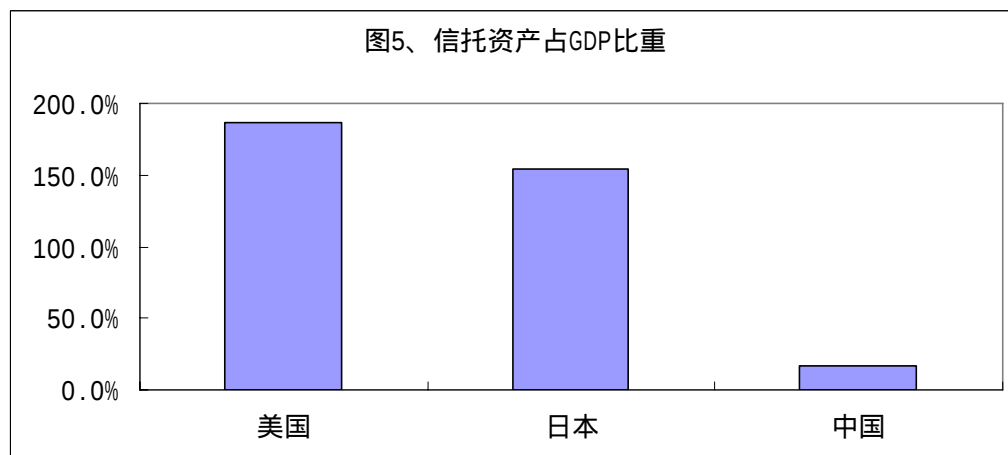
随着信托资产规模的加速增长，其占 GDP 的比重也逐渐加大。2004 年信托资产规模占同期 GDP 的比重仅为 1.1%，到 2010 年时这一比重已上升到 5.9%。我国信托行业的发展速度要快于同期 GDP 的发展速度。目前，美国信托业资产占 GDP 的比重为 186.8%、日本信托业资产占 GDP 的比重为 153.9%，与发达国家相比，我国信托业的发展还有很大的空间。

图4、信托资产规模及占GDP比重



资料来源：WIND

图5、信托资产占GDP比重



资料来源：WIND

3、信托业务结构逐渐优化

2009 年以来，由于“新办法”的政策导向和条款规定，传统的集合资金信托产品虽然由于惯性作用仍保持了一定增长，但在表面繁荣的现象之下，渐成颓势。信托本源业务将面临爆发式增长，信托业开始从量变到质变，传统的通道型业务开始向资产管理业务发展。

从变动情况看，集合类资金信托和投资类信托增长迅速，事务管理类信托资产余额有所下降。手续费收入占业务收入总额的比例提高。

自 2009 年以来，信托类资产中，融资类信托资产占比逐渐下降，而投资类信托资产占比逐渐提高，说明信托公司以贷款为主的债权型资金运用模式运用开始下降，而以股权、权益为主的投资类资金运用模式开始提升，创新能力增强。

表1、信托业务类型变化趋势

	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度
融资类	60.0%	61.55%	57.45%
投资类	20.0%	17.78%	27.71%
事务管理类	20.0%	20.66%	14.84%

资料来源：东北证券；信托业协会

目前，信托资产中，单一资金信托占比高，集合资金信托比例低，据统计 2009 年在全国信托公司发行的信托产品中，集合类资金信托产品规模约占 30%，单一资金信托产品占 70% 左右。单一资金信托规模占比尽管大，但大部分为被动管理类的“平台”型业务，产品附加值低、信托报酬率低；而集合类资金信托产品则大多属自主管理类的主动型业务，信托公司掌握产品的主要原创要素和话语权，产品的回报率高，是信托公司主要利润来源之一。自 2009 年以来，单一资金信托占比开始下降，而集合资金信托占比开始上升。

表2、信托来源结构变化趋势

	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度
集合资金信托	15.0%	12.6%	23.9%
单一资金信托	75.0%	80.5%	71.7%
管理财产信托	10.0%	6.9%	4.4%

资料来源：东北证券；信托业协会

从业务收入结构来看，2009 年全行业手续费收入占业务收入总额的比例突破 50%，首次超过业务收入总额的一半，说明信托公司的利润来源和收入结构更加合理，信托主业不断加强，可持续的盈利模式趋于成熟和稳定。而在投资收益中，除部分短期投资外，信托公司投资于部分金融机构的长期股权投资也愈来愈占据重要的地位，逐步形成信托公司良好、稳定的投资收益信托本源业务将面临爆发式增长。

表3、信托业务收入结构变化趋势

	2007	2008	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度
利息收入				13.70%	11.42%
信托业务收入	31%	40%	52.70%	55.93%	53.31%
投资收益				23.97%	15.23%

资料来源：东北证券；信托业协会

二、信托业的比较优势

1、信托业收益率高于其它金融产品

“资产管理”是一种宽泛的定义，信托公司并不享有专营权。银行的理财业务、证券的资产管理业务、证券投资基金的基金产品以及阳光私募，都是受人之托，代人理财，只不过是他们有自己相应的专属业务领域，而信托公司则没有相应的专属业务领域，

按照我国金融体系的分业经营与分工合作，证券公司的资产管理产品、基金管理公司的基金产品和商业银行的理财产品存在很大差异。券商理财产品及公募基金的主战场是股市以及股市派生的股指期货等较高风险的领域，银行理财产品的主战场是储蓄存款和债券等固定收益证券。

各领域风险不同，收益也差别比较大，券商理财产品、公募基金产品，收益高，风险也比较大，银行理财产品风险尽管小，但收益也比较低。对信托产品来说，资产配置可以横跨货币市场、资本市场和产业领域，既可以配置一些低端风险的债券、货币基金，也可以象银行一样进行贷款，还可以配置高端风险的股票、基金等。

由于各个领域的投资收益存在着此消彼长的关系，因此信托产品的平均投资收益高于基金、券商理财产品和银行理财产品，而又能保持相应的稳定性。

表4、2011年各种金融子行业相关产品收益率对比

金融子行业	收益率	产品名称
银行存款	3.25%	1 年期存款
保险结算利率	4.00%	银保结算利率
证券市场	-4.06%	2011 年沪深 300 指数涨幅（包含股票投资、股票型基金、券商理财产品的收益率等）
债券市场	3.83%	10 年期国债
货币市场	3.60%	银行间质押式 7 日回购利率
银行理财市场	3.5%—5%	信贷类产品
信托市场	8.7%	信托产品

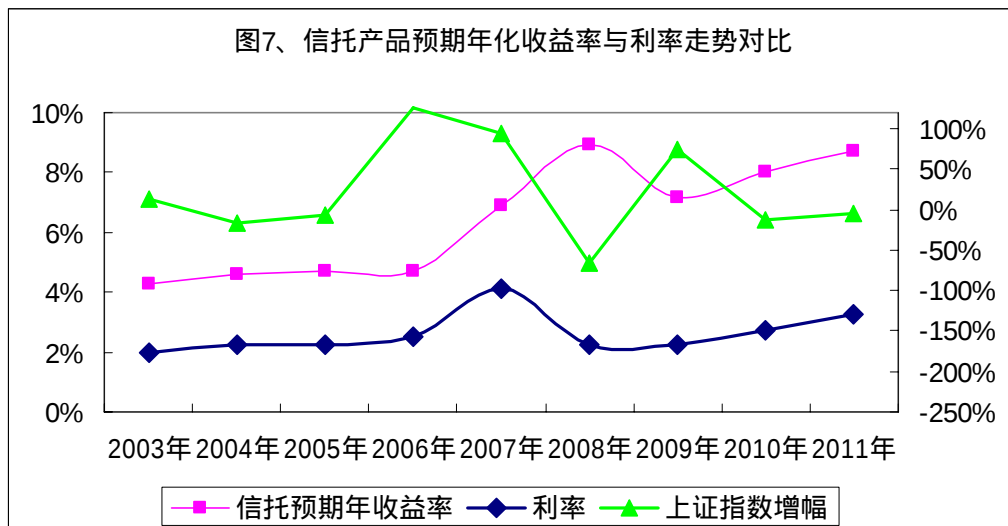
资料来源：东北证券

表5、历年来各金融市场投资收益率对比

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
利率	1.98%	2.25%	2.25%	2.52%	4.14%	2.25%	2.25%	2.75%	3.25%
信托预期年收益率	4.30%	4.59%	4.7%	4.71%	6.9%	8.91%	7.14%	8.04%	8.70%
上证指数增幅	13.4%	-16.5%	-6.6%	126.6%	93.7%	-65.5%	74.2%	-13.4%	-3.8%

资料来源：东北证券

而根据相关数据计算，信托产品的收益率和收益率波动性均介于银行、保险和基金理财产品之间。较稳定且较高的投资收益将会使信托产品在众多的理财产品中脱颖而出，更具竞争优势。



资料来源：东北证券

信托产品定位于中等风险中等收益。与风险度较低的定期存款、国债以及银行理财产品相比，信托产品的收益比较高，风险相对较大，但与风险度较高的证券投资相比，信托产品收益稳当，风险可控。由于房产调控、股市缺乏赚钱效应、通胀预期下存款债券吸引力趋弱，因此，高收益的结构化信托产品吸引力加大。

表6、历年来各金融市场投资收益率波动率比较

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
利率	-0.6%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	1.5%	-0.4%	-0.4%	0.2%	0.7%
信托年收益率	-2.1%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	0.5%	2.5%	0.7%	1.6%	2.3%
上证指数增幅	-9.1%	-39.0%	-29.1%	104.1%	71.2%	-88.0%	51.7%	-35.9%	-26.3%

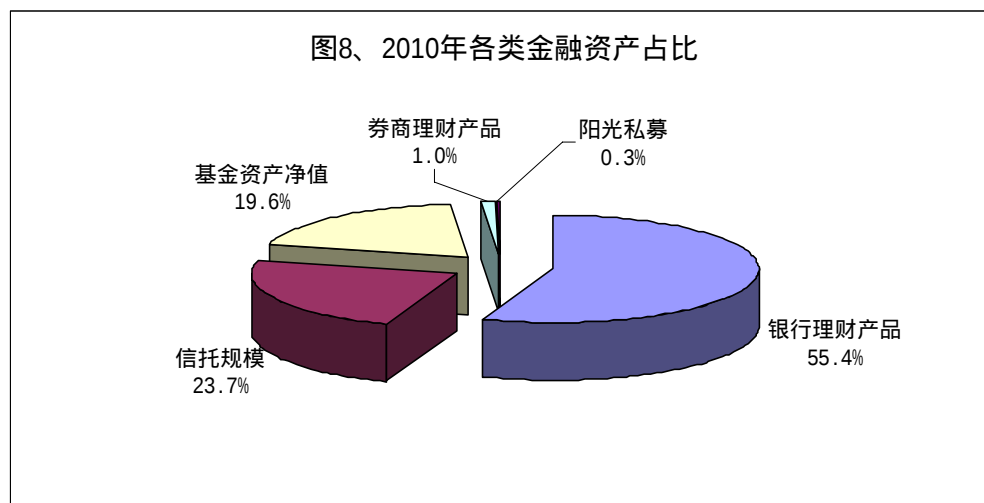
资料来源：东北证券

与其他金融机构比较，信托公司不能异地设立分支机构，不能宣传产品，因此缺少自身稳定的销售渠道以及客户难以了解信托产品，成为了信托产品销售中很难逾越的障碍。正因如此，依托其他金融机构的渠道进行销售，成为许多信托公司产品销售的一个重要方式。

如此境况下，信托公司在产品销售上要取得突破，唯一的选择就是提高预期收益，这也意味着信托产品的投资收益必须要远高于金融市场中其他理财产品，才能满足信托产品的高预期收益。

信托资产市场份额快速增长

从市场份额上来看，目前信托产品与银行理财产品、券商理财产品、证券投资基金和阳光私募基金相比，占有 23.7% 的市场份额，处于第二位。



资料来源：WIND

由于收益率高于其它资产管理产品，而风险又处于中等水平，因此，信托公司吸引了大量社会资金的关注，信托公司受托的资产规模快速上升，近 5 年来，信托资产的平均增长速度为 296%，仅次于银行理财产品。由于信托资产快速积累，因此市场份额提升速度很快。

表7、各类金融产品资产规模变动趋势

单位：亿元

亿元	银行理财产品	券商理财产品	基金	信托产品	阳光私募
2005 年	2000	140	4694	1910	19
2006 年	4000	171	8565	3350	66
2007 年	9000	176	32756	9033	452
2008 年	37000	227	19389	12286	257
2009 年	47600	634	26695	18478	224
2010 年	70500	835	24972	30133	271
年平均增长率	685%	100%	86%	296%	271%

资料来源：东北证券

三、多元化的投资渠道

信托资金主要投资于金融市场、房地产、基础设施、工矿企业、能源等领域。资产配置可以横跨资本市场、货币市场和产业市场。

表8、各金融子行业投资领域对比

金融产品	投资领域	所属市场	投资模式
银行理财产品	新股申购、债券、信贷资产、利率、票据	货币市场、资本市场	证券投资、新股申购、存款
券商理财产品	股票、基金、少量债券、现金	货币市场、资本市场	证券投资
基金	股票、少量债券、现金	货币市场、资本市场	证券投资
保险	银行存款、大部分债券、少量股票基金	货币市场、资本市场	证券投资
信托	房地产、工商企业、基础设施、能源、交通运输、商贸流通、股票、债券、黄金、艺术品、利率产品	货币市场、资本市场、产业市场、文化市场	贷款、证券投资、股权、债券、权益、组合投资

资料来源：东北证券

表9、信托行业投资领域变动趋势

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
金融	16.40%	11.60%	20.60%	72.70%	41.50%	26.60%	18.60%	19.30%
房地产	33.30%	31.40%	30.60%	11.30%	31.70%	34.30%	52.10%	40.50%
工商企业	6.00%	12.80%	11.00%	10.20%	10.60%	15.60%	17.90%	23.90%
基础设施	17.60%	44.20%	17.30%	4.00%	9.30%	16.00%	11.50%	8.90%
能源	6.50%		10.10%	0.60%	2.60%	1.90%		
交通运输	14.70%		7.40%	0.60%	2.20%	1.70%		
商贸流通	1.10%		0.90%	0.20%	0.80%	1.30%		
科教文卫	0.30%		1.00%	0.00%	0.50%	0.00%		
农林牧渔	1.80%		0.10%	0.10%	0.10%	0.60%		
旅游餐饮	0.30%		0.50%	0.10%	0.20%	1.20%		
其它	2.00%		0.60%	0.20%	0.50%	0.70%		7.40%

资料来源：用益工作室

表10、主要金融产品风险与收益比较

金融品种	风险状况	可采取的规避风险的措施	风险状况	收益状况
信托	风险承担依赖于信托财产	第三者担保、超额抵押、股权、债权回购、优先受偿权等信用增级手段	中	依赖产品标的信托财产的收益状况,收益率不定,但采取信用增强措施后,收益较高
债券	根据发行人整体信用状况,有偿还本息的法律保证,通常风险较低	可以采取第三者担保、偿债基金、资产抵押等手段	低	依赖当期市场整体无风险利率水平和发行人信用风险溢价
股票	根据发行人整体经营状况,没有本息保底保障,通常风险较高	选择经营好的企业股票投资	高	来源于价差收益和股息收益,通常较高
基金	依赖于投资的品种范围,没有本息保底保障,通常风险较高	选择信誉好、投资品种与自身的风险偏好一致的管理公司	高	来源于所投资的金融产品的投资收益,通常低于股票

资料来源：东北证券

在我国目前的金融体系中,信托公司是唯一可以横跨货币、资本及直接投资市场的金

融机构。与商业银行、证券公司以及基金管理公司所其他类型的金融机构相比，信托公司的主要优势和特色在于其业务功能的多样性、涉足领域的广泛性、金融工具的丰富性和运作方式的灵活性，能够根据经济周期的转换、大类资产市场的轮动以及宏观经济金融政策调控方向把握不同市场中的业务机会、进行跨市场资产配置。

由于各个领域的投资收益存在着此消彼长的关系，因此信托产品的平均投资收益高于基金、券商理财产品和银行理财产品，而又能保持相应的稳定性。

在金融行业，信托公司享有“野骆驼”的称谓。是指在特定的经营环境下，一旦出现有利的市场行情，信托公司能够敏锐地捕捉市场热点，迅速地转换角色进入状态，并善于把制度和政策优势发挥到极致，其扩张速度之快，令其他金融机构望尘莫及。例如，121号文件颁布之后，由于商业银行放贷的门槛提高，信托公司的房地产信托发行热火朝天；当股票市场高涨之时，信托公司的证券投资业务又立即突飞猛进，借助银信合作的新股申购业务纷沓而至。

信托公司区别于其他金融机构的最主要特性就在于它的综合性，这种综合性不仅在于横跨三大市场，还在于被赋予了不同于其他金融机构的目标基础资产，因此也就产生了与其他金融机构的相区别的低风险和高收益。这种区别可以根据客户需求，根据客户的资产情况设计出超越其他金融同业业务功能的产品。在分业经营的监管模式下，这种区别与不同也正是信托公司最大的优势。

四、灵活的资金运用方式

从资金运用方式上看，信托资金主要有贷款、证券投资、股权投资、债权投资、权益投资和组合方式等等，具有较大的灵活性和自由度。

信托资金运用方式灵活多样，可以规避政策风险，资金运用方式的转换可以让限制投资的领域重新放行。例如，基础设施的投资，在当今地方政府债务过重的情况下，国家已禁止了人大保函等政府承诺保证措施，同时也禁止政府以土地为抵押等保障措施，这使得政府类项目要进行信托融资，很大程度上是通过其下属单位（如各地的城建公司）进行，由于政府项目一般规模较大，如以贷款方式，城建公司可能会出现抵押措施不足，增加权益投资方式而减少了贷款方式可以规避这种限制。其次国家在禁止政府以土地为抵押等保障措施的同时，利用股权投资方式可以增加基础设施类的投资规模。

表11、信托资金运用模式对比

	信托标的	收益来源	信用增级
贷款信托		贷款利息收入	(1) 财政支持的方式，即偿还贷款本金和利息的收入直接来源于财政资金；(2) 采用第三者担保，担保方都是具有较高的信用等级和偿还能力的企业；(3) 对于房地产项目，一般采取房地产资产超额抵押方式
股权信托	股权	收益主要来源于运营过程中的股权投资收益分配或者是股权转让溢价	到期回购股权或由新的投资者承接这部分股权，转让资金用于偿付信托本金

债权信托	债权	利息收入及债权转让	原始权益人，承诺按照贷款余额回购相关的贷款
权益信托	股权、收益权、受益权、经营权、收费权	收益权、受益权、经营权、收费权所带来的现金流	各项权益的抵押
组合方式	股权、债权和收益权的组合	组合收益	股权或债权折价处理

资料来源：东北证券

1、股权信托

以股权为标的设置信托，收益主要来源于运营过程中的股权投资收益分配或者是股权转让溢价。

通常而言，股权收益具有高收益、高风险的特征，所以以股权作为信托的标的需要特别的机制来规避这种可能的高风险。在股权退出方面，一般都要采取相应的保障措施，到期回购股权或由新的投资者承接这部分股权，转让资金用于偿付信托本金。

2、以债权为标的设置信托

债权信托，主要是以债权为标的设置信托计划，这些债权主要有应收帐款和住房贷款以及其它信贷资产等。

在安全保障方面，债权人承诺按照贷款余额回购相关的贷款。如果债权资产是银行贷款，这实际上类似于银行贷款证券化，如果该贷款资产包内有部分贷款出现违约可能，商业银行必须保证按照贷款本金给予信托投资人弥补。这一做法实际上是对原有权益人——商业银行附加了一个义务，

3、权益投资信托

权益投资信托是指将信托资金投资于能够带来收益的各类权益的资金信托品种，如股权、收益权、受益权、经营权、收费权等等（这些权益包括基础设施收费权、公共交通经营权等）。当企业对于持续投入的项目面临资金快速回笼的问题时，权益投资类产品可以在一定程度上缓解这个矛盾，通过财产受益权转让，可以将投资于这些项目的权益资金以较低利率的代价替换出来，形成资金流的回笼，替换出的资金又可以投入到其他项目当中。

对于受托人来说，是指将信托资金投资于能够带来稳定现金收益的财产权或者权益的资金信托品种；对于融资方来说，其目的主要在于通过对具有稳定未来现金流量的物业的受益权转让，实现长期收益的套现，从而为其他项目的开发融资。

权益投资作为一种投资于未来有稳定现金流的投资方式，其有贷款和股权投资所无的优势。当某一项目不满足贷款条件时，可通过权益投资来规避贷款的各种条款限制，而又无需像股权投资那要产生什么股权过户费等相关费用；同时权益投资在收益方面一般又要比贷款类高，以及在计算风险资本计提时，又是按投资类标准（当然有回购条款的除外），可以减少风险资本的计提，可谓一举多得。

4、组合运用方式

许多单靠某一投资方式所不能规避的政策和风险，可以通过组合运用方式来实现。如要规避股权回购条款，可以采用股权加债权的资金运用方式，如：某股权附加回购的投资项目，为了规避回购带来的不良影响，就可采用股权加债权的方式进行，首先对股权和债权进行折价处理，如到期项目方不溢价回购股权，信托公司可低价处理其债权，以迫使其在无回购条款时，主动溢价回购其股权，以实现信托的收益和退出；如要防止融资方过早提前还款，可以贷款加债权的方式进行，对债务进行重组处理，如到时，项目方提前还款，可对其收取债务重组管理费，以实现收益。

组合运用因其特有的灵活性，所以倍受信托业人士青睐，在净资本办法推出后，组合运用类方式明显增加，究其原因：主要因附有回购类的股权和权益等投资性模式被要求按融资类标准进行风险资本计提，信托公司为了规避这一条，特采用组合运用方式。但监管层也意识到组合运用方式的灵活性，固在净资本管理办法中，对组合运用方式的风险资本计提系数要按从高标准计算，这在一定程度上又抑制了组合运用类。但总体来看，随着信托业的发展，信托的优势要发挥出来，就必定会增加信托产品的灵活性和创新力度，这会在一定程度上增加组合运用方式。

五、巨大的潜在市场需求

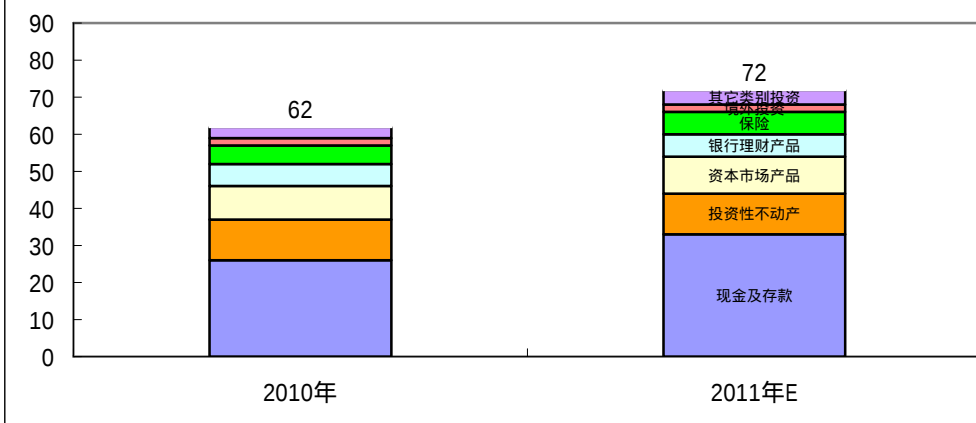
随着我国经济的快速增长，居民个人可投资资产也同步快速增加，2010 年我国个人可投资资产达到 62 万亿人民币，比 2009 年增长 19%；预计 2011 年我国个人可投资资产达到 72 万亿人民币。同时，我国高净值人群规模正在逐年扩大。2010 年，中国的高净值人群达到了约 50 万人的规模。其中，超高净值人群超过 2 万人，个人可投资资产达到 5 千万以上人士超过 7 万人。

（可投资资产：个人投资性财富（具备较好二级市场，有一定流动性的资产）总量的衡量指标。可投资资产包括个人的金融资产和投资性房产。其中金融资产包括现金、存款、股票（指上市公司流通股和非流通股，下同）、债券、基金、保险、银行理财产品、境外投资和其他类别投资（包括信托、私募股权、阳光私募、黄金、期货）等；不包括自住房产、非通过私募投资持有的非上市公司股权及耐用消费品等资产。）

投资需求的增长是个人资产上升到一定阶段以后的必然趋势。随着居民收入的增长，高收入阶层对投资收益的追求和对风险承受能力的逐渐增强使人们越来越倾向于寻找适合自己的资产配置。

中国高净值人士的财富目标、资产配置以及增值服务的需求越来越多元化。居民个人可投资资产的快速增加，越来越多的高净值人群倾向于选择专业理财机构为其进行财富管理。个人资产对银行存款的配置意愿越来越低。

图9、2010 - 2011年全国个人可投资资产总体规模

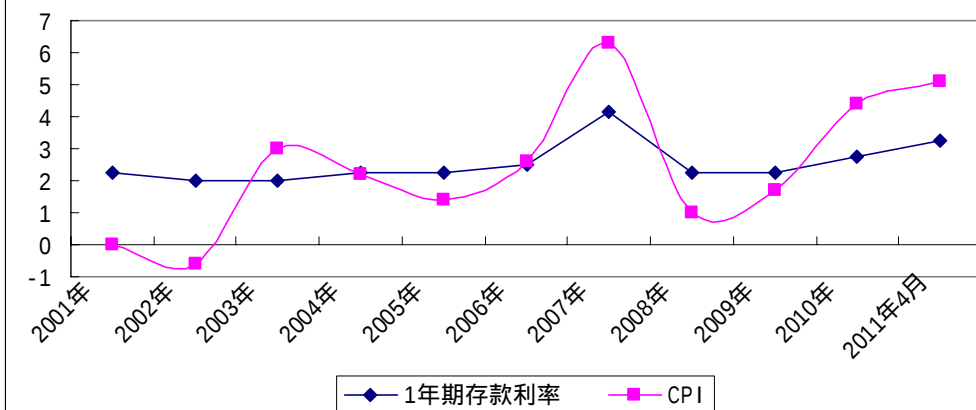


资料来源：东北证券

注：“资本市场产品”包含个人持有的股票、基金、债券等；“其他类别投资”包含个人持有的信托、私募股权投资、阳光私募、黄金和期货等。

由于投资渠道缺乏，我国居民仍有高达 79%的个人金融资产是以银行存款的形式存在，在高通胀时代，银行存款对个人财富的保值增值越来越起不到保障作用。随着我国经济的快速增长，居民个人可支配收入也同步快速增加，居民个人的理财需求也出现了井喷式的增长。

图10、CPI与存款利率



资料来源：东北证券

随着居民收入的增长，个人资产配置需求将降低储蓄率，而信托产品将是较好的替代选择。

在我国目前的金融体系中，信托公司是唯一可以横跨货币、资本及直接投资市场的金融机构。信托公司具有商业银行、证券公司以及基金管理公司所不具备的全面的投资渠道和制度上灵活性。历史上，制度上的缺陷以及由此产生的信用缺失造成了历史上我国信托行业整体发展迟缓。而目前随着信托制度的不断完善以及一批优质信托公司的脱颖而出，相信未来我国的信托行业将在资产管理市场上占有重要的地位。居民对于信托资

产管理的需求也将逐步的加大。

2010 年信托产品的年化收益率为 8.7%、远远高于存款、债券等固定收益产品。信托产品定位于中等风险中等收益。与风险度较低的定期存款、国债以及银行理财产品相比，信托产品的收益比较高，风险相对较大，但与风险度较高的证券投资相比，信托产品收益稳当，风险可控。由于房产调控、股市缺乏赚钱效应、通胀预期下存款债券吸引力趋弱，因此，高收益的结构化信托产品吸引力加大。

随着我国国民经济的快速发展，“信托”已经成为目前炙手可热的高端理财方式之一。从信托公司目前的客户构成看，目前高端客户和机构客户已经不折不扣的成为了信托公司最大的客户群体。在信托公司的客户中，除了金融资产在 100 万以上的高端个人客户以外，信托公司还管理着庞大的机构客户资金。几千万到数亿的企业资金、十几亿到几十亿的银行理财资金通过信托公司管理已经屡见不鲜。特别是银信合作模式下，商业银行的理财资金往往以单一资金信托的模式与信托公司的计划连接。从 2009 年信托公司的平均资金结构分析，信托公司 70%以上的信托资金均来自于包括银行在内的机构客户。

六、紧缩环境下信托规模快速增长

2011 年紧缩货币政策的市场环境，对以提供融资服务的信托业产生影响。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。紧缩的货币政策会引起信托业资产规模的增加，这样可以有效的保证开发更多的信托产品，有效的拓宽融资范围。

同时，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。

在银行信贷紧缩时期，银行必定会把钱都放在刀刃上，而不太愿意把有限的资金放在收益不高的基础设施类项目上，这在一定程度上会增加基础设施类项目从信托进行融资；对房地产行业来说，由于紧缩政策，银行贷款也被大大压缩，使房企的资金链趋紧，很多优质的房地产项目因拿不到信贷转而寻求信托融资。

从最近几年的信托资金投向来看，房地产、工商企业和基础设施行业是信托资金的主要投向，在宏观紧缩的市场环境下，这种趋势越来越明显。从 2010 及 2011 年的情况看，房地产、工商企业及基础设施建设的信托资金投资占比逐年上升。

表12、信托资金投向对比

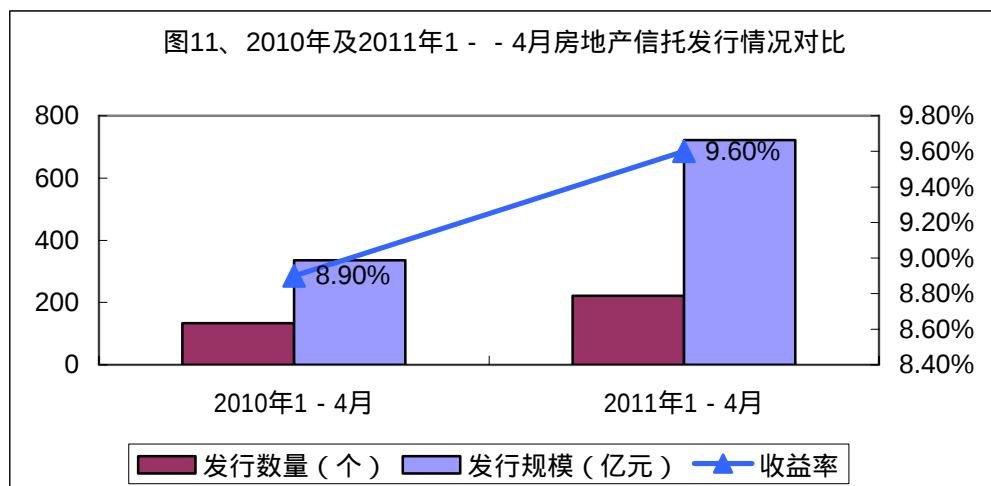
	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
金融	16.40%	11.60%	20.60%	72.70%	41.50%	26.60%	18.60%	13.63%
房地产	33.30%	31.40%	30.60%	11.30%	31.70%	34.30%	52.10%	44.98%
工商企业	6.00%	12.80%	11.00%	10.20%	10.60%	15.60%	17.90%	22.64%
基础设施	17.60%	44.20%	17.30%	4.00%	9.30%	16.00%	11.50%	11.44%
能源	6.50%		10.10%	0.60%	2.60%	1.90%		
交通运输	14.70%		7.40%	0.60%	2.20%	1.70%		

商贸流通	1.10%		0.90%	0.20%	0.80%	1.30%		
科教文卫	0.30%		1.00%	0.00%	0.50%	0.00%		
农林牧渔	1.80%		0.10%	0.10%	0.10%	0.60%		
旅游餐饮	0.30%		0.50%	0.10%	0.20%	1.20%		
其它	2.00%		0.60%	0.20%	0.50%	0.70%		7.31%

资料来源：东北证券

虽然国家对房地产信托的调控一直在进行，监管部门的规范性政策不断出台，但房地产信托业务在信托公司的业务占比中始终处于较高位置。总体来说，自房地产新政以来，房地产信托发行数量和规模，都有了很大幅度的增长；可以说房地产调控给房地产信托带来很大的发展机遇，，房地产调控对现阶段房地产信托产品的发行影响越来越小。

2011 年 1-4 月共发行 222 款房地产类集合信托产品，发行规模达 722.11 亿；与去年同期相比，发行数量增长 66.92%，发行规模达增幅 115.26%；相对于同期总发行规模的 79.33%增幅和非房地产类产品发行规模的 58.48%增幅来讲，今年前 4 个月房地产信托的增速明显。2011 年 1-4 月房地产信托的平均年收益率高达 9.6%，相对 2010 年全年房地产信托 8.92%的平均年收益率来说，增长了 7.62%。



资料来源：东北证券

虽随着通胀的增加，工商企业类信托产品在预期收益方面有较大压力，但银行信贷的紧缩，这会在很大程度上促使企业从信托进行融资。因此，工商企业领域信托的发展空间也比较大。

在银行信贷紧缩时期，在一定程度上会增加基础设施类项目从信托进行融资；不利的是：地方政府负债过重，以及国家已禁止了人大保函等政府承诺保证措施，同时也禁止政府以土地为抵押等保障措施，虽这些都可规避，但成本会加大；其次随着通胀的压力增大，基础设施类项目在收益方面有提高的要求，而在期限方面还有下降的要求，这都不利于基础设施类项目。所以 2011 年基础设施类的发展，要看信托公司如何发挥其信托

优势去规避政策条款和风险。

其他类信托产品的发行数量和发行规模占比也在明显增长。主要原因是，随着实体经济的复苏以及战略性新兴产业的兴起，除房地产、政府融资平台之外的企业的融资需求大幅增加，导致信托公司投资于非三大领域信托计划的占比提升；另外，不少信托公司已经注意到业务集中于三大领域的风险，结合国家的产业政策和金融政策导向，开始对能源、节能环保等新兴领域的试水。

七、灵活的资金运用方式有利于开拓新的发展的空间

2010 年 9 月，银监会发布《信托公司净资本管理办法》，对信托公司净资本、风险资本计算标准和监管指标做出了明确规定。在净资本扣减比例中，贷款类资产、投资性房地产资产是最高的，均在细项下有高达 30%-100% 的扣减比例。

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》，要求信托公司在开展房地产信托业务时审慎选择交易对手，合理把握规模扩张。对于房地产信托投资的监管也明确体现在了净资本计算标准的规定上。

《信托公司净资本管理办法》以净资本和风险资本为核心，将信托公司管理的信托资产规模与其净资本直接挂钩，这标志着信托公司按传统资金运用方式无限做大信托资产规模已经比较难，信托公司在一定范围内可以多发投资类产品，少发融资类产品，以达到规避政策风险的目的。

资金运用方式的转换可以让限制投资的领域重新放行。例如，基础设施的投资，在当今地方政府债务过重的情况下，国家已禁止了人大保函等政府承诺保证措施，同时也禁止政府以土地为抵押等保障措施，这使得政府类项目要进行信托融资，很大程度上是通过其下属单位（如各地的城建公司）进行，由于政府项目一般规模较大，如以贷款方式，城建公司可能会出现抵押措施不足，增加权益投资方式而减少了贷款方式可以规避这种限制。其次国家在禁止政府以土地为抵押等保障措施的同时，利用股权投资方式可以增加基础设施类的投资规模。

另外，在房地产信托领域，为突破信托规模的限制，房地产类产品资金运用方式已由贷款、股权投资方式向股权、权益和组合运用转移。由于股权、权益和组合运用方式不仅可达到贷款的目的，且又能规避许多条款，平均预期收益又较贷款类高，在房地产调控趋紧时期，房地产类资金运用方式向股权、权益、组合运用集中。

《信托公司净资本管理办法》的影响下，信托公司可以通过多发投资类产品，少发融资类产品规避相关限制。因此，权益类和组合类产品发行规模扩大。

2010 年以来，集合信托产品在资金运用方面有以下特点：（1）权益投资和股权投资已逐步取代贷款类，成为集合信托资金的主要运用方式。本年年权益投资、股权投资的发行规模占比较去年均有大幅的增长。资金运用方式的变化，一定程度上反映了信托公司的自主创新和主动管理能力的提高。当然这与国家政策的引导是分不开，国家出台的“信

托公司净资本管理办法”中，融资类的风险资本计提系数明显较投资类的高，这在信托公司注册资本相对其管理信托资产规模普遍不足的情况下，为了能多做业务，信托公司一定程度上倾向投资类业务是必然的。

(2) 贷款类增幅低于平均增长幅度，信托不再是银行的补充。2010 年贷款类发行数量和规模较上年分别增长 46.13%和 59.48%，相对与总量平均增幅的 88.58%和 204.22%还是有一定的距离。在通胀日益严峻和银行信贷收紧的当今，且贷款类规模离 30%的上限还有近一半的空间，贷款类规模占比出现不升反降的情况，就可以一定程度上说明信托公司目前已开始逐步发挥信托的优势，而不是只是做银行的补充而存在。

表13、信托资金运用方式变化

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
证券投资	6.80%	4.60%	14.30%	69.90%	23.20%	24.20%	13.00%	8.43%
贷款	72.40%	88.00%	71.90%	8.20%	13.10%	29.30%	15.30%	12.77%
股权投资	6.40%	7.40%	7.40%	9.60%	22.40%	14.60%	24.40%	29.57%
权益投资	13.80%	0.00%	5.10%	9.50%	15.10%	18.80%	30.10%	27.77%
组合运用	0.10%	0.00%	0.00%	1.10%	13.80%	12.70%	16.40%	14.02%
其他投资	0.50%	0.00%	1.40%	1.50%	12.30%	0.40%	0.90%	7.42%

资料来源：用益信托工作室

八、投资新领域

在目前宏观调控的背景下，房地产、金融市场等行业面临较多的不确定性，信托资金的投向如果在这两个行业的集中度偏高，容易导致风险过大，面临较大的周期波动。

为控制风险，信托资金可以提高在基础设施产业、工矿企业等领域的投资比重。另外，一些信托公司也在保障房、高新技术企业、能源交通、艺术品市场等领域进行了很好的尝试。投资领域的多元化有利于信托业规模的继续壮大。

1、艺术品领域

在现有业务受限的情况下，信托公司为寻找新的盈利点，在艺术品投资领域进行了尝试，并获得了较好的业绩。2010 年以来，共有 23 个艺术品信托计划发行，募集资金 26.7 亿元。

艺术品除了艺术属性、文化属性以外，另外一种金融属性。一旦出现经济危机或金融危机，资金要寻找一个避险的场所。真正顶级的、人们所公认的一些艺术品，虽然也有一定的波动，但是在金融危机时期必然是资金追逐避险的一种保值、增值的工具。从国际上看，艺术品投资已是西方大型金融机构财富管理部门和私人银行部门为其高端客户提供的一项重要的理财服务，也是面向机构投资者较为成熟的另类投资品种。

艺术品信托是艺术品资产转化为金融资产的一种现象。金融机构通过向社会投资者发

行银行理财产品或信托计划，募集资金并将资金配置到艺术品领域，通过专业运作、组合化投资、运作渠道和资金优势，使得社会大众在没有艺术品投资专业经验和精力，没有购买高价艺术品实力的情况下，可以从艺术品市场中获取收益。

中国经济的快速增长、国民财富的增强，为艺术品金融化奠定了物质基础。另外，随着中国人财富的增加，如何进行资产配置，如何规避传统投资品种的风险，成为许多人正在考虑的问题。这就为艺术品信托的发展奠定了市场基础。中国经济发展的强大必将带动艺术品市场的繁荣。

表14、艺术品信托发行状况

单位：万元

产品名称	委托人	发行规模	预计收益率(%)	存续期(年)
文道中国书画投资基金信托(一期)	中信信托	4000	10	3
盛藏财富宝腾1号艺术品投资信托	北京信托	7392	9	2
ART-1103 香花石系列·艺术家定投信托	上海信托			2
中信钰道2号翡翠投资基金信托	中信信托	36000	12	2
盛世瑰宝艺术品投资信托	中融信托	6000		
钰道翡翠投资基金信托	中信信托	5000		1
雅盈堂艺术品收益权信托	吉林信托	45000	8	2
飞龙艺术品基金5号·宝玉信托	国投信托	1350		1.5
长诚1号·文化艺术珍品流动化基金信托	华澳信托	20645	6.5	5
建富增盈3号广东萨米特陶瓷信托	吉林信托	13400		1
飞龙艺术品基金6号信托	国投信托	5100	9	3
飞龙艺术品基金·保利4号信托	国投信托	10000		5
邦文传家宝信托	中融信托	6000	10	1
长诚1号·文化艺术珍品流动化基金信托	华澳信托	20000	6.5	1
飞龙艺术品基金11号信托	国投信托	5000		2.5
飞龙艺术品基金·保利2号信托	国投信托	3000		1.5
飞龙艺术品基金·保利3号信托	国投信托	4500		1.5
聚信汇金貔貅1号信托	中信信托			
飞龙艺术品基金·保利6号信托	国投信托	20000		5
盛世宝藏1号保利艺术品投资信托	国投信托	4650	7	1
飞龙艺术品基金8号信托	国投信托	20000	8	2
飞龙艺术品基金7号信托	国投信托	7800	9	2.5
懋源富雅1号艺术品投资信托	北京信托	7000	10	5
飞龙艺术品基金9号信托	国投信托	15000		2

资料来源：WIND

2、证券投资业务创新

证券投资信托业务一直是国内信托理财市场上的主力军，曾经占信托理财市场发行量近一半。然而，自去年开始资本市场持续动荡，信托公司通往资本市场的路径屡遭封堵，

传统证券投资信托业务的市场空间愈发受到挤压。面对现实一些信托公司开始探索新的投资方式，尝试在其中加入新元素。

2010 年以来股市表现低迷，对证券投资类型的集合资金信托产品也产生一定的影响。另外，在证券信托开户被禁之后，信托公司新发证券投资信托计划面临制度约束，证券投资类信托产品为获得发展空间，必须在业务创新方面下功夫。

（1）TOT 产品

不少信托公司借鉴国外先进模式，推出了 TOT 产品，以达到间接投资证券市场和分散投资、减低风险的目的。“中铁信托·金鼎优选配置 1 号集合资金信托计划”、平安信托联手东海证券推出的“平安财富·东海盛世 1 号”集合资金信托计划、外贸信托联手光大银行推出的“阳光私募基金宝”、华润信托推出的托付宝 TOF-1 号集合资金信托计划等，在一定程度上解决了开户被禁给信托公司证券信托业务带来的制度约束，促进了证券信托业务的开展，也实现了产品创新。

（2）套利型产品

打新类信托计划曾经由于风险较小、收益较高以及流动性较强的特征赢得了投资者的喜爱，把握住了特定市场环境下的投资机会，满足了部分投资者的特定投资需求。而随着打新类信托计划逐渐淡出历史舞台，信托公司亟需一个风险、收益、流动性特征与之类似的信托产品以填补市场空白。

套利型理财产品逐渐走入人们的视线。套利这种投资方式风险较小，与一般的贷款类信托计划相比流动性更好、收益想象空间更大，与打新类信托计划具有相似的风险收益特征，能够较好的填补打新类信托计划淡出历史舞台之后留下的市场空白，具有较大的市场前景。

2009 年以来，不少信托公司正是看到了套利型产品的市场前景，积极进行尝试和探索，以提前占领市场，如山东信托推出了“山东国托·恒鑫套利+新股”二期集合资金信托计划、中信信托推出了“中信信托·套利通 2 号证券投资集合资金信托计划”等。

（3）指数投资型产品、大类资产配置型产品

基于能力约束与制度优势的创新证券投资对投资机构的专业能力和经验要求很高，不仅要具有专业的投研团队、决策流程和风控体系，还要具有选时（研判大盘走势、决定买卖时机）、选股（即证券估值）和构建投资组合的能力。而信托公司一般来说员工人数并不多，业务线也比较宽，与公募基金和私募基金相比，较难形成一个具有相近水平和规模的证券投资团队，因此，借助第三方机构的投资团队，发展自主管理型证券投资信托计划，培养核心投资能力以获得较高报酬就成为信托公司的主要模式。

为此，上海信托推出了“（上信-H-0601）红宝石”系列锁赢策略指数连接证券投资信托计划”，主要投资于 ETF 指数基金和封闭式基金。产品由上海信托自主开发、自主管理、自主决策，体现了信托公司自主管理的思路，而且，由于指数投资的方式只需要管

理人具有选时的能力，不需要选股和构建投资组合的能力，缓解了信托公司在发展自主管理型证券投资信托计划中的人力资源瓶颈，促进了自主管理型证券信托业务的开展，实现了信托公司在能力约束下的产品创新。

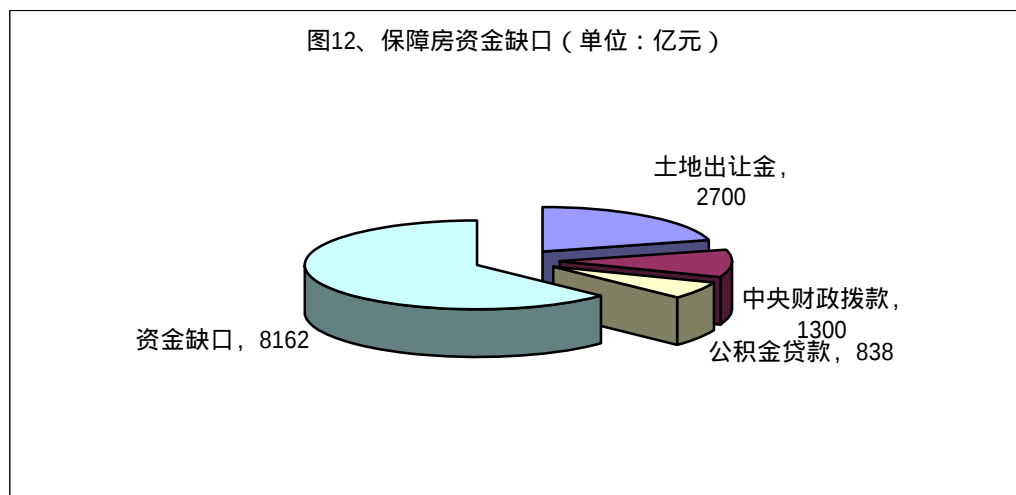
3、保障房建设

在财政资金支持有限的情况下，由于目前贷款规模收紧，整个信贷市场供不应求，商业银行为了达到盈利目标，也必然会追逐利润较高的项目，而保障房贷款综合定价难以令人满意，所以不少银行兴趣不大。信托便成为填补这项资金缺口的重要补充。

与银行比较，信托公司在介入保障房建设上有其特有的优势，主要是机制体制更加灵活，资金审批投放速度快，资金运用方式也更加多样，可以是债权形式，也可以是股权形式，还可以是债权加股权的混合形式。在风险控制手段上，信托可以运用的手段也更加多样。这些都为信托公司进入保障房市场奠定了基础。

2011 年在保障性安居房中，有 200 万套经济适用房和两限房，估算年度投资是 5000 亿，400 万套棚户区改造，估算年度投资也是 5000 亿，400 万套廉租房和公租房，则是 4000 亿。按这一预算，这 1000 万套保障房总共需要投入 1.3-1.4 万亿左右。

据了解，目前保障房资金主要通过三个途径解决，一是中央财政拨款约占总投资的 10%；二是住房公积金贷款约为 10%；三是各地政府土地出让金中划拨 10%，由此进行具体的资金测算：



资料来源：用益信托工作室

我们经过测算，扣除掉财政以及公积金、土地出让金等，今年的保障房建设就存在着 8000 亿左右的资金缺口，远超近两年信托总规模，市场资金需求较大；另一方面，国民财富日益增长，同时国内日渐高涨的通胀，使得越来越多的人把投资目光投向高端稳健投资的信托产品，以期实现资产的保值增值，资金供给充足。由此，保障房信托的资金供求条件都较好，保障房信托的潜力是巨大的。

表 15、2011 年 1-5 月保障房信托发行情况表

	发行规模 (万)	发行数量 (个)	平均期限(年)	平均收益率	在信托总规模 中占比
2010 年	707875	23	2.25	8.58%	1.80%
2011 年 (1-5 月)	650195	21	2.03	9.52%	3.10%

资料来源：用益信托工作室

最近几年，许多信托公司已经在接洽甚至储备了一些保障房项目。在这一领域，一些信托公司也已经进行了探索，最初有些是与保障房、棚户区改造相关的项目，后来也出现了纯保障房项目。2011 年 1 - 5 月，保障房信托发行 65 亿元，在信托总规模中占比 3.10%，与去年相比，上升幅度较快。尽管保障房信托目前规模还不小，但总体发展速度较快。

信托公司投资渠道收窄的背景下，信托公司还没有找到更好的投资领域；保障房信托不仅收益可观，而且风险控制更加简单和容易。保障房因为有政府信用的担保，其信托规模还有可能脱离“净资本约束”的限制。因此，尽管保障房信托不会像纯商品房项目那样高，仍然会对信托公司产生极大的吸引力。

九、净资本成为信托公司的核心竞争力

2010 年 9 月，中国银监会下发了《信托公司净资本管理办法》，提出了在信托业使用净资本、风险资本和风险控制指标进行风险监管的新思路。可看成是对信托业以往那种规模扩张、粗放经营行为的一次整顿，《办法》实施后，由于信托公司的业务规模要受到净资本等风控指标的约束，信托业将出现一些不同以往的新变化。

（一）净资本成为信托公司的核心竞争力之一

按照《办法》，净资本为净资产减去各项业务风险扣除项之和的余额，并且净资本不得低于 2 亿元，还要超过所有风险资本之和以及不得低于净资产的 40%。也就是说，在《办法》实施后，对于业务开展中风险的防范，信托公司已不能仅仅停留在以往技术操作的层面上，不仅应具备在一定程度上能够抵御和覆盖经营中预期风险的“硬实力”——风险资本，而且还必须具备在一定程度上能够防范意外风险的“硬实力”——净资本，即净资本将成为信托公司经营风险的最后一道防线。净资本已经成为衡量信托公司实力强弱、风控能力大小的重要指标。

（二）高风险业务将不再受信托公司青睐

《办法》中规定，不同的业务和不同的资金运用方式具有不同的风险系数，也就是风险越高的业务占用的风险资本就越多。因为在特定时期内，信托公司的净资产是一个常数，如果某信托公司的高风险业务规模过大，那么可能会导致它的净资本触及监管红线。因此，实力较弱的信托公司，即净资产和净资本较低的公司，在开展高风险业务方面就会受到极大限制，有时还不得不压缩一些高风险、低收益的业务才能符合监管要求。例如，银信合作业务就是这样的典型，近年来的银信合作基本都是银行处于主导地位，

信托公司只是借助自身制度优势分享一点“残羹冷炙”，但《办法》实施后，这样低附加值的业务将不再受宠。

（三）信托公司的分化趋势将加剧

《办法》实施后，信托公司在开展业务的同时，还必须定期检查净资本状况，以确保有关指标符合监管要求。这样对于那些实力较弱，或者业务规模扩张较快的信托公司，常常容易逼近监管指标的临界点。总之，《办法》落实后，信托公司的业务规模将受到净资本有关指标的强力约束，只有实力雄厚的信托公司才能进一步做大作强，实力较弱的信托公司，在开展高风险业务方面就会受到极大限制。于是，强者恒强，弱者更弱，中国信托业的分化趋势将加剧。

（四）信托公司上市呼声再起。2007 年以来，尽管一再受挫，信托公司上市热情不减。排队上市的信托公司包括中信信托、北京信托、中海信托、华信信托等。

随着未来《信托公司净资本管理办法》的实施，信托公司的业务规模同其净资本挂钩，信托公司对资本金的需求必将比以前强烈。而信托公司募集资金的渠道不能仅仅依赖大股东注资，上市融资必将成为一种重要渠道。此外，盈利模式问题在《信托公司净资本管理办法》的公布之后又再次成为其实现二次转型的核心和焦点，只要信托公司在《信托公司净资本管理办法》实施后完成主动转型，对自身的战略进行清晰的定位，调整其经营模式和业务模式，形成公司核心竞争力，通过组织重建以及公司治理结构的调整来达到公司各方面的制衡，这一敏感问题有望现实实质性突破。在沉寂了两年多之后，一些信托公司开始重新审视上市的必要性和重要性，未来几年极可能会再次出现一个信托公司争相酝酿上市的高潮。

十、信托行业投资策略

2007 年，银监会出台“新两规”以来，我国信托业快速发展，业绩显著，信托资产规模快速膨胀。信托资产在银行理财产品、基金产品、券商理财产品等所有资产管理业务中占比快速上升。另外，随着我国经济的快速增长，居民个人可投资资产也同步快速增长，居民对信托产品的潜在需求巨大，这些都说明，我国信托业具有很大的发展前景。

目前，紧缩的货币政策，必然对以提供融资服务的信托业产生影响。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。紧缩的货币政策会引起信托业资产规模的增加，这样可以有效的保证开发更多的信托产品，有效地拓宽融资范围。另外，信托公司在保障房建设、艺术品投资和证券投资类业务创新方面有新的发展空间。信托公司投资领域的广泛性和资金运用的灵活性，使其能够保持较高的盈利水平。鉴于信托业良好的发展环境，给予整个行业优于大势的评级，给予安信信托和爱建股份谨慎推荐的评级。给予经纬纺机推荐评级。

十一、重点公司分析

1、经纬纺机（000666）

2010 年，经纬纺机完成了对中融信托 36% 股权的收购工作，成为中融信托的第一大股东。中融信托自 2010 年 8 月起纳入本公司合并报表范围，进入金融行业，大大提高了公司的整体盈利能力。2010 年，中融信托为经纬纺机贡献的净利润为 3.8 亿元，占公司净利润总额的 75.4%，成为主要的利润来源。

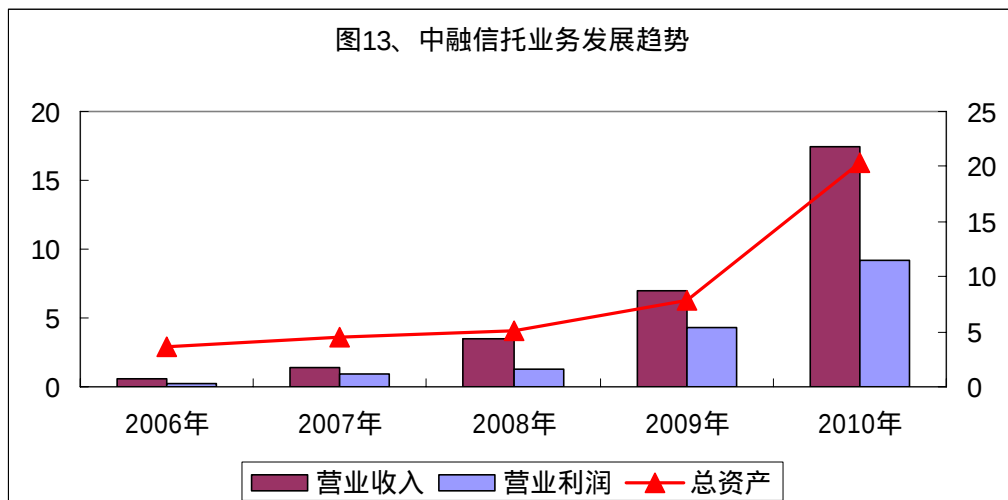
表 16、信托业务对经纬纺机的利润贡献

单位：万元

	营业收入	营业成本	净利润	净利润占比	毛利率
纺织机械	532069	467157	10008.9	19.6%	12.2%
金融信托	94065	33	38474.1	75.4%	99.97%
房地产	24285	15980	2900.8	5.7%	34.2%
非纺机业	16414	14577	0.0	0.0%	11.2%
其他业务收入	61889	52519	-334.6	-0.7%	15.1%
合计	728723	550266	51049.2	100.0%	

资料来源：公司公告

图13、中融信托业务发展趋势



资料来源：WIND

中融信托自 2007 年换发金融许可证以来，其规模和收入突飞猛进，信托资产和总资产分别增长 70 余倍和 4.7 倍，营业收入和净利润分别增长 28.66 和 76.22 倍。目前，中融信托信托资产在行业内排名前 5 名，净利润在行业内排名第 6 名。

表 16、中融信托发展趋势

单位：亿元

亿元	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	0.59	1.4	3.5	6.97	17.5
营业利润	0.29	0.98	1.29	4.27	9.2
总资产	3.7	4.56	5.11	7.844	20.4

净利润	0.09	0.77	1.32	3.24	6.95
净资本	3.25	3.25	3.25	3.25	5.8

资料来源：WIND

表 17、中融信托各项业务排名及发展趋势

单位：亿元

	净利润	排名	信托资产	排名	总资产	排名
2005 年	795	29	188,301	35	35,601	46
2006 年	931	41	477,083	25	36,965	45
2007 年	7667	32	6,597,548	3	45,470	46
2008 年	12230	26	7,032,331	5	51,129	47
2009 年	32363	12	13,153,303	4	83,378	37
2010 年	69500	6			204,000	21

资料来源：WIND

2011 年紧缩货币政策的市场环境，对以提供融资服务的信托业产生影响。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。紧缩的货币政策会引起信托业资产规模的增加，这样可以有效的保证开发更多的信托产品，有效的拓宽融资范围，在良好的市场发展前景下，我们预计中融信托未来仍将保持高速增长。

经纬纺机纺机主业恢复很好，我们预计进入 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。

由于信托业和主业表现优异，我们预计 2011 年经纬纺机的 EPS 将达到 0.76 元，动态市盈率为 15 倍，给予谨慎推荐评级。

表 18、经纬纺机业绩预测

单位：元

一般企业 - 利润表 (单位：元)	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	7,287,232,569	8,428,483,558	9,774,108,021	10,751,518,823
营业收入	6,346,580,502	7,393,766,284	8,635,919,020	9,499,510,922
利息收入	19,371,650	21,308,815	23,439,697	25,783,667
手续费及佣金收入	921,280,417	1,013,408,458	1,114,749,304	1,226,224,235
二、营业总成本	6,831,678,508	7,401,474,207	8,067,606,886	8,793,691,506
营业成本	5,502,328,725	5,997,538,310	6,537,316,758	7,125,675,266
利息支出	328,563	358,133	390,365	425,498
营业税金及附加	83,524,131	91,041,303	99,235,020	108,166,172
销售费用	166,512,857	181,499,014	197,833,925	215,638,978
管理费用	993,848,984	1,083,295,393	1,180,791,978	1,287,063,256
财务费用	43,800,050	47,742,055	52,038,840	56,722,335
三、其他经营收益		156,977,602	171,105,586	186,505,089
公允价值变动净收益	27,119,250	29,559,983	32,220,381	35,120,216
投资净收益	116,896,898	127,417,619	138,885,205	151,384,873
四、营业利润	599,570,210	1,183,986,953	1,877,606,722	2,144,332,407
加：营业外收入	92,747,921	101,095,234	110,193,805	120,111,247

减：营业外支出	23,726,719	25,862,124	28,189,715	30,726,789
五、利润总额	668,591,411	1,259,220,063	1,959,610,811	2,233,716,865
减：所得税	158,099,044	297,762,558	462,468,151	527,157,180
六、净利润	510,492,367	961,457,505	1,497,142,660	1,706,559,685
减：少数股东损益	265,775,517	500,559,620	778,514,183	887,411,036
归属母公司所有者净利润	244,716,850	460,897,885	718,628,477	819,148,649
七、每股收益：	0.41	0.76	1.19	1.36

资料来源：WIND

2、安信信托（600816）

2007 年 1 月 15 日，安信信托发布《安信信托投资股份有限公司非公开发行股票草案》公告 07 年 1 月 12 日，安信信托与中信集团公司、中信华东（集团）公司、上海国之杰签署了《股份认购意向书》，拟通过定向增发的方式吸收中信信托全部股权从而实现中信信托借壳上市。安信信托向中信集团公司、中信华东（集团）公司、上海国之杰定向增发 10-15 亿股，其中中信集团公司以其持有的中信信托 80%的股权认购，中信华东（集团）公司以其持有的中信信托 20%的股权认购，上海国之杰以现金认购。

2008 年 6 月 16 日，安信信托公告公司向特定对象发行股份购买资产暨重大资产出售事宜的申请获证监会有条件通过。安信信托借壳方案受此收到监管部门原则上认可。

2011 年 4 月 25 日，安信信托公告自 4 月 26 日复牌，同时董事会审议通过了《关于签署<定向发行合同补充协议>》的议案。与之前的《定向发行合同》相比补充协议与原协议主要有两点变动：1、上海国之杰认购安信信托的新增股份数量由 1.5 亿股调减为 1 亿股，每股价格维持原有方案不变；2、若经国务院特批，中信集团有权将所持中信信托 80%的股权转让给其子公司，该子公司将继承中信集团在重组协议中的全部权利与义务。从公告上看。此次收购方案变更并复牌表明其重组方案并未被否。但具体什么时候借壳上市成功，还要等待进一步的公告。

过去 6 年间，中信信托的营业收入增加 16 倍，净利润增加 18 倍，信托资产规模增加 22.6 倍。2010 年中信证券的净利润、信托资产规模和总资产规模分别在行业内排名第 3 位、第 1 位和第 4 位，是行业内名副其实的龙头企业。

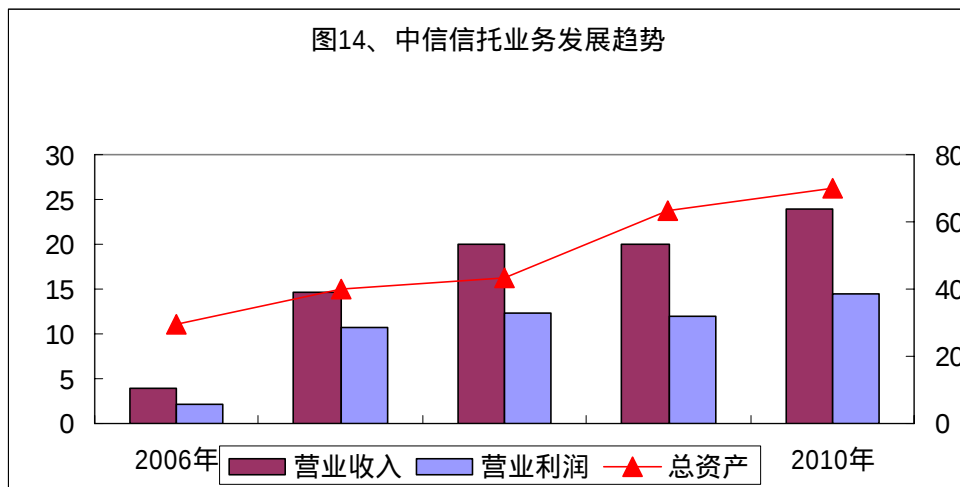
表 19、中信信托各项业务收入及排名

单位：万元

	净利润	排名	信托资产	排名	总资产	排名
2005 年	5845	10	1,408,339	1	145662	17
2006 年	13033	8	3,855,105	2	295704	8
2007 年	62927	6	19,619,327	1	303611	6
2008 年	93310	2	16,077,930	1	433807	4
2009 年	95915	3	20,678,079	1	583051	5
2010 年	110878	3	33,279,077	1	770866	4

资料来源：WIND

图14、中信信托业务发展趋势



资料来源：WIND

按照安信信托的增发方案，公司完成对中信信托定增后总股本将变为 17.66 亿股，届时，安信信托对中信信托的控股比例将达到 100%。2010 年中信信托的净利润为 11.09 亿元，则中信信托的 EPS 为 0.63 元，按金融行业的平均市盈率 34.3 倍计算，则中信证券的每股股价应该为 21.66 元，总市值规模应该为 383 亿元。

如果中信信托借壳能够成功，相对于中信信托的规模，安信信托的市值规模将有较大的上升空间，给予安信信托谨慎推荐的评级。

表 20、金融行业平均 PE

证券代码	证券简称	市盈率	EPS[单位] 元
000562.SZ	宏源证券	17.3	0.894
000686.SZ	东北证券	20.4	0.82
000728.SZ	国元证券	23.0	0.47
000776.SZ	广发证券	21.0	1.60
000783.SZ	长江证券	18.6	0.54
002500.SZ	山西证券	46.5	0.18
600030.SH	中信证券	10.4	1.13
600109.SH	国金证券	31.2	0.43
600369.SH	西南证券	34.2	0.34
600837.SH	海通证券	18.7	0.44
600999.SH	招商证券	18.4	0.90
601099.SH	太平洋	65.7	0.13
601377.SH	兴业证券	40.7	0.35
601688.SH	华泰证券	19.0	0.61
601788.SH	光大证券	20.6	0.64
000563.SZ	陕国投 A	44.7	0.23
600643.SH	爱建股份	75.9	0.13

600816.SH	安信信托	92.7	0.20
平均		34.3	

资料来源：WIND

3、爱建股份（600643）

2011年5月27日，爱建股份发布《非公开发行股票预案》，你对上海国际集团、经怡实业、大新华投资、汇银投资等机构发行A股股票数量合计为28,508.77万股，募集资金26亿元，其中，20亿元对爱建信托进行增资扩股。在完成本次增资之后，爱建信托的净资产将增加到25亿元左右。

爱建信托获得本公司20亿元增资后，净资产规模将达到约25亿元，接近市场领先信托公司的净资产水平，从而显著地提升爱建信托的资本实力和市场地位，扩大爱建信托可以管理的资产规模，为爱建信托未来实现持续快速的发展奠定良好的基础。《信托公司净资本管理办法》颁布以后，净资本已经成为衡量信托公司实力强弱、风控能力大小的重要指标，净资本成为信托公司的核心竞争力之一。爱建信托此次增资，将有利于信托业务的快速发展，业务收入及净利润将大幅度提升，为母公司贡献的利润也将大幅度增长，因此，给予爱建股份谨慎推荐的评级。

表 21、爱建信托各项经营指标与行业内优秀公司对比

单位：万元

公司名称	营业收入	净利润	总资产	实收资本	所有者权益	信托资产
平安信托	947,703	257,368	5,218,199	698,800	1,841,873	13,959,420
华润深国投	164,630	137,983	972,018	263,000	830,081	6,529,720
上海国际信托	181,363	82,679	642,786	250,000	531,655	5,466,953
江苏国际信托	76,613	62,629	440,887	248,390	433,315	2,729,725
中诚信托	167,195	101,136	932,877	245,667	803,105	1,488
对外经贸信托	64,111	43,602	386,680	220,000	358,241	8,646,300
华信信托	65,992	42,782	332,231	205,700	320,220	4,063,180
吉林信托	44,008	17,326	253,612	159,660	203,583	4,713,272
建信信托	33,083	17,437	456,114	152,727	438,390	6,601,601
华融信托有	75,377	31,015	197,663	151,777	185,930	5,374,640
爱建股份	9,666	6,369	43,961	250,000	43,829	847,868

资料来源：WIND

注：本报告部分数据及资料来自用益信托工作室，在此表示感谢！

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。