

信托行业：制度优势点亮现在，可持续业务模式决定未来

推荐 初次评级

核心观点：

- **制度优势点亮现在。**自2006年以来，随着中国经济的高速发展及企业融资需求的不断增强，凭借信托制度优势、广阔的投资领域、强大的风险控制能力和强大的金融平台优势，中国信托行业得到快速发展。信托业管理资产规模高速扩张，规模从2006年的3000多亿扩张到2010年3万亿，增长达10倍。
- 从行业整体盈利情况来看，2006年行业整体净利润为42亿元，至2010年行业整体净利润达到162亿元，增长4倍。
- **可持续业务决定未来。**2010年银监会发布《信托公司净资本管理办法》(征求意见稿)，信托行业正式进入净资本管理时代。《信托公司净资本管理办法》的出台，标志着信托公司无法再无限制做大信托资产规模，在开展信托业务时，必须考虑各种信托资产的风险系数及其收益特征。中国的高净值人群总数居世界前五名，考虑到中国庞大的富裕阶层迫切的理财需求，未来信托行业应当建立在资产管理信托和主动管理型融资、投资类信托上。
- **给予行业推荐评级。**我们建议关注经纬纺机和安信信托。经纬纺机作为中融信托的第一大股东，持股比例36%，2011年EPS有望达到0.98元。安信信托由于中信信托借壳事件有望脱胎换骨，我们看好中信信托的行业领先地位，同时中信信托将借助中信集团的强大股东背景和资本市场支持，打造具有核心竞争力的中国超一流信托公司。预计公司2011年EPS为0.92元。
- **主要风险因素：**房地产调控引发房价大幅下跌及监管部门可能对信托行业实施更为严格的监管举措是行业发展的最大风险。

分析师

马勇

☎: (8610) 66568238

✉: mayong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S 0130511070005



需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			10-12EPS CAGR	ROE2010A	合理估值 区间(元)
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E			
经纬纺机	000666	0.41	0.98	1.11	31.54	13.19	11.65	61%	7.99%	20.3-25.4
安信信托	600816	0.2	0.92	1.09	98.60	21.43	18.09	-	28.41%	18.4-25.1

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

制度优势点亮现在。自 2006 年以来,随着中国经济的高速发展及企业融资需求的不断增强,凭借信托制度优势、广阔的投资领域、强大的风险控制能力和强大的金融平台优势,中国信托行业得到快速发展。信托业管理资产规模高速扩张,规模从 2006 年的 3000 多亿扩张到 2010 年 3 万亿,增长达 10 倍。

从行业整体盈利情况来看,2006 年行业整体净利润为 42 亿元,至 2010 年行业整体净利润达到 162 亿元,增长 4 倍。信托资产规模占 GDP 比重由 2006 年的 1.7%,增长到 2010 年的 7.6%,占比呈现逐年上升之势。

可持续业务决定未来。2010 年银监会发布《信托公司净资本管理办法》(征求意见稿),信托行业正式进入净资本管理时代。在新的监管框架下,信托公司的经营将更为稳健,新规促使信托公司在打造“做强”的前提下,稳健实现“做大”的发展目标。在新监管框架下,银信合作规模将得到压缩。

《信托公司净资本管理办法》的出台,标志着信托公司无法再无限做大信托资产规模,在开展信托业务时,必须考虑各种信托资产的风险系数及其收益特征。同时,中国的高净值人群总数居世界前五名,考虑到中国庞大的富裕阶层迫切的理财需求,未来信托行业应当建立在资产管理信托和主动管理型融资、投资类信托上。

投资建议:

给予行业推荐评级。

我们关注经纬纺机和安信信托。经纬纺机作为中融信托的第一大股东,持股比例 36%,2011 年中融信托净利润有望达到 12 亿元以上,且 2011 年公司纺机业务发展态势良好。2011 年 EPS 有望达到 0.98 元,当前股价对应 2011 市盈率为 13.19。

安信信托由于中信信托借壳事件有望脱胎换骨,我们看好中信信托的行业领先地位,同时中信信托将借助中信集团的强大股东背景和资本市场支持,打造具有核心竞争力的中国超一流信托公司。预计公司 2011 年 EPS 分别为 0.92 元,当前股价对应 2011 市盈率为 21.43。

主要风险因素:

房地产调控引发房价大幅下跌及监管部门可能对信托行业实施更为严格的监管举措是行业发展的最大风险。

目 录

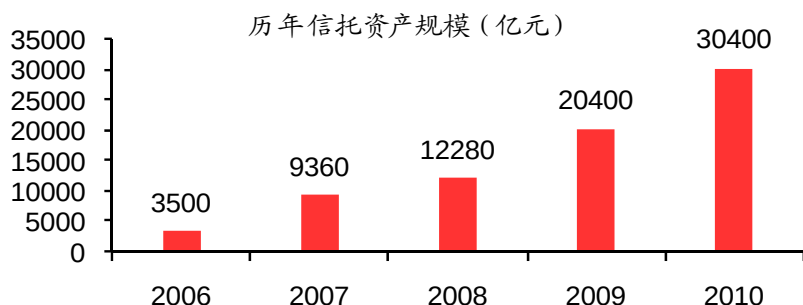
一、信托行业：制度优势点亮现在.....	1
（一）2006 - 2010 行业整体高速增长	1
（二）制度优势明显，与实体经济及其他金融行业联系紧密	5
二、可持续业务决定未来	13
银信合作——不可持续业务	13
主动管理——可持续业务决定未来	15
三、重点公司	17
（一）经纬纺机（000666）：金融与实业双支撑，业绩将爆发	17
（二）安信信托（600816）：借中信重组，龙头地位显著	18

一、信托行业：制度优势点亮现在

（一）2006 - 2010 行业整体高速增长

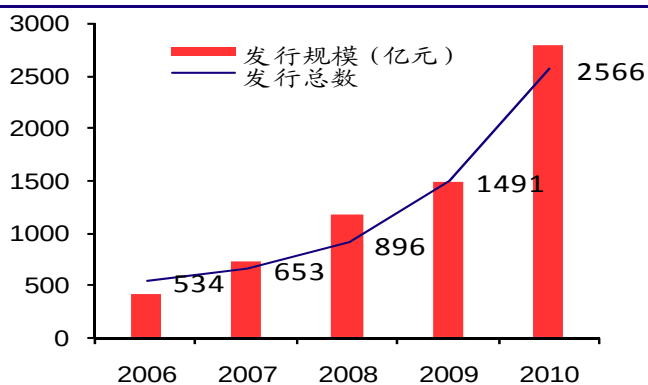
从 2006 年到 2010 年五年间，中国信托业管理资产规模高速扩张，规模从 3000 多亿扩张到 3 万亿，增长达 10 倍。在信托产品数量上面，2006 年全行业共发行 534 支信托产品，发行规模达到 400 亿元；而到 2010 年全行业发行 2566 支信托产品，发行规模达到 2800 亿元。

图 1：近些年信托行业管理资产规模高速扩张



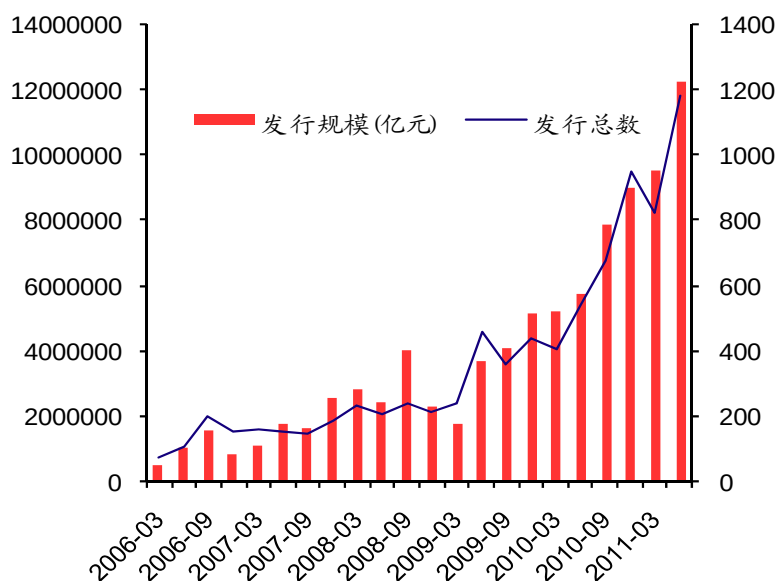
资料来源：中国信托业协会

图 2：2006 - 2010 信托产品发行规模和发行总数均保持高速增长



资料来源：中国信托业协会 中国银河证券研究部

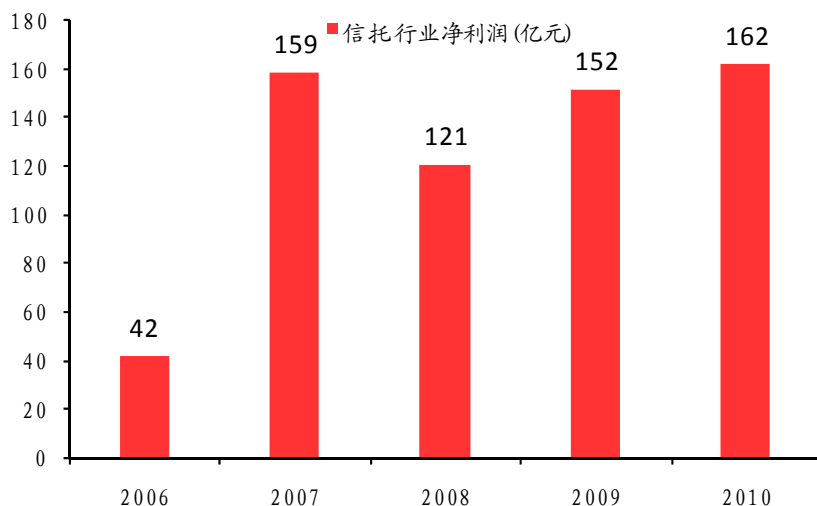
图 3: 2006 年来季度发行规模和发行总数均保持高速增长



资料来源: 中国信托业协会 WIND 中国银河证券研究部

从行业整体盈利情况来看, 2006 年行业整体净利润为 42 亿元, 至 2010 年行业整体净利润达到 162 亿元, 增长 4 倍。

图 4: 近 3 年信托行业整体净利润稳步增长

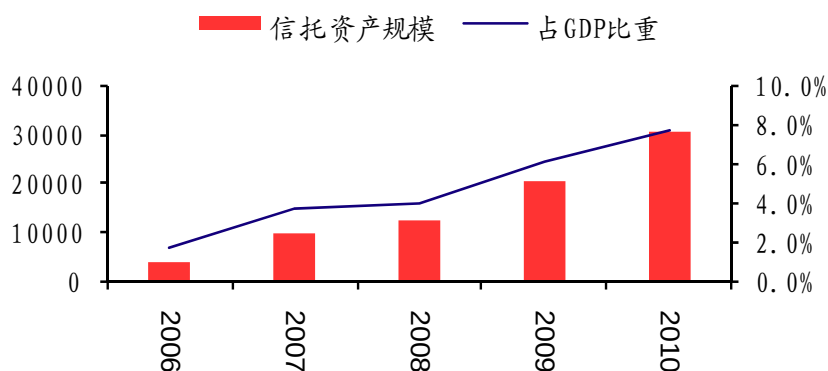


资料来源: 中国信托业协会 WIND 中国银河证券研究部

从 2006 以来, 信托行业得到大力发展。信托资产规模占 GDP 比重由 2006 年的 1.7%, 增

长到 2010 年的 7.6%，占比呈现逐年上升之势。

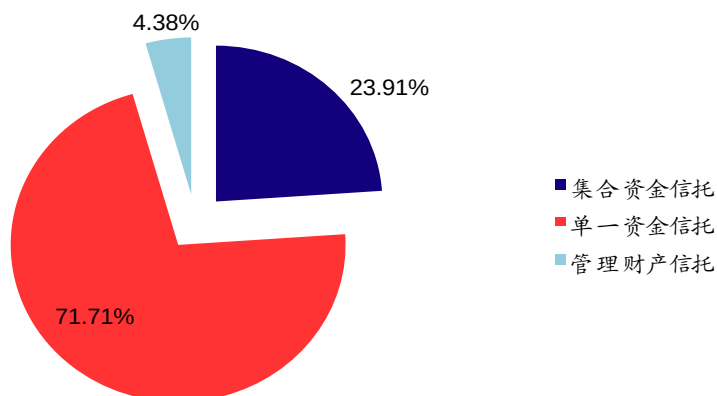
图 5：2006 - 2010 年信托资产规模及占 GDP 比重均不断上升



资料来源：Wind

截至 2011 年一季度末，从信托资金构成来看，单一资金信托仍占据主要地位，占比为 72%，集合资金信托以 24% 位居第二，管理财产类信托仅占 4%。

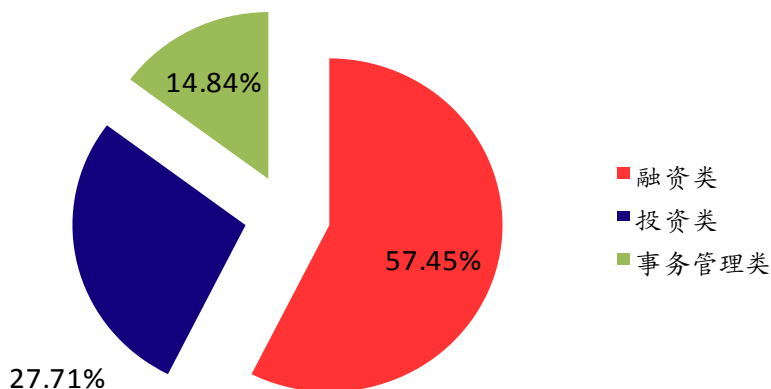
图 6：目前单一资金信托仍然占据全部信托资金七成之多



资料来源：中国信托业协会

截至 2011 年一季度末，从信托资产运用构成来看，融资类信托仍占据主要地位，占比为 57%，投资类信托以 28% 位居第二，事务管理类信托占 15%。

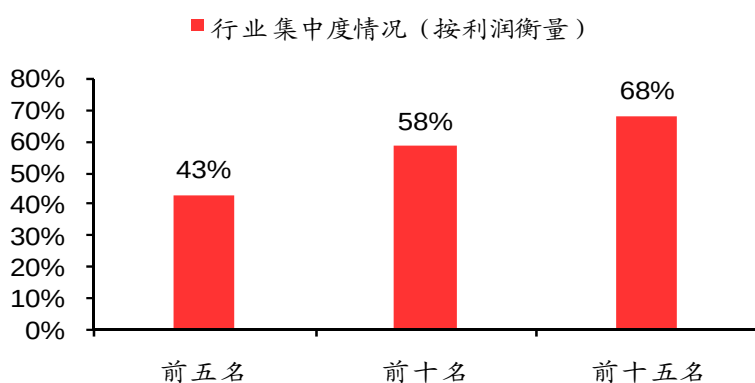
图 7：融资类信托占全部信托资产运用半数之多



资料来源：中国信托业协会

截至 2010 年，行业共有 65 家信托公司。在净利润方面，排名前五名的信托公司净利润占全行业 43%，前十名公司占全行业 58%，前 15 名公司占全行业 68%。

图 8：2010 年来信托行业前五名集中度较高



资料来源：中国信托业协会 wind

从注册资本规模来看，前三名分别是平安信托、华润信托和江苏省国际信托，从净利润来看，排名前三位的公司分别是平安信托、华润信托、中信信托。

表 1: 前 15 名信托公司创造了行业近 70% 利润

序号	公司名称	注册资本(亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
1	平安信托	69.88	94.77	25.74
2	华润深国投	26.3	16.46	13.80
3	中信信托	12	23.86	11.09
4	中诚信托	12	16.72	10.11
5	上海国际信托	25	18.14	8.27
6	中融信托	14	17.50	6.90
7	江苏省国际信托	24.8	7.66	6.26
8	中海信托	12	8.13	5.22
9	华宝信托	10	14.41	4.72
10	中国对外经贸信托	8.32	6.41	4.36
11	大连华信信托	20.57	6.60	4.28
12	北京国际信托	14	6.33	3.63
13	新华信托	6.21	6.86	3.47
14	华融国际信托	15.17	7.54	3.10
15	广东粤财信托	5.65	3.86	3.09
16	国联信托	12.3	3.82	2.91

资料来源: 中国信托业协会 wind

(二) 制度优势明显, 与实体经济及其他金融行业联系紧密

信托公司制度优势

《中华人民共和国信托法》第二条给信托下的定义为: “本法所称信托, 是指委托人基于对受托人的信任, 将其财产权委托给受托人, 由受托人按委托人的意愿以自己的名义, 为受益人的利益或者特定目的, 进行管理或者处分的行为。”

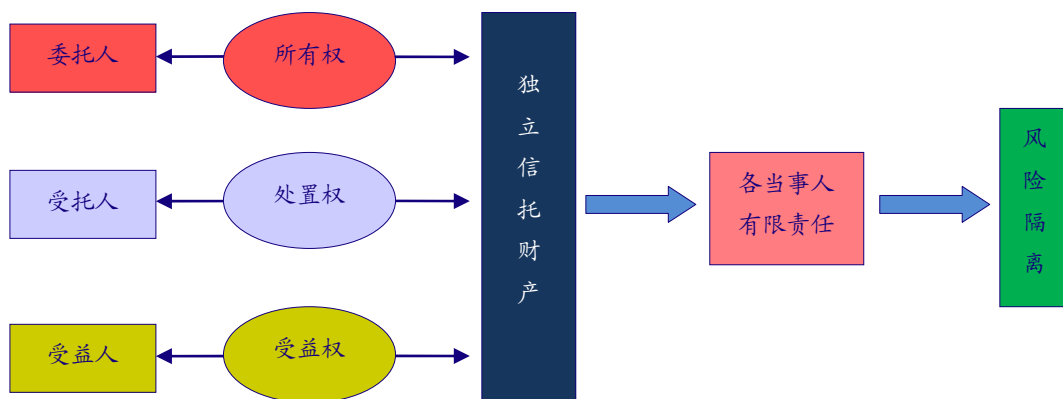
信托是一种特殊的财产管理制度和法律行为, 信托关系具有多样性和复杂性特点, 存在多种信托关系。由于信托的特殊优势, 合理运用信托制度能够提高整个金融体系的运行效率。

独立的信托财产——隔离风险

信托产品归根结底是一种金融服务, 是信托公司利用信托法理设计出的一种涉及多方的金融服务, 其主要构成包括信托财产、信托当事人和信托合同。而独立的信托财产是信托服务能够提供风险隔离功能的最基本保障。如果没有独立的信托财产, 就不可能存在信托关系, 也就不存在信托产品。信托财产是独立存在的, 不与信托委托人或受托人其他财产有任何关联。信托财产的独立性保障了信托财产在运用过程中, 由于具有信托财产所有权、处置权、受益权的分离特性, 因此能够实现与各个信托当事人自身风险的隔离, 并且仅对信托事务的债务承担有

限责任。因此，信托财产的独立性是发挥隔离风险的前提，是信托产品风险收益特征的制度基础。

图 9：独立的信托财产制度衍生出的风险隔离是信托业最大优势

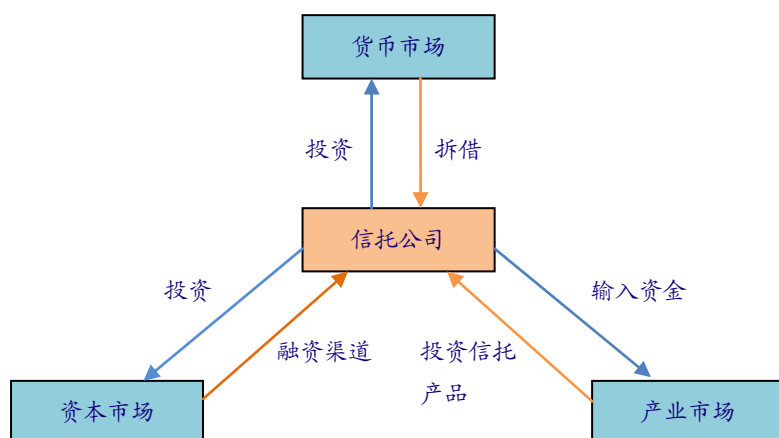


资料来源：中国银河证券研究部

广阔的信托范围——跨行业服务和信托财产多元化

从信托投资领域角度来说，信托可以横跨资本市场、货币市场和产业市场。而银行、基金管理行业由于其投资行为往往受到诸多政策限制无法做到的。银行、证券公司、保险公司所能够配置的资源仅限于货币资金，而信托公司可以根据项目需要把信托财产配置到包括金融产品、收益权、艺术品在内更广泛的投资领域。由于信托触角极为广泛，信托在满足社会需求方面的广泛适应性与灵活性更是给信托业务赋予了极大的竞争优势，因此通过信托制度可以有效整合社会中不同经济服务供给与经济服务需求，为传统社会金融服务提供有效地补充，提升社会资金使用效率。

图 10：信托公司投资领域广，可跨资本、货币及产业市场

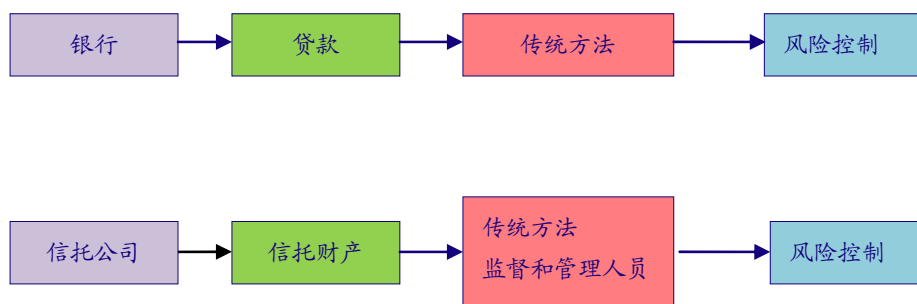


资料来源：中国银河证券研究部

风险管控力强——区别与其他金融安排的特殊设计

与其他金融安排相比，信托制度具有更强的风险管控能力。信托合同中的受托人可以通过委派监督人员或管理人员的方式近距离控制信托财产风险，最大限度地保障委托人利益。

图 11：区别于商业银行的风控方式是保障信托资产安全的重要手段



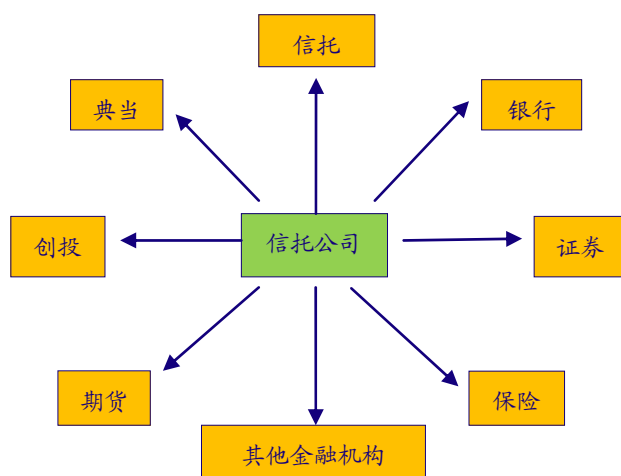
资料来源：中国银河证券研究部

注：传统方法包括贷前审查和贷后管理等

强大的平台优势——便捷地资本运作优势

在当前监管政策下，与银行及其他非银行金融机构相比，信托公司可以更加通畅地通过资本市场购并渠道，进入其他金融行业。

图 12：信托公司是搭建金融控股公司平台的最佳选择



资料来源：中国银河证券研究部

表 2：信托公司业务范围十分广泛

信托公司业务范围

1	信托公司可以申请经营下列部分或者全部本外币业务： 资金信托； 动产信托； 不动产信托； 有价证券信托； 其他财产或财产权信托； 作为投资基金或者基金管理公司的发起人从事投资基金业务； 经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务； 受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务； 办理居间、咨询、资信调查等业务； 代保管及保管箱业务； 法律法规规定或中国银行业监督管理委员会批准的其他业务
2	信托公司可开展公益信托活动。
3	信托公司可以根据市场需要，按照信托目的、信托财产的种类或者对信托财产管理方式的不同设置信托业务品种
4	信托公司管理运用或处分信托财产时，可以依照信托文件的约定，采取投资、出售、存放同业、买入返售、租赁、贷款等方式进行。
5	信托公司固有业务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。
6	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%。中国银行业监督管理委员会另有规定的除外。
7	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%。
8	信托公司经营外汇信托业务，应当遵守国家外汇管理的有关规定，并接受外汇主管部门的检查、监督。

资料来源：中国银监会

信托行业的法律体系

一法三规

2001 年我国正式颁布实施《中华人民共和国信托法》，标志中国信托业有了基本行业大法。2007 年银监会出台“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”鼓励信托公司从过去的“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。2010 年银监会发布《信托公司净资本管理办法》（征求意见稿），信托行业正式进入净资本管理时代。上述四个法律或办法就构成了信托行业的“一法三规”。

表 3：目前信托行业的主要监管框架（一法三规）

法规法规	实施时间
《中华人民共和国信托法》	2001
《信托公司管理办法》	2007
《信托公司集合资金信托计划管理办法》	2007
《信托公司净资本管理办法》（征求意见稿）	2010

资料来源：中国银监会网站，中国银河证券研究部

100%与 40%

按照《信托公司净资本管理办法》（征求意见稿）要求，信托公司必须计算净资本和风险资本，并且要求信托公司净资本与其风险资本的比值不小于 100%，同时净资本不得低于净资产的 40%。监管部门试图通过对净资本等风险控制指标的动态监控、定期敏感性分析和压力测试等手段，达到有效控制信托行业风险的目的。

监管部门规定，截至到 2011 年底，所有信托公司必须达到上述两项风险监管要求。

表 4：净资本监管的主要框架是 100%和 40%

净资本不得低于各项风险资本之和的 100%
净资本不得低于净资产的 40%
风险控制 净资本不得低于人民币 2 亿元
风险资本 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
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其他风险扣除项

资料来源：中国银监会网站

表 5: 净资本计算扣减比例表

资产种类	边界	扣减比例	业务种类	边界	扣减比例
债券	最大	4%	贷款	最大	100%
	最小	1%		最小	10%
基金	最大	3%	应收账款	最大	100%
	最小	1%		最小	20%
投资类 股票	最大	100%	长期应收款	最大	100%
	最小	3%		最小	20%
其他金融产品投资	最大	100%	拆出资金		1%
	最小	10%			
股权投资	最大	100%	其他类资产	最大	100%
	最小	10%		最小	30%
			或有负债		100%

资料来源: 中国银河证券研究部 中国信托业协会

表 6: 风险资本监管框架下风险系数表

业务种类	边界	风险系数	资产种类	边界	风险系数
金融产品投资	最大	50%	单一信托业务	最大	1.0%
	最小	1%		最小	0.1%
融资类业务		10%	集合类信托业务（银信合	最大	3.0%
非上市金融类股		10%	作业务全部视为集合信托	最小	0.2%
股权投资类			业务)		
固有业务 非上市非金融类		20%	财产信托	最大	1.0%
股权投资类				最小	0.2%
现金类资产		0%			
其他		10%	附加风险资本	最大	9.0%
				最小	2.0%
			其他业务	最大	5.0%
				最小	3.0%

资料来源: 中国银河证券研究部 中国信托业协会

表 7: 风险资本计算公式

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。

资料来源：中国银监会网站

未来趋势 - 出台“信托条例”

从目前情况来看，“一法”源自全国人大，“三规”来自行业监管部门，我国信托行业尚缺少一个来自国务院层面的“条例”，预计未来“条例”的出台将进一步规范信托业发展，引导信托行业向多元资产管理为主的方向发展。

信托监管——除法规之外的

想要理解中国信托监管，需先理顺信托是如何在中国诞生的。

信托的诞生

国外：最早的信托行为可以追溯到几千年前的古埃及。古埃及人设立遗嘱，让妻子继承自己的遗产，并为儿女制定了监护人，并设立了遗嘱的见证人。这是最早可查的遗嘱信托行为。

到了英国的封建时期，为摆脱国王对教会接受信徒土地馈赠行为的禁止，教士与法官共同创造信托制度，通过设立第三方的方式，使教会在不接受土地所有权的同时，可以享受到土地收益，达到了规避国王管制的目的。

国内：在我国，当代信托具有强烈的政府主导色彩。自 1979 年中国国际信托投资公司成立以来，信托公司就被政府定位成“融通资金、搞活经济”的经济发展工具，但随着信托业务的发展，相关业务风险逐渐暴露，政府又转向对信托行业的压制，而后信托即进入发展低谷。但随着社会生产建设、资金融通的需要，政府又转向放松对信托的管制，如此不断轮回。可见，当初定位于“融通职能”信托公司如同经济周期一般，经历了跌宕起伏。

信托行业整顿

梳理行业 6 次整顿可以深刻描绘出经济发展、信托行业发展及政府宏观调控的关系。

表 8: 六次整顿揭示信托行业发展与宏观调控息息相关

第一次整顿	1982	信托投资业务一律由人民银行或人民银行指定的专业银行办理。经批准办理的信托
		投资业务，其全部资金活动都要统一纳入国家信贷计划和固定资产投资计划进行综

		合平衡
第二次整顿	1985	人民银行发出通知, 决定停止发放新的信托贷款, 停止新增信托投资.明确了信托公司的经营范围, 并明确框定了信托公司的资金来源渠道。
第三次整顿	1988	这次整顿, 所有的措施实际上均依循着撤并信托机构、压缩信托公司政策生存空间的模式进行,基本上是前一次整顿模式的复制。
第四次整顿	1993	这次清理整顿初期阶段按“分业经营、分业管理”的思路将信托业与银行分开。进一步压缩信托机构政策生存空间。
第五次整顿	1999	对所有问题严重、地方政府不愿救助或无力救助的信托公司一律实行停业整顿、关闭、撤销, 并进入清算程序., 信托业与证券业彻底分离。
第六次整顿	2006	对信托业实施分类监管, 信托公司或立即更换金融牌照, 或进入过渡期。新规下发之后, 各大信托公司开始实业清理, 争取早日换发新牌照。

资料来源: 中国银河证券研究部

房地产信托监管

逻辑: 国家房地产调控决心很大 VS 信托产品支持房地产开发热情高涨

房地产信托实际上指的是房地产类信托产品。从资金来源上来看, 房地产类信托包括集合类资金信托, 也包括单一信托; 从资金运用方式来看, 房地产类信托产品包括融资类股权类等。

自 2010 年 4 月, 我国在发布《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》之后, 在商业贷款领域, 投向房地产领域的贷款数量已经开始回落。很多房地产企业开始把融资触角伸向信托。

针对去年年末至今年年初以来房地产信托业务快速增长的情况, 银监会于 2010 年 12 月发布了《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》, 要求各信托公司逐笔分析房地产信托业务的合规性和风险状况, 合理把握规模扩张速度。在《通知》中要求, 各信托公司需立即进行业务合规性风险自查, 逐笔分析业务的合规性和风险状况, 包括但不限于信托公司发放贷款的房地产开发项目是否满足“四证”齐全、项目资本金比例是否达到国家最低 30%要求、开发商或其控股股东是否具有二级资质等条件, 简称“四、三、二”要求。

从今年 1-5 月数据来看, 所有信托资金中有 45%投向房地产; 即使行业管理部门多次提示风险, 并试图强化房地产信托监管, 但从单个 5 月数据来看, 也有 44.98%的资金量投向房地产领域, 占比仍然很高。

表 9：2011 年 5 月信托资金投向

投资领域	成立规模 (万元)	占比	成立数量	占比	平均规模 (万元)	平均期限(年)	平均预期年 收益率
金融	777420	13.63%	79	26.42%	984	2.56	7.31
基础设施	652310	11.44%	31	10.37%	21042	1.64	8.37
房地产	2564574	44.98%	70	23.41%	36637	1.75	9.85
工商企业	1291066	22.64%	87	29.10%	14840	1.72	8.39
其他	416826	7.31%	32	10.70%	13026	1.68	8.43
合计	5702196	100.00%	299	100.00%	19071	1.84	8.79

数据来源：用益信托工作室

此外，在今年 5 月和 6 月，部分信托公司接到监管部门电话指导，监管部门对房地产信托风险进行提醒，并希望信托公司能够降低房地产信托发行规模和速度。今年上半年银监会下发《关于逐月上报房地产信托业务风险监测表的通知》(下称《通知》)到各大信托公司，风险监测表中，包括资金来源、使用方式、投资方向以及还款来源等详细项目。

在窗口指导下，监管层要求信托公司对房地产信托实行“事前报备”制度，此举对控制房地产信托规模将有一定效力。

从今年到明年信托行业的监管趋势来看，监管部门不太可能出台新的监管政策，未来的监管逻辑应该是加强对原有政策的执行力度和窗口指导的持续。

二、可持续业务决定未来

银信合作——不可持续业务

政策面不支持银信合作持续发展

从 2011 年一季度数据来看，在全部信托产品中，来自银信合作的信托资产占全部信托资产的 46.8%。从银行角度来看，在今年剩下的几个月和明年年初的几个内，随着银监会对银信合作业务表外转表内的要求，以及相应满足 150%拨备覆盖率和必须满足大银行 11.5%、中小银行 10%的资本充足率要求计提资本。受上述规定制约，银信合作业务规模将减少。

监管部门对信托公司融资类银信理财合作业务实行余额比例管理，即融资类业务余额占银信合作业务余额的比例不得高于 30%，超过比例的信托公司应当停止开展该项业务，直至达

到规定比例要求。

从信托公司角度看，为在年底之前满足净资本管理要求，势必要减少风险资产的数量，由于银信合作项目普遍风险权数较高，信托公司也要适当减少银信合作业务。

表 10：监管部门对银信合作的监管要求

机构	监管要求
银行	150%拨备覆盖率
	11.5%或 10%资本充足率
信托	贷款不高于银信合作 30%
	银信合作资产 5% - 10%计算风险资本

资料来源：中国银监会网站，中国银河证券研究部

战略面不支持银信合作持续发展

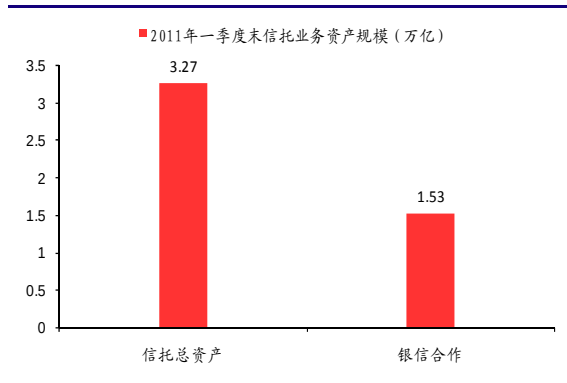
一般来说，在银信合作中，信托公司并没有主动系统地进行项目开发、产品设计、交易结构安排和风险控制措施，同时不直接参与信托资产管理，通常将外部资产通过信托合同的形式在信托公司履行一个文件性流程，业务回报率极低。通常把这类业务称为“通道型”或“被动管理业务”。

此类被动管理型业务通常是商业银行主导，信托公司仅仅充当合同安排的一个法律当事人角色，产品报酬率极低。长期来看，信托公司过多从事此项业务即过多地付出了监管成本，又无法有效创建公司业务核心竞争力，无法培养合格信托人才，从而与信托公司发展本源信托业务目标相冲突，无法实现信托行业作为非银行金融领域具有核心竞争力的有生力量的战略目标。

从 2010 年四季度和 2011 年一季度数据对比来看，银信合作占比已经从 2010 年四季度的 54.4%下降到 2011 年一季度的 46.8%，降幅达到 8 个百分点。

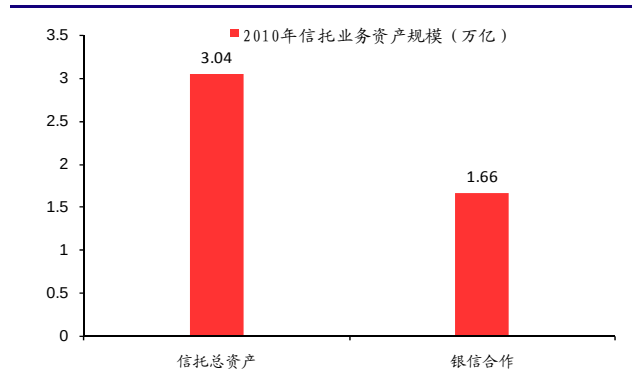
截至 2010 年底信托业务中银信合作规模为 1.66 亿元。

图 13: 2011 年一季度银信规模低于 50%



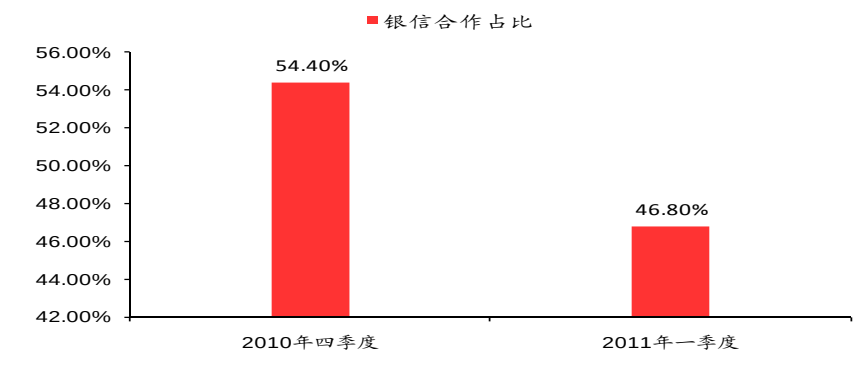
资料来源: 中国信托业协会

图 14: 2010 年银信规模高于 50%



资料来源: 中国信托业协会

图 15: 新规下银信合作规模将不断下降



资料来源: 中国信托业协会

主动管理——可持续业务决定未来

政策及监管支持可持续业务

通过前文的分析,我们可以发现,以银信合作中贷款融资类业务为代表的通道类服务,易受监管政策制约,业务规模不稳定,盈利性较差,大部分基于银信合作的信托业务发展驱动因素都是不可持续的。

《信托公司净资本管理办法》的出台,标志着信托公司无法再无限做大信托资产规模,在开展信托业务时,必须考虑各种信托资产的风险系数及其收益特征。

未来信托行业应当建立在资产管理信托和主动管理型融资、投资类信托上。

在资产管理业务方面,监管层一直鼓励信托公司从事该项业务。在 2010 年 12 月召开的“中国信托业峰会”上,中国银监会非银行金融机构监管部负责人就首次明确提出“鼓励信托公司

研究创新中长期私募基金计划”。按照现有法律，信托公司可以设立集合资金计划。但现阶段的集合资金计划普遍期限短、规模不大，同时又集中在融资类领域。监管部门鼓励信托公司研究创制私募基金型计划，一是采取投资基金的运作方式，每个产品的设立由信托公司自主研发，但事先要向银监会报告，经过审查，按照风险可控、成本可算、信息披露充分的原则进行把握。同时，设立的最低规模为 5 亿，期限为 2 年以上。

通过前文阐述可知，信托公司作为资产管理类服务提供商，具有比一般基金管理公司、券商资产管理业务显著的几个优势：

第一，信托公司可以在货币市场、资本市场、产业市场领域进行跨界投资。

第二，信托计划设计灵活，可以满足不同委托人或投资人的个性诉求。

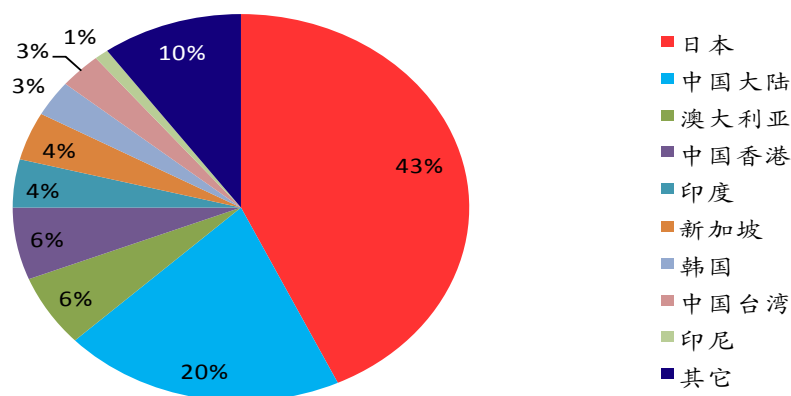
中国庞大的财富人群

改革开放 30 年来，中国社会已经形成了一个庞大的财富人群，随着私人财富的增长，对投资产品的需求正日益加强。根据美林集团和凯捷咨询公司联合发布的《全球财富报告 2010》，中国 2009 年的高净值个人（个人可投资资产在 100 万美元以上）达到了 47.7 万人，在世界上排名第四，仅次于美国、日本和德国。

而目前由于投资渠道缺乏，我国居民仍有高达 80% 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无法起到保障作用。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。

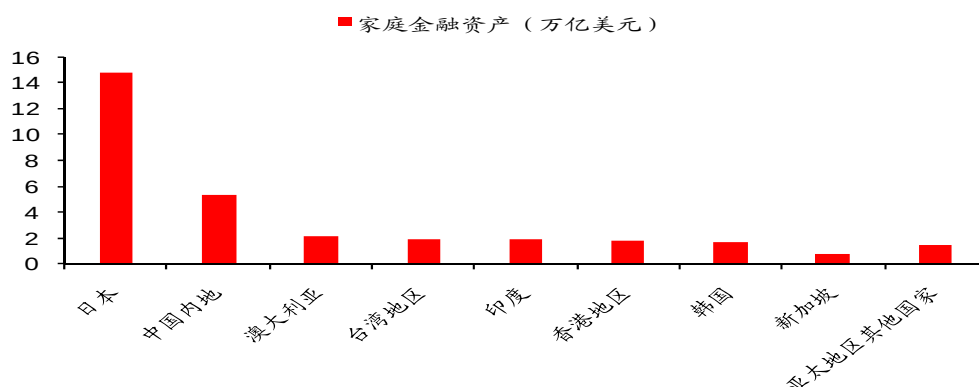
由于信托资产较高的收益水平（2010 年信托产品的年化收益率近 9%），越来越多的高净值人群倾向于选择专业理财机构为其进行财富管理，而信托公司可以凭借其广泛的投资渠道和灵活的产品设计为高净值人群服务。

图 16：中国大陆富裕人群占亚太地区全部富裕人群资产比例排名第二



资料来源：《亚太区财富报告》

图 17: 中国大陆家庭金融从绝对规模来看居于亚洲前列



资料来源:《亚太区财富报告》

三、重点公司

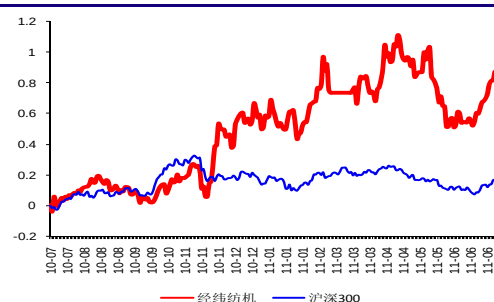
(一) 经纬纺机 (000666): 信托与纺机实业双支撑, 业绩将爆发

表 11: 经纬纺机公司盈利及估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万)	3571.47	7287.23	7912	8428
营业收入增长率	-3.68%	104%	8.57%	6.52%
净利润 (百万)	-78.89	244.72	593	673
净利润增长率	-405%	410%	142%	13.49%
EPS	-0.13	0.41	0.98	1.11
PE	na	31.54	13.19	11.65

资料来源: WIND、银河证券研究所 股价为 7 月 28 日收盘价

图 18: 经纬纺机近期走势图



资料来源: WIND

经纬纺机目前持股中融信托 36%股权, 为第一大股东。未来, 经纬纺机的主要利润贡献点应为信托业利润, 预计未来信托利润贡献度将达到 80%。

2010 中融信托净利润为 6.9 亿元, 由于 2011 年上半年中融信托各项业务成长良好, 预计 2011 年净利润将达到 12 亿元以上。从公司纺机业务来看, 2011 年上半年该项业务运行良好, 预计 2011 年全年公司纺机主业将实现净利润 1.5 - 2 亿元。

预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.98、1.11、1.22 元。当前股价对应 2011、2012、2013 年的市盈率分别为 13.19、11.65、10.6, 公司合理估值区间为 20.3-25.4, 给予“推荐”评级。

(二) 安信信托 (600816): 借中信重组, 龙头地位显著

表 12: 安信信托公司盈利及估值

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入 (百万)	179	310	3216.15	3834.98
营业收入增长率	na	73.18%	Na	19.24%
净利润 (百万)	47.25	92.66	1642.32	1923.76
净利润增长率	75.76%	96.11%	Na	17.14%
EPS	0.1	0.2	0.92	1.09
PE	na	98.60	21.43	18.09

资料来源: WIND、银河证券研究所

图 19: 安信信托近期走势图



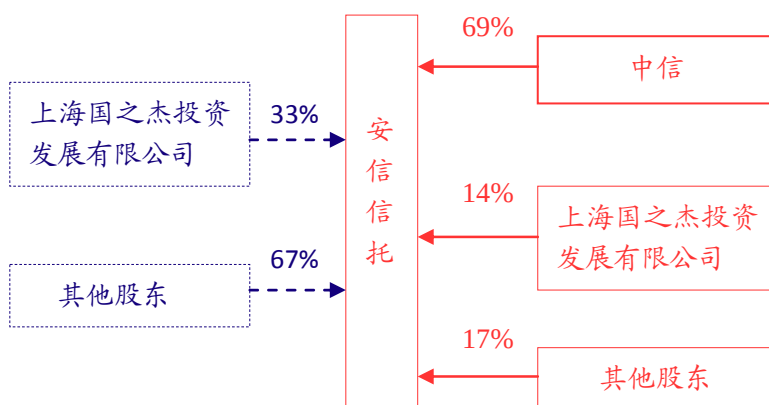
资料来源: WIND

自 2007 年安信开启重组大幕以来, 至 2011 年 4 月公司复牌并发布《定向发行合同补充协议》, 历时四年, 重组有望于今年年底前完成。届时, 中信信托将成为安信信托的全资子公司。

我们看好中信信托的行业领先地位, 同时中信信托将借助中信集团的强大股东背景和资本市场支持, 打造具有核心竞争力的中国超一流信托公司。

预计公司 2011、2012、2013 年 EPS 分别为 0.92、1.09、1.22 元。当前股价对应 2011、2012、2013 年的市盈率分别为 21.43、18.09、16.16, 公司合理估值区间为 18.4-25.1, 给予“推荐”评级。

图 20: 安信信托重组前后股权结构



资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 近些年信托行业管理资产规模高速扩张	1
图 2: 2006 - 2010 信托产品发行规模和发行总数均保持高速增长	1
图 3: 2006 年来季度发行规模和发行总数均保持高速增长	2
图 4: 近 3 年信托行业整体净利润稳步增长	2
图 5: 2006 - 2010 年信托资产规模及占 GDP 比重均不断上升	3
图 6: 目前单一资金信托仍然占据全部信托资金七成之多	3
图 7: 融资类信托占全部信托资产运用半数之多	4
图 8: 2010 年来信托行业前五名集中度较高	4
表 1: 前 15 名信托公司创造了行业近 70% 利润	5
图 9: 独立的信托财产制度衍生出的风险隔离是信托业最大优势	6
图 10: 信托公司投资领域广, 可跨资本、货币及产业市场	6
图 11: 区别于商业银行的风控方式是保障信托资产安全的重要手段	7
图 12: 信托公司是搭建金融控股公司平台的最佳选择	7
图 13: 2011 年一季度银信规模低于 50%	15
图 15: 新规下银信合作规模将不断下降	15
图 14: 2010 年银信规模高于 50%	15
图 16: 中国大陆富裕人群占亚太地区全部富裕人群资产比例排名第二	16
图 17: 中国大陆家庭金融从绝对规模来看居于亚洲前列	17
图 18: 经纬纺机近期走势图	17
图 19: 安信信托近期走势图	18
图 20: 安信信托重组前后股权结构	18

表格目录

表 2: 信托公司业务范围十分广泛	8
表 3: 目前信托行业的主要监管框架 (一法三规)	9
表 4: 净资本监管的主要框架是 100% 和 40%	9
表 5: 净资本计算扣减比例表	10
表 6: 风险资本监管框架下风险系数表	10
表 7: 风险资本计算公式	11
表 8: 六次整顿揭示信托行业发展与宏观调控息息相关	11
表 9: 截至 2011 年 5 月信托资金投向	13
表 10: 监管部门对银信合作的监管要求	14
表 11: 经纬纺机公司盈利及估值	17
表 12: 安信信托公司盈利及估值	18

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马勇，证券信托行业证券分析师，中央财经大学金融学博士，美国访问学者，具有 6 年金融研究经验及相关业务从业经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908