



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2011年9月21日

信托

研究部

王松柏¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511030003
wangsb@cicc.com.cn

未来几年增长最快的金融子行业 信托业首次覆盖报告

投资亮点：

我们预计今明两年信托业营业收入增速分别为 33.4% 和 41.5%，之后将回落至 20%-25%，但仍高于其他金融子行业。鉴于重组后的新安信信托（包括中信信托和安信信托）依托其强大的股东背景将拥有均衡的信托资产结构以及稳定的信托资产收益率和信托业务报酬率，在信托公司中盈利可预见性最高，相比其他标的信托公司应享有估值溢价，给予“审慎推荐”投资评级。由于金融行业具有典型的周期性，处于景气周期底部的金融子行业有望获得超额收益，目前信托业接近景气周期顶部。

主要理由：

横跨投融资领域的“全牌照”优势和现阶段有吸引力的信托产品收益率是信托业资产持续增长的驱动因素。信托公司可以开展金融行业内垄断性较强的贷款业务和非证券投资业务，依托“全牌照”竞争优势不断调整产品结构。2010 年以来股票市场调整导致中低风险理财产品的吸引力明显上升，以贷款为比较基准的集合信托产品收益率明显高于其他中低风险理财产品。信托资产 2007 年增速曾高达 171%；即使在 2008 年和 2011 年上半年，信托资产增速仍达到 30% 和 28%。我们预计今年信托资产将增长 37%，之后将回落至 20%-30%。

信托资产结构调整将是信托业营业收入今明两年高速增长的重要驱动因素。信托业务占营业收入的比例已经由 2007 年之前的不到 50% 快速提高到 2011 年上半年的超过 70%。我们预计信托业务报酬率较高的集合类信托资产在今明两年将保持 50% 以上的增长，但是信托业务报酬率较低的单一类信托资产受到银信合作产品相关政策负面影响今明两年增长将会低于 20%。受益于信托资产持续增长和集合类信托资产占比的提升，我们预计今明两年信托业营业收入增速分别为 33.4% 和 41.5%，之后将回落至 20-25%。

资产结构合理且产品收益稳定的信托公司应享有估值溢价。信托公司横跨投融资领域的业务范围导致不同信托公司的信托资产结构千差万别，但是过于依赖融资类信托和房地产业信托的信托公司将会在今后面临较大信托资产结构调整压力，业绩面临较大不确定性。与此同时，业务策略过于激进的信托公司无疑信托资产风险更大，尽管短期内能获得较高的信托业务收益率，但信托产品收益率的稳定性相对较差，不利于与投资者建立长期共赢关系。标的信托公司中，中信信托拥有最为均衡的信托资产结构和持续稳定的信托产品收益率，明显好于中融信托（经纬纺机控股）和陕国投。

估值与建议：

我们预计重组后的新安信信托 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.88 元、1.12 元和 1.3 元，分别增长 30%、26% 和 17%。同时，中信信托持有泰康人寿的 8.8% 股权，但 2010 年泰康人寿仅贡献了 9000 万元股息。

风险：

股价和房价上涨可能导致信托产品吸引力明显下降；潜在信托资产风险可能给信托公司信誉带来负面影响。

¹报告贡献人：刘潇(liuxiao@cicc.com.cn)

目录

信托业基本名词解释.....	4
信托业未来几年增速显著高于其他金融子行业	5
目前信托业接近景气周期顶部	5
信托公司相比其他金融机构拥有“全牌照”竞争优势.....	6
横跨投融资领域的业务范围确保信托公司能够不断提供最有吸引力产品	6
2007 年新“一法两规”实施迫使信托公司重新调整产品定价机制	7
现阶段信托产品收益率相对于其他理财产品有明显竞争优势	9
信托业未来几年 25% 以上的复合增长率明显超过其他金融子行业	10
信托资产结构调整和信托产品高收益率确保未来几年 25% 以上增长	11
信托业务已经取代固有业务成为信托业最主要收入来源	11
信托业务报酬率较高的集合类信托占比将继续提升	12
未来几年信托资产增速将从 30% 以上逐步下滑至 25% 上下	13
集合类信托占比提升将使信托业务报酬率将在今明两年持续提升	15
未来几年净利润复合增速将达到 28%	16
资产结构合理且产品收益稳定的信托公司应享有估值溢价	17
不同的策略导致信托资产结构大不相同	17
为投资者提供合理且稳定的收益率是信托公司保持长期增长的核心因素	18
主要风险.....	20
股价和房价上涨可能导致信托产品吸引力明显下降	20
潜在信托资产风险可能给信托公司信誉带来负面影响	20
安信信托(600816/元): 审慎推荐	21

图表

图表 1: 金融子行业周期比较	5
图表 2: 金融子行业业务范围比较	6
图表 3: 信托资产与信托资产增速	7
图表 4: 信托资产结构和信托资产结构增速	7
图表 5: 信托产品预期收益率与存贷款利率比较	8
图表 6: 集合信托产品预期收益率（按运用方式）与贷款利率比较	8
图表 7: 理财产品风险与收益比较	9
图表 8: 中低风险理财产品收益率/预期收益率比较	9
图表 9: 金融行业营业收入	10
图表 10: 金融行业总资产	10
图表 11: 信托公司盈利模式	11
图表 12: 信托业务营业收入占比	11
图表 13: 银信合作产品占单一类信托资产比例	12
图表 14: 新增信托规模、增速以及构成	12
图表 15: 新增集合类信托和新增单一类信托规模及增速	13
图表 16: 集合信托产品期限与银信合作产品期限比较	13
图表 17: 新增信托规模和增速预测	14
图表 18: 信托资产规模和增速预测	14
图表 19: 信托资产按产品类型预测	15
图表 20: 集合信托产品预期收益率（按投资领域）与贷款利率比较	15
图表 21: 信托业务报酬率将先升后平	16
图表 22: 信托业务收入、净利润以及增速预测	16
图表 23: 2010 年标的信托公司信托资产结构（按运用方式）	17
图表 24: 2010 年信标的托公司信托资产结构（按投向）	17
图表 25: 信托资产收益分配模式	18
图表 26: 标的信托公司信托资产收益率	19
图表 27: 标的信托公司信托业务报酬率	19

安信信托主要财务，股票信息	21
图表 28: 安信信托财务数据摘要及预测	22
图表 29: 可比公司估值	22

信托业基本名词解释

信托按资金来源分类：

- ▶ **集合类信托。**是指由信托公司担任受托人，接受多个委托人的委托，集中管理、运用和处分信托资金的行为。单个集合类信托的自然人人数不得超过 50 人且通常单个自然人投资金额不得小于 100 万元。个人投资者接触的信托产品多数是集合类信托。
- ▶ **单一类信托。**是指由信托公司担任受托人，接受单个委托人的委托，单独管理、运用和处分资金信托的行为。银信合作产品是单一类信托重要形式之一，是指商业银行将理财资金交付给信托公司，由信托公司担任受托人并按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。个人投资者接触的单一类信托以银信合作产品为主，但非银信合作产品单一类信托委托人多数是机构/超高净值个人。
- ▶ **财产管理类信托。**是指由信托公司担任受托人，受托单个委托人的委托人，单独管理、运用和处分财产信托的行为。财产管理类信托可以理解为单一类信托的一种。

信托按运用方式分类：

- ▶ **融资类信托。**是指信托资金运用以提供融资为主的信托项目。之前房地产类信托和银信合作信托中有很大比例是融资类信托。融资类信托目前属于监管层不鼓励的信托类型。
- ▶ **投资类信托。**是指信托资金运用以对外投资为主的信托项目。投资类信托可以进一步分为证券类和非证券类。投资类信托目前属于监管层鼓励的信托类型。信托项目可以完全以融资方式进行或者完全以投资方式进行，也可以采取融资和投资组合方式进行。
- ▶ **事务管理类信托。**是指信托公司担任受托人和账户管理人，按照信托文件的约定和委托人的指令，执行和履行事务管理职责的信托项目。

信托资产收益：

- ▶ **信托资产收益：**即通过信托活动产生的全部收益，主要包括信托产品收益（投资人获得）、销售成本（主要包括销售渠道费用等）、信托业务收入（信托公司获得）。
- ▶ **信托资产收益率：**即信托资产收益/平均信托资产。
- ▶ **信托产品收益率：**即信托产品收益/平均信托资产。

信托业务报酬：

- ▶ **信托业务报酬：**即信托业务收入，指信托公司担任受托人，通过提供管理、运作和处分信托资产获取的报酬，通常信托业务报酬以手续费和佣金的方式体现。
- ▶ **信托业务报酬率：**即信托业务收入/平均信托资产。

信托业未来几年增速显著高于其他金融子行业

目前信托业接近景气周期顶部

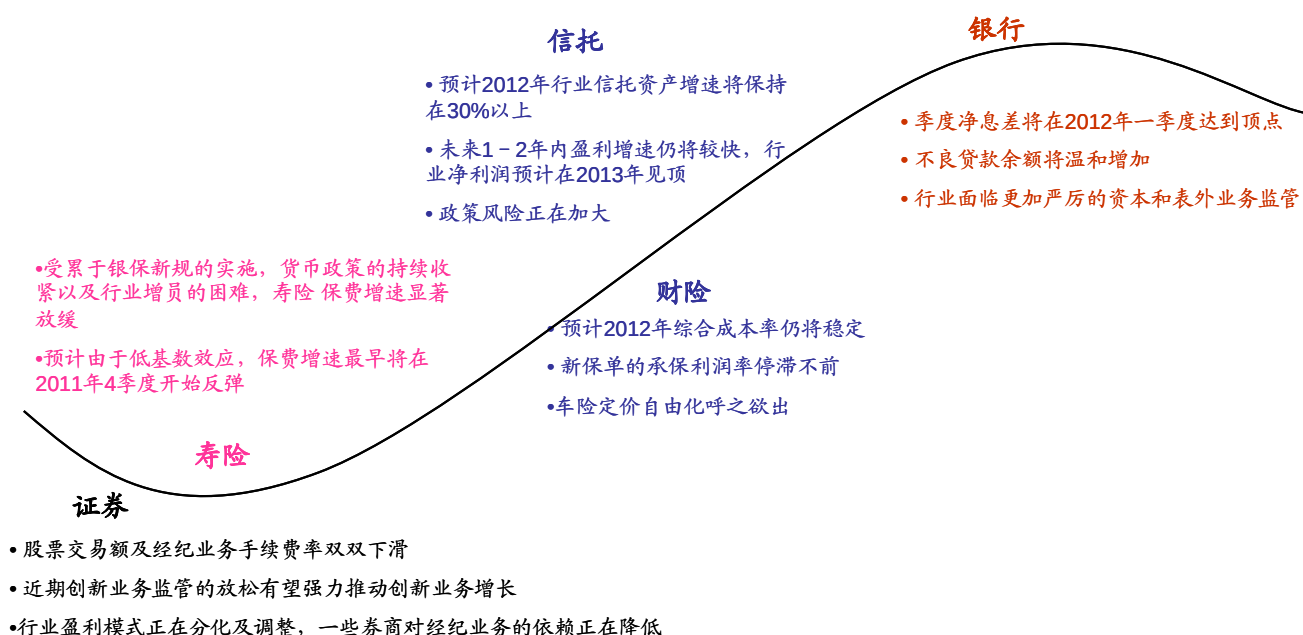
由于金融行业具有典型的周期性，因此金融子行业所处的景气周期是投资时机的重要指标。我们认为处于景气周期底部的金融子行业有望获得超额收益。

寿险业和证券业目前处于景气周期底部。受累于银保新规的实施，货币政策的紧缩和行业增员的困难，寿险保费增速今年出现了显著的放缓，我们预计寿险业的保费增速有望在低基数效应的推动下于今年四季度开始反弹。尽管证券业目前面临股票交易额萎缩、经纪业务净手续费率下滑的不利情况，但直接投资、融资融券和转融通等创新业务监管的放松将有力的推动创新业务的发展。

信托业和财险业将在未来2年内到达景气周期顶部。由于业务带有滞后性特征，尽管信托资产增速将逐步下滑、银信合作和房地产信托将受到监管负面影响，但是信托业务收入在未来2年内仍将保持高速增长，自2013年开始出现增速下滑。与信托业类似，我们预计财险业综合成本率明年仍将保持稳定，但是承保利润率也将于2012年见顶。

银行业目前已经处于景气周期顶部。尽管目前银行的盈利稳定，也保持了较快增长，但我们认为其季度净息差将在明年见顶，且面临着温和增加的不良贷款余额以及更加严厉的资本和表外业务监管，行业盈利已经处于周期顶部。

图表1：金融子行业周期比较



资料来源：中金公司研究部

信托公司相比其他金融机构拥有“全牌照”竞争优势

信托公司可以通过信托方式开展除商业银行之外其他金融机构均无法开展的贷款。保险公司、证券公司和基金公司的资金运用方式仅限于证券投资，仅有商业银行和信托公司可以开展贷款。

信托公司可以通过信托方式开展除证券公司之外其他金融机构均无法开展的非证券投资。尽管商业银行、保险公司、证券公司以及基金公司均可以开展证券投资，但只有证券公司和信托公司可以开展非证券投资。由于证券公司只能通过直接投资业务开展非证券投资，对信托公司非证券投资的替代性仍然极为有限。

依托“全牌照”竞争优势，信托公司可以为客户提供几乎任何类型的理财产品。除能够提供商业银行、保险公司、证券公司和基金公司提供的以贷款、证券为基础资产的理财产品，信托公司还提供以公司资产、公司股权和债权等为基础资产的其他金融机构无法提供的理财产品。

图表 2：金融子行业业务范围比较

		信托公司	商业银行	保险公司	证券公司	基金公司
信托业务	信托贷款					
	信托证券投资					
	信托非证券投资					
银行业务	存贷款					
	中间业务					
保险业务	人身险					
	财产险					
	资产管理					
证券业务	证券经纪					
	证券承销					
	证券资产管理					
基金业务	证券资产管理					

资料来源：中金公司研究部

横跨投融资领域的业务范围确保信托公司能够不断提供最有吸引力产品

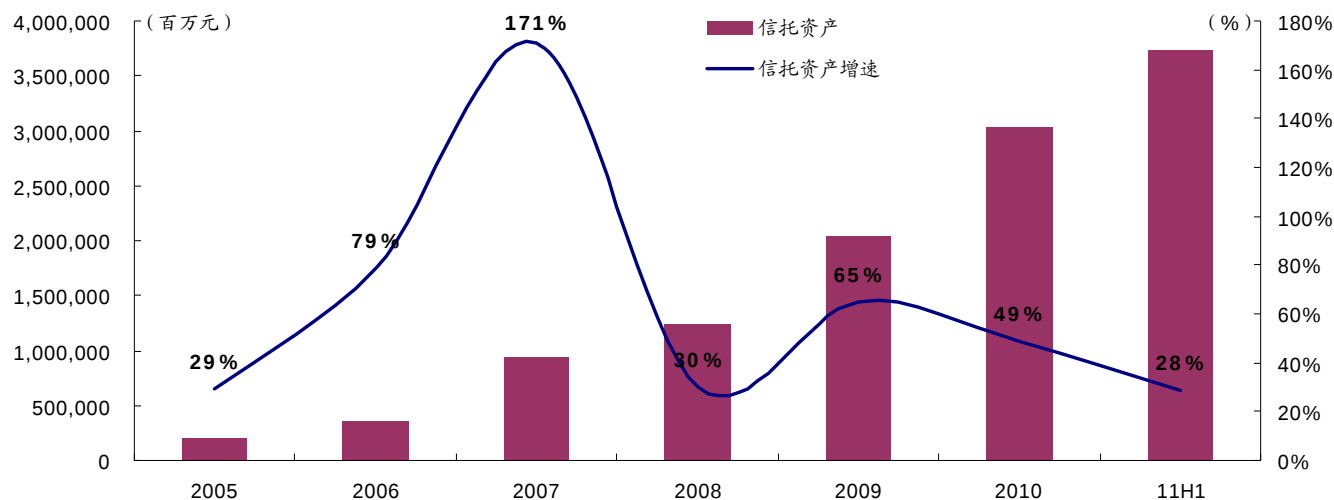
2006 年至 2007 年贷款信托、基础产业信托、证券信托共同推动信托资产实现 79% 和 171% 增长。受益于股票上涨、贷款需求旺盛和基础产业扩张，2006 年贷款信托、基础产业信托和证券信托分别增长 83%、150% 和 164%；2007 年贷款信托、基础产业信托和证券信托继续增长 84%、107% 和 712%。

2008 年金融危机情况下信托资产仍然实现 30% 增长。尽管 2008 年股票下跌导致证券信托下滑 17%，但是房地产业火爆导致房地产业信托增长 63%，有效抵消了证券信托下滑的不利影响。与此同时，贷款需求依然旺盛、基础产业继续扩张分别推动贷款信托、基础产业信托增长 85%、68%。

2009 年扩张财政政策和房地产业火爆再次推动信托资产实现 65% 增长。受益于四万亿财政刺激和房地产业持续火爆，2009 年基础产业信托和房地产业信托分别增长 104% 和 82%。

2010 年以来信托公司依靠房地产业政策收紧和股票市场结构上涨实现信托资产 49% 和 28% 增长。借助房地产业政策收紧导致融资难度增加的时机，房地产业信托 2010 年和 2011 年上半年分别增长 133% 和 92%。与此同时，有效依托中小板和创业板的火爆，证券信托也分别实现 101% 和 119% 的增长。这有效对冲同期贷款信托和基础产业信托表现不尽人意。

图表 3: 信托资产与信托资产增速



资料来源：中国信托业年鉴、中国信托业协会、中金公司研究部

图表 4: 信托资产结构和信托资产结构增速

信托资产	2005	2006	2007	2008	2009	2010	11H1
信托资产结构按运用方式 (%)							
贷款	59%	60%	41%	58%	58%	52%	45%
金融资产投资	7%	11%	13%	14%	16%	18%	20%
长期股权投资	15%	14%	8%	8%	14%	15%	15%
其他	19%	15%	39%	20%	12%	16%	20%
信托资产增速按运用方式 (%)							
贷款	36%	83%	84%	85%	64%	33%	-4%
金融资产投资	-22%	187%	217%	44%	87%	66%	89%
长期股权投资	45%	62%	51%	40%	189%	57%	71%
其他	27%	43%	594%	-34%	0%	97%	69%
信托资产结构按投向 (%)							
基础产业	25%	35%	27%	35%	43%	33%	27%
房地产业	18%	11%	7%	8%	9%	14%	16%
证券	4%	6%	18%	12%	7%	9%	10%
其他	53%	48%	49%	46%	41%	44%	47%
信托资产增速按投向 (%)							
基础产业		150%	107%	68%	104%	14%	-5%
房地产业		9%	61%	63%	82%	133%	92%
证券		164%	712%	-17%	-4%	101%	119%
其他		63%	176%	22%	50%	59%	29%

资料来源：中国信托业年鉴、中国信托业协会、中金公司研究部

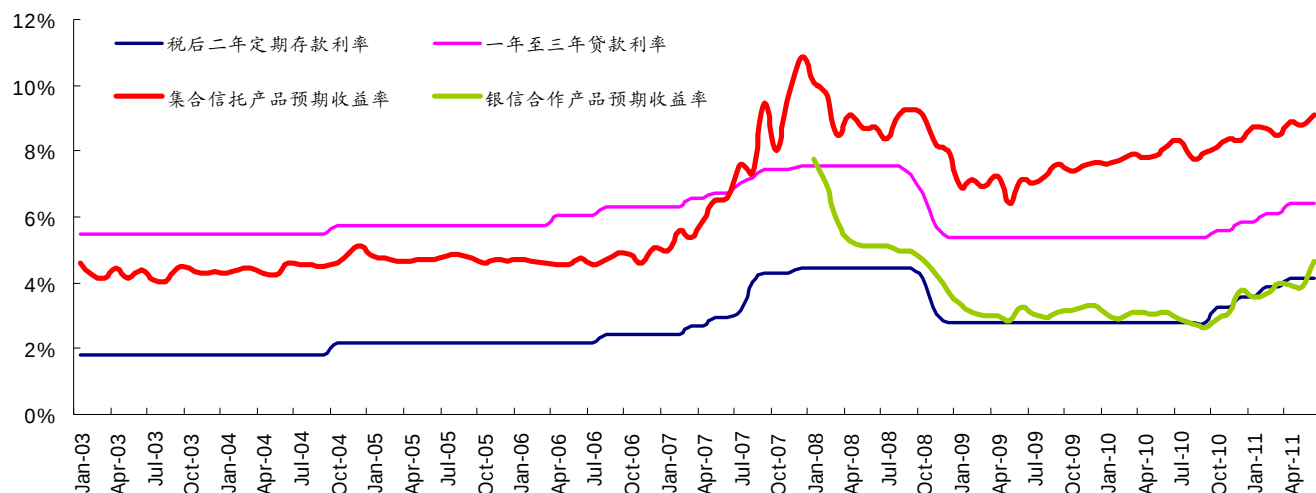
2007 年新“一法两规”实施迫使信托公司重新调整产品定价机制

以高净值人群为目标的新客户定位导致集合信托产品收益率比较基准从存款变为贷款。2007 年《信托公司集合资金信托计划管理办法》正式实施将投资者门槛从 5 万元大幅提高到 100 万元。在新“一法两规”实施之前，集合信托产品客户与其他金融机构并无明显差别，以存款为收益率比较基准；在新“一法两规”实施之后，由于高净值人群投资渠道远多于普通投资者导致其投资机会成本以贷款为比较基准，高于存款的收益率无法有效吸引高净值人群。

打破原有区域垄断导致信托公司内部竞争压力明显增加。2007 年新“一法两规”的实施取消了对异地经营的限制，这导致信托公司原有区域垄断被打破。在新“一法两规”实施之前，信托公司完全不需要担心客户流失问题；在新“一法两规”实施之后，如果无法提供有竞争力的收益率，将面临客户流失殆尽的风险。

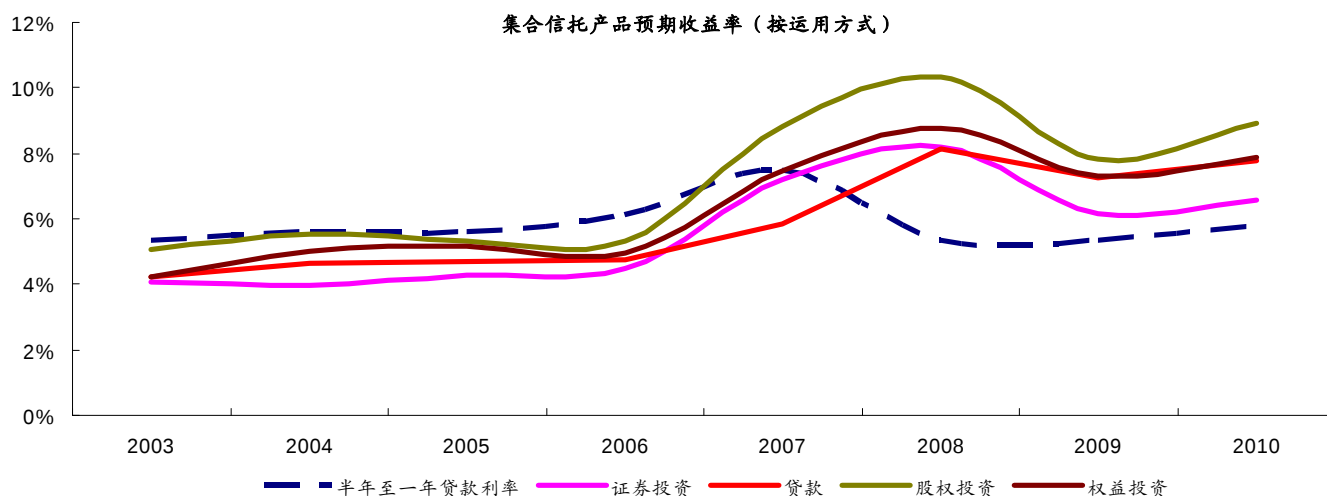
信托公司通过承担更多风险实现了集合信托产品收益率的提升。受到以上因素的影响，信托公司开始通过承担更多风险来提升集合信托产品的收益率。自 2007 年开始，集合信托产品预期收益率首次且持续超过同期贷款利率。其中，股权投资类和权益投资类集合信托产品预期收益率高于贷款类集合信托产品预期收益率，这主要是由于股权投资和权益投资风险要高于贷款。

图表 5：信托产品预期收益率与存贷款利率比较



资料来源：WIND 资讯、用益信托网、中金公司研究部

图表 6：集合信托产品预期收益率（按运用方式）与贷款利率比较



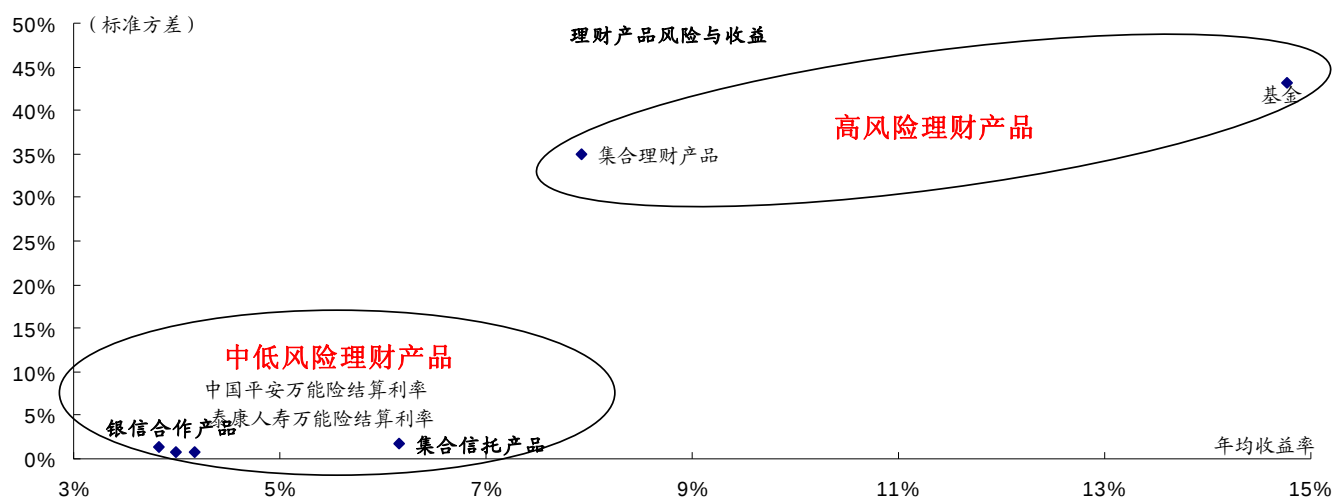
资料来源：WIND 资讯、用益信托网、中金公司研究部

现阶段信托产品收益率相对于其他理财产品有明显竞争优势

目前包括商业银行、保险公司、证券公司、信托公司和基金公司在内的等金融机构能为投资者提供多种理财产品。其中，信托公司提供的理财产品可以分为集合信托产品、单一信托产品（包括银信合作产品）和财产管理信托产品。

2010 年以来信托产品收益率水平和稳定性均好于证券公司和基金公司提供的理财产品。证券公司和基金公司提供的理财产品包括基金、专户理财产品、集合理财产品、定向理财产品和专项理财产品。集合信托产品、银信合作产品、基金和集合理财产品定期披露收益率/预期收益率情况。从过去几年的收益率情况来看，尽管基金和集合理财产品的年均收益率高于集合信托产品，但是 2010 年以来基金和集合理财产品收益率均为负。

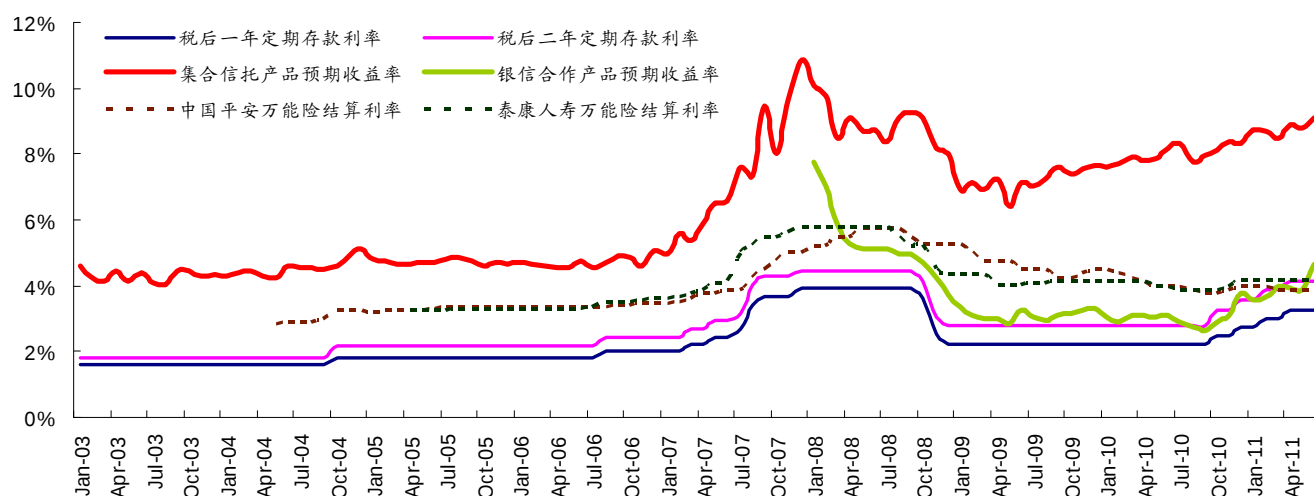
图表 7：理财产品风险与收益比较



资料来源：WIND 资讯、用益信托网、公司数据、中金公司研究部

集合信托产品相比商业银行和保险公司提供的理财产品收益率较高。商业银行和保险公司为投资者提供的理财产品包括银信合作理财产品、非银信合作理财产品、分红险、万能险、投连险。其中，集合信托产品、银信合作产品、万能险定期披露收益率/预期收益率情况。从过去 9 年的收益率情况来看，集合信托产品的预期收益率持续显著超过银信合作理财产品和万能险，并且在 2009 年开始呈现出收益率差距扩大的趋势。

图表 8：中低风险理财产品收益率/预期收益率比较



资料来源：WIND 资讯、用益信托网、公司数据、中金公司研究部

信托业未来几年 25%以上的复合增长率明显超过其他金融子行业

2006 年至 2010 年信托业营业收入的复合增长率高达 31.4%，高于同期银行业 22.1%、保险业 26.7%和证券业 29.5%的水平。

依托横跨投融资领域的业务范围和现阶段有明显竞争力的信托产品收益率，我们预计 2011 年至 2015 年信托业营业收入的复合增长率仍将高达 28.3%，高于同期银行业 15.9%、保险业 16.1%和证券业 17.7%的水平。

图表 9: 金融行业营业收入

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	06-10CAGR	11-15CAGR
规模 (十亿)												
银行业	1,175	1,552	1,818	2,032	2,609	3,253	3,874	4,447	5,107	5,870	22.1	15.9
保险业	564	704	978	1,114	1,453	1,755	2,097	2,412	2,774	3,190	26.7	16.1
证券业	71	296	136	220	199	215	267	317	365	412	29.5	17.7
信托业	10	30	23	33	28	38	54	67	83	103	31.4	28.3
金融行业营业收入	1,820	2,582	2,955	3,398	4,289	5,261	6,292	7,242	8,328	9,574	23.9	16.1
结构 (%)												
银行业	64.6	60.1	61.5	59.8	60.8	61.8	61.6	61.4	61.3	61.3		
保险业	31.0	27.2	33.1	32.8	33.9	33.4	33.3	33.3	33.3	33.3		
证券业	3.9	11.5	4.6	6.5	4.6	4.1	4.2	4.4	4.4	4.3		
信托业	0.5	1.2	0.8	1.0	0.7	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1		
金融行业营业收入	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		
增速 (%)												
银行业		32.1	17.1	11.7	28.4	24.7	19.1	14.8	14.9	14.9		
保险业		24.7	39.1	13.8	30.4	20.8	19.5	15.0	15.0	15.0		
证券业		317.4	-54.2	62.0	-9.2	7.7	24.4	18.8	14.9	13.0		
信托业		218.1	-24.6	45.9	-14.8	33.4	41.5	24.5	23.9	23.9		
金融行业营业收入		41.9	14.4	15.0	26.2	22.6	19.6	15.1	15.0	15.0		

资料来源：中国人民银行，中国保险年鉴，中国证券业协会，中金公司研究部

图表 10: 金融行业总资产

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	06-10CAGR	11-15CAGR
规模 (十亿)												
银行业	43,950	52,598	62,391	78,769	94,300	109,897	126,214	143,884	164,027	186,991	21.0	14.2
保险业	1,973	2,900	3,342	4,063	5,048	6,035	7,151	8,209	9,424	10,818	26.5	15.7
证券业	640	1,774	1,229	2,107	1,951	2,086	2,244	2,420	2,614	2,825	32.1	7.9
信托业	77	119	107	155	148	173	206	246	297	360	17.8	20.1
金融行业总资产	46,641	57,392	67,069	85,094	101,448	118,191	135,814	154,759	176,362	200,995	21.4	14.2
结构 (%)												
银行业	94.2	91.6	93.0	92.6	93.0	93.0	92.9	93.0	93.0	93.0		
保险业	4.2	5.1	5.0	4.8	5.0	5.1	5.3	5.3	5.3	5.4		
证券业	1.4	3.1	1.8	2.5	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4		
信托业	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2		
金融行业总资产	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0		
增速 (%)												
银行业		19.7	18.6	26.3	19.7	16.5	14.8	14.0	14.0	14.0		
保险业		47.0	15.2	21.6	24.2	19.6	18.5	14.8	14.8	14.8		
证券业		177.0	-30.7	71.5	-7.4	6.9	7.6	7.8	8.0	8.1		
信托业		55.1	-10.4	44.8	-4.3	16.5	19.0	19.9	20.5	21.1		
金融行业总资产		23.1	16.9	26.9	19.2	16.5	14.9	13.9	14.0	14.0		

资料来源：中国人民银行，中国保险年鉴，中国证券业协会，中金公司研究部

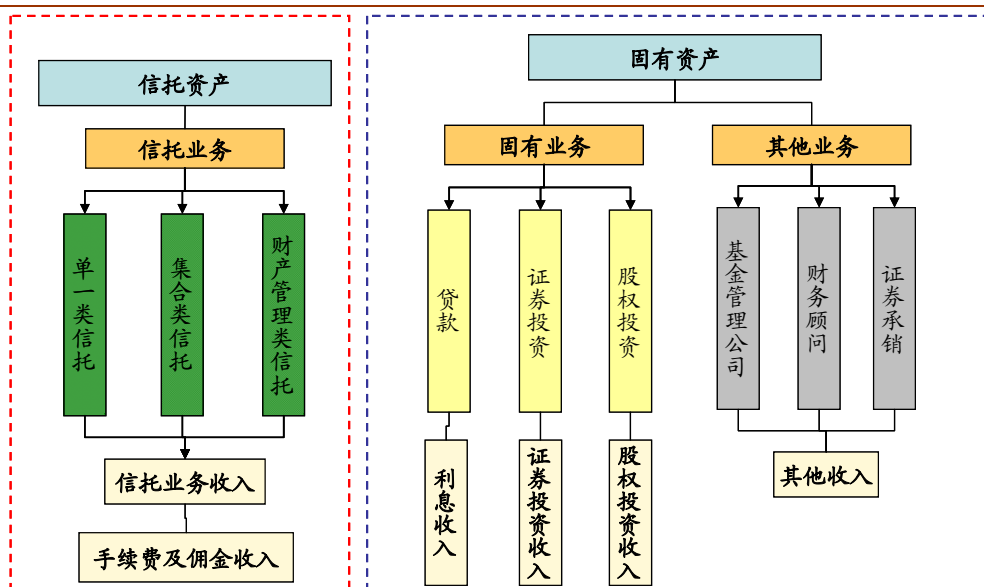
信托资产结构调整和信托产品高收益率确保未来几年 25%以上增长

信托业务已经取代固有业务成为信托业最主要收入来源

信托公司的业务可分为信托业务、固有业务和其他业务。信托业务主要通过管理信托资产赚取信托报酬；固有业务主要通过固有资产进行贷款、证券投资和股权投资获得利息收入、证券投资收入和股权投资收入。

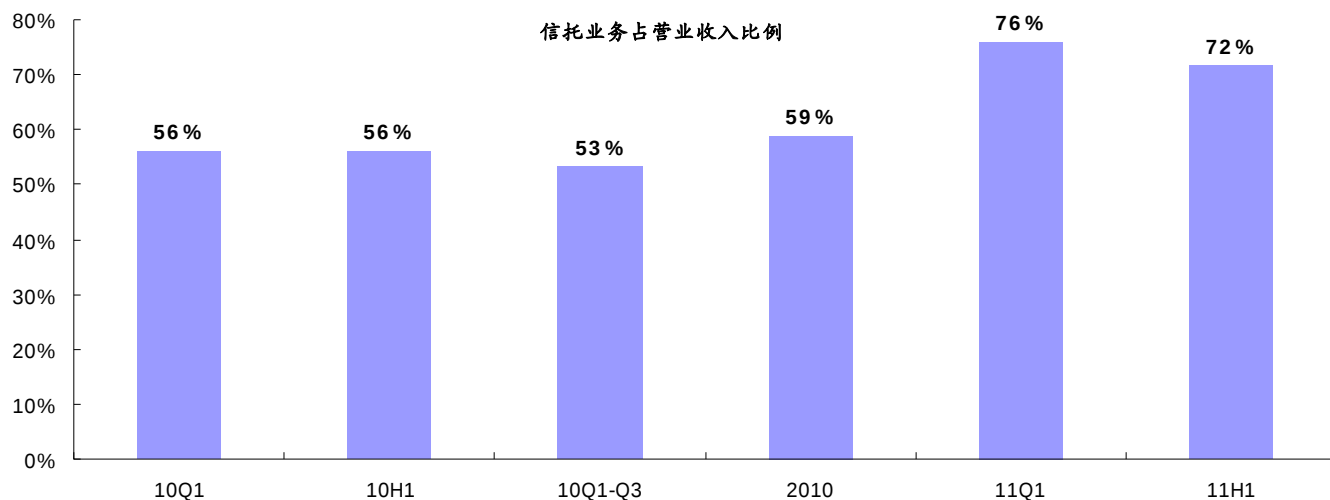
信托业务占营业收入的比例已经由 2007 年之前的不到 50% 快速提高到 2011 年上半年的超过 70%。

图表 11：信托公司盈利模式



资料来源：中金公司研究部

图表 12：信托业务营业收入占比



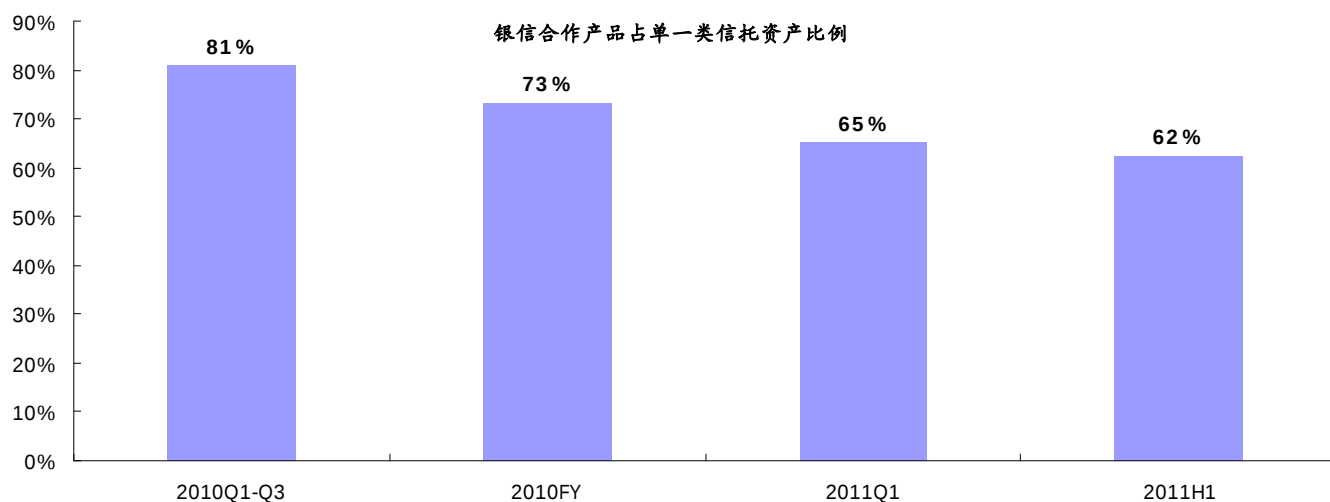
资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

信托业务报酬率较高的集合类信托占比将继续提升

信托产品按类型划分为单一类、集合类和财产管理类。由于单一类信托委托人往往为机构或者超高净值个人，往往指定信托投资细节，这导致单一类信托报酬率较低；集合类信托投资细节由信托公司确定，因此报酬率通常较高。

在单一类信托中占比极高的银信合作产品未来将继续受到相关政策负面影响。自 2008 年以来，中国银监会先后发布《银行与信托公司合作指引》、《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》、《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》不断规范银信合作。受此影响，单一类信托新增规模在高速增长之后从 2009 年开始逐年下滑，未来融资类银信合作产品将继续受到严格控制。

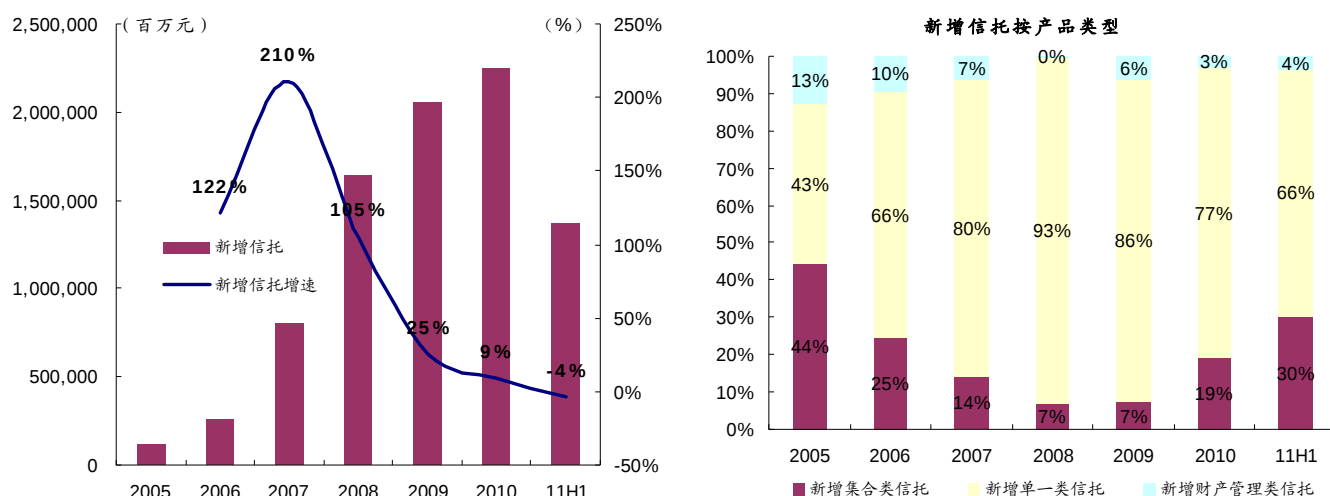
图表 13: 银信合作产品占单一类信托资产比例



资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

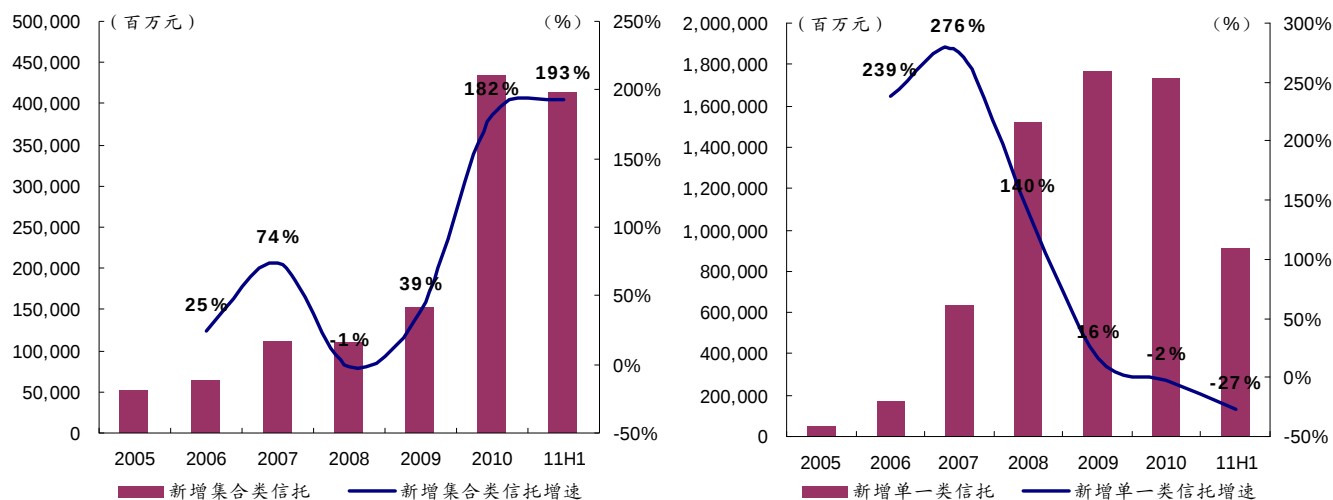
集合类信托目前在新增信托中的占比低于单一类信托但正在快速上升。单一类信托在新增信托中的占比在达到 2008 年 93% 的高点之后已经快速下滑至 2011 年上半年的 66%；与此相反的，集合类信托在新增信托中的占比已经从 2008 年 7% 的低点快速提升至 2011 年上半年的 30%。

图表 14: 新增信托规模、增速以及构成



资料来源：中国信托业年鉴、中国信托业协会、中金公司研究部

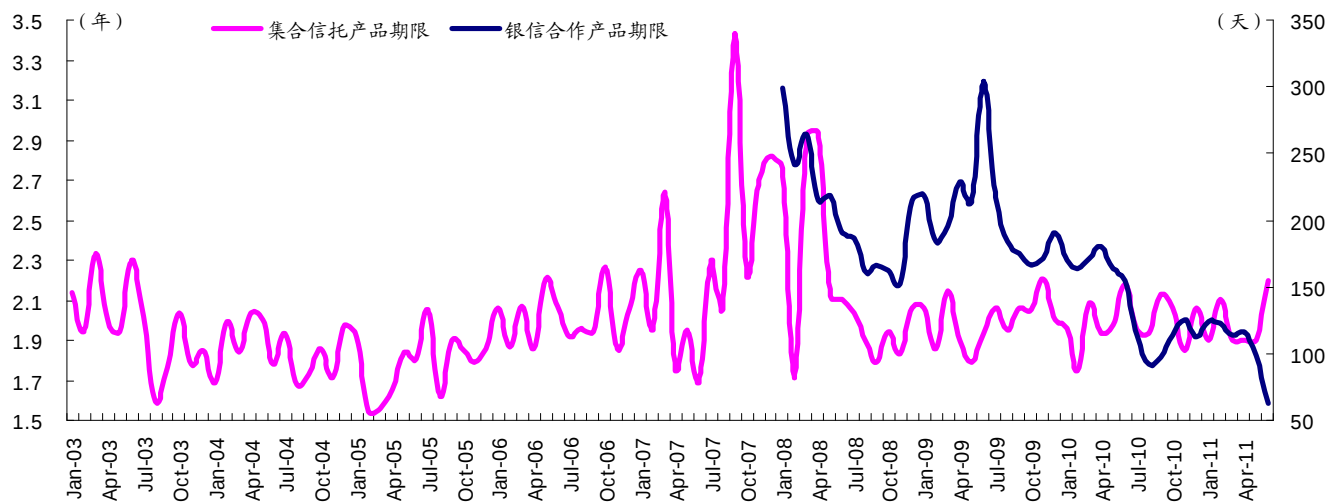
图表 15: 新增集合类信托和新增单一类信托规模及增速



资料来源：中国信托业年鉴、中国信托业协会、中金公司研究部

集合信托产品相比单一信托产品较长的期限更有利于信托资产沉淀。集合信托产品期限普遍在 2 年左右，这与银信合作产品普遍低于 1 年的期限相比能够将客户资产更长时间的留在信托公司信贷资产的账面上。由于银信合作产品在单一类信托资产中的占比高达 60% 以上，因此银信合作产品期限变化将直接导致单一类信托期限变化。最近两年银信合作产品呈现出期限更加短期化的趋势，自 2010 年下半年以来银信合作产品的期限已下降至半年以下并且在 2011 年第 2 季度进一步下降至 3 个月左右。

图表 16: 集合信托产品期限与银信合作产品期限比较



资料来源：用益信托网、中金公司研究部

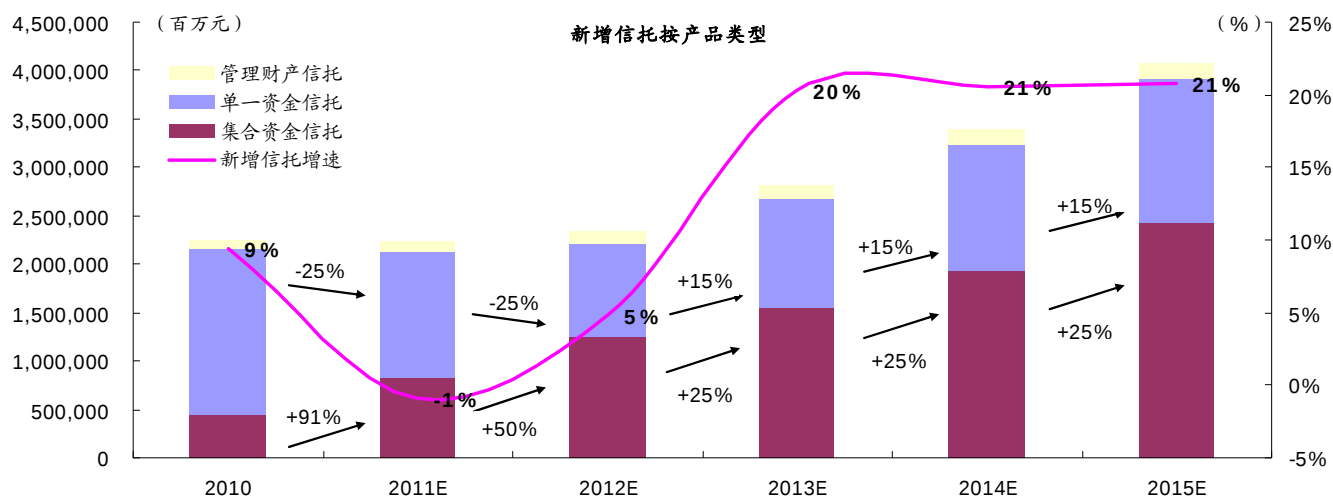
未来几年信托资产增速将从 30% 以上逐步下滑至 25% 上下

预计 2011 年信托资产增速仍将高达 37%。尽管贷款类信托资产和基础产业类信托资产均出现负增长，但是依托其他信托类别高于 50% 的增长，2011 年上半年信托资产增速仍然达到 28%。同时 2011 年下半年房地产类信托也将会面临较大挑战，不过 2010 年底较低的信托资产基数仍将导致 2011 年信托资产增速达到 37%。

新增信托今明两年将基本持平，随后恢复每年约 20% 的增长。尽管新增集合信托在今明两年仍将高速增长，但受到银信合作将会在 2012 年完全规范的不利影响，新增单一信托将在今明两年出现下滑。在此之后，我们预计新增集合信托增速仍将会超新增单一信托。

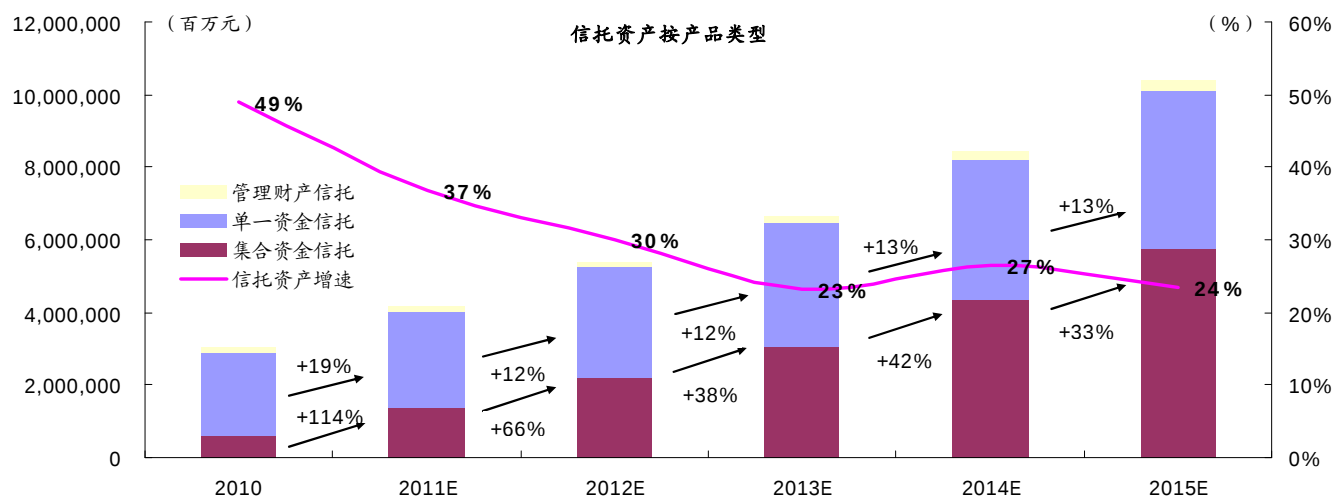
今明两年信托资产增速仍将会保持在 30% 以上，但是之后将下滑至 25% 上下。尽管新增信托在今明两年将基本持平，但是我们预计信托资产 2011 年和 2012 年仍将分别增长 37% 和 30%。在此之后，银信合作业务不利影响的消除将会导致信托资产增速在 2013 年见底。

图表 17: 新增信托规模和增速预测



资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

图表 18: 信托资产规模和增速预测



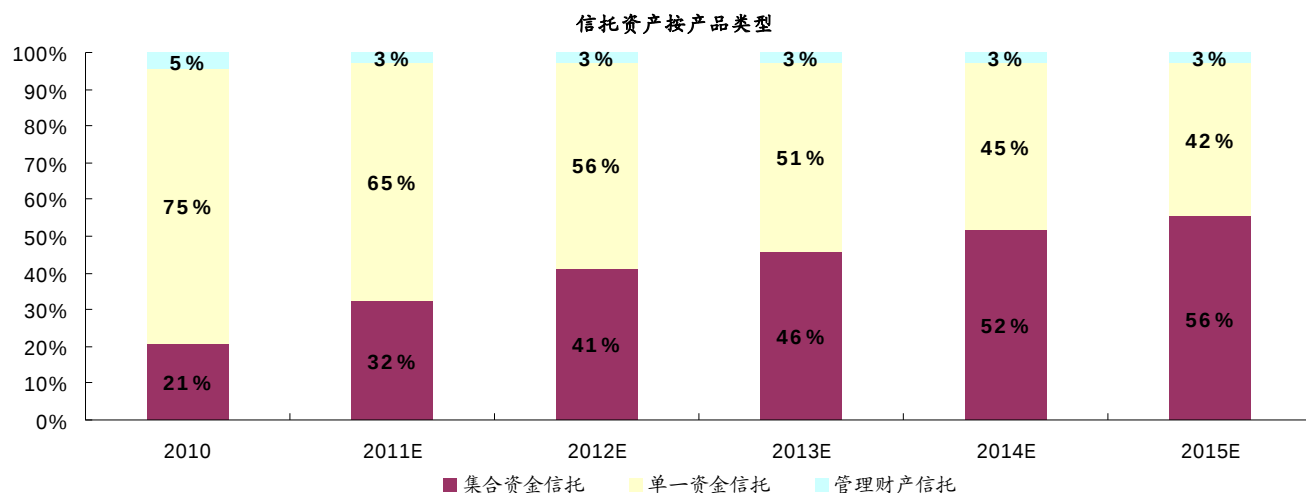
资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

集合类信托占比提升将使信托业务报酬率将在今明两年持续提升

我们预计信托业务报酬率将从 2010 年的 0.66% 提升至 2012 年的 0.85%，并在此之后将保持稳定。

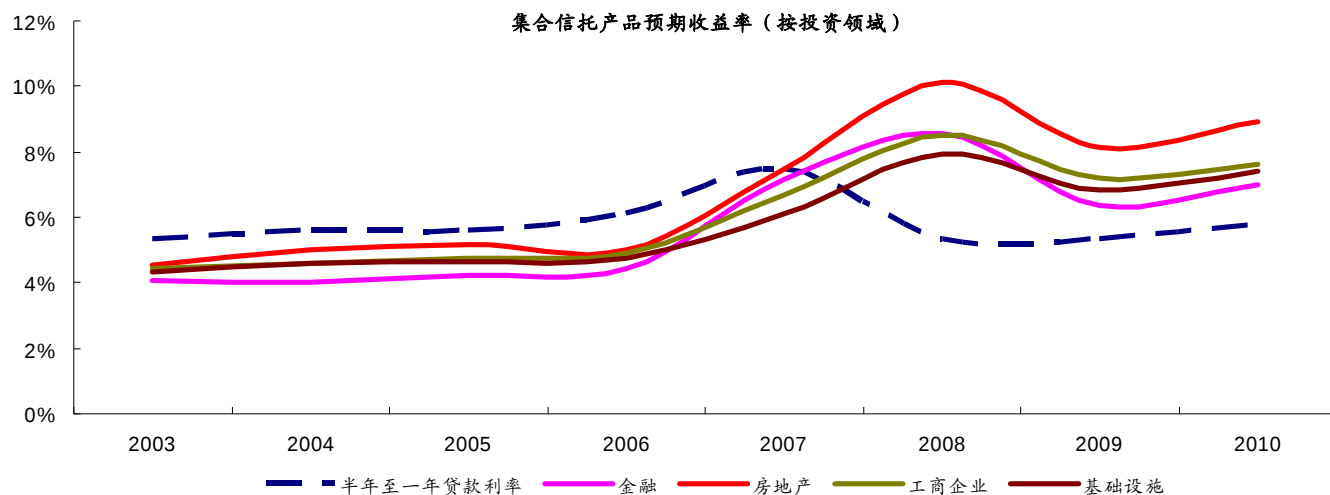
- ▶ 今明两年报酬率较高的集合信托在信托资产中的占比将明显提高。受今明两年新增单一信托负增长、新增集合信托高速增长的影响，集合信托在信托资产中的占比将从 2010 年的 21% 大幅提升到 2012 年的 41%。
- ▶ 目前房地产信托的高报酬率确保今明两年集合信托报酬率将保持在理想水平。尽管房地产信托报酬率难以长期维持在高位，但是由于集合信托产品期限普遍在 2 年左右，这意味着 2011 年的新增信托在 2012 年仍将会贡献信托业务收入。

图表 19: 信托资产按产品类型预测



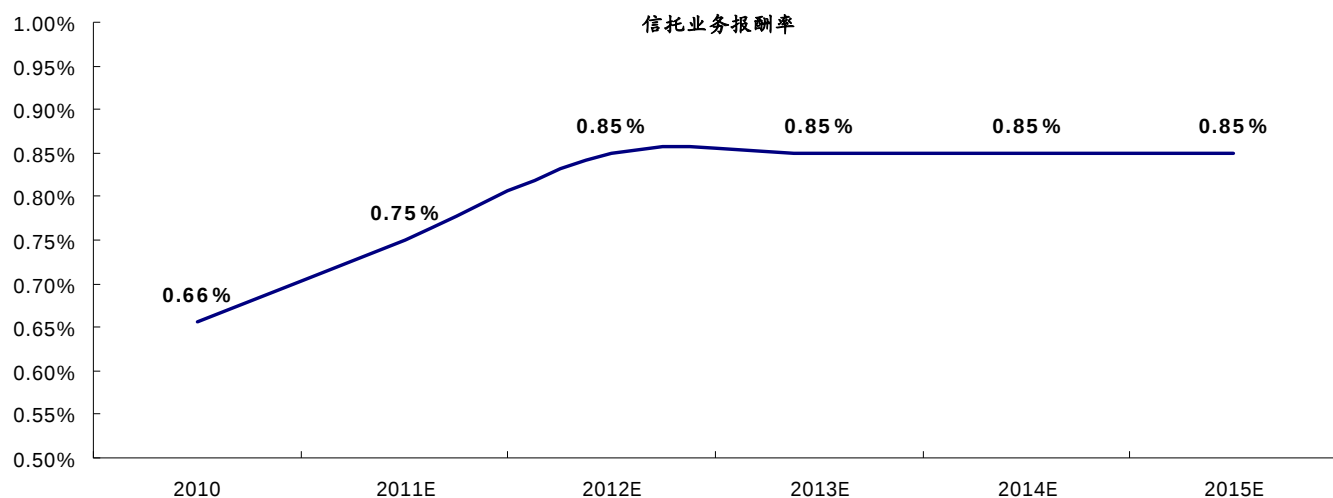
资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

图表 20: 集合信托产品预期收益率（按投资领域）与贷款利率比较



资料来源：用益信托网、中金公司研究部

图表 21: 信托业务报酬率将先升后平

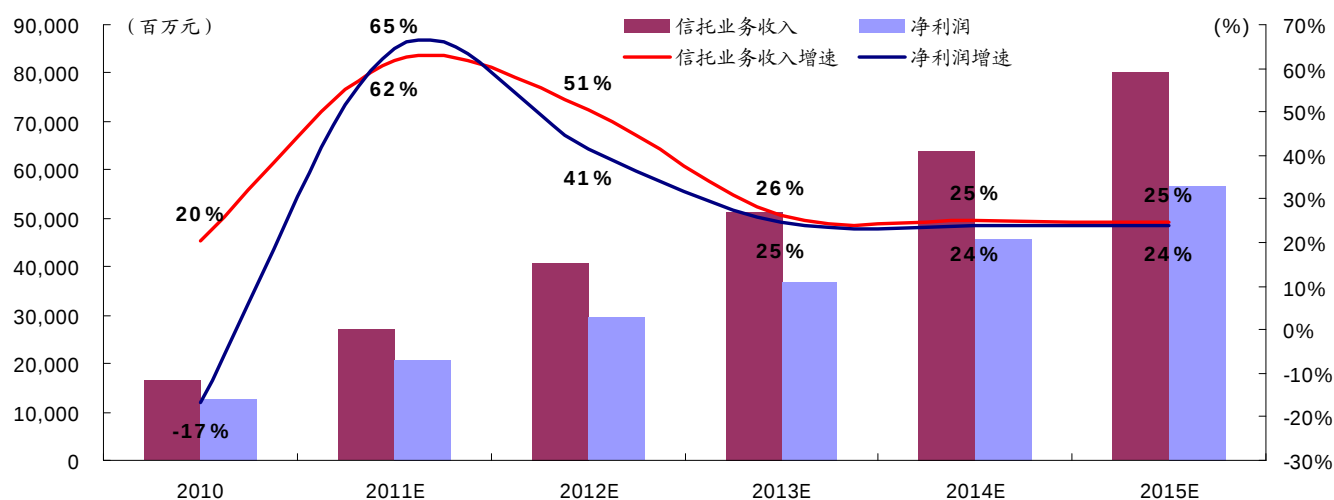


资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

未来几年净利润复合增速将达到 28%

我们预计信托业务收入在 2011 年和 2012 年将分别增长 62% 和 51%，在此之后，信托业务收入增速将下滑至约 25%。受此影响，信托业净利润在 2011 年和 2012 年将分别增长 65% 和 41%，在此之后信托业净利润增速也将随信托业务收入增速的下滑而下滑至约 25%。

图表 22: 信托业务收入、净利润以及增速预测



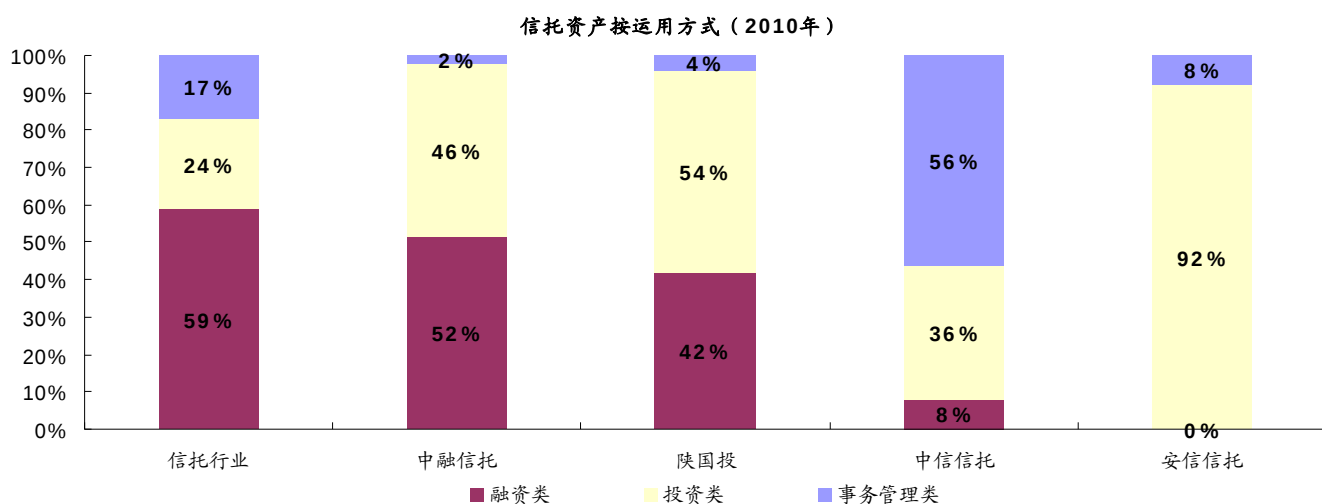
资料来源：中国信托业协会、中金公司研究部

资产结构合理且产品收益稳定的信托公司应享有估值溢价

不同的策略导致信托资产结构大不相同

中融信托和陕国投较为依赖融资类信托，而中信信托和安信信托更加依赖投资类信托和事务管理类信托。与信托业 59% 的水平较为接近，融资类信托在中融信托和陕国投信托资产中的占比分别高达 52% 和 46%；事务管理类信托和投资类信托在中信信托信托资产中的占比分别为 56% 和 36%；投资类信托在安信信托信托资产中的占比高达 92%。

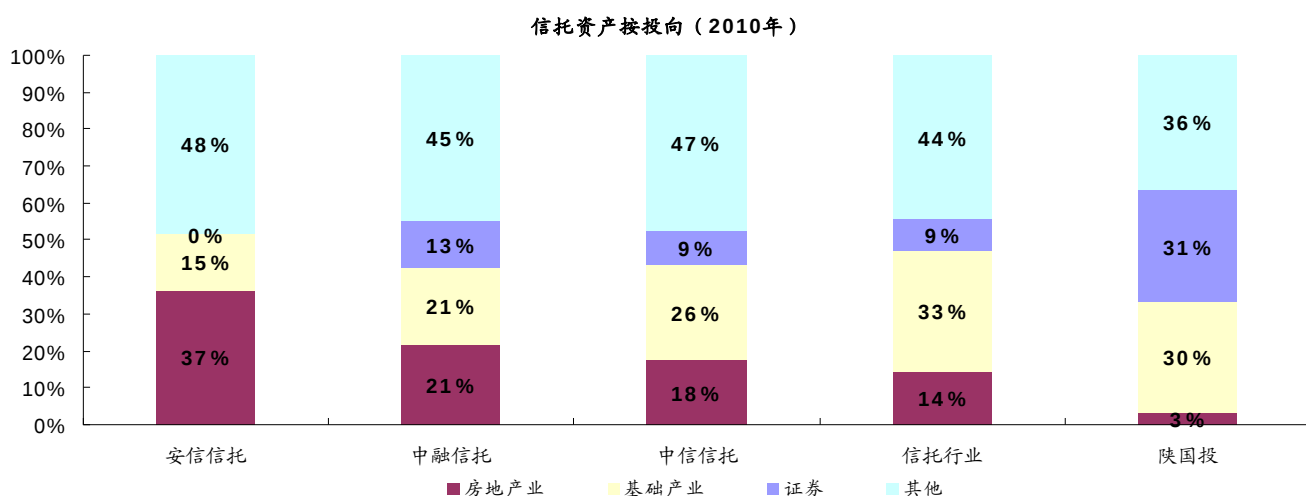
图表 23: 2010 年标的信托公司信托资产结构（按运用方式）



资料来源：中国信托业协会、公司数据、中金公司研究部

安信信托参与房地产业程度最高，陕国投参与房地产业程度最低。房地产业信托在中融信托和中信信托信托资产中的占比分别为 21% 和 18%，略高于信托业 14% 的水平；安信信托参与房地产业程度最高，房地产业信托资产占比高达 37%；陕国投参与房地产业程度最低，房地产业信托资产占比仅有 3%。

图表 24: 2010 年信标的托公司信托资产结构（按投向）



资料来源：中国信托业协会、公司数据、中金公司研究部

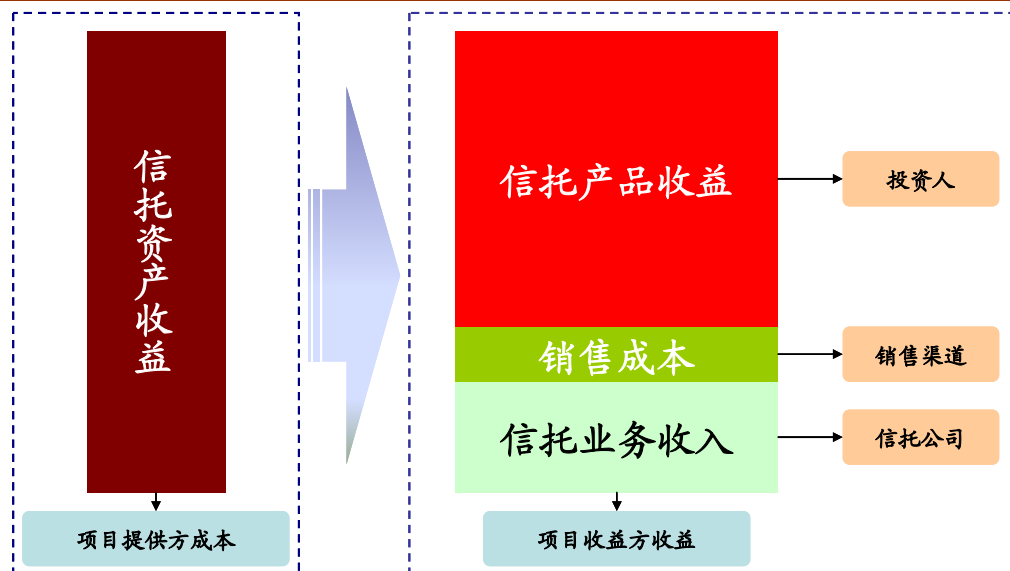
中融信托和安信信托面临较大信托资产结构调整压力，中信信托和陕国投信托资产结构调整压力不大。鉴于监管层近期对融资类信托和房地产业信托监管趋严，对这两类业务依赖程度较高且净资本水平较低的中融信托和安信信托需要逐步调整信托资产结构；中信信托对融资类信托和房地产业信托依赖程度均较为有限，且不存在净资本压力；尽管陕国投对融资类信托依赖程度较高，但不存在净资本压力。

为投资者提供合理且稳定的收益率是信托公司保持长期增长的核心因素

信托业务收入是信托资产收益与信托产品收益和销售成本之间的差额。信托资产收益（项目提供方成本）扣除信托产品收益（投资人收益）和销售成本（渠道费用）之后的剩余部分才是信托业务收入（信托业务报酬）。因此，信托业务收入是项目提供方、投资人、销售渠道和信托公司几方博弈的结果。

合理的信托资产收益率和信托产品收益率是保证信托业务收入长期增长的前提。尽管过高的信托资产收益能够带来更高的信托产品收益率和信托业务报酬率，但是信托资产风险也随之明显提升，长期可持续性较差；但过低的信托资产收益率将会导致信托产品吸引力明显下降，导致信托资产增速出现问题。

图表 25：信托资产收益分配模式



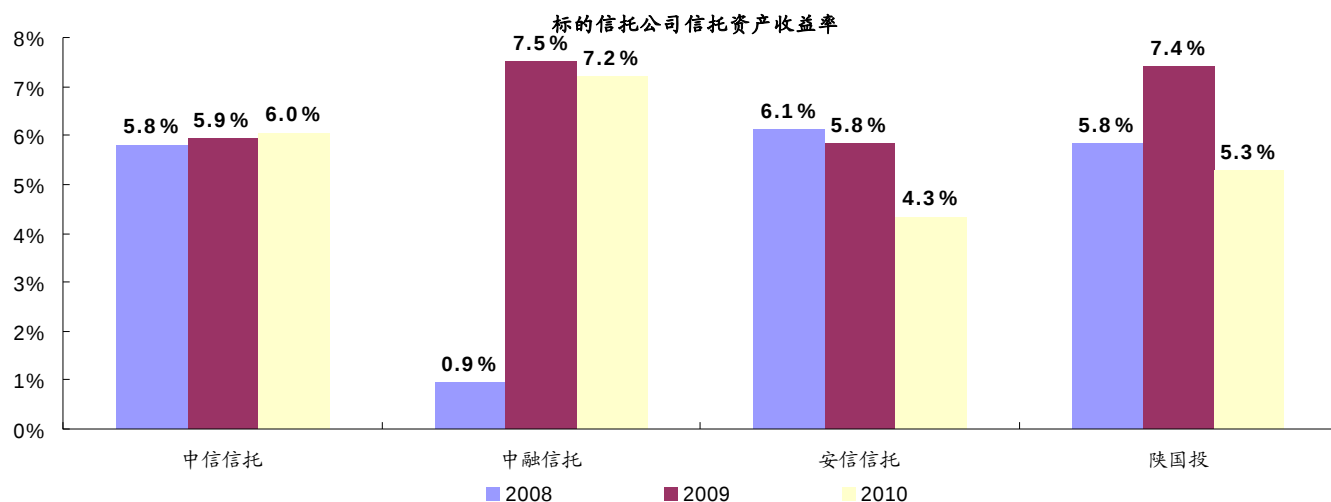
资料来源：中金公司研究部

中信信托信托资产收益率最稳定，中融信托信托资产收益率波动性最大。过去 3 年中，中信信托的信托资产收益率始终稳定在 5.8%-6% 之间；中融信托的信托资产收益率在 0.9%-7.5% 之间；安信信托和陕国投的信托资产收益率水平介于中信信托和中融信托之间。

中信信托和陕国投的信托业务报酬率较为稳定，中融信托和安信信托的信托业务报酬率波动性较大。过去 3 年中，中信信托的信托业务报酬率稳定在 0.5%-0.8% 之间；陕国投的信托业务报酬率保持在 0.7%；中融信托和安信信托的信托业务报酬率分别在 0.4%-1.0% 和 0.8%-1.8% 之间。

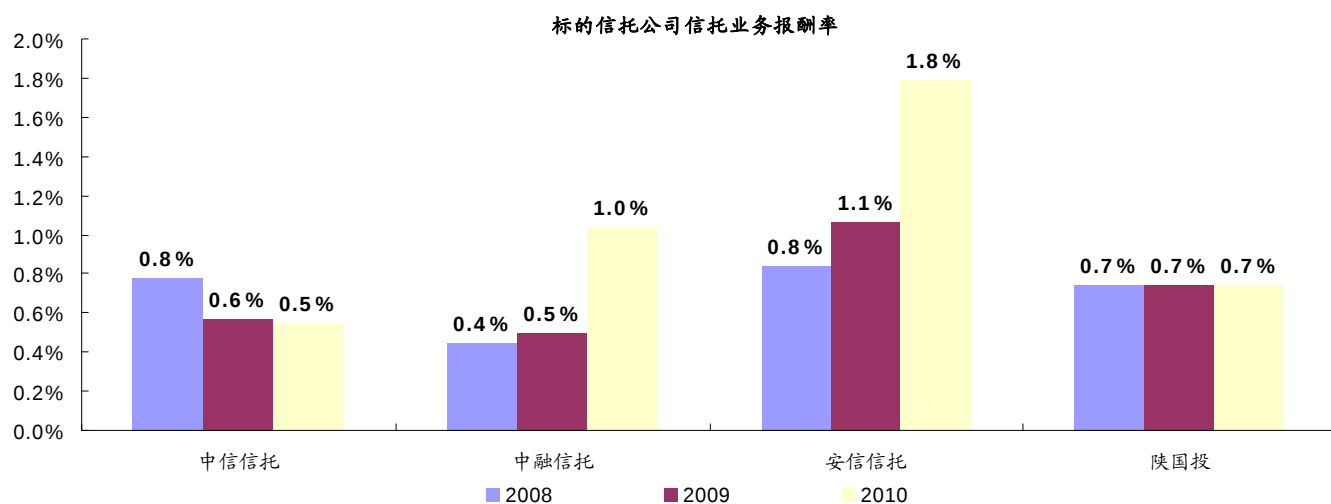
中信信托能够为投资人提供合理且稳定的收益率，中融信托为投资人提供的收益率稳定性较差。由于投资人投资于中信信托的信托产品能够获得合理且稳定的收益率，中信信托保持长期增长的可预见性较高。与此相反，中融信托提供的信托产品收益率不确定性较高，一旦信托产品收益率出现明显下滑，可能对信托资产增长带来较大影响，使中融信托长期增长可预见性降低。

图表 26: 标的信托公司信托资产收益率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 27: 标的信托公司信托业务报酬率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

主要风险

股价和房价上涨可能导致信托产品吸引力明显下降

目前信托产品收益率的竞争优势与高风险理财产品收益率不理想直接相关。一旦股价和房价上涨将会导致信托产品吸引力明显下降，可能会导致信托资产增速出现明显下滑，进而导致信托公司盈利增速放缓。

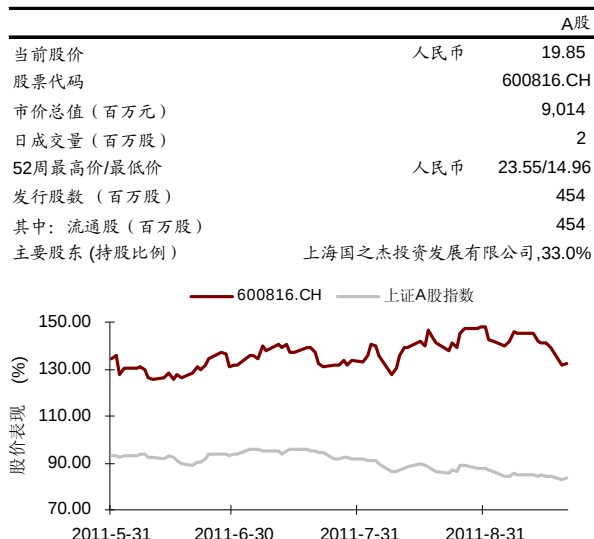
潜在信托资产风险可能给信托公司信誉带来负面影响

目前信托资产尚未出现过大规模违约的情况。一旦信托资产出现违约情况，将会导致投资人的实际收益率大幅低于预期收益率，甚至出现投资本金亏损的情况。信托资产违约将会给信托公司信誉带来严重负面影响，导致信托资产增速放缓甚至负增长，进而导致信托公司盈利增速放缓甚至负增长。

安信信托(600816/元)：审慎推荐

安信信托主要财务，股票信息

(人民币百万元)	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
营业收入	2,691	3,467	4,131	4,805
手续费及佣金收入	1,716	2,320	2,731	3,107
营业支出	(1,126)	(1,391)	(1,506)	(1,737)
归属于母公司所有者净利润	1,201	1,559	1,970	2,303
每股收益 (元)	0.68	0.88	1.12	1.30
(+/-%)	27%	30%	26%	17%
每股净资产 (元)	5.40	6.28	7.40	8.70
(+/-%)	17%	16%	18%	18%
净资产收益率 (%)	13.6%	15.1%	16.3%	16.2%
市盈率 (倍)	29.2	22.5	17.8	15.2
市净率 (倍)	3.7	3.2	2.7	2.3
股本 (百万股)	1,766	1,766	1,766	1,766



资料来源：彭博，公司资料，中金公司研究部

- **重组后的新安信信托将成为国内信托资产规模最大的信托公司。**安信信托目前正在进行资产重组，重组后的新安信信托将同时拥有中信信托和安信信托。截至 2010 年，中信信托和安信信托的信托资产分别为 3328 亿元和 123 亿元，信托资产的市场份额分别为 10.9%和 0.4%。
- **其他标的信托公司无法比拟的强大的股东背景。**重组后的新安信信托最大股东将变为中信集团，持股比例高达 69%。依托中信集团强大的股东背景，新安信信托将持续获得来自中信集团的支持，为长期发展提供强有力的支持。
- **信托资产结构均衡，在标的信托公司中政策风险最小。**按信托资产运用方式来看，中信信托的融资类信托占比仅为 8%，远低于信托业 59%的平均水平；按信托资产投向来看，中信信托房地产业信托占比仅为 18%，略高于信托业 14%的平均水平。在目前监管层对融资类信托和房地产信托监管严厉的情况下，中信信托资产结构调整压力不大。
- **信托资产收益率和信托业务报酬率稳定性远超其他标的信托公司。**过去 3 年中信信托的信托资产收益率分别为 5.8%、5.9%和 6.1%，在不同环境下信托资产收益率基本保持稳定；信托业务报酬率分别为 0.78%、0.57%和 0.55%。稳定的信托资产收益率和信托业务报酬率确保投资人和信托公司长期实现共赢。
- **2011 年至 2013 年净利润增速将达到 22%。**重组后的新安信信托 2011 年至 2013 年净利润将分别达到 15.6 亿元、19.7 亿元和 23.0 亿元，分别增长 30%、26%和 17%。
- **中信信托持有泰康人寿的 8.8%股权，但 2010 年泰康人寿仅贡献了 9000 万元股息。**
- **首次覆盖安信信托给予“审慎推荐”投资评级。**我们预计重组后的新安信信托 2011 年至 2013 年每股收益分别为 0.88 元、1.12 元和 1.3 元。鉴于重组后的新安信信托依托其强大的股东背景将拥有均衡的信托资产结构以及稳定的信托资产收益率和信托业务报酬率，我们相信在标的信托公司中盈利可预见性最高，相比其他标的信托公司应享有估值溢价。

图表 28: 安信信托财务数据摘要及预测

单位: 万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
备考利润表					
营业收入	217,062	269,073	346,680	413,052	480,502
利息净收入	59,780	61,439	76,962	97,880	121,875
手续费及佣金净收入	115,799	171,617	231,989	273,071	310,701
投资净收益	28,766	32,275	36,095	42,487	50,189
公允价值变动净收益	5,747	-2,715	-3,204	-4,008	-4,974
营业支出	93,907	112,634	139,098	150,601	173,684
营业税金及附加	10,076	13,139	18,294	21,897	25,549
业务及管理费	28,892	50,282	66,663	80,089	93,381
资产减值损失	49,223	41,639	48,460	44,353	51,559
营业利润	123,155	156,440	207,582	262,451	306,817
营业外收入	471	442	486	534	588
营业外支出	54	126	139	153	168
利润总额	123,572	156,755	207,929	262,833	307,237
所得税费用	28,785	36,544	51,982	65,708	76,809
净利润	94,787	120,211	155,946	197,125	230,428
归属于母公司所有者净利润	94,836	120,144	155,873	197,044	230,339
少数股东损益	-49	67	73	81	89
备考资产负债表					
总资产	1,034,972	1,185,412	1,364,411	1,586,892	1,845,213
货币资产	190,082	107,182	133,362	166,409	205,042
贷款	167,750	329,245	411,854	515,230	635,407
交易性金融资产	11,815	6,446	8,064	10,088	12,440
可供出售金融资产	92,555	123,256	154,182	192,882	237,872
持有至到期投资	82,266	93,450	116,897	146,238	180,349
长期股权投资	102,352	120,723	125,778	131,694	138,664
商誉	313,481	313,481	313,481	313,481	313,481
总负债	217,195	231,249	254,374	279,812	307,793
总股本	176,621	176,621	176,621	176,621	176,621
归属于母公司所有者权益	817,777	954,163	1,110,036	1,307,081	1,537,420
所有者权益	817,777	954,163	1,110,036	1,307,081	1,537,420
信托资产					
集合类	3,784,307	7,866,018	12,176,433	14,392,950	16,973,149
单一类	15,413,754	23,779,058	26,482,013	29,521,299	32,941,836
财产管理类	2,778,364	2,861,034	3,262,966	3,701,538	4,169,975
信托资产	21,976,425	34,506,110	41,921,411	47,615,787	54,084,960
盈利能力 (%)					
信托资产收益率	5.92%	5.97%			
信托业务报酬率	0.60%	0.60%	0.60%	0.61%	0.61%
净利润率	43.69%	44.65%	44.96%	47.70%	47.94%
净资产收益率	12.69%	13.56%	15.10%	16.30%	16.20%
每股及估值指标 (元)					
每股收益	0.54	0.68	0.88	1.12	1.30
每股净资产	4.63	5.40	6.28	7.40	8.70
市盈率	37.0	29.2	22.5	17.8	15.2
市净率	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3

资料来源: 彭博、公司数据、中金公司研究部

图表 29: 可比公司估值

公司	股价		总股本		流通股		总市值		市盈率				市净率			
	(人民币/港币, 元)		(百万)		(百万)		(人民币/港币, 百万元)		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
安信信托	19.85		1,766		1,766		35,059		29.2	22.5	17.8	15.2	3.7	3.2	2.7	2.3
陕国投A	13.47		578		358		4,828		59.2	53.3	26.7	21.9	6.6	2.6	2.4	2.1
经纬纺机-A	11.82		705		423		5,563		29.2	14.2	10.6	8.8	2.3	1.7	1.5	1.3
公司	每股收益				每股净资产				净资产收益率(%)				信托业务报酬率(%)			
	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
安信信托	0.68	0.88	1.12	1.30	5.40	6.28	7.40	8.70	13.6	15.1	16.3	16.2	0.60	0.60	0.61	0.61
陕国投A	0.23	0.25	0.50	0.62	2.05	5.19	5.70	6.31	12.2	7.8	9.3	10.2	0.47	0.50	0.55	0.60
经纬纺机-A	0.41	0.84	1.12	1.34	5.07	6.92	8.04	9.38	17.5	34.4	28.0	26.8	1.04	1.15	1.15	1.15

均为中金公司预测, 其中安信信托为备考盈利预测

资料来源: 彭博、公司数据、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号证券大厦
附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号-B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED