

信托行业 2012 年投资策略报告

——由规模增长向内生性增长转变

金融/信托

优于大势

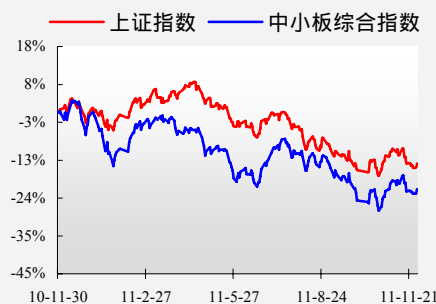
维持评级

发布时间：2011 年 11 月 30 日

投资要点：

- 2011 年 3 季度，我国信托资产规模达到了 40977.73 亿元，环比增长 9.5%，同比增长 38.6%。整个行业继续呈快速发展态势。
- 2011 年前 3 季度，信托行业营业收入和利润总额分别为 265.9 亿元和 184.8 亿元，同比分别增长 143.0%和 143.12%，高速增长的业务规模和内生性优化的业务结构，促进了全行业的盈利能力提升。
- 2009 年以来，由于“新办法”的政策导向和条款规定，信托本源业务面临爆发式增长，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。信托业务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。
- 信托公司的银信业务和房地产信托业务受阻。为规避风险，扩大新的盈利业务，不少信托公司纷纷转向新的投资领域，这些领域主要有保障房、艺术品、矿产资源和基础设施产业、工矿企业等领域。投资领域的多元化有利于信托业规模的继续壮大。
- 目前，信托业尽管在房地产业务和银信业务方面受阻，但是在矿产资源信托、保障房建设和艺术品投资等领域有新的发展空间。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。给予经纬纺机、安信信托、爱建股份和陕国投谨慎推荐的评级。

走势图



重要公司

评级

陕国投 A	谨慎推荐
安信信托	谨慎推荐
爱建股份	谨慎推荐
经纬纺机	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.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

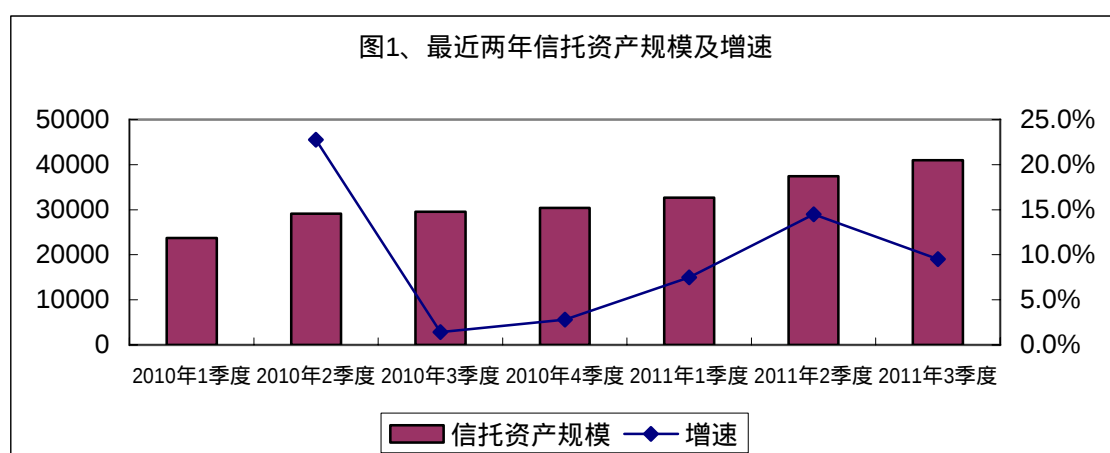
邮 编：200002

一、2011年信托行业发展状况

1、信托资产增长状况

2011年3季度，我国信托资产规模达到了40977.73亿元，环比增长9.5%，同比增长38.6%。整个行业继续呈快速发展态势。

2011年前3季度，信托行业营业收入和利润总额分别为265.9亿元和184.8亿元，同比分别增长143.0%和143.12%，高速增长的业务规模和内生性优化的业务结构，促进了全行业的盈利能力提升。



资料来源：信托业协会

表1、近两年各季度信托营业收入及利润总额

单位：亿元

		1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
业务收入	2010 年	38.8	96.3	109.4	284.0
	2011 年	70.7	172.7	265.9	
	同比	82.1%	79.4%	143.0%	
利润总额	2010 年	26.1	65.5	76.0	158.8
	2011 年	47.2	119.1	184.8	
	同比	80.8%	81.9%	143.1%	

资料来源：信托业协会

2、信托产品发行成立状况

2011年1-10月份，集合资金信托产品成立3233个，成立规模为5681.96亿元。去年同期分别为1617个、2769.4亿元，同比分别上涨100%和105%。从同比增速来看，无论是月度数据还是全年累计数据，都表明集合信托成立数据仍在快速增长。

表2、信托行业总体发展状况

	2010.1 - 10	2011.1 - 10	同比
数量总计（个）	1617	3233	100%
规模总计（万元）	27694000	56819600	105%
平均期限（年）	2.01	1.96	
平均年收益率（%）	7.95	9.1	14.47%

资料来源：用益信托工作室

表3、各月信托产品发行及成立数量

统计项目	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
机构数量（家）	37	30	50	49	51	55	54	55	51	54
成立数量（个）	244	98	284	348	299	291	405	385	318	270
成立规模（亿元）	351	157	475	576	545	497	750	629	537	406
发行数量（个）	221	131	287	287	306	332	281	295	204	235
发行规模（亿元）	299	202	505	570	640	635	429	535	351	364

资料来源：用益信托工作室

3、信托业务由规模增长向内生性增长转变

2009年以来，由于“新办法”的政策导向和条款规定，信托本源业务面临爆发式增长，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。信托业务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4、信托业务类型变化趋势

	2009年	2010年	2011年1季度	2011年2季度	2011年3季度
融资类	60.0%	61.6%	57.5%	54.2%	52.6%
投资类	20.0%	17.8%	27.7%	33.2%	33.7%
事务管理类	20.0%	20.7%	14.8%	12.5%	13.7%

资料来源：东北证券；信托业协会

2009年以前，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15%，

单一资金信托产品占 75% 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。2011 年 3 季度，集合资金信托产品占比已达到 31.0%。

表5、信托来源结构变化趋势

	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度
集合资金信托	15.00%	12.60%	23.90%	30.1%	31.0%
单一资金信托	75.00%	80.50%	71.70%	66.3%	65.9%
管理财产信托	10.00%	6.90%	4.40%	3.6%	3.1%

资料来源：东北证券；信托业协会

从业务收入结构来看，2009 年以前，信托业务收入占信托业收入总额的比例较低。2009 年，这一比例首次超过 50%，到 2011 年 3 季度，达到 53.3%，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6、信托业务收入结构变化趋势

	2007	2008	2009 年	2010 年	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度
利息收入				13.7%	11.4%	11.6%	11.3%
信托业务收入	31%	40%	52.7%	55.9%	53.3%	54%	53.3%
投资收益				24.0%	15.2%	18.6%	15.8%

资料来源：东北证券；信托业协会

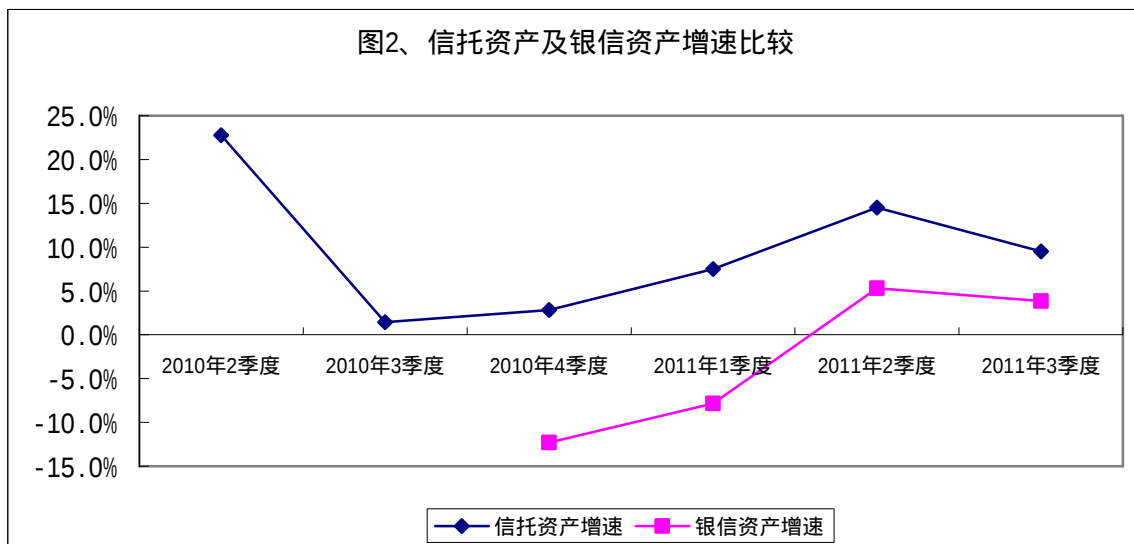
2010 年下半年以来，监管层对银信合作进行限制，银信合作规模大幅度降低，而集合信托的规模及占比快速上升，有利于提高信托公司的盈利能力。

在银信合作业务中，很多信托公司的资金信托业务是靠银行的支持完成的，银行占主导地位，信托公司只起到“平台”和“通道”的作用，因此，信托公司获取的利润率很低。而在集合信托计划中，信托公司获取的收益率较高，如果信托公司自己

参与认购投资，或者管理产品获得超额收益，还会提取一定的收益提成，因此，收益率更高。

银信合作信托占比下降，集合信托占比上升，有利于提高信托公司的盈利能力。

图2、信托资产及银信资产增速比较



资料来源：东北证券；信托业协会

表 7、银信合作资产规模及占比变动

单位：万元

		2010 年 3 季度	2010 年 4 季度	2011 年 1 季度	2011 年 2 季度	2011 年 3 季度
银信合作	余额	189,322,000	166,052,981	153,019,428	161,135,587	167,322,602
	占比	64.0%	54.6%	46.8%	43.1%	40.8%
信政合作	余额	38,160,500	35,632,720	32,393,248	29,459,972	27,883,189
	占比	12.9%	11.7%	9.9%	7.9%	6.8%
私募基金合作	余额	9,757,100	12,632,186	14,185,797	13,699,325	14,429,396
	占比	3.3%	4.2%	4.3%	3.7%	3.5%

资料来源：东北证券；信托业协会

4、信托资金运用方式分析

从 1-10 月份的成立数据来看，在各种信托资金运用方式中，成立规模占比最高的依然是权益型投资，规模为 1847.5 亿元，占比为 33%。

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，在计算风险资本计提时，又是按投资类标准（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。

表8、2011年1 - 10月信托资金运用方式

单位：亿元

	成立规模	占比	成立数量	占比	平均收益率
证券投资	600.3	11%	559	17%	7.0%
贷款	1040.1	18%	616	19%	9.1%
股权投资	1357.2	24%	360	11%	10.2%
权益投资	1847.5	33%	1,229	38%	8.9%
组合运用	511.5	9%	228	7%	8.7%
其他投资	325.3	6%	241	7%	8.4%
合计	5682.0	100%	3233	100%	9.1%

资料来源：用益信托工作室

表9、2011年各月信托资金运用方式

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
贷款	15%	15%	23%	18%	13%	19%	17%	22%	21%	21%
证券投资	16%	18%	11%	10%	8%	8%	10%	8%	7%	6%
股权投资	29%	19%	17%	24%	30%	30%	26%	20%	22%	16%
权益投资	30%	25%	35%	28%	28%	30%	28%	36%	38%	36%
其他投资	4%	11%	12%	6%	14%	11%	9%	5%	7%	12%
组合运用	6%	12%	3%	14%	7%	2%	10%	8%	6%	8%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：用益信托工作室

5、信托资金的投资领域

从1-10月份的成立数据来看，在各种信托资金投资领域中，成立规模占比最高的依然是房地产。房地产信托的成立规模为2421.91亿元，占比为43%。排在第2名的是金融领域，成立规模为1174.81亿元，占比21%。1-10月份所有集合产品的平均预期年收益率高达9.08%。

表10、2011年1 - 10月信托资金投资领域

单位：亿元

	成立规模	占比	成立数量	占比	平均收益率
金融	1174.81	21%	1,093	34%	7.71%
房地产	2421.91	43%	830	26%	10.01%
工商企业	1116.87	20%	737	23%	8.69%
基础设施	532.49	9%	272	8%	8.48%
其他	435.88	8%	301	9%	8.67%
合计	5681.96	100%	3233	100%	9.08%

资料来源：用益信托工作室

房地产信托占比虽高，但已呈下降态势。从 2011 年三季度各月房地产信托的发行数量和发行规模来看，均存在逐月下降趋势，九月份降到最低，仅高于一月份。另外，房地产信托的规模占比和同比增长率也在下降，八、九两月房地产信托发行规模占比均低于 40%，九月份发行规模出现 40% 的同比负增长。

表 11、2011 年 1-3 季度房地产信托月度发行情况

月份	发行数量（个）	发行规模（万元）	规模占比	同比增长
11.1	43	1102949	30.82%	-0.14%
11.2	50	1326900	44.89%	62.16%
11.3	95	2741311	43.54%	214.46%
11.4	115	3944727	51.28%	153.84%
11.5	104	3672629	51.86%	348.54%
11.6	129	3912421	48.06%	109.37%
11.7	100	2605496	47.16%	16.77%
11.8	84	2390878	34.35%	5.54%
11.9	49	1212701	34.64%	-42.76%
合计	769	22910012	44.29%	67.82%

数据来源：用益信托工作室

从投资领域上来看，房地产信托业务在信托公司总业务中占据半壁江山，房地产信托规模的下降将直接影响信托公司的业务收入。但从 2011 年 3 季度的统计数据来看，在房地产信托出现负增长的情况下，信托发行总量仍持续性增长，信托业务收入及利润总额同比仍然增加，说明信托业对国民经济的参与度越来越高，信托公司减少对房地产业投资的同时，加大了对工商企业、基础设施及金融业的投资。整个行业的发展没有因为房地产信托的收缩而停滞。

表 12、房地产信托占比呈下降趋势

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月份
金融	25%	26%	19%	14%	14%	19%	20%	25%	15%	18%
房地产	39%	33%	40%	43%	45%	49%	48%	43%	38%	37%
基础设施	8%	12%	10%	8%	11%	7%	9%	12%	10%	19%
工商企业	23%	17%	26%	25%	23%	17%	17%	10%	25%	12%
其他	5%	12%	5%	9%	7%	8%	6%	9%	13%	14%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

资料来源：用益信托工作室

二、信托业发展方向

1、房地产信托发展受限

根据用益信托工作室不完全统计,2011 年三季度全国共发行了 233 款房地产信托产品,发行规模为 620.91 亿元。与去年同期相比,发行数量增长了 28.73%,但发行规模却同比下降了 6.14%。与二季度相比,发行数量下降了 33.05%,发行规模也下降了 46.15%。从房地产信托的占比来看,三季度房地产信托产品的占比仅为 38.84%,同比下降了 7.42 个百分点,环比则下降了 14.01 个百分点,这是近一年来房地产信托占比首次低于 40%。

表 13、 3 季度房地产信托发行规模对比

	房地产		非房地产	
	2011 年三季度	2010 年三季度	2011 年三季度	2010 年三季度
发行数量(个)	233	181	685	396
发行规模(亿)	620.9	661.5	977.7	569.4
规模占比	38.8%	53.7%	61.2%	46.3%
数量同比增长	28.7%	--	73.0%	--
规模同比增长	-6.1%	--	71.7%	--

资料来源:用益信托工作室

2011 年,在严苛的调控措施下,房地产市场销售疲软,有价无市的现象明显,下行压力增大。面对房地产市场如此形势,房地产信托也将受到较大影响。房地产市场疲软,投资者在选择房地产信托产品时将会更加谨慎,一些风险厌恶的投资者将会避开房地产信托,房地产信托的需求将有所下降。另外,受《净资本管理办法》结算期将至的影响,信托公司也将有意识的减少房地产信托产品的发行,并且对于融资方的选择将更加谨慎。

2、信托投资新领域

2010 年下半年以来,出于对控制“影子银行”信贷规模和投资者信托资金的安全性考虑,监管层对信托公司开展的银信业务和房地产信托业务相继出台严格的监管政策。

另外,《信托公司净资本管理办法》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,风险越高的业务占用的风险资本就越多。《信托公司净资本

管理办法》颁布以后，一些高风险，低收益的项目不再受青睐。

信托公司的银信业务和房地产信托业务受阻。为规避风险，扩大新的盈利业务，不少信托公司纷纷转向新的投资领域，这些领域主要有保障房、艺术品、矿产资源和基础设施产业、工矿企业等领域。投资领域的多元化有利于信托业规模的继续壮大。

（1）矿产资源类企业

矿产资源企业对资金需求量大，但银行对此类企业的贷款要求也较高，除少数大型矿产企业外，大部分矿产企业特别是中小矿企在银行的融资需求得不到满足。因此，信托以其灵活的制度设计和广阔的投融资渠道赢得矿产资源的青睐，成为重要的融资手段。

据用益信托工作室不完全统计，2011年前3季度，共有31家信托公司参与发行了69款该类产品，比去年同期增加35款，发行规模达到298亿元，同比增长204%。

表14、2010-2011前3季度矿产资源类产品发行情况

	2011 年前 3 季度	2010 年前 3 季度	同比
参与发行的机构数量	31	20	55.0%
发行产品数量	69	34	102.9%
发行规模（万元）	2981020	979900	204.2%
平均规模（万元）	43203	28821	49.9%
平均收益率（%）	9.77	8.21	19.0%

资料来源：用益信托工作室

2011年以来，矿产资源类信托产品发行整体呈上涨趋势，一方面由于煤炭资源整合工作进行到一定阶段，对资金的需求大增，通过信托平台融资的矿企增多；另一方面，大多数信托公司的支柱业务房地产信托由于受到监管层控制，发行数量和规模都大幅下降，为了转变盈利模式，保持盈利水平，作为唯一能与房地产类信托高收益抗衡的矿产资源类信托便成了信托公司开展业务的重点。但是，目前矿产类产品的规模还很小，作为接棒房产类信托成为信托公司支柱业务还有待发展。

（2）艺术品领域

艺术品除了艺术属性、文化属性以外，另外还有一种金融属性。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。

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。

表 15、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

（3）保障房建设

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。

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。

表 16、2011 年上半年保障房信托发行情况

	发行规模（万）	发行数量(个)	平均期限（年）	平均收益率
2010 年上半年	707875	23	2.25	8.58%
2011 年上半年	742806.7	27	1.84	10.02%

资料来源：用益信托工作室

据用益信托工作室不完全统计，2011 年前 3 季度，信托公司共发行了 76 款保障房信托计划，规模共计 220.3 亿元。其中棚户区改造为 37 款共 119 亿元，安居工程 27 款共 69.3 亿元，经适房、两限房和公租房规模分别为 15.5 亿、5 亿和 1.5 亿元。

三、信托行业投资策略

1、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。

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。

《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做强，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。具有融资资格和融资能力的信托公司，其净资本补充速度较快，因此业务规模扩张的潜在空间较大，对于上市信托公司或被上市公司参股的信托公司来说，由于不受净资本规模的限制，其业务发展速度将加快，竞争能力提高。

2、新的投资领域有利于拓展盈利空间

目前，信托业尽管在房地产业务和银信业务方面受阻，但是在矿产资源信托、保障房建设和艺术品投资等领域有新的发展空间。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。

给予经纬纺机、安信信托、爱建股份和陕国投谨慎推荐的评级。

四、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 17、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

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。2011 年，在良好的市场发展前景下，中融信托未来仍将保持良好增长。

表 18、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 19、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

经纬纺机纺机主业恢复很好，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 0.90 元，动态市盈率为 13 倍，给予谨慎推荐评级。

表 20、经纬纺机业绩预测

单位：元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	7,287,232,569	8,658,803,662	10,027,460,136	11,030,206,150
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	1,243,728,562	1,368,101,419	1,504,911,561
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	1,414,307,057	2,130,958,836	2,423,019,733
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	1,489,540,167	2,212,962,926	2,512,404,191
减：所得税	158,099,044	352,225,400	522,259,251	592,927,389
六、净利润	510,492,367	1,137,314,767	1,690,703,675	1,919,476,802
减：少数股东损益	265,775,517	592,115,455	879,165,911	998,127,937
归属母公司所有者净利润	244,716,850	545,199,312	811,537,764	921,348,865
七、每股收益：	0.41	0.90	1.34	1.53

资料来源：WIND，东北证券

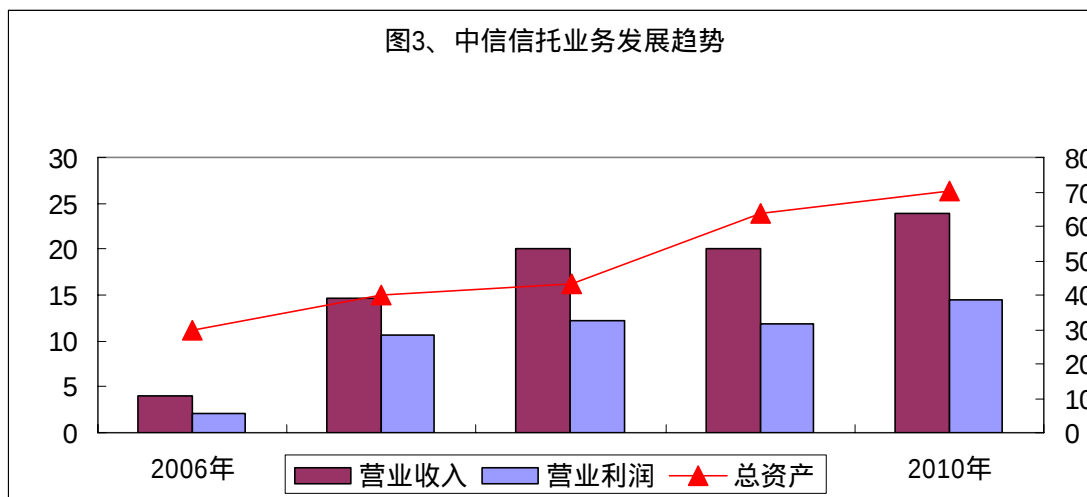
2、安信信托（600816）

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，2007 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。



资料来源：WIND

表 21、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

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%。

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。

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 22、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，东北证券

表 23、爱建股份盈利预测

单位：元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	488,634,579	626,668,343	771,753,061	1,007,129,115
营业收入	388,594,477	427,453,924	470,199,317	517,219,248
利息收入	9,972,630	12,964,418	16,853,744	21,909,867
手续费及佣金收入	90,067,473	186,250,000	284,700,000	468,000,000
二、营业总成本	512,957,718	562,165,879	618,807,479	681,225,568
营业成本	336,154,247	369,769,672	406,746,639	447,421,303

手续费及佣金支出	5,439,470	6,527,364	7,832,836	9,399,404
营业税金及附加	10,542,811	11,386,236	12,297,135	13,280,905
销售费用	17,509,283	19,260,211	21,186,232	23,304,855
管理费用	128,339,533	141,173,487	155,290,835	170,819,919
财务费用	12,771,737	14,048,911	15,453,802	16,999,182
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	-5,475,707	-3,285,424	-1,971,255	-1,182,753
投资净收益	144,778,874	231,646,199	370,633,918	593,014,270
汇兑净收益	-1,137,398	-1,251,138	-1,376,252	-1,513,877
四、营业利润	113,842,630	291,612,099	520,231,993	916,221,187
加：营业外收入	3,329,887	3,662,876	4,029,164	4,432,080
减：营业外支出	771,615	462,969	277,781	166,669
五、利润总额	116,400,902	294,812,006	523,983,375	920,486,598
减：所得税	12,096,770	58,962,401	104,796,675	184,097,320
六、净利润	104,304,133	235,849,605	419,186,700	736,389,278
减：少数股东损益	-612,704	2,358,496	4,191,867	7,363,893
归属母公司所有者净利润	104,916,836	233,491,109	414,994,833	729,025,386
七、每股收益（摊薄后）	0.13	0.22	0.38	0.68

资料来源：WIND，东北证券

4、陕国投（000563）

2011 年前 3 季度，陕国投实现营业总收入 2.19 亿元，同比增加 69.4%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.1 亿元，同比增加 148.2%。每股收益 0.31 元。

表24、业绩同比

单位：元

	2010 前 3 季度	2011 前 3 季度	同比
一、营业总收入	129,555,474.51	219,422,114.35	69.4%
二、营业利润	64,772,967.72	143,633,272.86	121.7%
三、利润总额	64,196,995.83	143,623,156.55	123.7%
四、净利润	44,328,354.09	110,002,032.37	148.2%
归属母公司所有者净利润	44,328,354.09	110,002,032.37	148.2%
五、每股收益：	0.12	0.31	

资料来源：公司公告

截至 2011 年前 3 季度，公司信托资金规模 359.2 亿元，较年初增加 154 亿元，增幅 75.5%；前 3 季度实现信托手续费净收入 1.23 亿元，较上年同期增加 149.3%。从信托类别上看，单一信托为 229 亿元，占比为 63.9%，集合信托为 126 亿元，占比为 35.1%。集合信托占比虽低，但增长速度较快。

表25、信托资产发展速度

单位：万元

	陕国投	全行业
--	-----	-----

	信托资产规模	增速	信托资产规模	增速
2006 年	236942.6		33504066	75.40%
2007 年	341089.6	44.00%	90332990	169.60%
2008 年	492069.6	44.30%	122856057	36.00%
2009 年	1220332.7	148.00%	184782596	50.40%
2010 年	2033700	66.70%	301333356	63.10%
211 年 3 季度	3592000	75.5%		

资料来源：WIND

预测 2011 年陕国投的每股收益为 0.48 元。如果定向增发完成以后，公司的净资本实力将大大增强，有利于信托资产规模的快速增长，给予陕国投谨慎推荐的评级。

表26、盈利预测

单位：元

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
一、营业总收入	220,169,097	253,194,461	296,237,520	340,673,148
利息收入	7,552,064	9,062,476	10,874,972	13,049,966
手续费及佣金收入	78,095,562	108,552,831	150,888,435	209,734,924
二、营业总成本	96,343,963	112,026,768	130,485,948	152,240,552
营业成本	13,849,602	15,234,562	16,758,019	18,433,821
利息支出	756,113	854,407	965,480	1,090,993
手续费及佣金支出	9,095,432	10,004,975	11,005,473	12,106,020
营业税金及附加	11,965,332	13,161,866	14,478,052	15,925,857
管理费用	60,257,258	72,308,709	86,770,451	104,124,541
财务费用	1,062,021	1,168,224	1,285,046	1,413,550
资产减值损失	-641,795	-705,975	-776,572	-854,230
三、其他经营收益		82,731,088	109,140,253	143,313,184
公允价值变动净收益	-4,416,218	-3,974,596	-3,577,136	-3,219,423
投资净收益	66,696,680	86,705,684	112,717,390	146,532,607
四、营业利润	106,223,486	223,898,781.50	274,891,824.86	331,745,779.02
加：营业外收入	15,330	16,863	18,550	20,405
减：营业外支出	878,839	966,723	1,063,395	1,169,734
五、利润总额	105,359,977	222,948,922.25	273,846,979.68	330,596,449.33
减：所得税	23,842,974	51,278,252	62,984,805	76,037,183
六、净利润	81,517,004	171,670,670	210,862,174	254,559,266
七、每股收益：	0.23	0.48	0.59	0.71

资料来源：WIND，东北证券

注：本文部分资料和数据来自于用益信托工作室，致谢！

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

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。