



从估值压制到估值修复

行业动态信息

2011 信托业业绩迅猛增长

根据中国信托业协会的数据，截至 2011Q3，信托行业信托总资产达 40977 亿元，实现净利润 184.77 亿元，分别较 2010 年同比增长 38.58% 和 143.11%。已公布 11 年业绩的 35 家信托公司，其 2011 年实现营业收入 304 亿元，较 2010 年的 230 亿元同比增长 32.06%，2011 实现净利润 162 亿元，较 2010 的 121 亿元同比增长 34.05%。

信托业业绩未来 2 年仍能维持 20% 以上的增长

展望未来，中性偏紧的货币政策环境不会有根本改变，虽然在局部上和结构上可能会有所调整；资产管理和财富管理对信托产品的需求仍不断增加，信托业所承担的资产管理和财富的职能和角色不断扩大；能源矿产信托和产业基金有望成为信托业利润新的增长点；2010-2011 年的存量业务仍将贡献可观的后续收入。综上，未来 2 年信托业的业绩仍将每年保持 20% 以上的增长。

房地产信托：放大的担忧极大的压制了估值

房地产信托集中到期有三个高峰，即 2012 年 2-8 月、2012 年底、2013 年 3 月-8 月。目前市场主要担忧 2012 年 3-7 月到期的这批产品，其主要是 2010 年 4-7 月发放的，当时房地产调控政策并不很严格。之后的房地产信托，其发生风险的可能性很小，因为 2011 年 1 月之后银监会对房地产信托的要求已经很严格了。市场目前的担忧对市场情绪，进而对信托股的估值造成打击和压制，所以目前的信托股估值水平在低位徘徊。而根据我们调研和分析，房地产信托的实质风险（清偿风险）不大，行业龙头公司更是如此。极个别项目的流动性风险可以时间换空间来解决。

“泥沙俱下”之后，2 季度左右信托股将迎来估值修复

2 季度将结束目前“泥沙俱下”的局面，经过考验的优质和龙头信托公司的估值将得到大幅提升。2 季度是一个极其重要的时间段，首先是房地产信托兑付高峰会逐步到来；其次，房地产政策大博弈的结果将明朗化。对于信托业而言，其不太担忧房价下跌，只要有成交量即可。我们认为 2 季度，由于以上两个因素的日益明朗，行业龙头和优质信托公司的估值将得到大幅修正。所谓信托业将迎来估值修复。

重点公司

公司	11EPS	12EPS	11PE	12PE	11PB	12PB	评级
安信信托	1.16	1.44	12.96	10.42	1.16	3.63	不评
经纬纺机	0.86	1.01	10.59	8.98	1.79	1.28	买入
陕国投	0.45	0.43	22.94	24.27	4.99	1.74	增持

信托业

维持

买入

魏涛

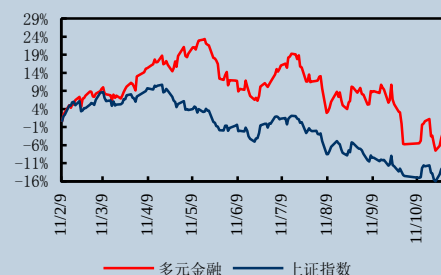
weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440510120041

发布日期：2012 年 2 月 9 日

市场表现



相关研究报告

11.07.12 证券业经纪业务份额及经营数据月报（201106）



一、2011 信托业业绩迅猛增长

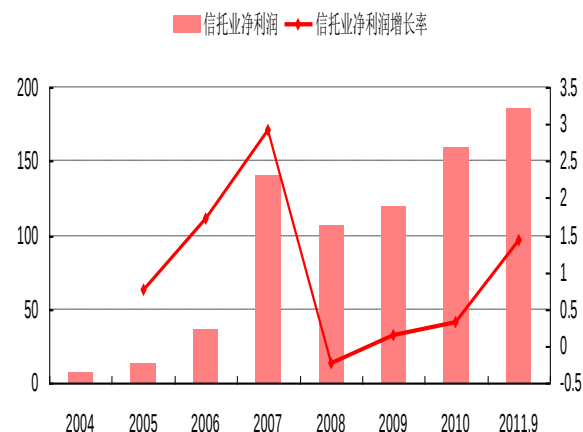
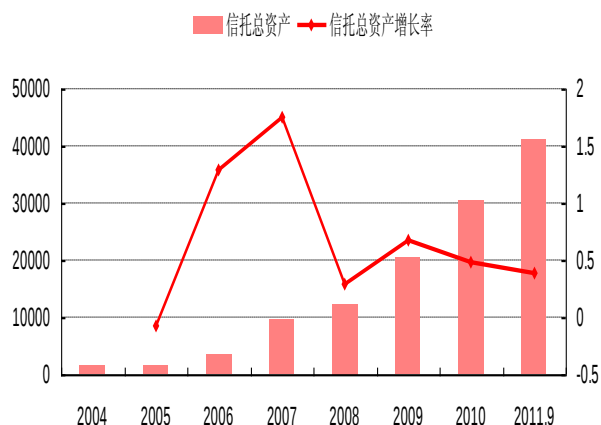
根据中国信托业协会的数据，截至 2011 年 3 季度末，信托行业信托总资产已达 40977 亿元，实现净利润 184.77 亿元，分别较 2010 年同比增长 38.58% 和 143.11%。

图 1：信托行业总资产情况

单位：万元

图 2：信托行业净利润情况

单位：万元

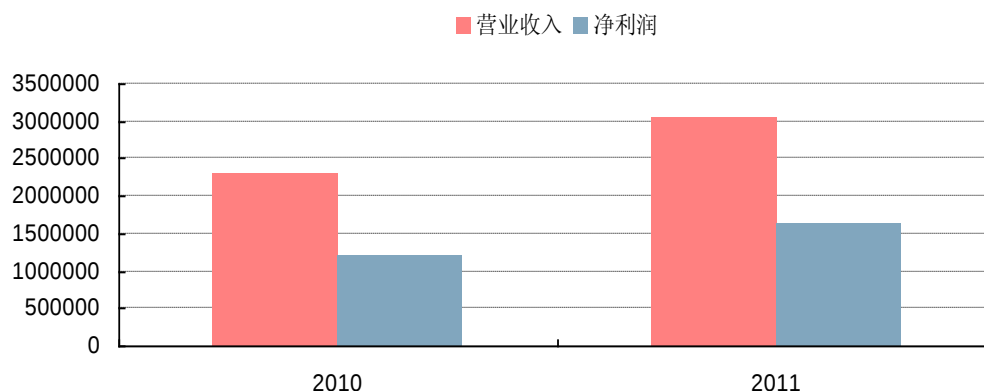


资料来源：中信建投证券研究发展部

已公布 2011 年业绩的 35 家信托公司的财务数据显示其 2011 年实现营业收入 304 亿元，较 2010 年的 230 亿元同比增长 32.06%，2011 实现净利润 162 亿元，较 2010 的 121 亿元同比增长 34.05%。

图 3：已公布 35 家信托公司营业收入和净利润

单位：万元



资料来源：中信建投证券研究发展部

在已经公布财务数据的 35 家信托公司中，28 家在 2011 年实现了净利润的同比正增长，其中江西国际信托股份有限公司 2011 年实现净利润同比增长 261.41%，排名第一，中信信托和中融国际信托净利润同比增长分别达到 68.24% 和 51.56%，也显著的高于行业 34.05% 的净利润同比增速，体现了公司较好的盈利能力。从净利润的绝对值角度看，中信信托和中融国际信托分别实现净利润 18.65 亿和 10.53 亿，在公布数据的 35 家信托公司



中排在第一和第四位，在行业中处于龙头地位。收入增速方面，30 家公司实现了收入正增长，其中华能贵诚收入同比增长 192.13%，排名第一，中信信托和中融国际信托分别实现收入同比增长 51.79%和 113.67%，高于行业 32.06%的收入增长速度。从收入绝对值角度看，中信信托和中融国际信托营业收入为 36.22 亿和 36.87 亿，分列第二和第一位，在 2011 年领跑信托行业。

表 1：已公布的 35 家信托公司财务数据

公司	2010		2011			
	营业收入（万元）	净利润（万元）	营业收入（万元）	同比增长	净利润（万元）	同比增长
江西国际信托股份有限公司	78464.17	14629.08	51179	117.50%	22957	261.41%
华能贵诚信托有限公司	25862.95	11442.65	75553	192.13%	37435	227.17%
兴业国际信托有限公司	20670.72	7589.237	49044	137.26%	20524	170.44%
吉林省信托有限责任公司	44008.41	17326.34	77880	76.97%	40129	131.61%
百瑞信托有限责任公司	41347.21	16685.13	62526	51.22%	38383	130.04%
建信信托有限责任公司	33083.48	17437.41	60006	81.38%	33338	91.19%
交银国际信托有限公司	21166.45	8315.053	37071	75.14%	15879	90.97%
中国对外经济贸易信托有限公司	64111.5	43602.44	122572	91.19%	77822	78.48%
中原信托有限公司	26156.8	13131.32	41388	58.23%	23195	76.64%
英大国际信托有限责任公司	43963.45	24119.21	72781	65.55%	42567	76.49%
长安国际信托股份有限公司	36720.36	15410.42	69986	90.59%	27006	75.25%
中信信托有限责任公司	238639.8	110877.7	362243	51.79%	186543	68.24%
华融国际信托有限责任公司	75377.02	31015.15	142803	89.45%	51313	65.44%
北方国际信托股份有限公司	35762.83	20012.89	59128	65.33%	31758	58.69%
中融国际信托有限公司	172562	69490	368717	113.67%	105318	51.56%
北京国际信托有限公司	63298.51	36266	96957	53.17%	53860	48.51%
中粮信托责任有限公司	12680	6255	20630	62.70%	8975	43.49%
新华信托股份有限公司	68586.77	34655.85	136134	98.48%	49641	43.24%
中诚信托有限责任公司	167194.6	101135.7	213509	27.70%	144382	42.76%
江苏省国际信托有限责任公司	76613.34	62628.84	104373	36.23%	88601	41.47%
中泰信托有限责任公司	25182	17319	30909	22.74%	22561	30.27%
中海信托股份有限公司	81311.58	52164.35	102494	26.05%	67005	28.45%
天津信托有限责任公司	33589.96	18361.82	44283	31.83%	23017	25.35%
昆仑信托有限责任公司	49101	45327	62544	27.38%	52452	15.72%
国民信托有限公司	9410.312	4257.847	10077	7.08%	4768	11.98%
大连华信信托股份有限公司	65992.19	42782.49	72561	9.95%	47028	9.92%
华宸信托有限责任公司	25347.39	15215.17	28403	12.05%	16334	7.35%
安徽国元信托有限责任公司	36462.05	25318.8	42625	16.90%	26121	3.17%
国投信托有限公司	69377.78	19688.7	29580	-57.36%	19323	-1.86%
山西信托有限责任公司	24120.64	10082.83	32850	36.19%	8920	-11.53%
上海国际信托有限公司	181363.4	82678.68	93078	-48.68%	71073	-14.04%
华宝信托有限责任公司	144135.9	47151.51	73136	5.21%	39341	-16.57%
国联信托股份有限公司	38154.42	29100.91	33470	-12.28%	23071	-20.72%



华润深国投信托有限公司	164630	137982.8	159343	-3.21%	106732	-22.65%
甘肃省信托有限责任公司	10289.38	5326.669	3765	-63.41%	1041	-80.46%
合计	2304738	1214784	3043598	32.06%	1628413	34.05%

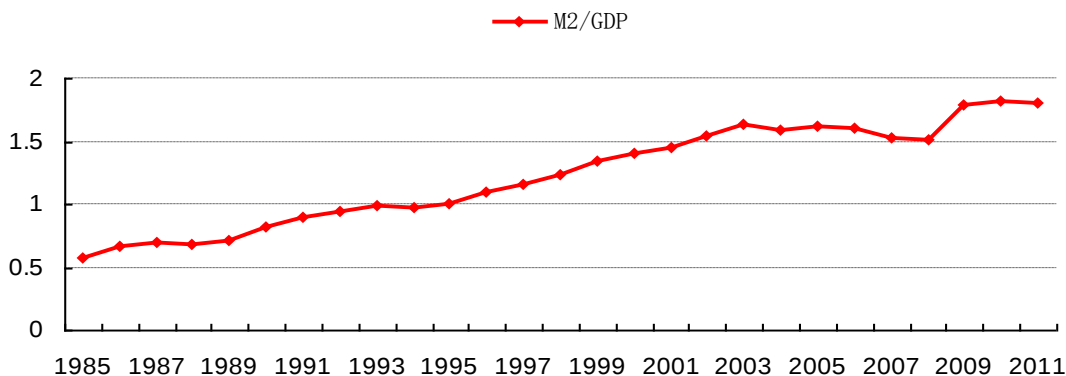
资料来源：中信建投证券研究发展部

二、业绩未来 2 年仍能维持年均 20%以上的成长性

(1) 货币环境难有大的改变 (M2/GDP)

随着 2008 年金融危机，以及后续中国反危机措施的实施，特别是 2009 年之后的宽松信贷政策，中国的 M2/GDP 比率大幅上升，无论横向在全球范围内，还是纵向在历史上，都处于较高位置。货币超发的直接后果是通货膨胀，2011 年 CPI 同比上涨 5.4%。事实上，2010 年底政府已经意识到这个问题，当时采取了明松暗紧的货币政策。展望未来，我们认为中性偏紧的货币政策不会有根本改变，虽然在局部上和结构上可能会有所调整。

图 4：M2/GDP



资料来源：中信建投证券研究发展部

(2) 资产管理和财富管理的职能和角色在不断加大

信托业的本质——本源业务，其实质就是一种广义的资产管理业务。而我国经过 30 年的改革开放，储量巨大的高端客户对资产管理和财富管理的需求十分旺盛。根据招商银行和贝恩咨询发布的《2011 年中国私人财富报告》统计，2010 年中国高净值人群（个人可投资资产在 1000 万人民币以上）的约为 50 万人，持有的可投资资产大约为 15 万亿元人民币，经估算，2011 年中国高净值人群约为 58.5 万人，持有的可投资资产大约为 17.7 万亿元人民币，分别同比增长 16.3% 和 18%。预计未来 10 年，亚太区富裕人士的整体财富将以每年 8.85% 的速度增加，而中国的财富成长率大约为 12%。随着居民收入和财富存量的不断积累增长，中国未来财富管理的需求非常旺盛，这为包括信托业在内的财富管理提供了广阔的成长空间。

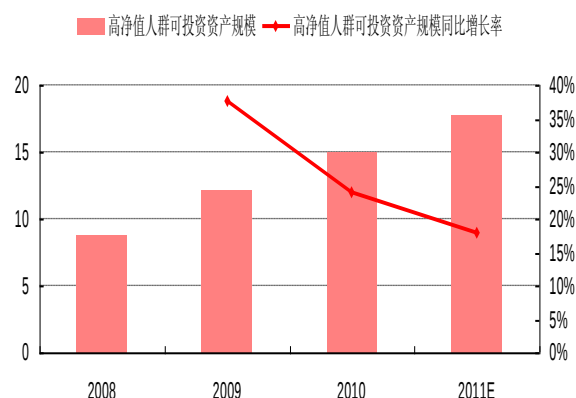
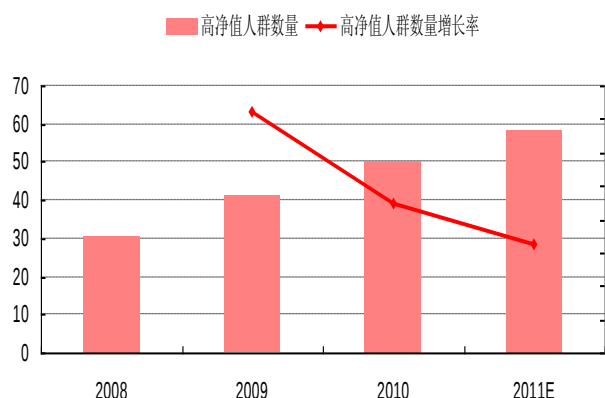


图 5：高净值人群数量

单位：万人

图 6：高净值人群可投资资产规模

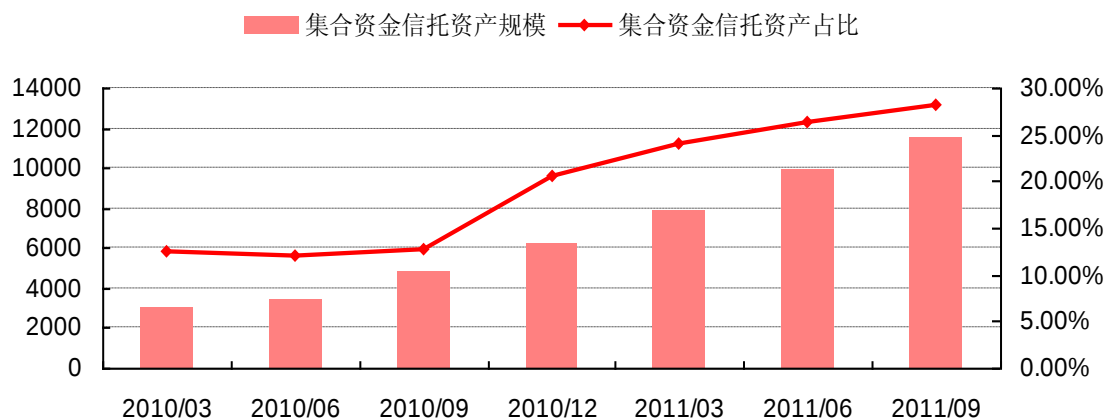
单位：万亿



资料来源：中信建投证券研究发展部

由于资产管理和财富管理需求持续增加，能够体现信托公司的资产管理能力和主动性的集合资金信托产品发行规模迎来了爆发式增长，根据中国信托业协会的数据，集合资金信托资产规模从 2010 年 1 季度的 2986 亿增长到 2011 年 3 季度的 11496 亿，在信托总资产中的占比也从 12.57% 上升至 28.05%。考虑到中国未来财富管理的巨大需求，信托公司的资产管理和财富管理的职能和角色将不断扩大。

图 7：集合资金信托资产规模及占比



资料来源：中信建投证券研究发展部

(3) 新业务领域将不断拓展：能源矿权信托、产业基金

在传统的证券投资、房地产信托业业务领域之外，信托公司还根据最新的实体经济需求，不断拓展自身的业务领域，其中能源矿业信托、产业基金、PE 等领域成为信托公司发力的着力点。根据用益信托的数据，2011 年以来，共有 80 款信托产品投向矿产资源领域，募集资金超过 322 亿元。中融信托和中信信托都在去年三季度加大了矿产资源类信托产品的发行，仅去年三季度就分别发行了 4 款此类信托。同时信托公司也通过发起设立产业基金的形式分享拓展新业务。2011 年 8 月，中信信托宣布将发行两只总规模预计为 200 亿元的产业投资基金，专注于煤炭产业和煤层气等领域的整合开发。信托公司的传统业务受到限制后，矿产能源类信托正成为信



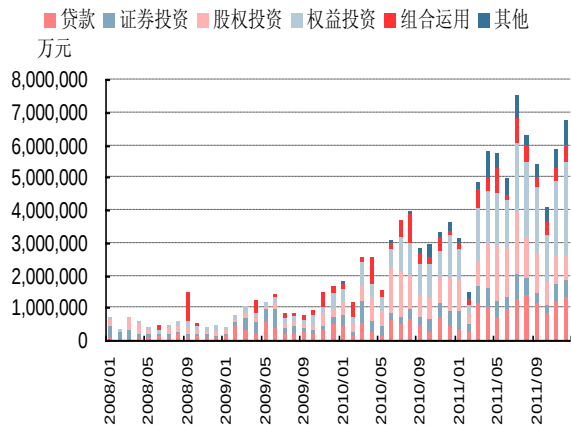
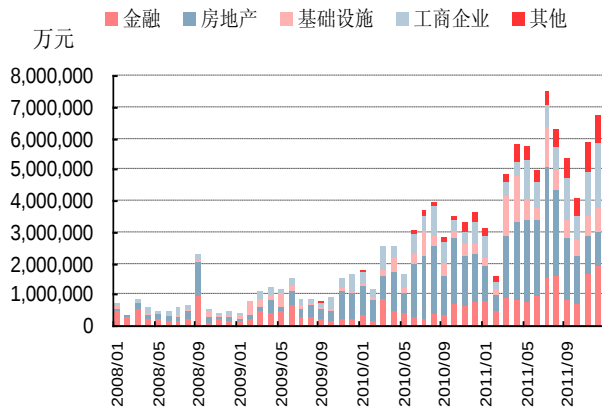
托公司新的利润增长点。能源矿权信托收益率也很高，根据用益信托的统计，2011 年的矿类信托平均收益达到 9.19%，稍低于房地产信托的 9.81%。

图 8：集合信托产品（按资金投向领域）

单位：万元

图 9：集合信托产品（按资金运用方式）

单位：万元



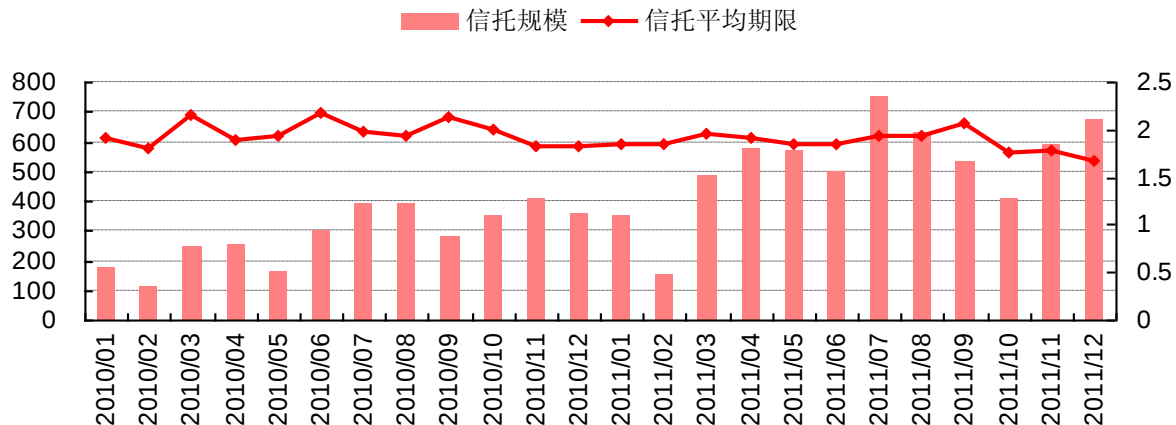
资料来源：中信建投证券研究发展部

（4）2010-2011 存量业务仍将贡献可观的后续收入

根据已成立产品的数据统计，信托产品的平均期限约为 2 年，因而 2010-2011 年的存量业务仍将在 2012-2013 年贡献可观的后续收入。

图 10：2010-2011 信托规模和平均期限

单位：亿元，年



资料来源：中信建投证券研究发展部

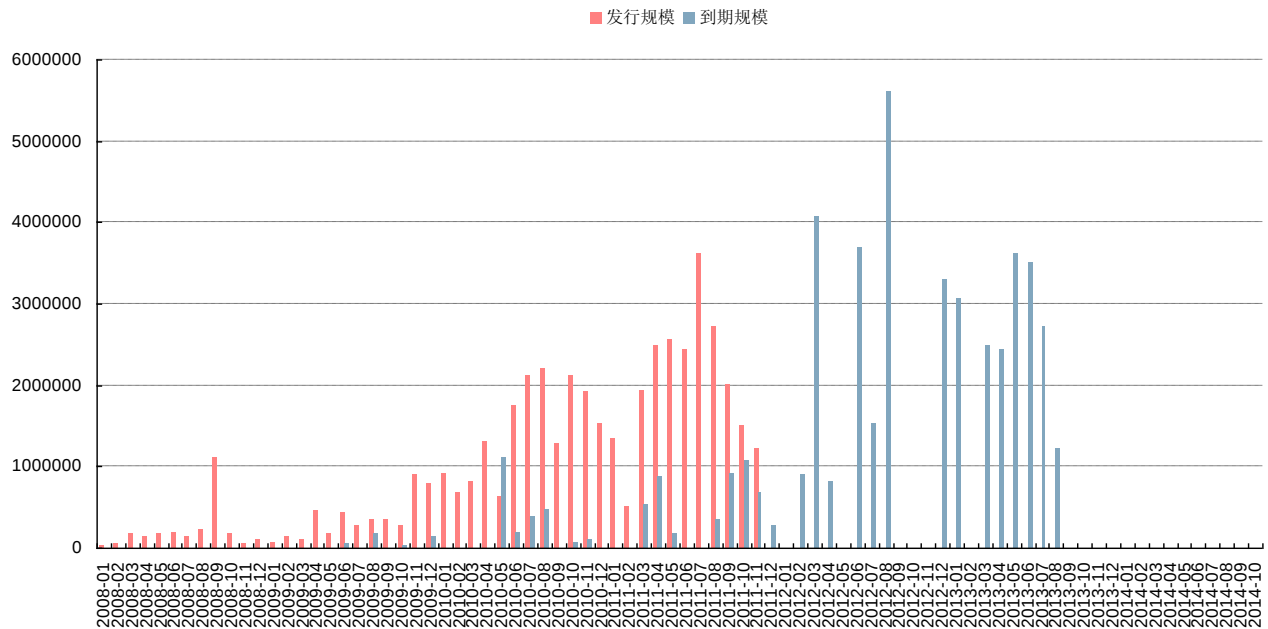
综上，我们认为，未来 2 年每年信托业绩仍将保持 20% 以上的成长。

三、房地产信托：放大的担忧，极大压制了估值

目前市场对房地产信托风险的担忧，对信托股的估值造成了极大压制。

1、房地产信托到期情况

图 11：房地产信托发行和到期的规模分布



资料来源：中信建投证券研究发展部

我们统计了 2008 年 1 月以来房地产集合信托的发行和到期情况。数据表明：房地产信托的集中到期主要集中在 2012 年 2-8 月，另外 2012 年底和 2013 年 3 月-8 月也面临一个兑付高峰。这基本和我们的调研情况相符。

目前市场对房地产信托的担忧主要集中在 2012 年 3-7 月到期的这批信托产品，认为其风险较大。这些集合信托产品主要是 2010 年 4-7 月发放的，当时房地产调控政策并不很严格。而 2012 年底到期的房地产信托主要是 2011 年的 1-5 月发放的，那时候银监会对房地产信托的要求已经很严格了（要求四证齐全、窗口指导等），所以这些信托产品发生风险的可能性很小。同理，2013 年 3-8 月发行的房地产信托产品其风险相对也不大。

2、房地产信托的风险类型及解决对策

房地产信托的风险有实质风险和流动性风险之分。实质风险主要是价值风险（清偿风险），一般是由于资产评估、业务流程等带来的风险，在这种情况下，资产价值已经不能覆盖信托资金。

但现实中这种实质风险很小，因为大部分房地产信托的抵押率都不超过 40%。房地产信托，特别是股权性质的房地产信托，一般而言整个项目价值假设为 10 亿元的话，一般信托会解决 10-15%左右的资金来源，另外房地产开发商必须自己拿出 10-15%的资金（不能是从银行借来的钱），双方成立项目公司。信托公司在这个项目公司中出了 50%的资金比例，但根据协议，信托公司拥有 100%的控制权。所以，即使房地产信托万一出了问题，有房地产开发商的 50%作为信托 50%出资的安全保护垫功能。只要房价不下跌 50%，房地产信托基本上是比较安全的。而且在实务中，信托公司会掌管项目公司的财务帐户，派专人跟踪项目建设、销售、现金回收的进程。所以，我们认为，房地产信托面临的实质风险不大。

但某些房地产信托可能面临流动性问题。流动性风险是由于信托产品的特有特点而导致的：即信托的到



期马上对付。如果房地产项目由于某些原因（如限购、价跌时的观望）而出现现金流未能按时回收的问题，则信托公司就面临流动性风险（这个不同于清偿风险）。信托产品有个特点，就是如果不到期，则投资者基本无法提前赎回；但一旦到期，则必须兑付，否则就是违约。由于信托产品没有一个可以交易的场所，所以信托公司的流动性风险是个麻烦——即使房地产价值远大于信托计划金额，但由于到期不能及时处理而面临不能到期按时兑付的风险——即流动性风险。

但流动性风险是一个以时间换时间的问题，可以通过一些手段加以解决。

主流方法：

- （1）资产管理公司接盘。
- （2）地产 PE 接盘项目股权。

上述两种机构为了获取一定的收益，他们愿意、也有能力付出流动性。

非主流方法：

- （1）发新还旧信托产品；
- （2）股东及关联方提供过桥资金。

无论如何，只要不存在价值风险（清偿风险）的问题，流动性风险实际上是一个博弈问题，就是接盘者和房地产项目股权转让方之间围绕流动性和收益进行的一个博弈。

此外，对具体公司，流动性风险的情况也有所不同。中信信托背后有中信集团和中信房地产（注册资本好几百亿），所以对于中信信托万一出现的房地产信托，中信房地产完全可以接盘。中融信托的两个股东（恒天集团、中植集团）旗下也都有房地产公司，可能也具有提供流动性的实力，预计问题也不会很大。

3、大信托公司和龙头信托公司的房地产信托风险可控

我们认为：对于大信托公司和从事业务时间长的信托公司，其风险不大。对于最近 1-2 年刚复牌成立的新公司，由于经验缺乏、规模增长迅速（净资本充足），其房地产信托的风险相对而言大一些。

市场目前担忧：2012 年 1-2 季度，如果小的、资质差的信托公司其房地产信托产品如果出现兑付问题，那么会对市场情绪，进而对信托股的估值造成打击和压制，所以目前的信托股估值水平在低位徘徊。

四、“泥沙俱下”之后，2 季度左右信托股将迎来估值修复

在现阶段，信托业的业绩很不错，但估值上受到了很大压制！在此阶段，无论好公司还是一般公司，无论龙头还是小公司，其风险都被过度放大，即出现了“泥沙俱下”的现象。

我们认为，2 季度左右，信托股的估值将迎来修复！其原因如下：



(1) 2 季度，相对而言，风险较大的房地产信托产品将陆续到期。而我们认为，龙头和优质信托公司的房地产信托其风险不大。

(2) 2 季度左右也是房地产大博弈的结果明朗之时。

所以，我们认为，2 季度将结束目前“泥沙俱下”的局面，经过考验的优质和龙头信托公司的估值将得到大幅提升，即所谓估值修复阶段！

此外，个股上还要看事件驱动带来的投资机会，如重组或定增。建议关注后续的事件驱动以及估值修复带来的投资机会！

五、重点公司

(1) 经纬纺机：

公司的主业状况良好。合并报表并持股 36%的中融信托，其 2011 年实现收入 30.3 亿元，较 2010 年增长了 75%。其中手续费收入达到了 29 亿元左右，较 2010 年 16 亿元增长了 81%。虽然由于受二级市场影响，出现了公允价值变动损益-1.36 亿元，加之营业费用率有所上升，最终公司 2011 净利润为 10.5 亿元，但仍较 2010 年 6.9 亿元增长了 52%。

公司目前的 PE 仅 10 倍左右。子公司中融信托为行业龙头公司之一，房地产信托的风险低于市场预期。我们认为，公司股价未来必将迎来估值修复，维持买入评级。

(2) 陕国投：

预计公司定增进展顺利。定增后，公司大股东陕煤集团将力助公司在能源矿业信托发力，公司的信托业务规模和收入将迈入快车道，同时，公司的固有业务收入也将迎来快速增长。维持增持评级。

表 2：上市公司盈利预测和估值

公司	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE	2010PB	2011PB	2012PB	评级
安信信托	0.196	1.158	1.439	76.388	12.957	10.424	1.157	3.608	3.630	不评级
经纬纺机	0.405	0.860	1.013	22.453	10.586	8.984	1.793	1.283	1.282	买入
陕国投	0.227	0.451	0.427	45.515	22.935	24.265	4.994	1.796	1.740	增持

资料来源：中信建投证券研究发展部

风险分析

房地产信托风险。



分析师介绍

魏涛：2011 年新财富最佳分析师非银行金融业第 3 名，中信建投非银行金融业首席分析师，金融地产组组长。北京大学管理学博士，CPA，12 年经济工作经验，5 年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁业等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

报告贡献人

曾羽 010-85156333 zengyu@csc.com.cn
杨东 010-85130463 yangdong@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理
彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn
北京地区销售经理
张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn
陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn
上海地区销售经理
李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn
杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn
朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn
戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn
姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn
深圳地区销售经理
赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn
任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn
张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn
周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn
段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn
保险销售经理
韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn
付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn
私募销售经理
钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010