

报告类型 / 行业深度报告

优于大势

上次评级： 优于大势

2013 年信托行业投资策略报告

——有机遇也有挑战

报告摘要:

截至 2012 年 9 月 30 日,我国信托业信托资产规模达到 6.32 万亿元,相比 2012 年 2 季度末的 5.54 万亿元,环比增长 14.08%;相比 2011 年末的 4.81 万亿元,增长了 31.39%。相比 2011 年 3 季度,同比增长 54%。

从增长速度上来说,信托资产增长速度与其它金融资产相比是比较高的,远远高于基金资产、保险资等投资资产的增长速度。按照目前的增长速度,中国信托业的信托资产规模在不远的将来就有望赶超保险业,而跃升为仅次于银行业的第二大金融部门。

2009 年之后,储蓄存款增长下滑使银行资金面趋紧,加之宏观调控政策趋紧,作为企业贷款主要来源之一的银行信贷新增投放逐渐下降。银行表内融资的减少几乎完全被表外融资的增加所填补。表外融资主要包括委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票,信托融资规模大幅度增加。

金融脱媒过程中扮演表外融资角色的信托贷款可以分为两大类。一类是集合信托贷款,即信托公司发行集合信托产品募集资金,用于对企业发放贷款;另一类是银信合作,即银行发行理财产品募集资金,委托信托公司设立单一信托,发放贷款或购买银行存量信贷与票据资产。

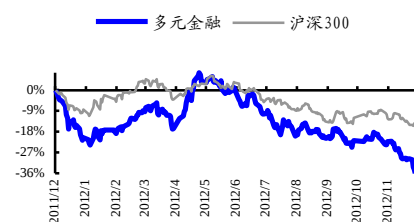
信托公司投资领域的广泛性和资金运用的灵活性,使其能够保持较高的投资收益水平,能够吸引更多的大客户参与,从而保证信托资产规模的快速增长。

但是,随着 保险、基金、券商等介入信托业务,必将分化信托公司的现有客户,削弱信托公司原先拥有的综合信托业务专营权,业务同质化加剧,信托业正面临严峻的考验。

鉴于信托业的资产规模仍处于较好的成长区间,我们给予整个行业优于大势的评级,给予陕国投、爱建股份、经纬纺织谨慎推荐的评级。

风险提示: 行业竞争加剧将营业行业赢利能力,进而影响上市信托公司经营业绩。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-16.36%	-19.29%	-38.53%
相对收益	-10.99%	-14.82%	-19.63%

重点公司

投资评级

陕国投 A	谨慎推荐
爱建股份	谨慎推荐
经纬纺织	谨慎推荐

相关报告

《规模增长 质量提升》

2012-07-31

《2012 年下半年信托行业投资策略报告》

2012-06-23

证券分析师: 赵新安

执业证书编号: S0550511020009

(021)20361101 zhaoxa@nesc.cn

目 录

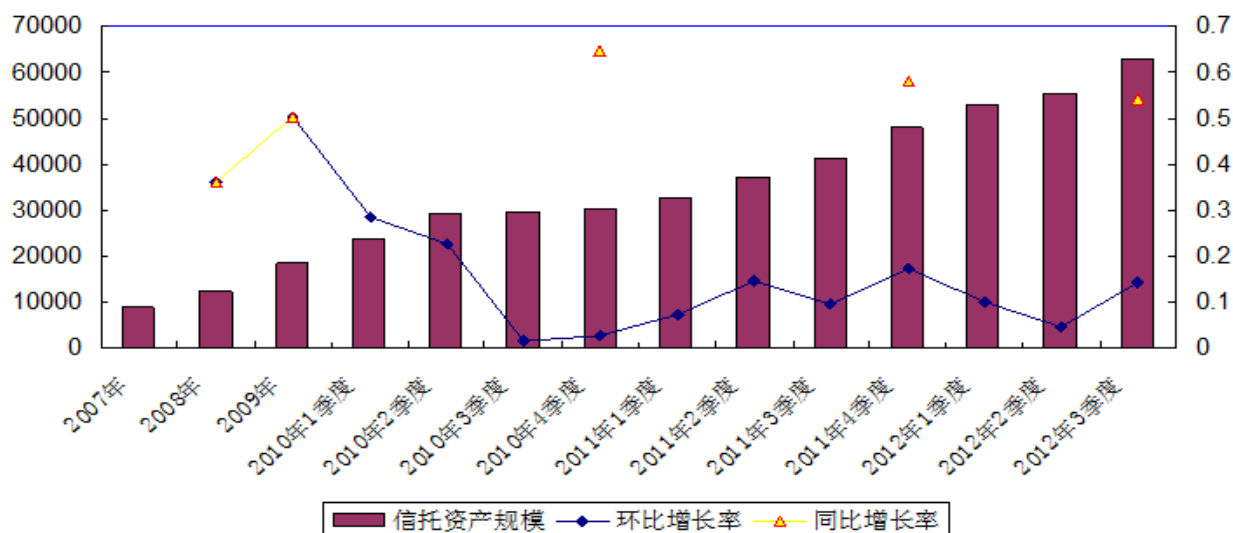
1. 信托资产规模继续保持高速增长.....	4
2. 信托资产质量继续提高.....	5
2.1. 集合资金占比上升.....	5
2.2. 单一客户信托业务占比提升.....	6
2.3. 投资类信托占比上升.....	6
2.4. 银信理财合作业务占比下降.....	7
2.5. 投资领域.....	7
3. 创新业务.....	9
4. 资本金规模不断扩大促进信托资产规模持续增长.....	10
5. 金融脱媒促使信托规模扩大.....	11
5.1. 社会融资模式变迁.....	11
5.2. 金融脱媒推动信托规模壮大.....	11
6. “泛资产管理时代”同质化竞争加剧.....	12
7. 信托行业投资策略.....	13
8. 重点公司分析.....	13
8.1. 陕国投（000563）.....	13
8.2. 爱建股份（600643）.....	15
图 1: 信托资产规模及环比与同比增长率.....	4
图 2: 各类投资产品资产增长速度对比.....	4
图 3: 各类投资产品占比.....	5
图 4: 信托资金投资行业分布.....	8
图 5: 信托行业净资本增长状况.....	10
图 6: 银行表内贷款与其它间接融资在社会融资总量中的占比.....	11
图 7: 2009 年以来商业银行信贷投放逐渐减少.....	12
表 1、行业业务收入.....	5
表 2: 信托资产质量提升.....	5
表 3: 单一信托质量变化.....	6
表 4: 投资类信托占比上升.....	6
表 5: 银信合作业务占比下降.....	7
表 6: 信托资金行业投向占比.....	7
表 7: 矿产能源类信托产品发行情况对比.....	9

表 8: 2012 年前三季度与 2011 年前三季度艺术品信托发行情况对比	9
表 9: 各公司净资本增长状况	10
表 10: 其它金融机构放开资产管理业务的措施.....	12
表 11: 盈利预测	14
表 12: 盈利预测	15

1. 信托资产规模继续保持高速增长

截至 2012 年 9 月 30 日，我国信托业信托资产规模达到 6.32 万亿元，相比 2012 年 2 季度末的 5.54 万亿元，环比增长 14.08%；相比 2011 年末的 4.81 万亿元，增长了 31.39%。相比 2011 年 3 季度，同比增长 54%。

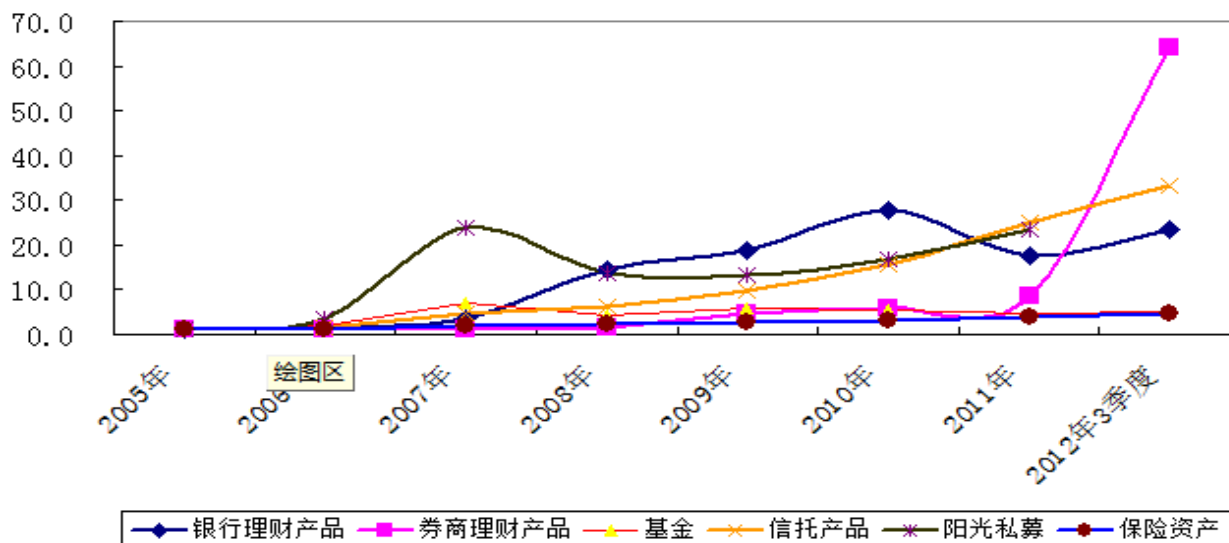
图 1：信托资产规模及环比与同比增长率



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

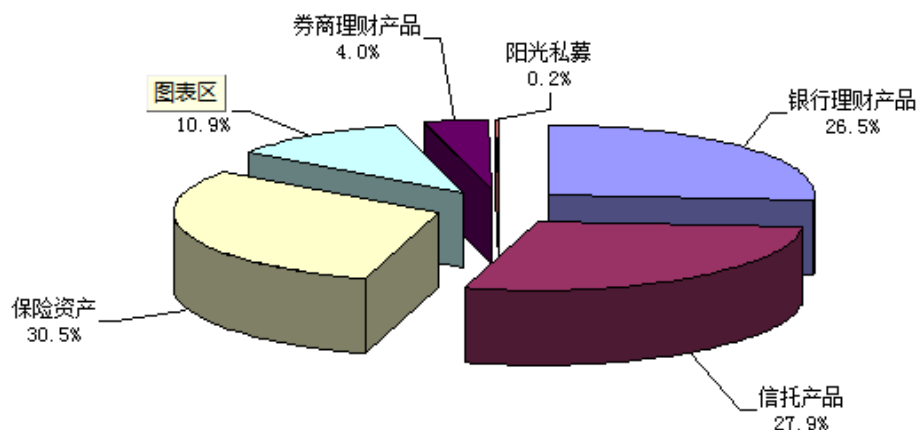
从增长速度上来说，信托资产增长速度与其它金融资产相比是比较高的，远远高于基金资产、保险资等投资资产的增长速度。按照目前的增长速度，中国信托业的信托资产规模在不远的将来就有望赶超保险业，而跃升为仅次于银行业的第二大金融部门。

图 2：各类投资产品资产增长速度对比



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

图 3: 各类投资产品占比



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

信托业在整个行业高速增长过程中，增长的不仅是规模，也包括传统业务收益能力、持续发展能力和产品创新能力的增长。2012 年前 3 季度，信托行业实现业务收入 400.39 亿元，同比增长 50.6%，实现利润总额 288.05 亿元，同比增长 55.9%。利息收入、信托业务收入和投资收益占比分别为：9.27%、73.06%、14.54%。

表 1、行业业务收入

单位:亿元

		2012 年 3 季度	2011 年 3 季度	同比
经营收入		400.39	265.85	50.6%
利息收入	余额	371239	299548	23.9%
	占比	9.27%	11.27%	
信托业务收入	余额	2925194	2014698	45.2%
	占比	73.06%	53.31%	
投资收益	余额	581693	418879	38.9%
	占比	14.53%	15.76%	
利润总额		288.05	184.77	55.9%

2. 信托资产质量继续提高

2.1. 集合资金占比上升

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。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。截至 2012 年 3 季度，集合资金信托产品占比达到 26.89%。

2010 年之前，单一信托一直是以银信合作项下的银行低端理财客户主导信托业务为主。这类信托属于被动管理类的“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。

表 2: 信托资产质量提升

	2009 年	2010 年	2011 年				2012 年		
			1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度
集合资金信托	15.00%	12.60%	23.90%	30.10%	31.00%	28.25%	28.29%	28.68%	26.89%
单一资金信托	75.00%	80.50%	71.70%	66.30%	65.90%	68.21%	67.95%	66.46%	67.47%
管理财产信托	10.00%	6.90%	4.40%	3.60%	3.10%	3.55%	3.76%	4.86%	5.64%

资料来源: WIND 中国信托业协会

2.2. 单一客户信托业务占比提升

伴随机构投资者和高净值资产合格投资人的比重不断攀升, 主动管理型的单一类资金信托占比不断上升, 这时的单一类信托产品附加值和信托报酬率都比较高。

2010 年, 全行业信托资产规模为 3.04 万亿元, 非银信合作项下大客户驱动的唯一资金信托规模仅为 6100 亿元, 占比 20.06%, 同期银信合作规模则高达 1.66 万亿元, 占信托总规模高达 54.61%。而到了 2012 年度 3 季度, 全行业信托资产规模 6.3 万亿, 非银信合作项下大客户驱动的唯一资金规模为 2.4 万亿, 占比为 38.34%, 相比之下, 银信合作规模为 1.84 万亿元, 占同期信托总规模的比例进一步下降为 29.13%。高端的机构大客户比例进一步提升, 说明信托客户结构继续朝良性方向调整。

表 3: 单一信托质量变化

单位: 亿元

	2010 年	2012 年 1 季度	2012 年 2 季度	2012 年 3 季度
信托规模	30400	53000	55400	63201
以大客户为主的单一信托	6100	18099	19100	24200
占比	20.06%	34.15%	34.51%	38.34%
银信合作项下的单一信托	16600	17900	17700	18400
占比	54.61%	33.83%	31.95%	29.13%

资料来源: WIND 周小明:《2012 年 3 季度信托业发展评析》

2.3. 投资类信托占比上升

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, 说明信托公司的投资管理能力增强。

自 2007 年以来, 虽然信托公司融资类信托业务比例逐年下降, 但占全行业信托资产的比例一直维持在 50%以上, 处于绝对垄断地位。自 2012 年 1 季度开始, 市场出现转折, 融资类信托在同期信托总规模的占比下降到了 49.65%, 首次降到了 50%以下。与此同时, 投资类信托业务占同期全行业信托总规模的比例则在逐年上升, 2012 年 3 季度提升为 36.7%。虽然投资类信托业务至今还没有成为主导型信托业务, 但其主导的发展趋势已经形成。

截至 2012 年三季度末, 体现信托服务功能的事务管理类信托仅占全行业信托资产规模的 13.67%, 从近几年的数据看, 事务管理类信托也保持了良好的增长势头。今年前 3 季度, 事务管理类信托在信托总资产规模占比逐季提升, 分别达到 12.50%、13.08%和 13.67%。这说明, 信托公司已经自觉地开始拓宽信托功能, 在资产管理功能之外, 开始挖掘信托制度本身所具有的丰富的服务功能。

表 4: 投资类信托占比上升

	2009 年		2010 年				2011 年				2012 年		
			1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度
融资类	60.00%	61.60%	57.50%	54.20%	52.60%	51.44%	49.65%	49.13%	49.01%				
投资类	20.00%	17.80%	27.70%	33.20%	33.70%	35.81%	37.85%	37.80%	36.71%				
事务管理类	20.00%	20.70%	14.80%	12.50%	13.70%	12.75%	12.50%	13.08%	13.67%				

资料来源：WIND 中国信托业协会

2.4. 银信理财合作业务占比下降

截至 2012 年 3 季度，银信理财合作业务规模为 1.84 万亿元，占同期信托资产规模的比例更是下降到了 29.13%。银信理财合作业务规模占同期信托资产规模的比例一路下降，说明国家规范银信理财合作业务的成效是显著的。这种数据变化说明来自非银行的单一客户（包括机构和净值个人）的单一资金信托已经占据主导，信托业的发展已经摆脱了银信合作业务的牵制，步入了有质量的“大客户”时代。

表 5、银信合作业务占比下降

单位：万亿

	2010 年				2011 年				2012 年		
	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度
余额	18932	16605	15302	16114	16732	16710	17934	17692	18410		
占比	64.00%	54.60%	46.80%	43.10%	40.80%	34.73%	33.83%	31.95%	29.13%		

资料来源：WIND 中国信托业协会

2.5. 投资领域

从信托资金投向领域来看，2012 年 3 季度，投向基础产业的信托资金余额为 1.39 万亿元，同比增加 43%；投向工商企业余额为 1.49 亿元，同比增加 82.2%；投向房地产领域余额为 6765.1 亿元，同比减少 0.5%。

为了防范风险，监管层对信托公司开展的房地产信托业务做了严格的管控甚至叫停，而信托公司出于风控要求，也纷纷进行风险自查，在监管层和信托公司自身的双重压力下，发行的集合产品数量及规模环比均出现下降，其中房地产信托业务降幅最大，其次是金融领域信托业务，由于票据及同业存款业务被叫停，产品数量和规模也出现较大幅度下降；而基础设施类产品有所增加，在高收益的房地产信托业务受阻后，同样有较高收益的基础设施类产品成为信托公司新宠。

进入 2012 年，随着银行对地方政府融资平台整体融资规模的控制，城投平台等机构融资状况总体吃紧。信托公司抓住这一机遇，通过应收账款证券化等财产权信托方式，与地方政府合作，发行政信合作信托，政信合作信托规模扩张较快。

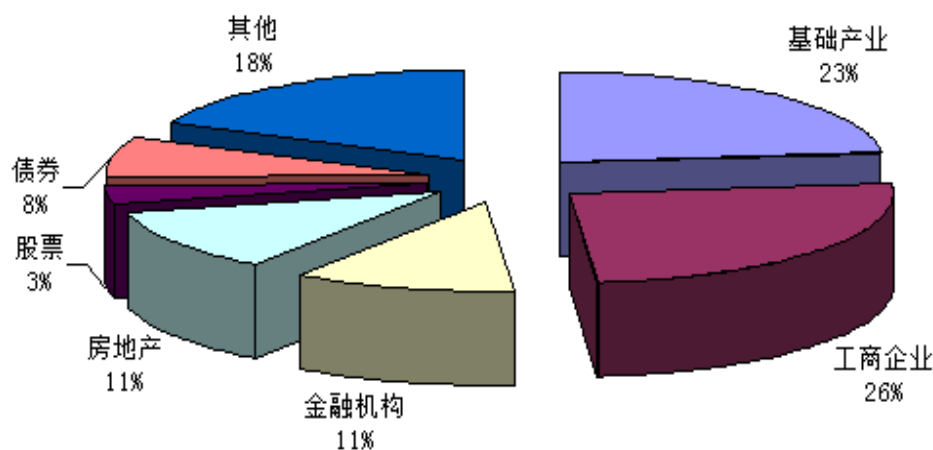
表 6：信托资金行业投向占比

	2010 年				2011 年				2012 年			
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度
基础产业	40.2%	38.3%	35.5%	34.4%	31.8%	28.3%	24.8%	21.9%	21.9%	22.6%	23.3%	

房地产	10.6%	11.4%	13.4%	15.0%	15.6%	16.9%	17.2%	14.8%	13.5%	12.8%	11.3%
股票	4.0%	2.9%	4.1%	5.1%	5.6%	5.4%	4.6%	3.7%	3.6%	3.5%	3.1%
基金	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%	0.7%
债券	1.8%	2.6%	3.9%	3.9%	3.7%	4.2%	3.9%	4.9%	4.9%	6.0%	7.5%
金融机 构	9.8%	7.7%	6.2%	5.2%	5.5%	6.6%	8.7%	12.7%	13.9%	12.1%	11.0%
工商企 业	14.8%	18.7%	18.7%	18.6%	18.2%	19.3%	20.8%	20.4%	21.6%	24.4%	25.1%
其他	18.5%	18.1%	17.8%	17.4%	19.0%	18.8%	19.4%	21.1%	20.2%	18.0%	18.0%

资料来源：WIND 中国信托业协会

图 4: 信托资金投资行业分布



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

2012 年，基础产业项目信托取代房地产信托，成为信托公司资产规模增长的主要动力。截至到 2012 年 3 季度，投向基础产业的信托资金余额为 1.39 万亿元，占比为 23.3%。

基础设施建设项目规模大、建设周期长、投资金额巨大，仅仅依靠政府的财政投入无法满足资金需要。信托资金称为支持基础设施建设的重要资金来源。

工商企业成为今年信托资金投资重点。在全球经济复苏放缓、欧债危机恶化大背景下，工商企业的生存环境不容乐观。紧缩的货币政策使工商企业依赖的低成本融资渠道受阻，刺激了企业从信托、民间借贷等非银行贷款融资。

特别是中小企业，由于从银行获得的贷款额度较小，信托资金便成为其融资的重要补充。自 2008 年 8 月中投信托推出首个中小企业信托产品——“中小企业集合信托债权基金”后，中小企业信托产品在全国范围内得到了推广，北京、上海、浙江、安徽等地的多家信托公司发行了中小企业信托产品。中小企业信托产品的系列化发展意味着信托业将为我国中小企业的发展提供长期、稳定的资金支持。

截至到 2012 年 3 季度，投向基础产业的信托资金余额为 1.49 万亿元，占比为 25.06%。

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。

3. 创新业务

面对着方方面面的投资限制，信托业在顺应国家调控政策的同时，及时拓展了新的投资领域，但相对于去年同期，创新业务规模有所降低。

矿产能源类信托

据用益信托工作室不完全统计，2012 年上半年共有 25 家信托公司参与发行了 90 款矿产资源类产品，发行规模为 314.97 亿元，占上半年集合产品发行规模的 8.08%。与 2011 年上半年相比，产品数量同比增加 63.64%，发行资金规模涨幅更大，达到 158.89%，增长超过 1.5 倍，而集合市场整体发行产品规模较去年同期下降 6.96%，由此来看，矿产资源类信托市场同比表现优于整体市场。但与去年下半年相比，发行产品数量和规模环比均下降，发行产品数量减少 13 款，环比下降 12.62%，发行规模环比下降 13.38%，发行规模占集合市场总规模的比重也由 9.22% 下降到 8.08%，说明矿产资源类信托市场表现虽然优于整体，但因为处在行业整体大环境中，发行产品数量和规模都受行业整体下降的影响，环比出现下滑。

表 7：矿产能源类信托产品发行情况对比

	2012 年上半年	2011 年上半年	同比增幅	2011 年下半年	环比增幅
参与发行的机构数量	25	19	31.58%	33	-24.24%
发行产品数量	90	55	63.64%	103	-12.62%
发行规模（亿元）	314.97	121.66	158.89%	363.64	-13.38%
平均规模（亿元）	3.5	2.21	58.37%	3.53	-0.85%
平均期限（年）	1.79	1.69	5.92%	1.88	-4.79%
平均收益率（%）	10.05	9.09	10.56%	10.21	-1.57%
规模占总体产品比率	8.08%	2.90%	178.62%	9.22%	-12.36%

资料来源：WIND 中国信托业协会，用益信托工作室

艺术品信托

2012 年春季艺术品市场全面回调，2012 年上半年艺术品的成交额为 281.60 亿元，同比去年春拍下降了 34.27%，环比去年秋拍下降了 34.22%，参与拍卖的企业数量环比去年秋拍减少了 71 家，拍卖会数量及专场数量环比也出现大幅下滑，艺术品市场下滑走势明显。

据用益信托工作室不完全统计，2012 年前三季度共有 9 家信托公司参与发行了 24 款艺术品信托产品，发行规模为 263624 万元。与 2011 年前三季度相比，参与的机构数量减少 2 家，机构参与度下降；发行产品数量减少 4 款，降幅为 17.24%；发行资金规模降幅最大，环比下降达 34.24%，规模降幅大于数量降幅，说明今年前三季度发行的产品平均规模下降。

表 8：2012 年前三季度与 2011 年前三季度艺术品信托发行情况对比

	2012 年前三季度	2011 年前三季度	增幅
参与发行的机构数量	9	11	-18.18%
发行数量	24	29	-17.24%
发行规模（万元）	263624	400875.5	-34.24%
平均期限（年）	1.92	2.3	-16.52%
平均收益率（%）	9.89	9.6	3.02%

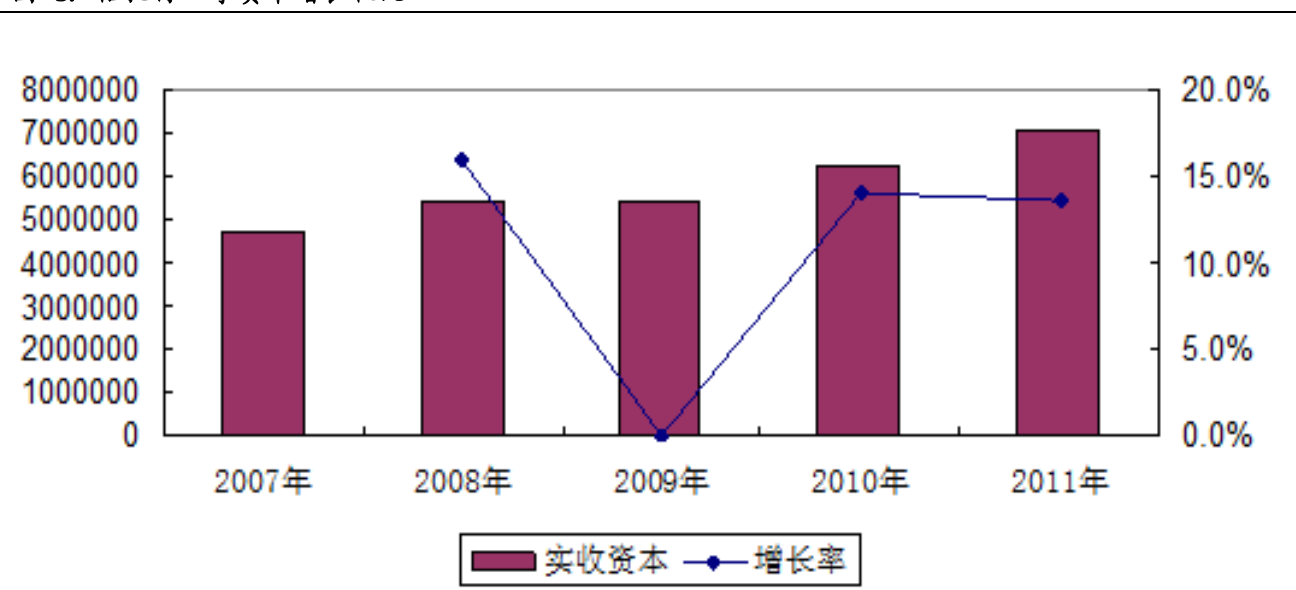
资料来源：用益信托工作室

4. 资本金规模不断扩大促进信托资产规模持续增长

2007 年以来，信托行业净资本从 470 亿元增加到 707 亿元，5 年间增加了 50.32%。信托公司净资本不断增加是推进信托资产规模增长的一个重要原因。

2010 年中国银监会制订出台《信托公司净资本管理办法》，根据《办法》规定，净资本成为信托公司开展业务，扩大资产规模的重要保障。为了达到监管的目标，信托公司除了调整业务结构之外，还强烈需要资本金扩张，包括引进战略投资者、股东增资、甚至寻求上市。

图 5: 信托行业净资本增长状况



数据来源：东北证券，Wind，中国信托业协会

表 9: 各公司净资本增长状况

单位：万元

公司名称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
平安信托	420,000	420,000	698,800	698,800	698,800	698,800
中海信托	80,000	120,000	120,000	120,000	120,000	250,000
中诚信托	120,000	120,000	120,000	120,000	245,667	245,667
对外经贸信托	83,152	120,000	120,000	120,000	220,000	220,000
大连华信信托	100,100	121,000	121,000	121,000	205,700	205,700
交银国际信托	122,298	120,000	120,000	120,000	120,000	200,000
建信信托	50,400	50,400	50,400	152,727	152,727	152,727
华融国际信托	33,063	35,032	151,777	151,777	151,777	151,777
粤财信托	56,550	56,550	56,550	56,550	56,550	150,000
中投信托		50,000	50,000	50,000	150,000	150,000
中融国际信托	32,500	32,500	32,500	32,500	58,000	147,500
长安国际信托	30,000	36,000	36,000	51,000	51,000	125,888
百瑞信托	35,000	35,000	60,500	60,500	60,500	120,000
兴业国际信托	51,000	51,000	51,000	51,000	51,000	120,000
甘肃信托	45,143	45,143	45,143	31,819	101,819	101,819

资料来源：WIND 中国信托业协会

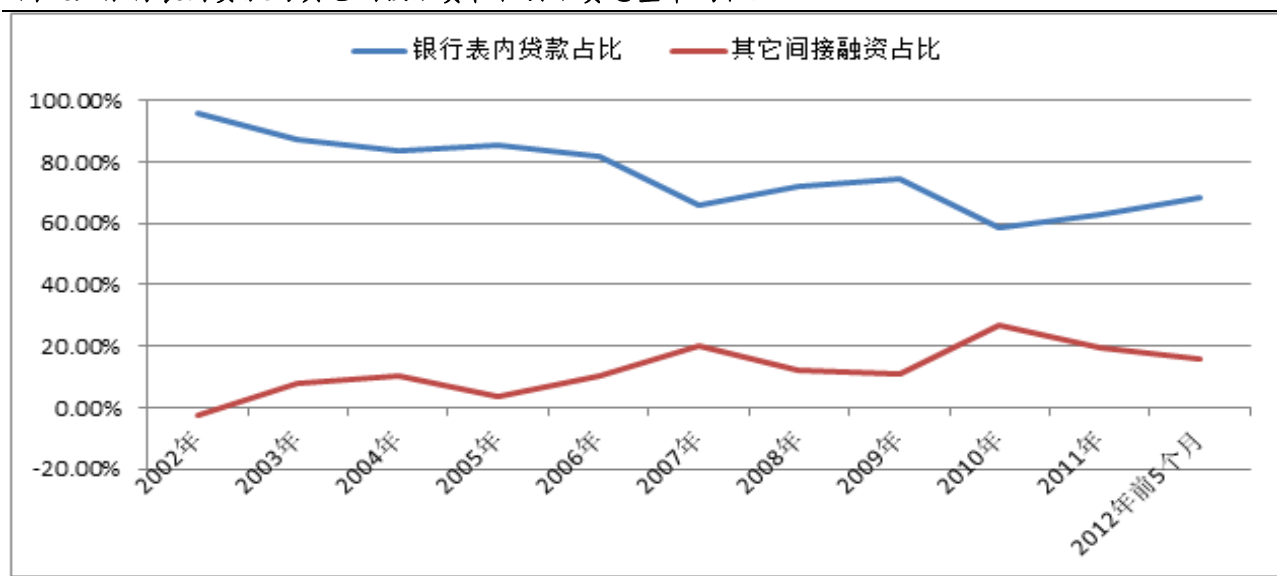
5. 金融脱媒促使信托规模扩大

5.1. 社会融资模式变迁

过去五年是信托行业高速增长期，表面上看，这得益于以银信合作和房地产信托为代表的融资需求增长，而更深层次的原因则是，社会融资结构正在发生变化。

我国的社会融资结构正在从以银行表内信贷融资为主体的模式向其它间接融资发展的多元化融资模式转变。银行表内贷款在社会融资总量的占比大体呈下降趋势，而委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票等其它间接融资的占比大体呈上升趋势。在金融脱媒的大趋势下，社会资金越来越多地流通于传统银行体系之外。

图 6: 银行表内贷款与其它间接融资在社会融资总量中的占比



数据来源：诺亚财富 李要深：金融脱媒背景下的信托融资

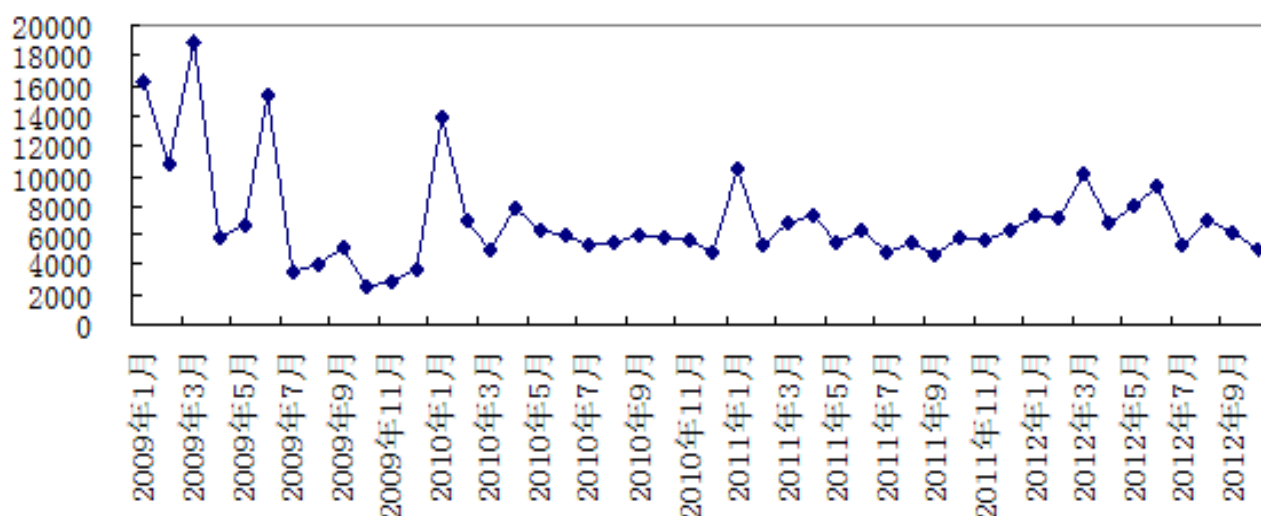
5.2. 金融脱媒推动信托规模壮大

2009 年之后，储蓄存款增长下滑使银行资金面趋紧，加之宏观调控政策趋紧，作为企业贷款主要来源之一的银行信贷新增投放逐渐下降。银行表内融资的减少几乎完全被表外融资的增加所填补。表外融资主要包括委托贷款、信托贷款、银行承兑汇票，信托融资规模大幅度增加。

2012 年 10 月份，我国社会融资规模为 1.29 万亿元，其中，人民币贷款增加 5052 亿元，人民币贷款占社会融资规模之比不足 40%，同比明显减少。但与此同时，10 月份委托贷款增加 941 亿元，同比多增 423 亿元；信托贷款增加 1445 亿元，同比多增 1355 亿元。这表明，非银行贷款的占比有了很大的提升。换言之，也可以说是社会融资的重点已经更多从原先主要依靠银行提供贷款这种融资形式转变为信托融资、债券融资等融资形式。

金融脱媒过程中扮演表外融资角色的信托贷款可以分为两大类。一类是集合信托贷款，即信托公司发行集合信托产品募集资金，用于对企业发放贷款；另一类是银信合作，即银行发行理财产品募集资金，委托信托公司设立单一信托，发放贷款或购买银行存量信贷与票据资产。

图 7：2009 年以来商业银行信贷投放逐渐减少



数据来源：诺亚财富 李要深：金融脱媒背景下的信托融资

6. “泛资产管理时代” 同质化竞争加剧

在“泛资产管理时代”，保险、基金、券商等越来越多的机构开始介入信托业务，信托业正面临严峻的考验。

首先是基金管理公司。证监会明确基金管理公司可以针对单一客户和多个客户设立“资产管理计划”，更允许其设立准入门槛仅为 2000 万元注册资本的子公司，开展“专项资产管理计划”，投资于金融市场之外的非标准化股权、债权、其他财产权利和中国证监会认可的其他资产，这与信托公司集合信托计划的投资范围完全相同。

其次是保险资产管理公司。保监会发布相关准则，放松管制，拓宽范围：允许保险资产管理公司采取信托的结构开展保险资金债权投资计划和不动产投资计划，使保险资金无须再借助信托公司的通道开展上述业务。

第三是证券公司。证监会发布实施了新的细则，对于为单一客户的定向资产管理业务，完全放开其投资范围，允许投资者与证券公司自愿协商，由合同自行约定；至于针对客户特定目的而开展的专项资产管理业务（主要是企业资产证券化业务），则允许设立综合性的集合资产管理计划，这与信托公司的资产支持信托业务已经没有本质区别。

保险、基金、券商等介入信托业务，必将分化信托公司的现有客户，削弱信托公司原先拥有的综合信托业务专营权，信托公司以“多样化运用方式”和“跨市场配置”为特点构筑的传统经营方式，也必将遭到其他资产管理机构的模仿，并遭遇直接的正面竞争，信托公司原有业务模式的“替代效应”和“挤出效应”开始显现。相比信托公司而言，其他资产管理机构均具有明显的监管优势。因此，信托公司传统信托业务所具有的制度红利势必受到空前的挤压，其制度性竞争优势势必面临空前的挑战。不得不承认，在“泛资产管理时代”，信托业的原有发展轨迹，正面临严峻的考验。

表 10：其它金融机构放开资产管理业务的措施

基金管理公司	新的《基金管理公司特定客户资产管理业务办法》；《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》	目的是向基金管理公司全面开放资产管理业务，明确基金管理公司可以针对单一客户和多个客户设立“资产管理计划”，更是允许其设立准入门槛仅为 2000 万元注册资本的子公司，开展“专项资产管理计划”，投资于金融市场之外的非标准化股权、债权、其他财产权利和中国证监会认可的其他资产。
保险资产管理公司	《关于保险资产管理公司有关事项的通知》、《关于保险资金投资有关金融产品的通知》、《基础设施债权投资计划管理暂行规定》和《保险资金境外投资管理暂行办法实施细则》	一是拓宽保险资金境内外投资范围，允许保险资金投资于包括信托公司集合资金信托计划在内的各类金融机构发行的理财金融产品，放宽境外投资条件；二是拓宽保险资产管理公司的业务范围，允许保险资产管理公司除受托管理保险资金外，还可以受托管理养老金、企业年金、住房公积金等机构资金和合格投资者的资金，并可以设立资产管理产品开展资产管理业务，符合条件的，还可以申请开展公募的资产管理业务或者申请设立子公司开展专项资产管理业务；三是采取了信托的结构开展保险资金债权投资计划和不动产投资计划。
证券公司	《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》和《证券公司定向资产管理业务实施细则》	对于集合资产管理计划，区分针对普通投资者的“大集合”和针对高端投资者的“小集合”，适度扩大资产管理的投资范围和运用方式，但总体上还被限定在金融市场上的各类标准化和非标准化的金融产品上；而对于为单一客户的定向资产管理业务，则完全放开其投资范围，允许投资者与证券公司自愿协商，由合同自行约定；至于针对客户特定目的而开展的专项资产管理业务（主要是企业资产证券化业务），则允许设立综合性的集合资产管理计划。

资料来源：中国证监会、中国保监会

7. 信托行业投资策略

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。

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投资收益水平，能够吸引更多的大客户参与，从而保证信托资产规模的快速增长。

但是，随着保险、基金、券商等介入信托业务，必将分化信托公司的现有客户，削弱信托公司原先拥有的综合信托业务专营权，业务同质化加剧，信托业正面临严峻的考验。

鉴于信托业的资产规模仍处于较好的成长区间，我们给予整个行业优于大势的评级，给予陕国投、爱建股份、经纬纺机谨慎推荐的评级。

8. 重点公司分析

8.1. 陕国投（000563）

2012 年 1-9 月，公司实现营业总收入 3 68,76 万元，实现归属于母公司的净利润 1 92,00 万元，净利润较上年同期增长 74.5%。

截至 2012 年 9 月末，公司信托资金规模 776.39 亿元，较年初增加 266 亿元，增幅 52.2%；

2012 年 1-9 月实现信托手续费净收入 248,97 万元，较上年同期增加 133,95

万元，增幅 116.5%。

2012 年 4 月，定向增发完成以后，21 亿多元募集资金到位，公司净资本大幅扩充，公司业务发展空间随之有效拓宽，综合发展能力提升有了坚实基础。充足的净资本进一步拓宽公司信托业务的发展空间。另外，新股东单位的积极支持也有利于公司信托业务的发展。

预测 2012 年陕国投的每股收益为 0.57 元。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。

风险提示：信托行业的发展受政策的调控影响比较大，将会给股价造成波动。

表 11: 盈利预测

单位：元

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业收入	304,422,023	550,352,441	723,302,324	929,846,120
利息净收入	15,471,371	27,848,468	38,987,855	50,684,212
手续费及佣金净收入	187,258,530	337,065,354	438,184,960	569,640,449
投资收益	96,318,272	134,845,581	175,299,255	210,359,106
公允价值变动收益	15,382,017	21,534,824	30,148,754	42,208,255
房地产销售收入	4,549,500	6,369,300	8,917,020	12,483,828
其他业务收入	16,206,367	22,688,914	31,764,479	44,470,271
二、营业支出	109,425,108	130,343,675	156,007,268	187,731,604
房地产销售成本	3,551,992	4,262,390	5,114,868	6,137,842
营业税金及附加	14,125,632	19,775,885	27,686,239	38,760,734
业务及管理费	75,831,626	87,206,370	100,287,325	115,330,424
财务费用	290,305	348,366	418,039	501,647
资产减值损失	8,891,905	10,670,286	12,804,343	15,365,212
其他业务成本	6,733,649	8,080,379	9,696,455	11,635,746
三、营业利润	194,996,915	420,008,766	567,295,055	742,114,517
加:营业外收入	7,892,799	9,471,359	11,365,631	13,638,757
减:营业外支出	10,116	12,140	14,567	17,481
四、利润总额	202,879,598	429,467,985	578,646,118	755,735,793
减: 所得税费用	48,135,895	98,777,637	133,088,607	173,819,232
五、归属母公司所有者净利润	154,354,276	330,690,349	445,557,511	581,916,560
六、每股收益	0.43	0.57	0.77	1.01

资料来源：公司公告

8.2. 爱建股份（600643）

2012 年前 3 季度，爱建股份实现营业收入 4.56 亿元，同比增加 42.3%，实现归属于母公司所有者的净利润 1.77 亿元，同比增加 83.2%，信托业务发展趋势良好促进公司业绩增长。

2012 年前 3 季度，爱建信托实现利息收入、手续费及佣金收入分别为 0.75 亿元、1.85 亿元，同比增长分别为 237.8%、159.5%。

预计 2012 年、2013 年爱建股份的每股收益分别为 0.36 元和 0.67 元，定向增发完成以后，爱建信托的净资本大幅度扩张，爱建信托贡献的净利润有可能超出预期，给予“谨慎推荐”评级。

风险提示：行业政策变动可能影响公司信托资产规模的增长进而影响到公司的业绩增长。

表 12: 盈利预测

单位：元

一般企业一利润表（单位：元）	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
一、营业总收入	461,193,591	688,418,179	1,021,167,648	1,286,968,887
营业收入	300,716,891	330,788,580	264,630,864	291,093,951
利息收入	29,469,327	82,514,117	123,771,175	173,279,645
手续费及佣金收入	131,007,372	275,115,482	632,765,608	822,595,291
二、营业总成本	415,981,216	465,209,252	511,730,178	562,903,195
营业成本	253,562,756	278,919,031	306,810,935	337,492,028
手续费及佣金支出	2,760,721	3,036,793	3,340,473	3,674,520
营业税金及附加	12,512,984	13,764,282	15,140,711	16,654,782
销售费用	16,518,627	18,170,490	19,987,539	21,986,292
管理费用	146,471,867	131,824,680	145,007,148	159,507,863
财务费用	17,721,796	19,493,976	21,443,373	23,587,711
三、其他经营收益		105,473,601	116,418,954	93,163,023
公允价值变动净收益	-2,179,474	-217,947	-21,795	-2,179
投资净收益	58,817,552	105,871,594	116,458,753	93,167,003
汇兑净收益	-1,800,451	-180,045	-18,005	-1,800
四、营业利润	100,050,003	329,080,520	625,896,223	817,232,694
加：营业外收入	21,268,434	23,395,278	25,734,806	28,308,286
减：营业外支出	503,317	553,649	609,013	669,915
五、利润总额	120,815,120	351,922,150	651,022,015	844,871,065
减：所得税	1,487,687	52,788,322	97,653,302	126,730,660
六、净利润	119,327,434	299,133,827	553,368,713	718,140,405
减：少数股东损益	-199,987	897,401	1,660,106	2,154,421
归属母公司所有者净利润	119,527,420	298,236,426	551,708,607	715,985,984
七、每股收益：	0.15	0.36	0.67	0.87

资料来源：WIND

风险提示：行业竞争加剧将营业行业赢利能力，进而影响上市信托公司经营业绩。

参考文献：

- 1、周小明：《2012 年 3 季度信托业发展析评》
- 2、诺亚财富 李要深：《金融脱媒背景下的信托融资》

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760