

信托业：紧缩环境促进行业发展

报告要点

■ 政策环境转暖，信托行业发展前景广阔

2009 年以来银监会出台的一系列关于信托行业的规范，加强对信托公司净资本的管理，探讨信托公司异地设立分支机构，引导其实现长期稳定可持续的内涵式增长；同时，2010 年至今央行 7 次上调存款准备金率、两次上调金融机构人民币存款利率为 2011 年紧缩的货币环境定下基调，利率的上调相应带动信托产品收益率的提升，银行信贷的收紧，导致企业融资渠道收窄，大部分中小企业出现融资难的境况，为信托行业的业务扩展提供了机遇。

■ 行业规模扩张，步入快速发展轨道

2009 年信托行业资产规模达到 1.9 万亿元，较之 2004 年的 0.15 万亿元增加了 12 倍多，预计 2010 年全年可超过 3 万亿元，2015 年信托资产规模可突破 10 万亿元，信托业盈利超过 1000 亿元；信托资产结构合理化，集合资金信托和主动管理型信托占比上升；行业风险可控，步入快速发展的轨道。

■ 学习成熟市场模式，全方位完善信托职能

英国、美国和日本是信托行业发展的典范，我国目前主要是体现的信托业的融资职能，应学习发达信托市场模式，从财富管理职能、投资职能、融资职能和金融职能四个方面全面完善信托市场。

■ 重点信托公司表现突出

信托行业集中度高，本报告中分析了排名前列和上市的信托公司：中信信托综合优势较强；平安信托资产规模和净利润总额均稳居首位；华润信托的盈利能力和资产管理能力最强，人均净利润持续排名第一；中融信托成长最迅速，由 2006 年的第 41 位上升至 2009 年的第 6 位；重庆信托资产管理能力很强，人均净利润排名第二；安信信托由于重组事宜目前仍处于停牌期，但潜在涨幅达 91%；陕国投房地产业务剥离接近尾声，积极谋求转型。

■ 关注信托公司影子股

信贷紧缩和利率上升是信托公司业绩有望持续增长的驱动因素。虽然近期银监会发文要求严格清理银信类信托贷款，但目前这类信托比重已经较 2010 年有所下降，完全清理对净利润影响幅度在 10% 以内，随着信托结构的调整，预计 2011 年部分信托公司仍有望维持 20% 以上业绩增速，予以行业看好评级，强烈建议重点关注安信信托、陕国投、经纬纺机和新黄浦。

行业内重点公司推荐

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 |
|--------|-------|------|
| 600643 | 爱建股份 | 中性 |
| 000563 | 陕国投 A | 谨慎推荐 |
| 600816 | 安信信托 | 推荐 |
| 000666 | 经纬纺机 | 推荐 |

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

| 陕国投 A | 09A | 10E | 11E |
|-------|-------|-------|-------|
| PE | 81.67 | 42.61 | 70.00 |
| PB | 5.89 | 4.73 | 4.50 |

| 安信信托 | 09A | 10E | 10E |
|------|--------|-------|-------|
| PE | 136.00 | 56.67 | 16.00 |
| PB | 26.15 | 17.89 | 3.09 |

相关研究

《经纬纺机深度研究报告：借力信托，走出多元投资新天地》2010-12-19

分析师：

刘俊

(8627)65799532

liujun@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490510120002

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 政策环境转暖，规范后加速发展..... | 5 |
| 政策是影响信托业的关键因素 | 5 |
| 行业政策明晰，规范信托发展模式..... | 6 |
| 政策导向和市场环境促进信托业扩张..... | 7 |
| 信托行业结构优化，步入快速发展轨道..... | 7 |
| 行业资产规模迅速扩张..... | 7 |
| 信托业进入快速发展轨道 | 8 |
| 信托产品结构逐步优化..... | 9 |
| 行业集中度持续提升 | 15 |
| 信托公司业绩具有持续提升空间 | 17 |
| 业务多元化，整体收益持续上升 | 22 |
| 风险因素及信托公司风险承受能力分析 | 23 |
| 借鉴成熟市场模式，信托职能日益丰富 | 27 |
| 英国、美国和日本的信托模式..... | 27 |
| 我国信托业发展趋势是不断完善信托职能..... | 28 |
| 重点信托公司经营况况分析..... | 30 |
| 重点信托公司经营况况综合比较 | 30 |
| 中信信托——综合排名最高的信托公司 | 31 |
| 平安信托——资本规模最大的信托公司 | 34 |
| 华润信托——盈利能力最强的信托公司 | 35 |
| 中融信托——成长最快的信托公司..... | 37 |
| 重庆信托——最具发展潜力的信托公司 | 38 |
| 安信信托——涨幅潜力最大的信托公司 | 40 |
| 陕国投——积极转型谋求发展..... | 40 |
| 爱建信托——规模虽小却值得关注的信托公司 | 41 |
| 信托股及相关影子股投资策略 | 42 |
| 信托股投资逻辑和估值分析 | 42 |
| 信托影子股投资策略 | 45 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 1982 年至今信托公司数量变化 | 5 |
| 图 2: 2004 年至今年信托行业资产规模及增长率 | 7 |
| 图 3: 2007-2010 年信托产品季度发行规模 | 8 |
| 图 4: 2004 年起信托业资产规模及占 GDP 的比重快速上升 | 8 |
| 图 5: 信托业 2006 年-2009 年行业利润总额和所有者权益持续提升 | 9 |
| 图 6: 2003 年至今集合产品成立规模及增长率 | 10 |
| 图 7: 2010 年前 11 个月新发行集合信托产品资金运用方式 | 10 |
| 图 8: 2010 年前 11 个月新发行集合信托产品资金投资领域 | 11 |
| 图 9: 2003 年以来证券投资信托产品发行数量大幅提升 | 12 |
| 图 10: 权益投资信托和股权投资信托占比上升 | 13 |
| 图 11: 贷款投资信托和单一资金信托占比下降 | 13 |
| 图 12: 2007 年各类信托产品发行规模占比 | 14 |
| 图 13: 2010 年各类信托产品发行规模占比 | 14 |
| 图 14: 组合投资信托占比逐年上升 | 15 |
| 图 15: 截至 2011 年 1 月 10 日处于存续期的各类信托产品数量占比 | 15 |
| 图 16: 2006 年以来以营业收入计算的行业集中度 | 16 |
| 图 17: 预计未来 5 年信托行业利润持续上升 | 17 |
| 图 18: 央行存款准备金率达到历史高位 | 18 |
| 图 19: 2009 年至今 M1 和 M2 月度同比增长率下行 | 18 |
| 图 20: 2007 年至今 1 年期固定利率国债发行利率 | 19 |
| 图 21: 2009 年至今 1 年期国债到期收益率及增长率 | 19 |
| 图 22: 全社会固定资产投资资金来源中国预算内资金和利用外资占比 | 20 |
| 图 23: 全社会固定资产投资资金来源国内贷款、企业自筹和其他资金比重 | 21 |
| 图 24: 预计 2011 年全社会固定资产投资资金缺口增大 | 22 |
| 图 25: 信托公司梯次风险控制体系 | 25 |
| 图 26: 中国高净值人士占比呈上升态势（单位：万人） | 29 |
| 图 27: 截至目前中国不同学历的高净值人士占比 | 29 |
| 图 28: 中国高净值人士目前以及未来倾向投资类型 | 29 |
| 图 29: 2009 年中信信托收入结构 | 32 |
| 图 30: 2009 年中信信托的信托资产收入结构 | 33 |
| 图 31: 2009 年末平安信托自营资产运用状况 | 35 |
| 图 32: 2009 年华润信托收入结构 | 36 |
| 图 33: 安信信托收购完成前的股权结构图 | 43 |
| 图 34: 安信信托收购完成后的股权结构图 | 43 |
| 表 1: 信托业历次整顿情况简介 | 5 |
| 表 2: 2009-2010 年的主要行业政策对信托行业的影响 | 6 |
| 表 3: 2007 年以来各类信托产品占比的变化 | 9 |
| 表 4: 证券投资类信托发行数量前 10 名的信托公司 | 12 |
| 表 5: 2009 年排名前十的信托公司的主要股东背景情况 | 16 |

| | |
|---|----|
| 表 6: 2010 年前三季度投向基础产业的资金规模及占比 | 20 |
| 表 7: 全社会固定资产投资各资金来源的规模和比重预测 | 21 |
| 表 8: 重点信托公司 2009 年末的净资产和信托资产风险资本要求 | 26 |
| 表 9: 信托行业各类信贷资产规模及所需的风险资本 (2010 年) (单位: 亿元) | 26 |
| 表 10: 美国个人信托业务针对性强 | 27 |
| 表 11: 2009 年重点信托公司排名 | 30 |
| 表 12: 2009 年行业前 8 名的信托公司的基本情况 | 31 |
| 表 13: 2009 年排名前 8 名的信托公司在 2006 年的基本情况 | 31 |
| 表 14: 2007 至 2009 年中信信托盈利情况 | 32 |
| 表 15: 2009 年中信信托信托资产结构状况 | 33 |
| 表 16: 2009 年中信信托新增信托项目情况 | 34 |
| 表 17: 以 2009 年末信托资产计算平安信托风险资本 | 34 |
| 表 18: 2009 年平安信托自营资产投资情况 | 35 |
| 表 19: 2007 年-2009 年华润信托经营状况 | 35 |
| 表 20: 华润信托 2009 年固有资产运用及分布 | 36 |
| 表 21: 2009 年华润信托各类信托资产规模 | 37 |
| 表 22: 09 年信托收益排名前十的公司情况 | 37 |
| 表 23: 2009 年中融信托清算项目数量、规模及收益率 | 38 |
| 表 24: 2007-2009 年重庆信托经营状况 | 39 |
| 表 25: 2009 年重庆信托自营资产按信用风险的五级分类 | 39 |
| 表 26: 以 2009 年末信托资产计算重庆信托风险资本 | 39 |
| 表 27: 2009 年重庆信托主动型和被动型产品存续规模 | 39 |
| 表 28: 2009 年及 2010 年安信信托主要经营数据 | 40 |
| 表 29: 2009 年和 2010 年陕国投经营情况 | 41 |
| 表 30: 以 2009 年年末爱建信托资产情况计算的信托资产风险资本 | 42 |
| 表 31: 安信信托业绩预测 (不考虑中信信托) | 44 |
| 表 32: 中信信托业绩预测 | 44 |
| 表 33: 假设重组已完成中信信托间接上市后的安信信托经营状况 | 44 |
| 表 34: 陕国投经营状况预测 | 45 |
| 表 35: 信托公司的主要相关影子股 | 46 |
| 表 36: 中融信托业绩预测 | 46 |
| 表 37: 经纬纺机业绩预测 | 47 |
| 表 38: 新黄浦经营状况以及中泰信托的贡献 | 47 |
| 表 39: 爱建信托对爱建股份的利润贡献情况 | 48 |
| 行业重点上市公司估值指标与评级变化 | 49 |

政策环境转暖，规范后加速发展

政策是影响信托业的关键因素

我国第一个涉及信托的政策文件于 1980 年 6 月出台。国务院在《关于推动经济联合的通知》中指出：“银行要试办各种信托业务，融通资金，推动联合”。信托业作为一种特殊的政策工具（即体制改革、对外融资窗口以及银行和财政之外的信贷资金来源渠道）出现并使用，政策色彩浓重，偏离了其“受人之托、代人理财”的本质。

信托行业长期处于摸索中前进的状态，经历了 6 次行业性清理整顿之后，信托公司从鼎盛时的上千家演变为现在的 57 家，回归信托主业，并逐步规范发展。

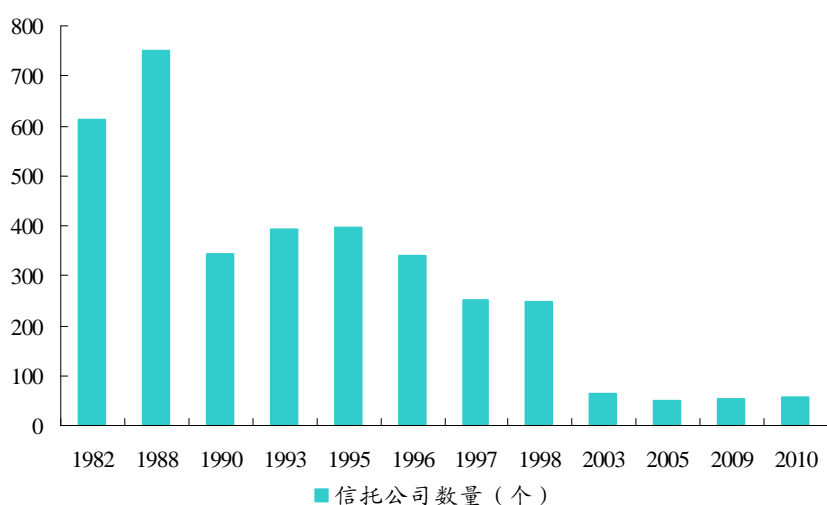
表 1：信托业历次整顿情况简介

| 次 数 | 宏观经济周期 | 清理整顿 起始时间 | 清理整顿的主要内容 |
|-----------------------|-------------|--------------|--|
| 传 统 信 托 业 | 1 1979-1982 | 1982 | 将计划外的信托投资业务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。 |
| 2 | 1983-1986 | 1985 | 清理整顿信托公司现有业务并停止审批新的信托贷款和信托投资。 |
| 3 | 1987-1991 | 1988 | 严格信托业务规范并对各主办单位下的信托公司进行大量撤并，手段模式与前两次类似，但力度更大。 |
| 4 | 1992-1997 | 1993 | 停止所有的银行向各类非银行金融机构的资金拆借，实行“资产负债比例管理”，开始“银信分离”。 |
| 现 代 信 托 业 | 5 1998-2007 | 1999 | 先后出来“一法两规”，颁发新的信托牌照，第一次通过制度重塑，强制性让信托业回归主业，开始“证信分离”。 |
| 6 | 2008 至今 | 2007 | 实施“信托新政”，压缩固有业务、突出信托主业，不得开展除同业拆入业务以外的其他负债业务，固有财产原则上不得进行实业投资。 |

资料来源：长江证券研究部

注：信托公司固有业务主要指注册资本所形成资产的运作及管理，固有资产可以开展贷款、租赁等融资性业务，也可以开展金融股权和金融资产的投资性业务。

图 1：1982 年至今信托公司数量变化



资料来源：用益信托网，长江证券研究部

行业政策明晰，规范信托发展模式

2009 年以来，银监会密集出台了一系列关于信托行业规范的政策，引导信托公司规范发展，加强风险监控，注重主动型信托资产管理业务模式的发展，着重开拓高端个人信托业务和理财管理服务业务市场，提升信托公司的盈利能力，促使其由粗放型发展模式向专业化、高能含量的方向发展。

行业政策的逐渐明晰，以及国家对信托行业的重视程度的提升，为信托行业的快速发展提供了良好的政策环境。

表 2: 2009-2010 年的主要行业政策对信托行业的影响

| 时间 | 政策 | 核心内容 | 意义 |
|---------|----------------------------|---|---|
| 2009-01 | 《信托公司监管评级与分类监管指引》 | 从公司治理、内部控制、合规管理、资产管理和盈利能力五个方面对信托公司进行单要素评级；再根据各要素的重要性分配比例进行综合评级。单要素评级和综合评级均分为 6 级，1 级是说明公司运营非常稳健，相反，6 级说明公司存在严重问题。 | 对信托公司的监管评级更加明确，给出了每个项目的具体评估细则，有利于信托公司的规范发展。 |
| 2009-05 | 《关于信托公司信政合作业务风险提示的通知》 | 信托公司开展信政合作业务应加强对合作方资金实力、信用程度和综合偿债能力的跟踪分析，确保信政合作业务既支持地方经济发展，又保证信托资金的安全和受益人的合法权益。 | 提示信托公司加强信政合作业务的风险管理，为 4 万亿刺激经济计划的后续项目提供严谨的运行环境，进一步确保信托公司信政合作业务的稳健开展。 |
| 2009-12 | 《关于加强信托公司主动管理能力有关事项的通知》 | 信托公司应加强与主动管理类信托相适应的专业团队、IT 和内部控制；证券投资信托理财产品单笔起点不低于人民币 100 万元。 | 引导信托公司加大主动管理业务发展的力度，实现内涵式增长；进一步强调信托公司应定位于为高端个人客户和机构投资者提供专业化理财服务。 |
| 2010-02 | 《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》 | 信托公司开展结构化信托业务不得有利用受托人的专业优势为自身谋取不当利益，应明确证券投资的品种范围和投资比例，严禁结构化信托业务劣后受益人为他人代持劣后受益权。 | 规范信托公司结构化产品的运作流程，保障投资者利益，为结构化信托产品的发展提供良好的政策环境。 |
| 2010-08 | 《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》 | 对融资类银信合作业务实施余额比例管理，占比不得高于 30%；信托产品不得设计为开放式的且存续期不得低于一年；投资类银信合作业务不得投资于非上市公司股权。 | 融资类银信合作业务和短期银信产品基本叫停，银信合作的股权投资受限，鼓励银行和信托公司探索新型合作模式，产业投资基金或将成为突破点，促进信托公司的自主管理能力的提升。 |
| 2010-08 | 《信托公司净资本管理办法》 | 信托公司净资本不得低于 2 亿元，且不得低于各项风险资本之和的 100% 以及不得低于净资产的 40%。 | 强化信托公司的资本意识和风险意识，促进信托公司发展模式的转变，全面提升专业能力和产品研发能力；为信托公司的安全、稳健的发展指明道路。 |
| 2010-11 | 《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》 | 信托公司应立即对房地产信托业务进行合规性风险自查；各银监局要加强对辖内信托公司房地产信托业务合规性监管和风险监控；逐笔分析信托公司发放贷款的房地产开发项目是否满足“四证”齐全、开发商或其控股股东具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件。 | 规范房地产信托业务的发展，促进信托公司充分发挥信托制度的功能和灵活性，开发系列化、基金化、规模化的房地产信托产品，再次凸显信托公司的转型趋势，着重发展个人业务和财富管理业务。 |

资料来源：银监会，长江证券研究部

政策导向和市场环境促进信托业扩张

紧缩的货币环境为信托业业务扩展带来机遇

2010 年央行 6 次上调存款准备金率、2 次上调金融机构人民币存款利率。2011 年 1 月 14 日，央行再次决定，从 1 月 20 日起上调存款准备金率，中央政治局在 2011 年经济工作会议上提出实施“稳健”的货币政策，为 2011 年紧缩的货币环境定下基调。

利率的上调相应带动信托产品收益率的提升，同时，银行信贷的收紧，导致企业融资渠道收窄，大部分中小企业出现融资难的境况，为信托行业的业务扩展提供了机遇。

监管政策的完善，促进信托行业内涵式增长

监管部门高瞻远瞩，看到信托行业广阔的发展前景，着力规范行业行为，促进信托业发展壮大，成为金融业的强有力的支柱之一。

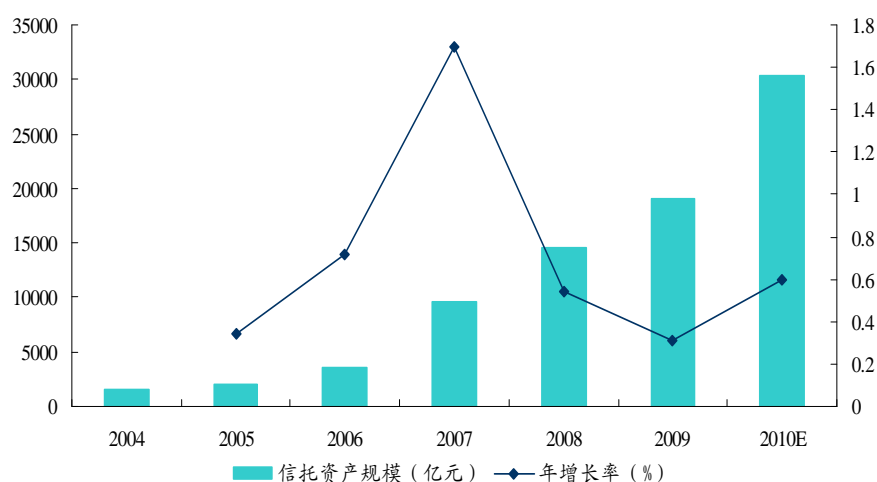
2009 年以来银监会出台的一系列关于信托行业的规范，提示信政合作业务的风险，收紧银信合作产品，加强房地产信托的监管，鼓励信托公司积极开发主动管理型产品，加强对信托公司净资本的管理，以及探讨信托公司异地设立分支机构等；引导信托业提升自身专业能力，培养自己的销售团队，摆脱过去粗放式的增长模式，实现长期稳定可持续的内涵式增长。

信托行业结构优化，步入快速发展轨道

行业资产规模迅速扩张

2009 年信托行业资产规模达到 1.9 万亿元，较之 2004 年的 0.15 万亿元增加了 12 倍多，预计 2010 年全年可超过 3 万亿元，如果信托业维持较快的发展速度，2015 年信托资产规模可能突破 10 万亿元。

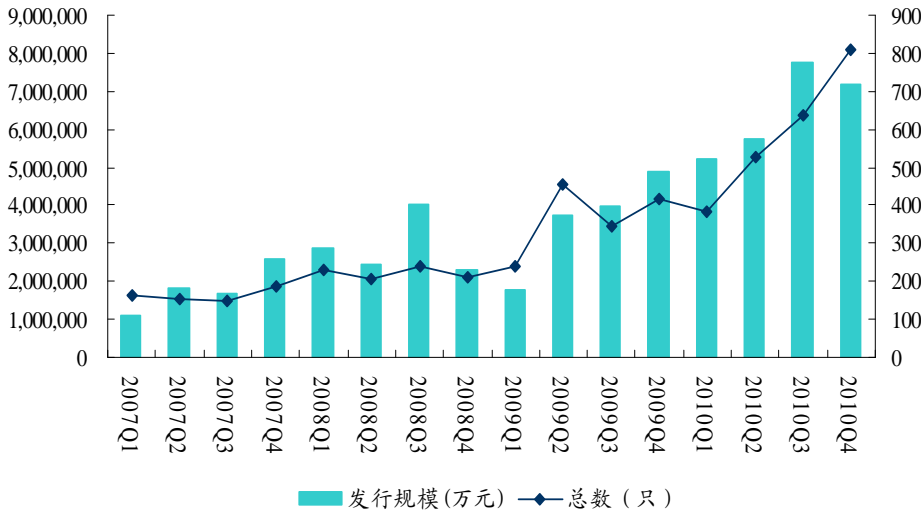
图 2：2004 年至今年信托行业资产规模及增长率



资料来源：wind，长江证券研究部

2007 年至今信托产品季度发行数量呈现持续上涨态势，2007 年第一季度仅发行 162 只，而 2010 年第四季度则发行 811 只，2010 年全年发行 2359 只，是 2007 年 650 只的近四倍，季度产品发行规模也呈现明显的上升趋势，2010 年第四季度发行规模达到 720 亿元。

图 3: 2007-2010 年信托产品季度发行规模

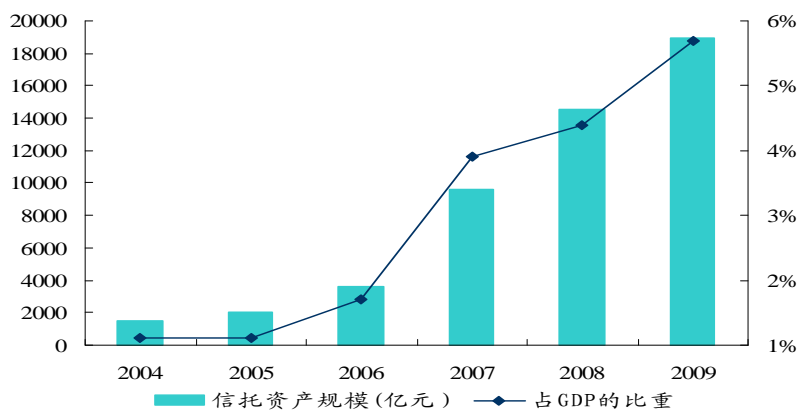


资料来源: wind, 长江证券研究部

信托业进入快速发展轨道

2007 年，信托业新规则实施之后，我国信托业迅速扩张。信托资产规模占 GDP 的比重也由 2006 年的 1.7% 增长到 2009 年的 5.7%。近几年，信托资产的规模增长的速度超过 GDP 的增长速度。但是，美国和日本等信托业发达的国家，信托资产可以达到 GDP 的一倍以上，显然我国的信托业还有很大的发展空间。

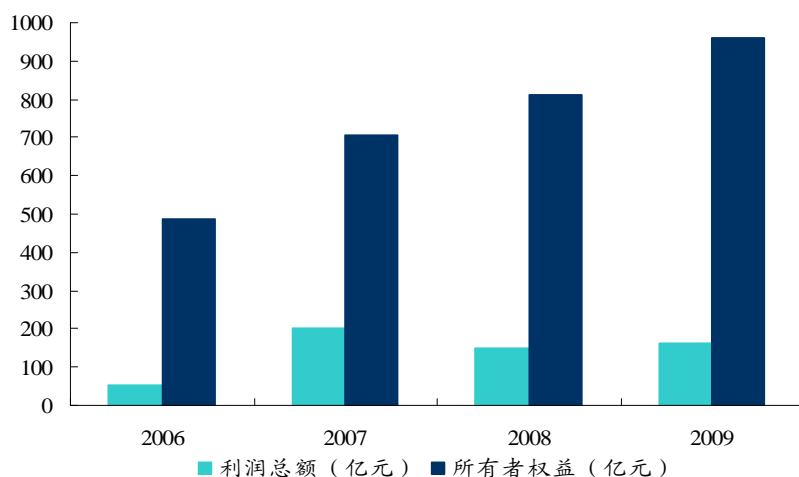
图 4: 2004 年起信托业资产规模及占 GDP 的比重快速上升



资料来源: wind, 长江证券研究部

我国信托资产规模逐年加速增长。信托资产 2006 年底有 3606 亿元，截至 2010 年第三季度，我国信托资产达到 29570.16 亿元，是 2006 年底 3606 亿元的 8 倍多；所有者权益从 2006 年的 519.5 亿元，增长到 2010 年的 1142.2 亿元，增长了 2 倍多。信托行业 2006 年实现利润 39 亿元，2009 年实现利润 122 亿元，也增长了两倍多，2010 年前三季度实现利润达到 76 亿元。

图 5：信托业 2006 年-2009 年行业利润总额和所有者权益持续提升



资料来源：wind, 长江证券研究部

信托产品结构逐步优化

信托产品有多种划分方式，按照资金来源划分可以分为单一资金信托和集合资金信托；按资金运用方式划分可以分为贷款投资信托、证券投资信托、股权投资信托、权益投资信托、房地产信托和融资租赁信托等；按照信托资金的投向可以分为投向金融业、房地产业、基础建设和工商企业等。

目前，信托产品结构逐步优化，集合资金信托占比提升、单一资金信托占比相对下降，贷款投资信托占比下降，权益投资信托、股权投资信托和组合投资信托的占比上升，主动型管理信托产品提升，行业利润逐渐提升。

表 3：2007 年以来各类信托产品占比的变化

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| 证券投资信托 | 62.80% | 21.87% | 14.15% | 10.07% |
| 权益投资信托 | 12.77% | 8.13% | 11.83% | 20.87% |
| 股权投资信托 | 10.74% | 10.05% | 9.84% | 25.11% |
| 单一资金信托 | 2.60% | 35.13% | 12.83% | 0.33% |
| 贷款投资信托 | 9.41% | 10.35% | 28.13% | 19.81% |
| 组合投资信托 | 0.31% | 0.80% | 5.57% | 6.12% |
| 房地产投信托 | 0.84% | 6.82% | 4.15% | 1.45% |
| 债权投资信托 | 0.01% | 2.79% | 3.32% | 4.15% |
| 融资租赁信托 | 0.35% | 0.12% | 0.70% | 0.03% |
| 其他投资信托 | 0.12% | 3.93% | 9.47% | 12.06% |

资料来源：wind，长江证券研究部

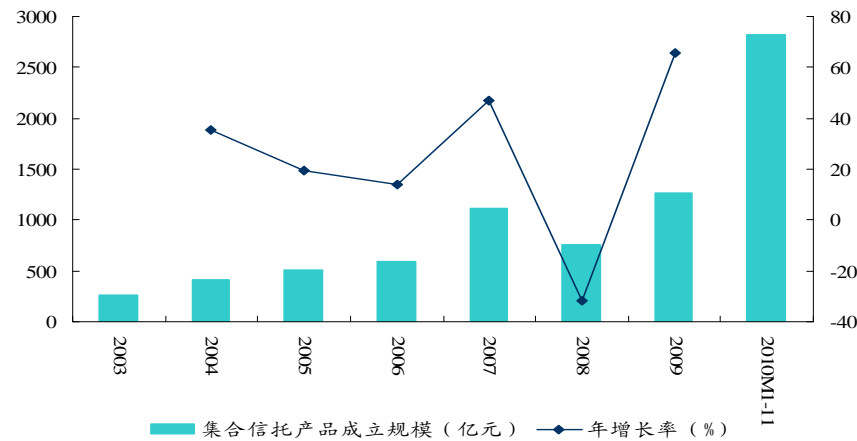
集合资金信托产品快速发展

集合资金信托是指将多个合格投资者的资金集合在一起建立一个信托计划进行资金运作。单个投资者投资于集合资金计划的投资起点一般为 100 万元,单个资金计划的自然人投资者不能超过 50 人,但是单笔委托金额在 300 万元以上的自然人投资者和合格机构投资者数量不受限制;信托计划的期限不得少于一年。

集合信托产品可以广泛吸收社会资金,相对于单一信托而言,受托人的资产运作空间加大;收益相对较高,平均年化收益率可以达到 7%-8%,而单一资金信托中的大部分是银信合作产品,年化收益率在 3%左右。

2003 年以来,集合信托产品成立规模呈现持续上升态势,2008 年由于全球经济危机影响到金融市场,产品发行速度有所回落,2009 年成立规模达到 1264.66 亿元,2010 年前 11 个月成立规模为 2818.84 亿元,较之 2009 年全年翻了一倍多。

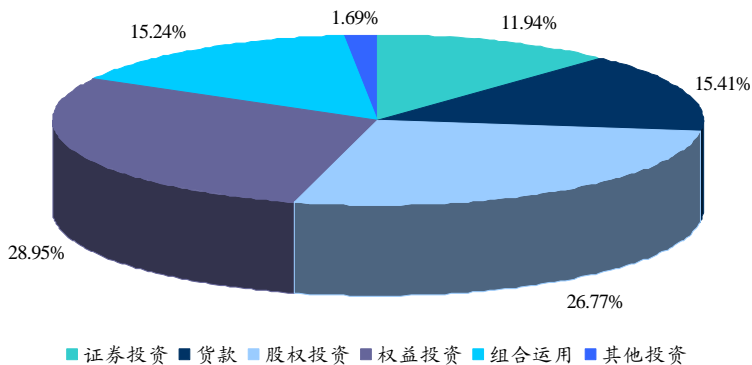
图 6: 2003 年至今集合产品成立规模及增长率



资料来源: wind, 长江证券研究部

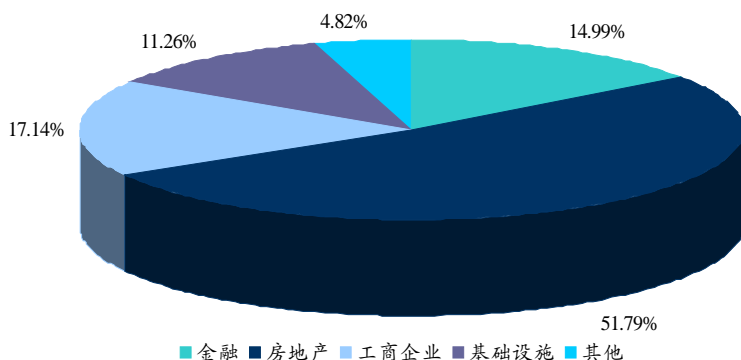
2010 年前 11 个月新发行集合信托产品资金运用于股权投资和权益投资的比例较大,分别为 26.77%和 28.95%;投资于房地产领域的资金占 51.79%。集合资金信托的资金倾向投资于收益较高的领域。

图 7: 2010 年前 11 个月新发行集合信托产品资金运用方式



资料来源: 用益信托网, 长江证券研究部

图 8：2010 年前 11 个月新发行集合信托产品资金投资领域



资料来源：用益信托网，长江证券研究部

证券投资类信托提升空间大

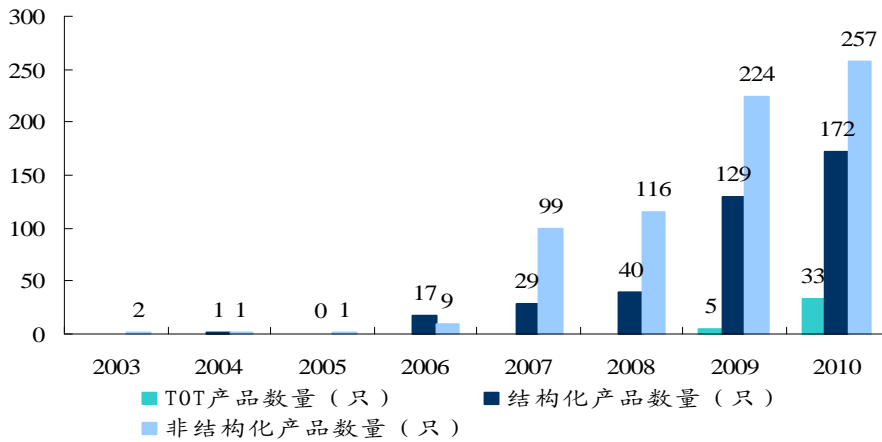
证券投资信托是指受托人接受委托人的委托，将信托资金按照双方的约定，投资于证券市场的信任，可以按照投资产品类型分为股票投资信托、债权投资信托和证券组合投资信任等；证券投资信托的年限一般在 1.5-3 年，收益大致在 10%-15%之间。

目前，证券投资信托按照资金运作方式可分为三类：非结构化证券投资信托产品、结构化证券投资信托产品和 TOT 产品。非结构化证券投资信托产品是常见的阳光私募；结构化证券投资信托是指同一款产品中将投资者分为高风险、高收益的劣后受益人和低风险、低收益的优先受益人，且有较短的固定期限和明确的止损平仓条款。TOT 产品是投资于信托的信托，投资标的则主要锁定为 1 只或 2 只阳光私募产品。

与英、美、日发达市场相比，我国证券投资信托产品占比仍较小，未来的提升空间较大，信托机构将成为证券市场机构投资者的一大阵营，促进维护证券市场的理性和稳定。

同时，证券投资信托的产品种类更丰富。例如 2009 年信托公司首度发行了 TOT 产品，可以投资于阳光私募和信托产品，并且可以在不同风格的阳光私募基金中进行组合投资，通过投资于 TOT 产品可以分享阳光私募的高收益，同时极大的降低了投资于单一阳光私募的业绩波动性。

2003 年以来，证券投资信托产品发行数量迅速增长，2003 年仅有 2 只，而 2010 年达到 462 只，较之 2009 年的 358 只增长了 29%。2009 年起，首度发行 TOT 产品，全年发行 5 只，2010 年全年达到 33 只，是 2009 年的 6 倍多。

图 9：2003 年以来证券投资信托产品发行数量大幅提升


资料来源：用益信托网，长江证券研究部

表 4：证券投资类信托发行数量前 10 名的信托公司

| 序号 | 信托公司 | 发行产品数 (只) | | | |
|----|----------|-----------|-----|-----|-----|
| | | 非结构化 | 结构化 | TOT | 总计 |
| 1 | 华润信托 | 145 | 10 | 8 | 163 |
| 2 | 中融信托 | 109 | 45 | 0 | 154 |
| 3 | 中国对外经贸信托 | 47 | 74 | 3 | 124 |
| 4 | 中信信托 | 88 | 11 | 1 | 100 |
| 5 | 山东信托 | 55 | 27 | 0 | 82 |
| 6 | 上海信托 | 7 | 67 | 0 | 74 |
| 7 | 平安信托 | 43 | 0 | 17 | 60 |
| 8 | 陕国投 | 29 | 10 | 10 | 49 |
| 9 | 厦门信托 | 21 | 24 | 0 | 45 |
| 10 | 中海信托 | 10 | 29 | 0 | 39 |

资料来源：wind, 长江证券研究部

权益投资信托和股权投资信托占比上升

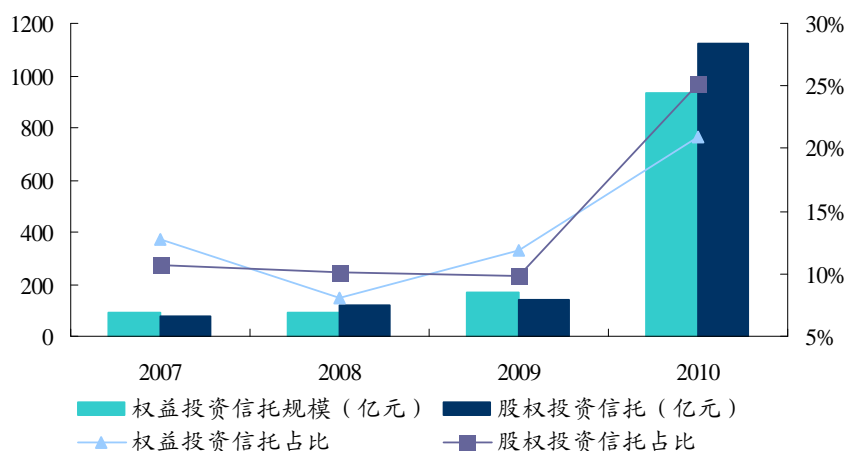
股权投资信托是指将信托资金投资于企业，持有企业股份类似于 PE 产品的运作，但是其投资行为是公开的，股权拥有者可以以股东的身份参与企业管理，股权投资通常没有期限，除非发生股权转让。

权益投资信托是指将信托资金投资于能够带来稳定持续的现金收益的财产权或者权益的资金信托品种，这些权益包括基础设施收费权、公共交通运营权、旅游项目收费权、教育项目收费权等，甚至可以是另外一个信托的受益权本身等。相对于股权投资信托，权益投资信托的风险小，收益也相对较低，但是很稳定，可以通过政府财政给予补贴等方式确保收益率达到一定的水平，同时可以通过权利质押的方式保障投资者的收益。

权益投资信托和股权投资信托的收益率高于贷款信托，收益较证券投资信托稳定，有些股权投资信托是可以代信托投资人行使股东权力，参与被投资单位的决策。

2007 年新发行的权益投资信托和股权投资信托的比重分别为 12.77% 和 10.74%，而 2010 年分别为 20.87% 和 25.11%。

图 10: 权益投资信托和股权投资信托占比上升



资料来源: wind, 长江证券研究部

贷款投资信托和单一资金信托占比下降

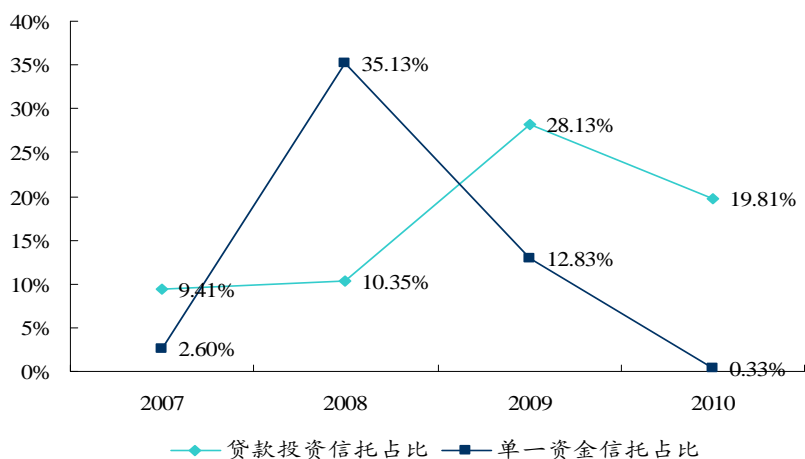
单一资金信托是指信托公司接受单个委托人的资金委托，依据委托人确定的管理方式，或由信托公司代为确定的管理方式，单独管理和运用货币资金的信托；单一资金信托的委托人多为机构投资者，多数是银行；目前单一资金信托产品多数是银信合作产品，即贷款投资信托。

贷款投资信托是指受托人接受委托人的委托，将委托人的资金按信托计划中或其指定的对象、用途、期限、利率与金额等发放贷款，并负责到期收回贷款本息的信托。

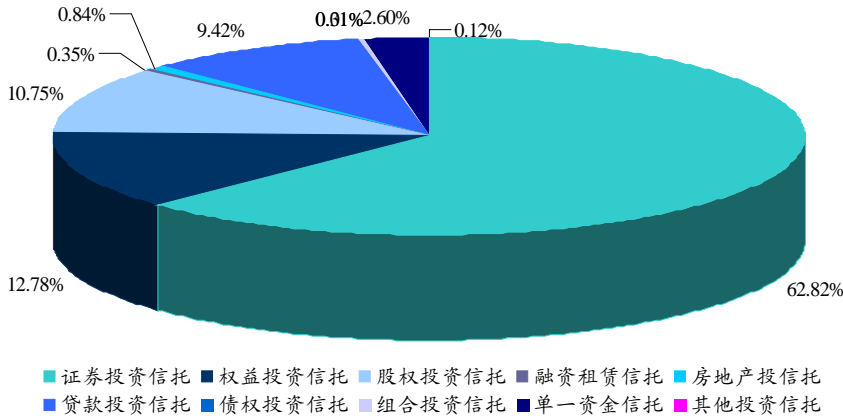
单一资金信托和贷款投资类信托较之集合资金信托的收益率低，而且其中大多数是银信合作产品，而银信合作产品中信托公司仅仅起到一个“通道”作用，客户是银行的，信托公司的收益空间有限，同时银信合作产品，特别是融资类银信产品的收紧，以及对高收益的追求，信托公司纷纷转向收益高、政策规避性强的信托产品。

2009 年贷款类投资信托和单一资金投资信托的新发行产品规模占比分别为 28.13% 和 12.83%，而 2010 年则分别为 19.81% 和 0.32%，下滑速度很快。

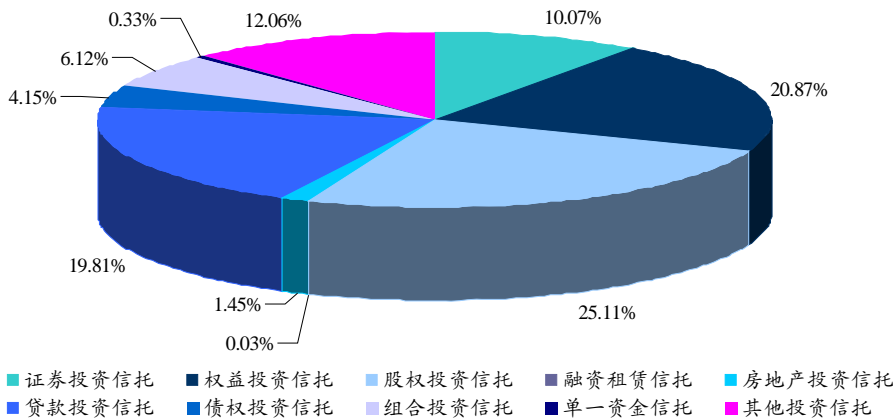
图 11: 贷款投资信托和单一资金信托占比下降



资料来源: wind, 长江证券研究部

图 12: 2007 年各类信托产品发行规模占比


资料来源: wind, 长江证券研究部

图 13: 2010 年各类信托产品发行规模占比


资料来源: wind, 长江证券研究部

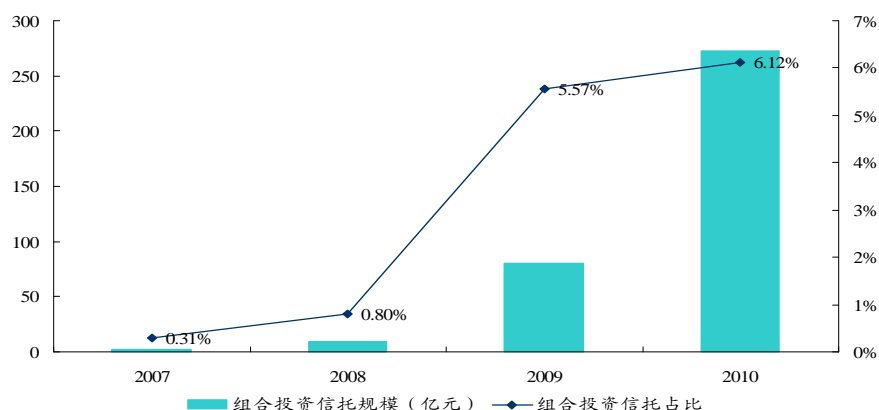
组合投资信托占比逐年上升

组合投资信托是指根据委托人的风险偏好, 将债券、股票、基金、贷款和实业投资等通过个性化的组合配比运作对信托财产进行管理。

组合投资信托存续时间相对较长, 可以在期限内选择多个项目的资产进行灵活配置, 类似基金化的理财方式, 运作空间较大, 给受托人资产运作较大的自主性, 充分发挥其专业理财能力, 可以做到风险分散的同时保障稳定的收益, 相对于单一投资类型的信托产品, 给信托公司带来的稳定且相对较高的收益。

2007 年组合投资信托规模为 2.2 亿元, 占全部信托产品的 0.31%, 并持续快速增长, 2010 年达到 272.88 亿元, 占比提升至 6.12%, 我们认为, 组合投资信托的产品规模和占比将保持快速增长的态势, 将成为信托产品的主要种类之一。

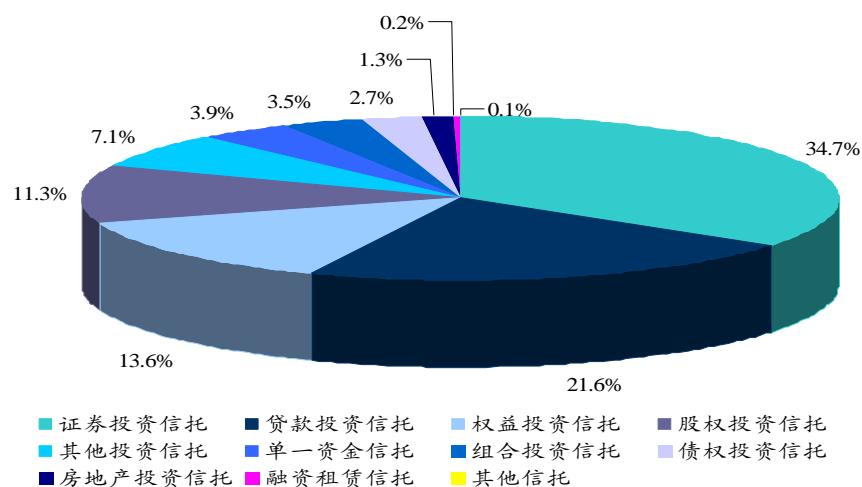
图 14：组合投资信托占比逐年上升



资料来源：wind，长江证券研究部

截至 2011 年 1 月 10 日，处于存续期的信托产品 4294 只，证券投资信托、贷款信托和权益投资信托数量位居前三，分别是 1491 只、928 只和 585 只；股权投资信托紧随其后，485 只，占比 11.29%，组合投资信托的数量占比也达到 3.52%。

图 15：截至 2011 年 1 月 10 日处于存续期的各类信托产品数量占比

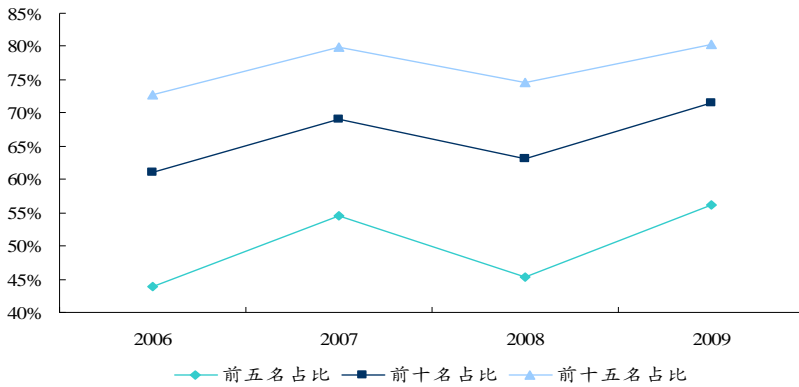


资料来源：wind，长江证券研究部

行业集中度持续提升

2009 年在 54 家信托公司中，行业排名前五的营业收入占据全行业的半壁江山，达到 56.2%，排名前十五的营业收入占全行业的 80.25%；净资本的限制、强大的股东和允许异地开展业务将促使信托公司的集中度持续提升。

由于信托牌照的稀缺性，行业的广阔发展前景以及可以跨三个市场投资的特殊优势，银行、国有企业、财务公司等争相控股参股信托公司，强大的股东背景也为自身发展提供坚实的后盾；排名前 10 的信托公司的大股东实力均十分雄厚，为这些公司的发展提供了有力的保障。

图 16: 2006 年以来以营业收入计算的行业集中度


资料来源: wind, 长江证券研究部

表 5: 2009 年排名前十的信托公司的主要股东背景情况

| 排名 | 公司简称 | 注册资本 (亿元) | 股东名称 | 控股比例 |
|----|------|--------------|--------------------|--------|
| 1 | 中信信托 | 12 | 中国中信集团公司 | 80% |
| | | | 中信华东(集团)有限公司 | 20% |
| 2 | 平安信托 | 69.88 | 中国平安保险(集团)股份有限公司 | 99.88% |
| | | | 上海市糖业烟酒(集团)有限公司 | 0.12% |
| | | | | |
| 3 | 华润信托 | 26.3 | 华润股份有限公司 | 51% |
| | | | 深圳市人民政府国有资产监督管理委员会 | 49% |
| 4 | 中海信托 | 12 | 中国海洋石油总公司 | 95% |
| | | | 中国中信集团公司 | 5% |
| 5 | 中诚信托 | 12 | 中国人民保险集团公司 | 32.35% |
| | | | 国华能源投资有限公司 | 20% |
| | | | 兖矿集团有限公司 | 10% |
| 6 | 中融信托 | 14 | 经纬纺织机械股份有限公司 | 36% |
| | | | 中植企业集团有限公司 | 31.70% |
| | | | 哈尔滨经济开发投资公司 | 24.61% |
| | | | 大连新星房地产开发集团有限公司 | 7.69% |
| 7 | 重庆信托 | 24.3873 | 重庆国信投资控股有限公司 | 66.90% |
| | | | 重庆水务集团股份有限公司 | 23.86% |
| | | | 上海淮矿资产管理有限公司 | 4.10% |
| | | | 重庆市水务资产经营有限公司 | 2.18% |
| | | | 建银国际(中国)有限公司 | 2.05% |
| 8 | 上海信托 | 25 | 上海国际集团有限公司 | 66.33% |
| | | | 上海久事公司 | 20% |
| 9 | 昆仑信托 | 30 | 中油资产管理有限公司 | 82.18% |
| | | | 天津经济技术开发区国有资产经营公司 | 12.82% |
| | | | 宁波市南部新城置业有限公司 | 2.51% |
| | | | 宁波广博投资控股有限公司 | 2.49% |
| 10 | 英大信托 | 15 | 国家电网公司 | 51.00% |
| | | | 山东鑫源控股有限公司 | 14.94% |
| | | | 中国电力财务有限公司 | 6.33% |

资料来源: 长江证券研究部

注：信托公司排名是依据用益信托网 2009 年 54 家信托公司的综合排名。

净资本的监管使信托公司强者愈强。2010 年 8 月银监会发布《信托公司净资本管理办法》，信托公司意识到自身的缺陷，争先充实资本金，一方面是由于意识到了“小马拉大车”的风险，改善自身经营环境，为以后发展做好稳定铺垫，另一方面，银监会的明确规定，使信托公司认识到如果不增加资本金就面临着缩减业务规模，阻碍未来业绩增长。

拥有强大股东背景和自身盈利能力的信托公司增资更快。例如中融信托两次增资，注册资本由 3.25 亿元增长到 14 亿元，重庆信托注册资本由 16.34 亿元增至 24.39 亿元。

实力强的信托公司有望开展在异地设立分支机构，进一步拓展业务范围，提升利润空间。12 月初举行的 2010 年信托业峰会，加快了信托公司异地设立分支机构的进程，这为信托公司拜托传统的“通道”形式提供了良好的基础，为信托公司开辟自己的客户群，铺设自身渠道提供了支撑，进一步促进自身的发展。

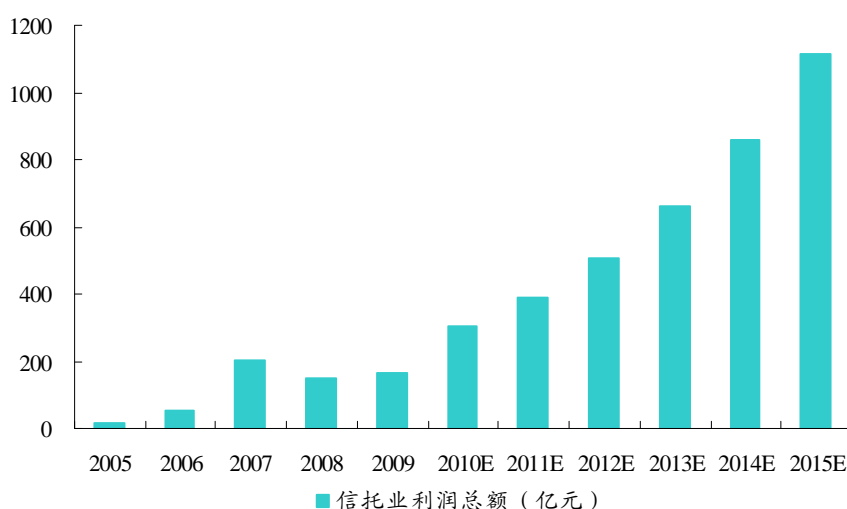
信托公司业绩具有持续提升空间

近年来行业盈利呈稳步增长趋势

2006 年信托行业利润仅为 52 亿，而 2009 年则达到 164 亿，增长了 2 倍多，预计 2010 年全年将突破 300 亿，行业利润上行趋势明显。

虽然房地产信托和银信合作业务收紧，但作信托行业是一个完善的金融市场必不可少的支柱，信托行业的成长前景广阔，监管部门加强规范是更好的促进信托行业规范发展，促进信托公司转型，提升自身核心专业能力，优化资产结构，积极主动开展理财业务，提升信托获利能力。从资产结构优化和信托报酬率提升的角度，我们认为，未来五年信托资产规模将突破 10 万亿元，行业利润将超过 1000 亿元。

图 17：预计未来 5 年信托行业利润持续上升



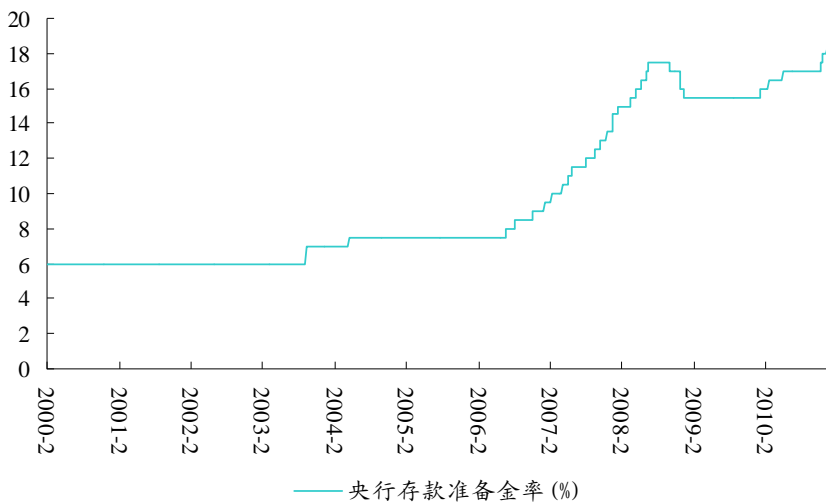
资料来源：用益信托网，长江证券研究部

紧缩的货币环境给信托公司带来良好的发展机遇

央行 2010 年至今 7 次调高存款准备金率，达到了 18.5% 的历史高位，2 次调高金融机构基准利率，并将 2011 年的货币政策基调定为“稳健”。2010 年 M1 和 M2 同比增长率处于下降趋势，截至 11 月底，期末余额分别为 25.94 万亿元和 71.03 万亿元。

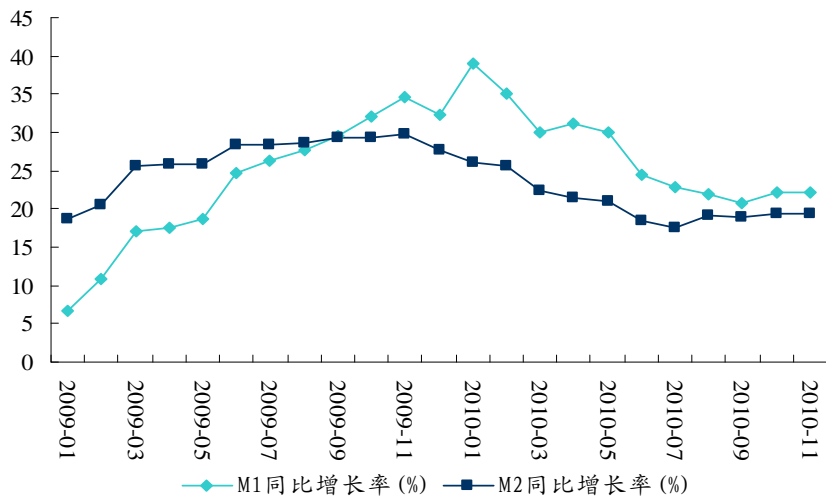
未来一年将处于一个相对紧缩的货币环境下；银行的信贷规模受限，企业，特别是中小企业融资成本增加，融资难度加大，通过信托融资需求迅速扩大，这将为信托公司业务扩张、产品创新提供了良好的发展机遇。

图 18: 央行存款准备金率达到历史高位



资料来源: wind, 长江证券研究部.

图 19: 2009 年至今 M1 和 M2 月度同比增长率下行

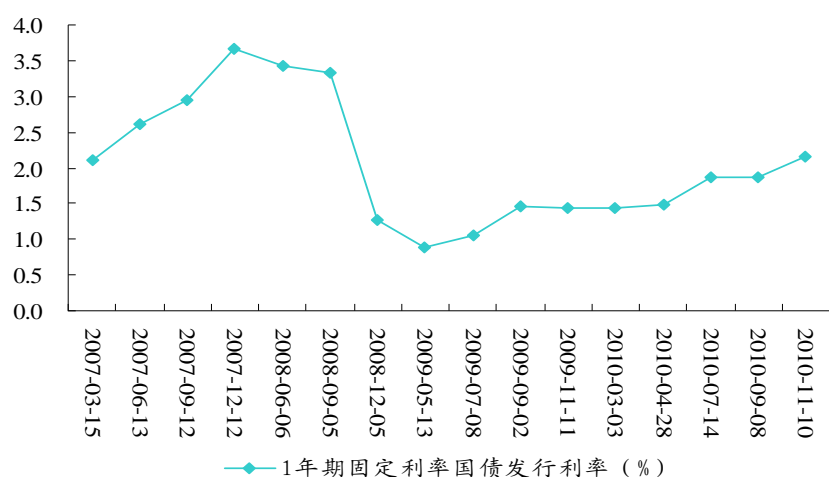


资料来源: wind, 长江证券研究部

信托产品期望收益率将提升

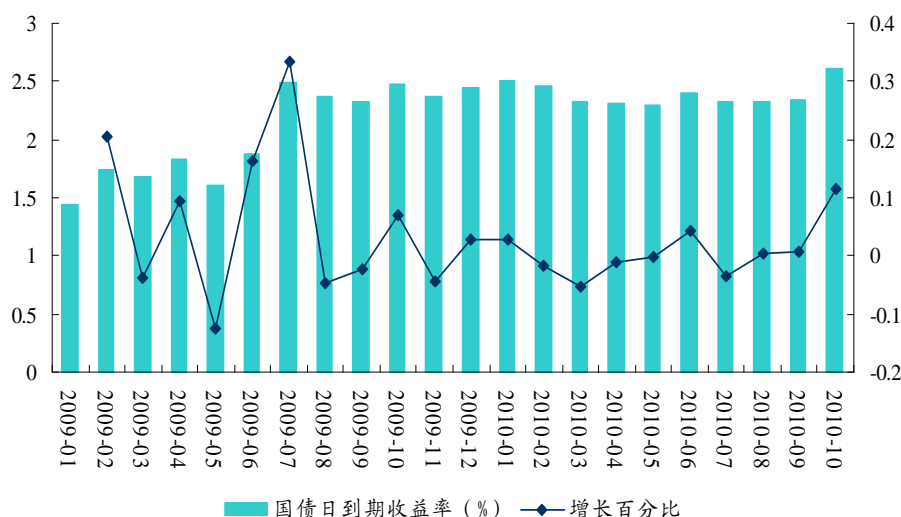
信托行业期望收益率随着市场基准利率的调高相应的提高。目前一年期国债的发行利率从2009年底的1.44%提升到2010年底的2.15%，提升了近50%；一年期国债的到期收益率也从2009年底的2.43%提升至2010年底的2.61%。

图 20：2007 年至今 1 年期固定利率国债发行利率



资料来源：wind,长江证券研究部

图 21：2009 年至今 1 年期国债到期收益率及增长率



资料来源：wind,长江证券研究部

基建投资对信托资金持续需求大

基础产业是信托资金的最主要的投向，截至2010年第三季度末，资金信托的规模达到2.8

万亿元，投向基础产业的的资金规模超过 1 万亿，占全部资金信托的 35.53%，较之第一季度的 40.16%有所下降。

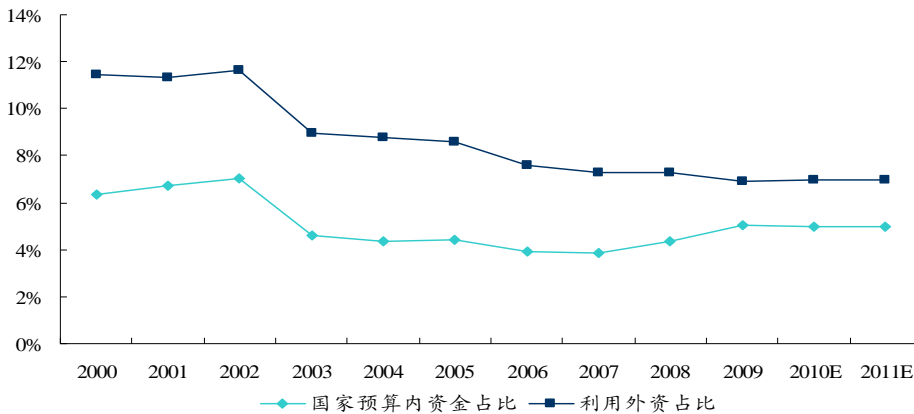
表 6: 2010 年前三季度投向基础产业的资金规模及占比

| | 一季度 | 二季度 | 三季度 |
|------------|--------|--------|--------|
| 资金规模 (万亿元) | 0.89 | 1.06 | 1.00 |
| 占信托资金的比重 | 40.16% | 38.29% | 35.53% |

资料来源：用益信托网，长江证券研究部

全社会固定资产投资资金来源主要为国家预算内资金、利用外资、国内贷款以及企业自筹和其他资金；2000 年至今国家预算内资金和利用外资的比例持续下降，2009 年分别占比 5.07%和 1.85%，我们预计 2010 年和 2011 年这两者的占比分别为 5%和 2%。

图 22: 全社会固定资产投资资金来源中国家预算内资金和利用外资占比

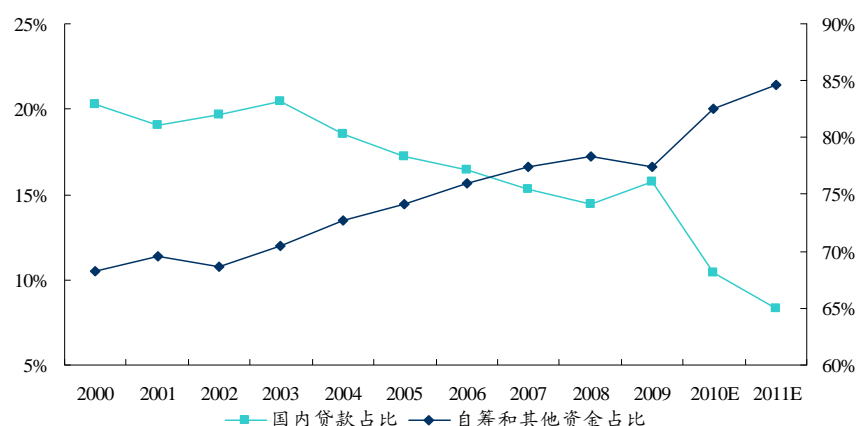


资料来源：wind，长江证券研究部

2000 以来，全社会固定资产投资资金来源中国内贷款的比例呈现下行趋势，2009 年为 15.71%；2009 年全年新增人民币贷款共计 9.59 万亿元，全社会固定资产投资资金来源国内贷款为 3.93 万亿元，用于固定资产投资的新增贷款资金规模占全年新增贷款规模的 40.98%。

2010 年全年新增人民币贷款共计 7.95 万亿元，我们预计，2010 年全社会固定资产投资总额为 31.28 亿元，资金来源中国内贷款为 3.26 万亿元占比 10.42%；由于国家大力支持基础建设的同时紧缩货币，2011 年全年新增人民币贷款目标可能低于 7.5 万亿元，预计全社会固定资产投资 2011 年全年可达 36.91 万亿元，资金来源中国内贷款为 3.07 万亿元，占比继续下降为 8.33%。

图 23: 全社会固定资产投资资金来源国内贷款、企业自筹和其他资金比重



资料来源: wind, 长江证券研究部

表 7: 全社会固定资产投资各资金来源的规模和比重预测

| 年份 | 全社会固定资产投资合计数 (万亿元) | 全社会固定资产投资资金来源 (万亿元) | | | | | | | |
|-------|--------------------|---------------------|--------|------|--------|------|--------|---------|--------|
| | | 国家预算内资金 | | 国内贷款 | | 利用外资 | | 自筹和其他资金 | |
| | | 规模 | 占比 (%) | 规模 | 占比 (%) | 规模 | 占比 (%) | 规模 | 占比 (%) |
| 2005 | 9.46 | 0.42 | 4.39 | 1.63 | 17.25 | 0.40 | 4.21 | 7.01 | 74.15 |
| 2006 | 11.90 | 0.47 | 3.93 | 1.96 | 16.47 | 0.43 | 3.64 | 9.04 | 75.96 |
| 2007 | 15.08 | 0.59 | 3.88 | 2.30 | 15.28 | 0.51 | 3.40 | 11.68 | 77.43 |
| 2008 | 18.29 | 0.80 | 4.35 | 2.64 | 14.46 | 0.53 | 2.90 | 14.32 | 78.29 |
| 2009 | 25.02 | 1.27 | 5.07 | 3.93 | 15.71 | 0.46 | 1.85 | 19.36 | 77.38 |
| 2010E | 31.28 | 1.56 | 5.00 | 3.26 | 10.42 | 0.63 | 2.00 | 25.83 | 82.58 |
| 2011E | 36.91 | 1.85 | 5.00 | 3.07 | 8.33 | 0.74 | 2.00 | 31.25 | 84.67 |

资料来源: wind, 长江证券研究部

根据《国务院关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》规定, 各行业固定资产投资中企业自筹资金最低占比从 20%到 40%不等, 我们取中间值 30%, 测算企业自筹资金的规模, 2005 年为 2.59 万亿元, 而 2009 年和 2010 年为 6.99 亿元和 8.73 亿元, 预计 2011 年企业自筹资金可以达到 10.3 万亿元。

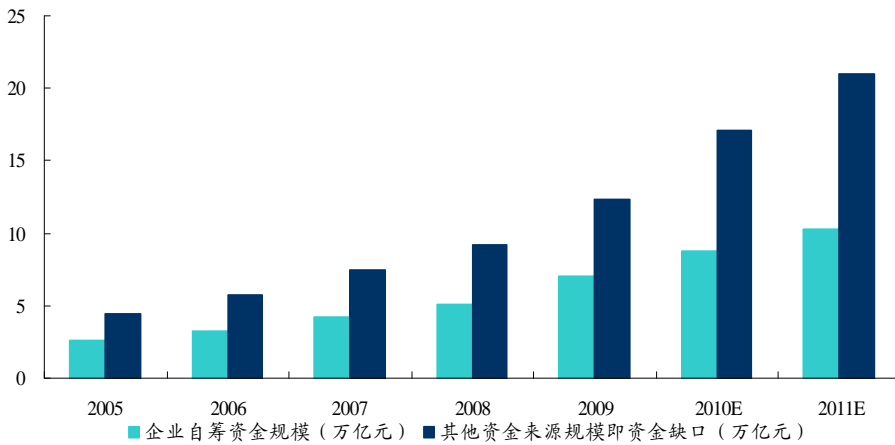
其他资金来源是全社会固定资产投资利益贷款以外的方式在资本市场上融资的规模, 我们将其作为资金缺口。经测算, 2009 年其他资金来源大致为 12.37 万亿元, 我们预计 2010 年和 2011 年资金缺口将继续扩大, 分别达到 17.1 万亿元和 20.95 万亿元。

信托将受益于资金缺口的扩大。资金缺口的扩大需要通过企业债、股票市场和信托资金等渠道融资, 由于紧缩的货币环境以及逐渐理性的市场环境, 企业债和股票市场等方式融资不能弥补资金缺口, 信托资金成为是融资的主要渠道之一。

2011 年仍是基础设施投资重要的一年, 原银信合作的产品投资于基础设施建设的较多, 现银信收紧, 信托公司自身的集合信托将崭露头角, 且集合信托收益率高于银信合作产品, 信贷紧缩环境下, 收益率也会继续提升。我们预计, 2011 年运用于全社会固定资产投资上信

托产品的收益将为信托行业的收益涂上浓墨重彩的一笔。

图 24：预计 2011 年全社会固定资产投资资金缺口增大



资料来源：wind，长江证券研究部

业务多元化，整体收益持续上升

采用有限合伙制享受 PE 收益

信托公司作为唯一的可以在资本市场、货币市场和实业进行投资的金融机构，无疑高净值的个人参与 PE 是一个良好的渠道。投资者可以通过购买信托公司的 PE 产品获得专业理财服务和高额资金收益。而对于 PE 来说，上市退出是收益率最高的途径，但证监会明文禁止信托公司持股的公司 IPO，表面上看，信托业似乎失去了自身直接参与 PE 获利的渠道。

在创业板推出后，信托公司能积极谋求通过有限合伙制的方式开展 PE 业务。信托公司可以先成立信托计划，然后将募集信托资金以有限合伙人（LP）方式设立有限合伙制公司，通过有限合伙制公司参股未上市公司股权。

2010 年 9 月，天津泰达开发区一天之内成立 4 家股权投资合伙企业，其中 3 家由中信信托牵手上海华岳投资设立，一家由西安国际信托和江西鄱阳湖产业投资管理有限公司合伙设立。2010 年 12 月底，国内首只“信托+合伙制”产品成立，并在一周的发行期内募集 3.4 亿元，该产品的投资门槛为 300 万元，普通投资者可以通过其参与定向增发，更重要的是信托资金作为合伙人出资解决了合伙企业退出和大规模筹集资金两大难题。

优选房地产信托，创设保障型住房信托，试水房地产信托基金

房地产信托收益率有望迎来较大幅度上升。2008 年，信托房地产信托产品的收益率达到 10.19%，2009 年，房地产信托产品收益水平降至 8.02%，但仍然高于 2007 年平均 7.35% 的收益水平。2010 年房地产商信托成立规模达到 1210.62 亿元，同比增长 208%，达到 397 只，同比增幅为 110.05%，行业平均收益率达到 8.85%。

2011 年将是货币政策收紧的一年，银行对房地产企业的贷款也将收紧，信托公司可以优选项目，通过开发系列化、规模化、基金化的房地产信托产品以及采取股权投资和收益权投资

的方式，获得理想的信托报酬率。

优选项目是房地产信托关键。2010 年银监会对信托公司发放贷款的房地产项目做了严格要求，信托公司会加强审慎监管，并没有禁止房地产信托业务，而是预见到未来房地产信托将会有广阔的市场前景，规范其操作。

部分信托公司开始涉足保障型住房信托。2010 年全年成立的 8 只保障性住房信托产品，募集资金达到 10.7 亿元，2011 年保障性住房建设规模将继续扩大，但是由于保障型住房的收益率较低，开发商积极性较低，不会积极采取各种方式融资，资金缺口严重；2010 年全国保障性住房开工 580 万套，总投资约 8000 亿元，2011 年 1000 万套的住房建设资金需求将超过 13800 亿元，信托公司将有很大发展空间，同时，由于该类信托的风险系数较低，可以总体上降低信托公司的风险资本。

部分地区积极尝试房地产信托基金。目前，上海已通过海通证券房地产信托探索公共租赁住房建设和管理的新思路，北京和天津也试水保障性住房 REITs，国内 REITs 进入实质性操作阶段，在 REITs 领域迈出了重要的一步。保障房 REITs 是政府将 REITs 这一市场化工具作为杠杆从市场上为保障房建设争取更多社会资本的一种方式。国外比较成熟的 REITs 是以商业地产和工业地产作为资产池，地产的租金收入是 REITs 收益的主要来源。信托公司可以积极探索 REITs 的运作，市场前景广阔。

阳光私募将持续扩容

阳光私募基金经过 2009 年的爆发式增长后，2010 年继续保持快速增长，整体规模超过 1000 亿元，已占公募基金规模的 4%；2010 年全年新成立 598 只，占有存续期的阳光私募基金产品数量的 50%。

阳光私募的发行较公募基金而言受行情的影响更小。截至 2010 年 10 月发行阳光私募产品 529 只，发行规模达 232 亿元。2010 年前 10 个月发行规模为 215.3 亿元，已超过 2009 年全年的 202.42 亿元。阳光私募发行规模同比增长率约为 20%；而同期公募基金发行规模 2391 亿份，相较 2009 年同期下降 24%。2010 年股票型基金的平均收益率仅 0.77% 而阳光私募基金达到 6.72%，收益率较理想。

作为与证券市场行情关系较紧密的信托产品，阳光私募的发行的增长有力推动了信托业务整体的增长；我们认为，2011 年阳光私募将持续扩容，信托公司应把握好机遇，扩张业务规模，提升收益能力。

风险因素及信托公司风险承受能力分析

信托公司经营中的风险点

■ 一般风险

作为金融机构，信托公司同样面临其他金融机构都面临的共性风险，将其称为一般风险。一般风险主要包括利率风险、市场风险、通货膨胀风险、经营风险、信用风险、流动性风险和合规风险。

■ 特殊风险

信托公司作为专门从事信托业务的金融机构具有其特殊的信托业态风险，主要有受托人所应

承担的受托人风险和信托产品存在的流动性风险。

受托人风险，指信托公司如果不能按照诚实、信用、谨慎、有效管理原则，有效运作信托资产，就会面临受托人应当赔偿信托财产损失的风险。

信托产品的流动性风险，指由于信托产品不能像股票一样在市场上进行流通交易，同时信托公司也没有银行的吸储功能，无法建立资金池，但又必须在信托期限届满信托公司按照“一法两规”和信托文件的约定按时向受益人分配信托本金和信托利益，由此信托公司可能面临不能及时兑付信托本金和利益的流动性风险。

■ 不同种类的信托产品的风险性不同

单一资金信托的风险小于集合资金信托。集合资金信托是典型的信托公司设计创制的产品，信托公司起着主导作用，而单一资金信托委托人唯一，资金运用方式和对象等在许多情况下都更多地体现了委托人的意愿。信托公司承担的受托人风险相应较小。

融资类信托的风险资本要求高于投资类信托和事物类信托。融资类信托有变相贷款的性质，为对现金流的保障要求更高。

房地产信托风险大于其他融资类信托。由于房地产市场的不确定性大，受政策影响较大，此类信托面临的市场风险、利率风险和流动性风险较大，存在政策打压地产行业，房价下跌，房地产贷款利率上升，开发商无法获得持续稳定的现金流，导致无法保证信托产品的资金回收的风险。

投资于有公开市场价格的金融产品的投资类信托，风险小于其他投资类信托。由于有公开市场价格的金融产品的信息披露等各方面做得较为完善，监管严格，出现信用风险和合规风险的可能性较小。

信托公司需完善风险控制流程

信托公司需建立严格的风险控制流程，做到事前、事中、事后各个阶段都有有效的防范、控制和化解风险。

■ 建立合理的风险管理流程和组织体系

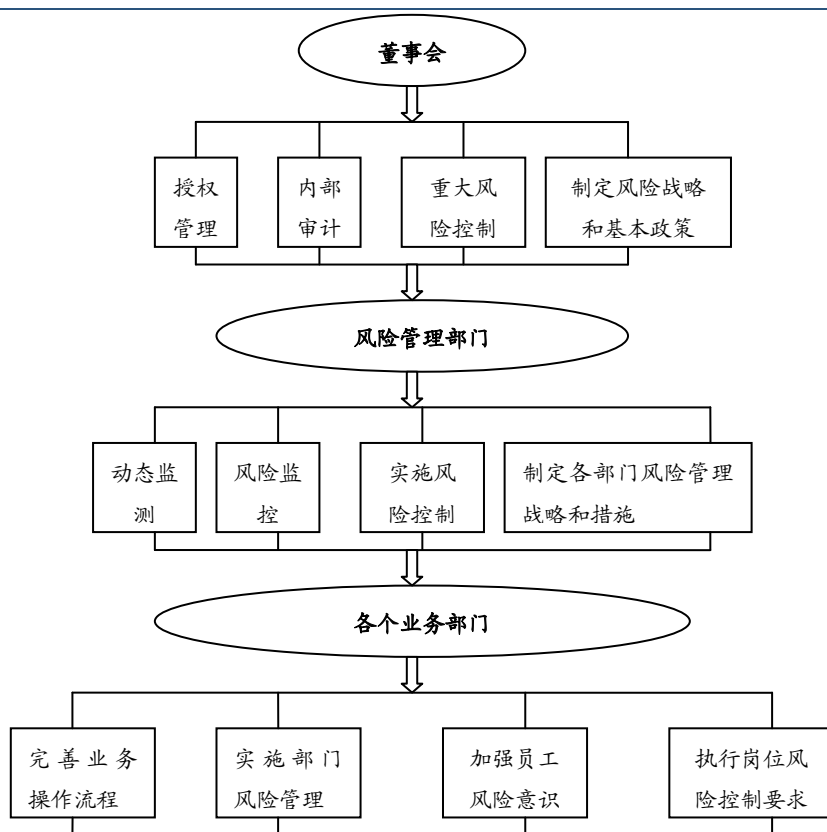
按照健全的法人治理原则，努力构建股东会、董事会、监事会和高级管理层各司其职，协调运转，相互制衡的组织架构。

建立由董事会、风险管理部门和业务部门三个层次组成的梯次型风险控制体系。董事会作为信托公司风险的最终承担着，主要职责是通过授权管理、对重大事项的风险控制、强化内部审计职能等途径发挥内控主导作用。公司董事会审计与风险管理委员会负责制订公司风险控制战略和基本政策，对风险状况做出系统评估，向董事会提出风险控制的建议或方案。

风险管理部是信托公司风险管理和控制的第二个层次，其职责是在董事会授权范围内对各部门日常的各类风险进行动态的测量和监督，对各项业务的风险实施控制。

业务部门是信托公司风险管理和控制的第三个层次，即按照风险管理部门的要求，正确实施风险管理战略、政策和措施，加强员工风险意识，完善业务操作流程，执行岗位风险控制要求。

图 25：信托公司梯次风险控制体系



资料来源：长江证券研究部

■ 建立完善的内控机制

完善以风险管理为核心的内部控制体系，从事前、事中和事后三大环节构建内部控制制度和 workflows，实现前、中、后台严格分离及各部门之间密切合作，防止出现内控脱节。同时明确每个员工在内控体系中的职责，防止出现内控缺位，将纵向与横向控制的交汇点作为内部控制的关键点，防止出现内控漏洞。

■ 建立有效的内部稽查制度

评估内部控制制度是否有效运作及衡量营运的效率，并适时提供改进建议，以确保内部控制制度得以持续有效实施，协助董事会及管理层确实履行其责任。

■ 建立信息管理系统

建立数据存储、资料分析、适时预警的信息管理系统，对业务流程的操作步骤进行固化，实现对客户持续有效的风险管理，实现业务信息的收集、整理和共享。

信托公司经营风险可测可控

根据《信托公司净资本管理办法》规定，信托公司需按照不同种类的信托资产规模计算信托资产风险资本，信托公司净资本需不低于各项风险资本之和的 100%且不低于净资产的 40%；净资本是净资产扣除各项风险资本和其他扣除项。风险资本包括信托风险资本和固有业务风险资本。

根据银监会的风险系数表，我们保守计算以 0.4%、1.3%、1.6%和 0.4%作为证券投资类、股权投资类、融资类和事务管理类信托资产的平均风险系数（以下关于风险资本的计算均以此为依据）。

从 2009 年 7 家重点公司看，除了中融信托和安信信托，其他五家公司的净资产都远远超过信托风险资本，净资本可以覆盖风险。

中融信托在 2010 年更换大股东，获得经纬纺机两次注资，将其注册资本从 3.25 亿元增加至 14 亿元，有大股东鼎力支持，且预计 2010 年中融信托的净利润可以达到 8 亿元以上，净资本规范不会对其造成很大影响；

安信信托目前处于停牌，中信信托收购计划有条不紊进行，收购完成后，中信信托的净资本较高，安信信托的风险资本仅为 1.82 亿，收购安信后对其净资本产生影响很小。

表 8: 重点信托公司 2009 年末的净资产和信托资产风险资本要求

| 公司 | 净资产 (亿元) | 国有资产 (亿元) | 信托资产风险资本 (亿元) |
|---------|----------|-----------|---------------|
| 平安信托 合并 | 201.55 | 137.60 | 18.31 |
| 母公司 | 124.40 | | |
| 中信信托 | 43.40 | 58.31 | 28.95 |
| 华润信托 | 66.71 | 70.43 | 8.14 |
| 中融信托 | 6.75 | 8.34 | 18.30 |
| 重庆信托 合并 | 46.04 | 55.05 | 4.24 |
| 母公司 | 45.01 | | |
| 陕国投 合并 | 5.96 | 7.69 | 1.74 |
| 母公司 | 6.04 | | |
| 安信信托 合并 | 0.75 | 4.31 | 1.82 |
| 母公司 | 0.24 | | |

资料来源：用益信托，长江证券研究部

截至 2010 年第三季度，行业的信托资产风险资本 372.97 亿元，而行业净资产规模为 1142.2 亿元，国有资产规模为 1314.25 亿元；从行业看，净资本的规模可以抵御常规风险，仍需继续在增加风险控制力度的同时提升行业净资本，更好的做好风险防范工作。

表 9: 信托行业各类信贷资产规模及所需的风险资本 (2010 年) (单位: 亿元)

| | 1 季度末 | 2 季度末 | 3 季度末 |
|----------|----------|----------|----------|
| 行业 证券投资类 | 4.89 | 6.86 | 8.31 |
| 信托 股权投资类 | 38.99 | 43.36 | 51.42 |
| 资产 融资类 | 233.86 | 297.43 | 292.12 |
| 风险 事务管理类 | 19.63 | 22.05 | 21.11 |
| 资本 合计 | 297.37 | 369.70 | 372.97 |
| 行业国有资产 | 1231.1 | 1239.1 | 1314.25 |
| 行业净资产 | 1,086.60 | 1,090.50 | 1,142.20 |

资料来源：用益信托，长江证券研究部

借鉴成熟市场模式，信托职能日益丰富

英国、美国和日本的信托模式

英国模式：证券投资信托高度发达

现代意义的信托业始于英国。英国的金融业是混业经营，银行、保险公司、资产管理公司、基金管理公司等均可直接从事或通过其附属机构从事信托业务。

英国的一般民事信托和公益信托社会影响力巨大，土地房产等实物信托的规模也很庞大，证券投资信托高度发达，投资信托是伦敦证券交易所中商事类信托的最大的板块之一；信托投资机构是英国证券市场的主要投资者，对国民经济的发展起到举足轻重的作用。

美国模式：信托职能多元化，个人信托业务针对性强

美国的信托业在英国的基础上实现了从民事信托向金融信托的转移，为现代信托制度奠定了基础。美国信托业以证券投资信托为主，信托业与银行业在金融界中处于同样的地位，证券投资信托融资数量大，与银行平分秋色，信托公司和银行的业务可以兼营，由于美国商业银行实力雄厚，声誉可靠，金融信托业务大多发展为商业银行的信托部。

美国的个人信托业务针对性强。美国信托公司按照客户支持规模将个人信托业务分为三个层次，并分别为其设计相应的产品和服务，为不同的客户提供个性化服务，提高信托服务收入。

表 10：美国个人信托业务针对性强

| 客户累计金融资产（万美元） | 信托公司提供服务 |
|---------------|-----------------------------------|
| 24-200 | 共同基金的投资咨询服务 |
| 200-5000 | 设立分别管理的账目，提供专业化投资管理服务 |
| 5000 以上 | 投资管理服务、专业化信托服务、财务计划、托管以及慈善行为等咨询服务 |

资料来源：长江证券研究部

除了本源的财产管理职能，信托业在美国的融资职能、投资职能和金融职能不断显现，并在整个金融市场占据举足轻重的地位。融资职能极大地加大了吸收社会游资的力度，为美国的产业和证券市场的发展提供了有利的资金支持；投资职能主要是在建设周期长、收益稳定的项目上显现，银行一般不重视向这些项目贷款，投资公司因回报周期太长而放弃，如美国油田、天然气的开采很多就利用了信托资金；美国信托机构将金融服务推广到纳税、保险、租赁、会计、经纪人及投资咨询服务领域，充分发挥其金融职能。

美国信托投资业务的触角伸展到全球各个地区金融市场，同时也对外开放自身的信托市场；相对开放的市场环境促进行业竞争，刺激信托业在营业模式和产品种类等方面的不断创新。

日本模式：行业高度集中，成为金融百货公司

日本是首先承认信托制度的大陆法系国家，日本从美国引入信托制度后，与银行业分分合合，在金融“自由化、公平化、国际化”的背景下，最终形成了以信托银行的形式开展信托业务的模式。

日本的信托业享有“金融百货公司”的美誉，信托市场可以说是一个寡头垄断市场；从二战至今，七大信托银行是信托业的主力，行业集中度非常高，信托业充分利用规模户经营管理的优势，并不断开展创新金额信托业务；七大信托银行一方面通过灵活性和优质服务，发挥自身信托业从业优势，巩固其地位，另一方面在资金的筹措和运用方面向普通银行靠拢。

日本信托银行业务分为信托业务、兼营业务和银行业务三大类，其收入的 80%来自于信托业务，日本的信托业在发达国家中起步晚，但发展较为迅速，拥有健全的法律法规，每一类信托业务都有法律依据。

截至 2010 年 3 月，日本信托资产规模达到 761.39 万亿日元，其中金融信托和投资信托占比较大，分别达到 162.48 万亿日元和 102.27 万亿日元。

我国信托业发展趋势是不断完善信托职能

与美国等信托行业发展较成熟的国家相比，目前我国信托行业主要是发挥其融资的职能，贷款类信托产品占据主要地位，在财富管理职能，投资职能和金融职能的方面做的很不够。完善信托职能是未来我国信托行业发展壮大的主要途径。

继续完善信托融资职能

我国信托业应着重做好中小企业融资的平台，优选项目提高融资收益。2008 年 9 月中小企业集合信托首次在浙江杭州出现，目前在全国已呈蓬勃发展的态势，苏州，北京也开始规模化发展。该产品对中小企业自身的融资需求进行差异化的风险定价，建立起有效的企业筛选机制，同时，满足了投资者的差异化需求。

2010 年央行连续 6 次提高存款准备金率，2011 年将实行稳健的货币政策，通货紧缩的情况下，中小企业和房地产企业的融资难度加大，给信托行业带来较大的市场发展空间，应当充分发挥其融资职能，完善项目审批流程，加强风险控制，选择优质项目，获得稳定理想的项目融资收益。

提升信托财富管理职能

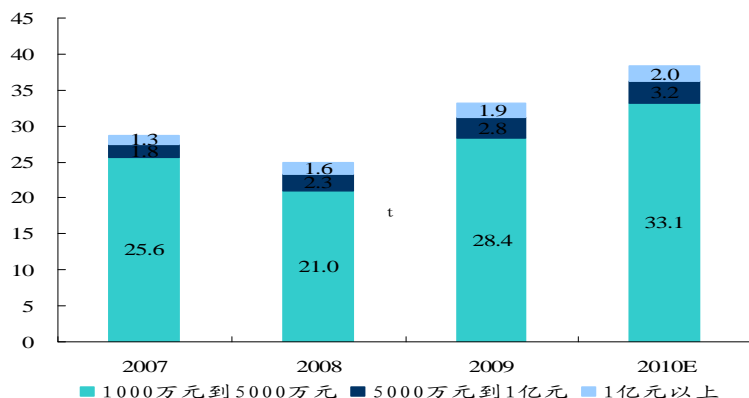
信托业应明确自身定位，服务于高端个人客户和机构客户，根据个人可投资财富额对客户进行划分，实行个人理财业务的分级管理。

个人财富增长，高净值人士数量不断上升，对理财服务需求增加，给定位于服务高端客户的信托业带来良好的发展机遇。

我国高净值人士呈现上升态势。有资料表明，2008 年个人资产在 1000 万到 5000 万元之间的达到 21 万人，而 2009 年上升为 28.4 万人，预计 2010 年可达到 33.1 万。截至目前，高净值人士中本科及以上学历的占 68.5%。

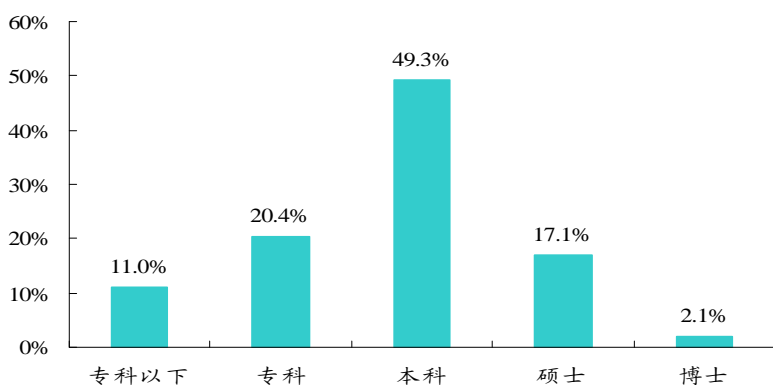
高净值人士、特别是接受过高等教育的人群，理财观念强，在投资、资产配置方面更理性。据福布斯调查数据显示，有 35.9% 的高净值人士选择另类投资作为未来投资的目标（所谓另类投资就是指私募股权，信托理财，贵金属，艺术品等），为信托业务的发展提供机遇，信托公司需努力开发自身专业理财团队，依据客户可投资资产额将客户进行细分，为客户提供针对性强的全面理财服务。

图 26: 中国高净值人士占比呈上升态势 (单位: 万人)



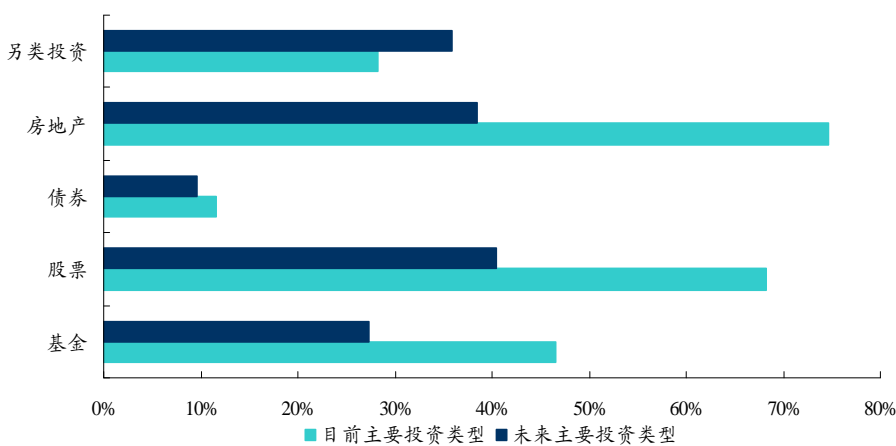
资料来源: 2010年中国私人财富白皮书, 长江证券研究部

图 27: 截至目前中国不同学历的高净值人士占比



资料来源: 2010年中国私人财富白皮书, 长江证券研究部

图 28: 中国高净值人士目前以及未来倾向投资类型



资料来源: 2010年中国私人财富白皮书, 长江证券研究部

充分发挥信托业的投资职能

作为未来金融行业的四大支柱之一的信托行业，应在金融市场上找准自己的方向，着力做银行、证券和保险的空白区域。如将资金投资于建设周期长、收益稳定的项目，类似公共基础设施建设、公益资金信托，银行一般不重视向这些项目贷款，投资公司因回报周期太长而放弃，皆可由信托资金来填补空缺。这样既可以获得稳定的收益，又可以在金融业站稳脚跟。

我国信托业已经在基础设施建设这方面取得了进展，公益信托也已经初露萌芽。2010 年安信信托推出关注残障儿童的关爱系列类公益信托计划，是公益信托产品的破冰之举。

信托公司将成为民间资本投资的主要途径。在“十二五”规划中，“鼓励扩大民间投资，放宽市场准入，支持民间资本进入基础产业、基础设施、市政公用事业、社会事业、金融服务等领域”反映了未来五年内国家加大对实业投资的扶持力度，鼓励民间资本投资实业。

与其他金融机构相比，信托公司是唯一可以跨货币市场、资本市场和产业市场的金融机构，时代赋予了信托行业良好的发展机遇，信托行业将成为金融业的核心支柱之一。

深挖信托业金融职能

信托机构应全方位完善其金融职能，增强专业服务能力，在金融市场站稳脚跟。将金融服务推广到纳税、保险、租赁、会计、经纪人及投资咨询服务领域，增强业务创新能力，一方面拓展业务范围，同时，为客户提供更全面的配套理财服务；努力开拓新的利润增长点，改变传统的“通道”式发展模式，积极主动的拓展业务，实现内涵式增长。

重点信托公司经营状况分析

重点信托公司经营状况综合比较

根据用益信托网 2009 年对 54 家信托公司的排名，中信信托、平安信托、华润信托稳居前三，中融信托和重庆信托分别位居第 6 和第 7 位；而上市的两家信托公司，安信信托和陕国投由于规模较小，股东优势不明显，排名靠后。

表 11：2009 年重点信托公司排名

| 信托公司 | 综合实力 | 资本实力 | 业务能力 | 盈利和资产管理能力 |
|------|------|------|------|-----------|
| 中信信托 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 平安信托 | 2 | 1 | 2 | 23 |
| 华润信托 | 3 | 4 | 3 | 1 |
| 中融信托 | 6 | 10 | 5 | 8 |
| 重庆信托 | 7 | 9 | 12 | 3 |
| 安信信托 | 45 | 51 | 34 | 33 |
| 陕国投 | 52 | 47 | 48 | 49 |

资料来源：用益信托网，长江证券研究部

对比 2009 年综合排名前 8 位的信托公司在 2006 和 2009 年的基本经营情况：中信信托各项指标综合优势较强；平安信托无论是资产规模还是净利润总额稳居首位；华润信托的盈利

能力和资产管理能力最强，人均净利润始终排名第一；中融信托成长最迅速，由 2006 年的第 41 位上升至 2009 年的第 6 位；重庆信托综合排名虽然略微下降，但其资产管理能力很强，人均净利润达到 799.46 万元，排名第二。

上市的两家信托公司中，安信信托 2009 年实现净利润 0.47 亿元，目前由于重组仍停牌；陕国投 2009 年净利润为 0.44 亿元，目前房地产业务尚未清理完毕。

表 12: 2009 年行业前 8 名的信托公司的基本情况

| 排名 | 公司名称 | 专项指标 (亿元) | | | | | | 其他指标 | | |
|----|------|-----------|--------|----------|--------|--------|-------|----------|------|----------|
| | | 净利润 | 总资产 | 信托资产运用合计 | 信托收入合计 | 信托费用合计 | 信托损益 | 资本收益率(%) | 员工人数 | 人均利润(万元) |
| 1 | 中信信托 | 9.59 | 58.31 | 2,067.81 | 108.88 | 25.36 | 83.52 | 27.02 | 229 | 529.47 |
| 2 | 平安信托 | 19.64 | 541.03 | 1,308.15 | 50.43 | 5.15 | 45.94 | 13.63 | 589 | 462.25 |
| 3 | 华润信托 | 14.43 | 70.43 | 581.17 | 62.54 | 5.30 | 57.25 | 24.61 | 102 | 1,472.81 |
| 4 | 中海信托 | 4.34 | 24.36 | 1,370.96 | 54.96 | 18.08 | 36.88 | 21.40 | 71 | 657.18 |
| 5 | 中诚信托 | 7.04 | 50.95 | 933.07 | 56.45 | 10.09 | 46.36 | 19.50 | 121 | 652.31 |
| 6 | 中融信托 | 3.24 | 8.34 | 1,315.33 | 75.78 | 12.51 | 63.27 | 63.22 | 247 | 131.03 |
| 7 | 重庆信托 | 5.44 | 56.19 | 302.80 | 22.97 | 2.00 | 20.97 | 15.61 | 67 | 799.46 |
| 8 | 上海信托 | 5.31 | 59.33 | 489.31 | 22.29 | 2.82 | 19.46 | 11.38 | 156 | 346.85 |

资料来源: wind, 长江证券研究部

表 13: 2009 年排名前 8 名的信托公司在 2006 年的基本情况

| 2006 年按净利润排名 | 公司名称 | 专项指标 (亿元) | | | | | | 其他指标 | | |
|--------------|------|-----------|--------|----------|--------|--------|-------|----------|------|----------|
| | | 净利润 | 总资产 | 信托资产运用合计 | 信托收入合计 | 信托费用合计 | 信托损益 | 资本收益率(%) | 员工人数 | 人均利润(万元) |
| 1 | 平安信托 | 5.76 | 165.87 | 167.73 | 6.86 | 1.09 | 6.25 | 12.90 | 126 | 610.00 |
| 2 | 华润信托 | 5.28 | 42.59 | 63.75 | 10.82 | 1.65 | 9.18 | 27.22 | 62 | 866.00 |
| 3 | 上海信托 | 3.94 | 34.41 | 105.15 | 12.75 | 0.62 | 12.14 | 13.82 | 155 | 254.77 |
| 4 | 中诚信托 | 2.08 | 40.37 | 305.42 | 7.79 | 2.37 | 5.43 | 22.95 | 76 | 362.00 |
| 5 | 重庆信托 | 1.61 | 48.04 | 67.83 | 2.60 | 0.21 | 2.39 | 12.09 | 80 | 201.50 |
| 7 | 中海信托 | 1.35 | 12.63 | 387.82 | 10.15 | 1.52 | 8.63 | 14.35 | 46 | 323.09 |
| 8 | 中信信托 | 1.30 | 29.57 | 385.51 | 26.63 | 3.13 | 23.43 | 11.81 | 100 | 150.68 |
| 41 | 中融信托 | 0.09 | 3.70 | 47.71 | 1.23 | 0.30 | 0.93 | 2.71 | 54 | 17.24 |

资料来源: wind, 长江证券研究部

中信信托——综合排名最高的信托公司

强大的金融集团股东

中信信托依托于中信集团，集团拥有银行、证券、信托、保险、基金、资产管理、期货等众多门类的金融业务，金融综合服务潜力较大，具有较强的品牌影响力；同时，在强大的股东背景下，公司具备十分敏感的政策判断力和很强的项目执行能力。

大股东中信集团和中信华东为加快促进中信信托的发展，选择收购安信信托，使中信信托实现间接上市；虽然此次收购三次延期，但由于安信信托和中信集团双方的强烈需求，我们认为公司发展前景已明朗，实现间接上市的中信信托将发展更加迅速。

综合能力名列前茅

2009 年中信信托实现营业收入 20.75 亿元，同比增长 3.5%；净利润 9.59 亿元，同比增长 2.8%；信托资产规模达到 2068 亿元；其收入、利润和信托资产规模均在同业名列前茅。

表 14: 2007 至 2009 年中信信托盈利情况

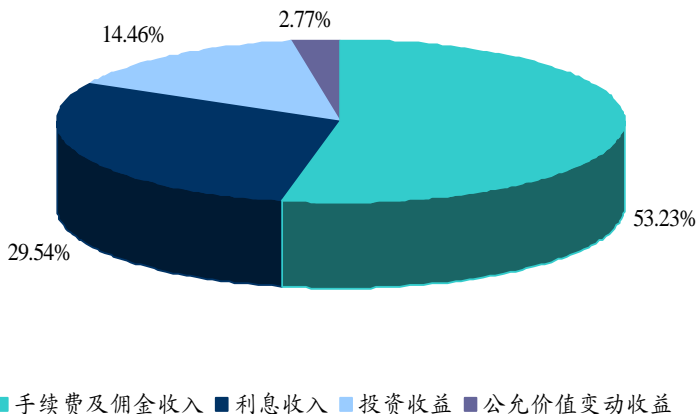
| (亿元) | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 14.66 | 20.05 | 20.75 | 24.12 |
| 手续费及佣金收入 | 6.37 | 13.91 | 11.05 | 14.84 |
| 手续费及佣金收入占营业收入百分比 | 43.43% | 69.39% | 53.26% | 61.53% |
| 营业利润 | 10.69 | 12.29 | 12.55 | 14.92 |
| 净利润 | 6.58 | 9.33 | 9.59 | 11.53 |
| 净利润占营业收入百分比 | 44.88% | 46.54% | 46.23% | 47.79% |

资料来源：中信信托年报，长江证券研究部

中信信托收入结构稳定。公司 2007 年营业收入为 14.66 亿元，手续费和佣金收入为 6.37 亿元，占比 43.43%；2009 年营业收入达到 20.75 亿元，其中手续费和佣金收入占比最大，达到 53.23%，利息收入紧随其后，占比 29.54%；在信托资产收入中，利息收入占比最大，达到 56.95%，投资收益占比第二，也达到了 28.13%。

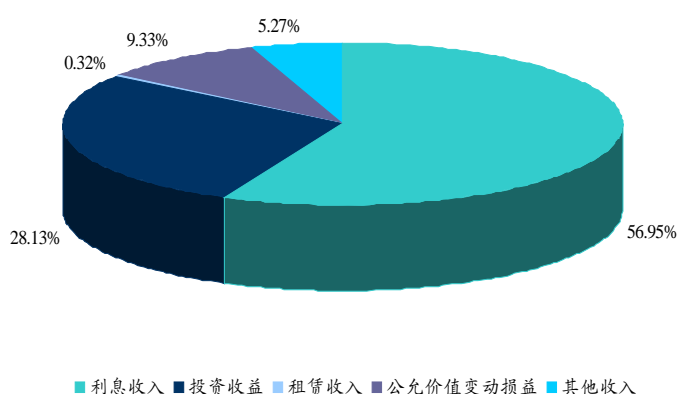
2010 年公司实现营业收入 24.12 亿元，手续费及佣金收入占比达到 61.53%，较 2009 年提升 15.53%，净利润 11.53 亿元，净利润占营业收入发达比重较 2009 年也有所提升，达到 47.79%。

图 29: 2009 年中信信托收入结构



资料来源：中信信托 2009 年报，长江证券研究部

图 30：2009 年中信信托的信托资产收入结构



资料来源：中信信托 2009 年报，长江证券研究部

主动管理能力增强，信托资产结构多元化

中信信托的主动管理型信托发展良好，规模持续增加，主动管理能力显著增强，所推出的信托产品正逐步呈现系列化、品牌化和基金化的特点。2009 年公司推出的证券投资类、融资类和股权投资类信托都是主动管理型信托产品，年末主动管理型产品规模合计达到 1586.34 亿元；新增信托项目中主动管理型信托达到 88 个，实际募集资金规模 228.45 亿元。

2009 年，以阳光私募证券投资和分层型证券投资等为代表的信托金融投资业务快速增长。这类业务规模余额超过 100 亿元。

中信信托率先创设中信盛景星耀、中信聚信汇金等多个中长期信托基金；为北京、天津、重庆等提供数百亿元基础设施建设融资；投资农业产业化，成立中信国元农业产业信托基金；中小企业融资、资产管理、股权投资等业务取得较好业绩。

表 15：2009 年中信信托信托资产结构状况

| 单位：亿元 | 期初数 | | 期末数 | |
|-------|--------|----------|--------|----------|
| | 主动型 | 被动型 | 主动型 | 被动型 |
| 证券投资类 | 131.81 | 0 | 84.29 | 0 |
| 股权投资类 | 155.81 | 0 | 193.29 | 0 |
| 融资类 | 73.53 | 0 | 203.89 | 0 |
| 事物管理类 | 0 | 1,246.63 | 0 | 1,586.34 |
| 合计 | 361.16 | 1,246.63 | 481.47 | 1,586.34 |

资料来源：中信信托 2009 年年报，长江证券研究部

表 16: 2009 年中信信托新增信托项目情况

| 新增信托项目 | 项目个数 | 实收信托合计金额 (亿元) |
|-----------|------|---------------|
| 集合 | 81 | 196.29 |
| 单一 | 173 | 1,203.96 |
| 财产权 | 15 | 75.56 |
| 新增合计 | 269 | 1,475.81 |
| 其中: 主动管理型 | 88 | 228.45 |
| 被动管理型 | 181 | 1,247.36 |

资料来源: 中信信托 2009 年年报, 长江证券研究部

平安信托——资本规模最大的信托公司

充足的资本金为业务发展提供强有力的保障

平安信托中国平安保险(集团)股份有限公司的主要成员之一, 是目前国内注册资本最大的信托公司。截至 2009 年底, 平安信托注册资本为人民币 69.88 亿元, 净资产为 202 亿元, 总资产为 541 亿元, 稳居信托行业榜首, 资本金雄厚; 依据 2009 年末信托资产状况计算, 平安信托的信托资产风险资本在大致为 18.3 亿元, 相对于 202 亿元的净资产来看, 公司对信托业务的风险覆盖能力很强, 业务发展前景十分广阔。

表 17: 以 2009 年末信托资产计算平安信托风险资本

| 项目 | 注册资本: 69.88 亿元 风险系数 (%) | 信托资产规模 (亿元) | | | 风险资本 (亿元) |
|-------|----------------------------|-------------|--------|----------|-----------|
| | | 主动型 | 被动型 | 合计 | |
| 证券投资类 | 0.4 | 23.87 | 7.70 | 31.57 | 0.13 |
| 股权投资类 | 1.3 | 44.79 | 74.82 | 119.61 | 1.55 |
| 融资类 | 1.6 | 512.25 | 467.51 | 979.75 | 15.68 |
| 事务管理类 | 0.4 | 0.00 | 32.41 | 32.41 | 0.13 |
| 其他类 | 1.0 | 141.15 | 3.65 | 144.80 | 1.45 |
| 合计 | 1.40 | 722.06 | 586.09 | 1,308.15 | 18.31 |

资料来源: 平安信托 2009 年报, 长江证券研究部

背靠全面综合金融服务平台

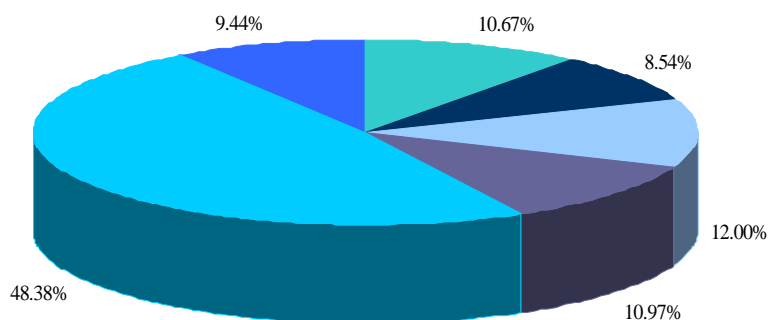
公司的股东中国平安拥有整合保险、银行和投资的综合金融服务平台, 是亚洲领先的金融后台处理中心, 并据此建立起流程化、工厂化的后台作业系统, 借助电话、网络及专业的业务员队伍, 为客户提供专业化、标准化、全方位的金融理财服务。通过业界首创的客户服务节及万里通、一账通等创新的服务模式, 为客户提供增值服务平安的综合理财服务。

平安信托通过综合服务平台获得更广泛的业务拓展渠道, 提供更高质量、更便捷的客户综合理财服务, 更快的信息化支持, 为其业务发展提供强有力的后台支持; 2009 年公司通过交叉销售业务渠道获得信托业务规模达到 56.5 亿元, 渠道业务贡献占比达到 4.5%, 这种综合服务贡献将会随着公司业务的不间断扩大体现的更加明显。

固有业务利润贡献比重高

2009 年公司自营资产运用于长期股权投资的占比达到 48.38%，自营资产投资余额中长期股权投资达到 66.56 亿元，占比达 67.8%，相对于其他信托公司，平安信托自营投资多元化，2009 年底，有 32 家控股子公司并表，合并净利润达到 23.39 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 19.64 亿元，而母公司也就是信托公司自身净利润为 6.06 亿元。通过股权投资、分享子公司净利润的方式，子公司对平安信托的净利润贡献超过 70%。

图 31：2009 年末平安信托自营资产运用状况



■ 货币资产 ■ 贷款及应收款 ■ 交易性金融资产 ■ 可供出售金融资产 ■ 长期股权投资 ■ 其他

资料来源：平安信托 2009 年年报，长江证券研究部

表 18：2009 年平安信托自营资产投资情况

| | | 自营股票 | 基金 | 债券 | 长期股权投资 | 其他投资 | 合计 |
|-----|--------|--------|--------|-------|--------|-------|---------|
| 期初数 | 金额(亿元) | 4.96 | 7.00 | 5.74 | 60.11 | 0.41 | 78.23 |
| | 占比 | 6.35% | 8.95% | 7.34% | 76.84% | 0.52% | 100.00% |
| 期末数 | 金额(亿元) | 12.71 | 12.53 | 1.18 | 66.56 | 5.20 | 98.18 |
| | 占比 | 12.95% | 12.76% | 1.20% | 67.80% | 5.29% | 100.00% |

资料来源：平安信托 2009 年年报，长江证券研究部

华润信托——盈利能力最强的信托公司

盈利能力和资产管理能力强

华润信托的盈利能力和资产管理能力排名第一。华润深国投信托注册资本人民币 26.3 亿元。截至 2009 年底，华润信托总资产为 70.43 亿元，净资产为 66.71 亿元。2009 年华润信托实现净利润 14.43 亿元，人均利润 1473 万元，净资产收益率 24.61%，资产收益率 23.29%，拨备后的不良资产率为 0.91%。

表 19：2007 年-2009 年华润信托经营状况

| 年度 | 资产总额(亿元) | 净资产(亿元) | 营业收入(亿元) | 净利润(亿元) | 每股净资产 |
|------|----------|---------|----------|---------|-------|
| 2007 | 70.21 | 58.17 | 26.42 | 23.65 | 2.21 |
| 2008 | 53.52 | 50.60 | 9.48 | 8.23 | 1.92 |
| 2009 | 70.42 | 66.71 | 15.91 | 14.43 | 2.54 |

资料来源：华润信托年报，长江证券研究部

固有业务运作能力强，金融股权是投资主体

公司的固有业务运作能力很强。2009年，公司固有业务收入达到人民币13.47亿元，而公司整体营业收入为15.91亿元，固有业务收入占比达到84.66%。公司固有资产主要运用于长期股权投资，占比达66.65%；股权投资收益达到13.15亿元，占收入总额的82.61%，远远高于信托手续费收入2.44亿元。

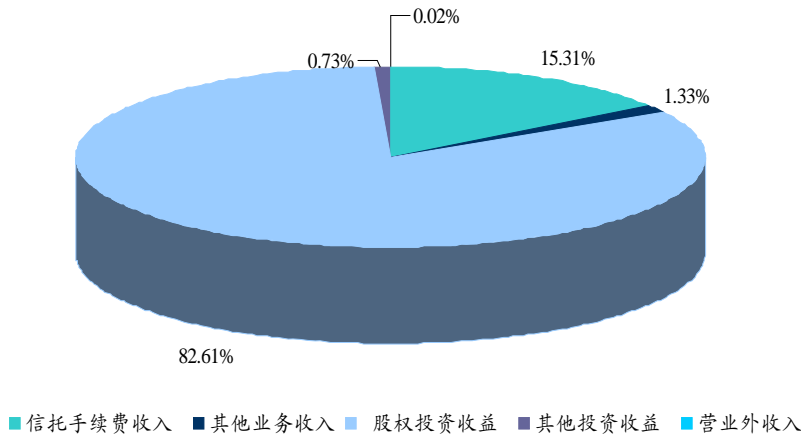
公司的固有业务资产主要投资于金融机构。2009年，公司金融股权规模达到46.44亿元，占全部固有资产规模的65.95%；公司持有国信证券股份有限公司30%的股权，2009年投资收益达到12.51亿元。

表 20：华润信托 2009 年固有资产运用及分布

| 资产运用 | 金额 (亿元) | 占比 | 资产分布 | 金额 (亿元) | 占比 |
|----------|---------|--------|------|---------|--------|
| 货币资产 | 0.45 | 0.64% | 基础产业 | - | - |
| 贷款及应收款 | 6.13 | 8.71% | 房地产业 | - | - |
| 交易性金融资产 | - | - | 证券市场 | - | - |
| 可供出售金融资产 | 15.30 | 21.72% | 实业 | - | - |
| 持有至到期投资 | 0.0991 | 0.14% | 金融机构 | 46.44 | 65.95% |
| 长期股权投资 | 46.94 | 66.65% | 其他* | 23.99 | 34.05% |
| 其他 | 1.50 | 2.14% | | | |
| 资产总计 | 70.43 | 100% | 资产总计 | 70.43 | 100% |

资料来源：华润信托 2009 年年报，长江证券研究部

图 32：2009 年华润信托收入结构



资料来源：华润信托 2009 年年报，长江证券研究部

证券投资信托领域优势明显

证券投资信托是公司 2004 年开发的信托产品，也是国内首创的信托产品。2009 年度，公司进一步巩固了在证券投资信托业务领域的优势；在培养自主投资能力的同时，推出了国内首支主动管理型阳光私募信托组合产品（托付宝 TOF-1 号）；推出了国内首个 ETF 套利证券投资信托产品，丰富了产品线，扩大了市场影响力；公司与美国晨星公司合作，推出了“晨星中国·华润信托中国对冲基金指数”（MCRI 指数），进一步加强了公司在证券投资信托领域的影响力。

截至 2009 年 12 月 31 日，公司存续的主动型证券投资类信托产品规模达到 154.57 亿元，占主动型信托产品的 62.13%；存续的开放式证券投资信托产品共 153 个，比 2008 年增加 73.86%；信托规模 124 亿元，比 2008 年增加 124.94%，华润信托已成为国内最大的阳光私募信托服务平台和专业的私募基金资产管理公司。

表 21：2009 年华润信托各类信托资产规模

| 单位：亿元 | 期初数 | | 期末数 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| | 主动型 | 被动型 | 主动型 | 被动型 |
| 证券投资类 | 45.22 | 2.27 | 154.57 | 0.21 |
| 股权投资类 | 4.72 | - | 4.60 | - |
| 融资类 | 59.49 | 357.53 | 77.35 | 326.99 |
| 事物管理类 | 5.42 | - | 1.32 | 5.20 |
| 其他类 | 20.55 | - | 10.94 | - |
| 合计 | 135.41 | 359.80 | 248.77 | 332.40 |

资料来源：华润信托 2009 年报，长江证券研究部

中融信托——成长最快的信托公司

迅速崛起

中融信托成长最为迅速。自 2007 年换发金融许可证后，中融信托积极运用信托工具，开展管理业务，为投资者开拓投资渠道，从一个地区型的公司发展壮大，业务触角伸向全国。中融信托主要经营资金信托、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、企业资产重组、购并及项目融资、公司理财等。

自 2007 年“新两规”实施以来，信托业重新洗牌。中融信托脱颖而出，以信托收益计算，中融信托从 2006 年的第 32 名，跃居至 2009 年的第 3 名，信托收益在行业中的占比，也从 2006 年的 0.49% 迅速扩张到 2009 年的 7.58%。

表 22：09 年信托收益排名前十的公司情况

| 排名 | 公司简称 | 信托收益（万元） | 在行业中的比重（%） |
|----|-------------|-------------------|-------------|
| 1 | 中信信托 | 835,234.44 | 10.01 |
| 2 | 英大国际 | 673,643.69 | 8.07 |
| 3 | 中融信托 | 632,720.00 | 7.58 |
| 4 | 华润深国投信托 | 572,459.57 | 6.86 |
| 5 | 中诚信托 | 463,557.19 | 5.55 |
| 6 | 平安信托 | 459,449.03 | 5.50 |
| 7 | 北京信托 | 386,107.22 | 4.63 |
| 8 | 中海信托 | 368,817.15 | 4.42 |
| 9 | 中国对外经贸信托 | 352,044.42 | 4.22 |
| 10 | 新华信托 | 303,006.17 | 3.63 |
| | 行业总数 | 8346500.92 | 100.00 |

数据来源：wind 数据库，长江证券研究部

盈利能力不俗

2009 年中融信托已清算的集合类项目数 42 个，平均年化收益率达到 9.32%，单一类信托项目 313 个，平均年化收益率 3.9%。

表 23：2009 年中融信托清算项目数量、规模及收益率

| 已清算结束信托项目 | 项目数(个) | 合计金额(亿元) | 加权实际平均年化收益率(%) |
|-----------|--------|----------|----------------|
| 集合类 | 42 | 49.04 | 9.32 |
| 单一类 | 313 | 945.9 | 3.90 |
| 资产管理类 | 20 | 20.13 | 8.85 |

数据来源：中融信托 2009 年年报，长江证券研究部

2009 年中融信托加权年化信托报酬率为 0.31%，资本净利率为 63.22%，实现净利润 3.24 亿元，对比 2008 年的 1.03 亿元增长了一倍多，远远高于行业的净利润增速；人均实现净利润达到 131.025 万元。

大股东鼎力支持两次增资，净资本可以过关

公司业务风险实际低于行业平均水平。据银监会《信托公司净资本管理办法》，融资类信托的风险系数大大高于证券投资类和股权投资类信托，房地产信托风险系数最高。

2010 年 12 月初，公司高风险的贷款投资信托占比 11.94%，远低于行业的均值 21.7%；而公司的证券投资信托存续产品 218 只，占全公司存续信托产品的 49.1%，这一比例远高于行业的 34.7%；处于存续期的权益投资信托、股权投资信托和组合投资信托分别占比 13.96%、14.86%和 6.53%也高于行业的均值；目前，中融信托无单一资金信托存续产品，房地产投资信托也仅存续两支。

大股东鼎力支持与较强的盈利能力确保公司净资本达标。2010 年经纬纺机入主中融信托，鼎力支持其发展，两次增资，将其注册资本由 3.25 亿元增至 14 亿元，在资本金方面提供了强有力的保障；同时，中融信托盈利能力较强，2009 年信托资产规模为 1315 亿元，实现净利润 3.24 亿元，对比 2008 年的 1.03 亿元增长了一倍多；2010 年前三季度实现净利润 5.24 亿元，2010 年全年实现净利润 6.9 亿元。

重庆信托——最具发展潜力的信托公司

经营稳健，业绩稳步提升

重庆信托 2010 年改变单一的重庆国信投资控股有限公司全资控股的股权结构，重庆国信的持股比例将至 66.99%，重庆水务集团股份有限公司获得 23.86%的股权，同时，注册资本从 16.3373 亿元增至 24.3873 亿元，资本实力位居全国信托公司前列，是中西部最大的信托公司。

2009 年末，公司管理信托资产总额达 302.8 亿元，为信托客户创造收益 20.97 亿元；2009 年，公司资本、年利润、信托规模、信托财产收益率等指标综合排名跻身全国第七位，中西部第一，被誉为最具发展潜力的信托公司，并被重庆市列入重点推荐上市公司名单。

截至 2009 年末，公司实现营业收入 9.11 亿元，实现净利润 5.6 亿元，人均创利 799.46 万

元，公司总资产 56.19 亿元，净资产 46.04 亿元，不良资产率为 0；按 2009 年信托资产存续规模计算的大致的信托风险资本为 4.24 亿元，净资本覆盖风险能力很强；重庆信托已发展成为资本充足、资产优良、结构合理、盈利能力和抗风险能力较强的信托公司。

表 24：2007-2009 年重庆信托经营状况

| 年度 | 资产总额 (亿元) | 净资产 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 每股收益 | 每股净资产 |
|------|-----------|----------|-----------|----------|------|-------|
| 2007 | 24.7 | 21.75 | 5.88 | 5.03 | 0.31 | 1.33 |
| 2008 | 27.93 | 24.84 | 7.2 | 5.11 | 0.33 | 1.52 |
| 2009 | 56.19 | 46.04 | 9.11 | 5.6 | 0.34 | 2.77 |

资料来源：重庆信托年报，长江证券研究部

表 25：2009 年重庆信托自营资产按信用风险的五级分类

| 单位：亿元 | 正常类 | 关注类 | 次级类 | 可疑类 | 损失类 | 信用风险资产合计 | 不良资产合计 | 不良资产率 (%) |
|-------|-------|------|-----|-----|-----|----------|--------|-----------|
| 期初数 | 25.05 | 0.05 | - | - | - | 25.10 | 0.00 | 0.00% |
| 期末数 | 47.80 | 0.05 | - | - | - | 47.85 | 0.00 | 0.00% |

资料来源：重庆信托年报，长江证券研究部

表 26：以 2009 年末信托资产计算重庆信托风险资本

| 项目 | 注册资本：24.4873 亿元 风险系数 (%) | 信托资产规模 (亿元) | | | 风险资本 (亿元) |
|-------|-----------------------------|-------------|-------|--------|-----------|
| | | 主动型 | 被动型 | 合计 | |
| 证券投资类 | 0.4 | 10.37 | 0 | 10.37 | 0.04 |
| 股权投资类 | 1.3 | 46.80 | 0.90 | 47.70 | 0.62 |
| 融资类 | 1.6 | 130.80 | 89.66 | 220.47 | 3.53 |
| 事务管理类 | 0.4 | 21.58 | 2.67 | 24.25 | 0.10 |
| 合计 | 1.40 | 209.56 | 93.24 | 302.80 | 4.24 |

资料来源：重庆信托 2009 年报，长江证券研究部

主动管理型信托产品占比较高

公司 2009 年末存续的主动型信托产品规模达到 209.56 亿元，占全部存续信托资产规模的 69.21%，远高于行业平均水平；主动管理型信托产品的平均收益率一般是被动管理型产品的 2 倍左右，主动型产品占比高，公司加权年化信托报酬率远高于行业，达到 1.16%。

表 27：2009 年重庆信托主动型和被动型产品存续规模

| | 期初数 | | 期末数 | |
|-------|--------|-------|--------|-------|
| | 主动型 | 被动型 | 主动型 | 被动型 |
| 证券投资类 | 7.61 | 25.76 | 10.37 | |
| 股权投资类 | 27.6 | 0.9 | 46.8 | 0.9 |
| 融资类 | 131.77 | 39.13 | 130.8 | 89.66 |
| 事物管理类 | 29.62 | 1.67 | 21.58 | 2.67 |
| 合计 | 196.6 | 67.46 | 209.56 | 93.24 |

资料来源：重庆信托 2009 年年报，长江证券研究部

安信信托——涨幅潜力最大的信托公司

收入和利润大幅增长

公司营业收入和利润提升迅速。2010 年前三季度公司实现营业收入 1.56 亿元，同比增长 25.37%；营业利润 0.94 亿元，同比增长 213.20%；归属母公司净利润 0.797 亿元，同比增长 137.55%；实现每股收益 0.18 元。

表 28：2009 年及 2010 年安信信托主要经营数据

| 单位：亿元 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 前三季度 | 2009 年前三季度 |
|----------|------|------|------|-----------|------------|
| 营业总收入 | 1.30 | 1.32 | 1.73 | 1.56 | 1.25 |
| 其中：营业收入 | 0.60 | 0.43 | 0.51 | 0.10 | 0.36 |
| 手续费及佣金收入 | 0.64 | 0.89 | 1.22 | 1.46 | 0.89 |
| 营业利润 | 0.21 | 0.19 | 0.43 | 0.94 | 0.30 |
| 净利润 | 0.18 | 0.31 | 0.47 | 0.79 | 0.33 |

资料来源：安信信托定期报告，长江证券研究部

公司信托业务收入大幅增长。2010 年前三季度信托业务收入为 1.46 亿元，较 2009 年同期增长 64.90%，收入占比已达 93.6%，较去年同期高 22.4 个百分点，其中三季度实现信托收入 0.65 亿元，环比二季度大幅增长 94.5%。同时，由于信托业务毛利率较高，随着在收入占比的提升，使公司利润得以大幅增长。

重组三次延期

2007 年，中信集团和中信华东为促进中信信托的发展，开始筹备收购安信信托以完成中信信托的间接上市；安信信托 2011 年 1 月 7 日召开股东大会讨论此重大资产重组有效期延长 1 年，这是第三次延期，公司于 2010 年 6 月 2 日起停牌至今。

我们认为，安信信托此次资产重组预期已明朗。一方面中信集团的实力雄厚，中信信托在信托行业名列前茅，上市融资意愿很强；另一方面安信信托希望引入战略投资者，且《信托公司净资本管理办法》的出台，安信信托扩充资本金、调整资产结构的需求更加迫切；此前，重组方案已经获得银监会的监管意见书和重组委的有条件通过。

重组完成后，中信信托间接上市将极大的提高安信信托的资产质量和企业竞争力，对上市公司的发展具有战略促进意义，有助于提高上市公司竞争实力、扩大市场份额、实现快速扩张、加快行业整合。

陕国投——积极转型谋求发展

公司业务稳步提升

公司业务稳步提升。2010 年公司实现营业收入 2.2 亿元，实现营业利润 1.06 亿元，是 2009 年的近 1 倍；归属母公司净利润 0.82 亿元，较 2009 年的 0.44 亿元也增长了近 1 倍；实现每股收益 0.23 元。

信托业务规模稳步扩张。2010年末公司信托总规模达到204.68亿元，较年初的124.18亿元增幅达64.83%；截止2010年中报，3年以上的长期项目43个；2010年加权平均年化信托报酬率达到0.49%，较之2009年的0.45%提升了近10%；2010年全年信托业务利润6.996亿元，较2009年的5.752亿元增长了21.63%，有力保证了未来信托利润的稳定性。

表 29：2009 年和 2010 年陕国投经营情况

| 单位：亿元 | 2010.12.31 | 2009.12.31 | 增减幅度（%） |
|----------------------|------------|------------|---------|
| 总资产 | 12.04 | 10.97 | 9.75% |
| 归属于上市公司股东的所有者权益 | 7.43 | 5.96 | 24.66% |
| 信托资产规模 | 204.68 | 124.18 | 64.83% |
| 归属于上市公司股东的每股净资产（元/股） | 2.07 | 1.66 | 24.70% |
| 单位：亿元 | 2010 年全年 | 2009 年全年 | 增减幅度（%） |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 0.815 | 0.436 | 86.93% |
| 信托业务收入 | 8.70 | 6.42 | 35.51% |
| 信托利润 | 6.996 | 5.75 | 21.67% |

资料来源：陕国投定期报告，长江证券研究部

固有业务投资收益提升

2010年前三季度公司固有业务投资收益为0.22亿元，占营业收入比重为16.80%，较去年同期提高约6.7个百分点；三季度证券投资收益较上半年有所增长；2010年第三季度末公司固有业务资产规模为3.67亿元，较2009年末增长了104.49%。

房地产业务清理即将完成

大股东陕西省高速公路建设集团公司大力支持公司发展，为满足信托公司新一法两规下的实业清理需求，公司在2009年10月股东大会通过决议将所持有的陕西省鸿业房地产开发公司100%股权转让给公司的控股股东陕西省高速公路建设集团公司，每股作价0.39亿元，较净资产0.19亿元增值约为103%；在转让完成后，公司将完成实业清理，信托业务将成为主要收入来源。公司将大力深耕信托业务，实现经营管理思路的转变，谋求转型。

爱建信托——规模虽小却值得关注的信托公司

上市公司股东背景

爱建信托是上海爱建股份有限公司（之后简称为“爱建股份”）的全资子公司，其注册资本10亿元，爱建股份持有其98%的股份，上海爱建纺织品公司和上海爱建进出口有限公司分别持有其1%的股份，而爱建纺织和爱建进出口公司是爱建股份的全资子公司，爱建股份期末将爱建信托纳入合并财务报表中。

爱建股份是上市公司，且2009年爱建信托对其利润贡献超过73%，母公司是爱建信托的强力后盾，支持其发展。

爱建股份2009年11月股东大会通过向上海国际集团非公开发行股票购买其持有的上投房产100%的股权和通达房产100%的股权，在通过证监会批准后，再向上海国际集团非公开募集7亿元资金用于对爱建信托增资，增资后爱建信托可实现年收入约2.23亿元，年净利润可超过1亿元。

资本金没有障碍

2009 年全年实现净利润 0.46 亿元，2010 年上半年达到 0.15 亿元，较之去年同期下降 33.16%，主要由于新增贷款计提贷款损失准备的增加，由于下半年贷款类银信合作的叫停，贷款损失准备的增速将大幅降低，同时，受益于紧缩的货币环境，信托产品收益上升，我们预计公司 2010 年全年的净利润可以达到 0.52 亿元，较 2009 年增长 10%左右，对资本金提供稳定支持。

由于 2010 年银监会关于信托公司净资本的规定的颁布，净资本成为大部分信托公司，特别是中小信托公司的一道坎。2009 年末净资产达到 3.74 亿元，信托风险资本 0.9 亿元，固有业务资产规模很小，2009 年为 4.54 亿元；爱建股份向上海国际集团增发融资以充实公司的资本金的计划提上日程，我们认为公司可以较好的应对净资本要求。

表 30: 以 2009 年年末爱建信托资产情况计算的信托资产风险资本

| 项目 | 注册 资本: 10 亿元 | 风险系 数 (%) | 信托资产规模 (亿元) | | | 风险资 本 (亿 元) |
|-------|--------------------|-----------------|-------------|-------|-------|-------------------|
| | | | 主动型 | 被动型 | 合计 | |
| 证券投资类 | | 0.4 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权投资类 | | 1.3 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 融资类 | | 1.6 | 42.97 | 0.13 | 43.10 | 0.69 |
| 事务管理类 | | 0.4 | 0.00 | 21.02 | 21.02 | 0.08 |
| 合计 | | 1.40 | 42.97 | 21.15 | 64.12 | 0.90 |

资料来源: 爱建信托 2009 年报, 长江证券研究部

信托股及相关影子股投资策略

信托股投资逻辑和估值分析

信贷紧缩和利率上升是信托公司业绩有望持续增长的驱动因素。1 月份银行放贷冲动虽然明显，但监管政策更加严格，部分地区上市银行已经用完 1 季度甚至上半年信贷额度，出于维护银企关系和弥补地方基建资金缺口的需要，信托和租赁公司日益受宠，产品收益率剧增。

虽然近期银监会发文要求严格清理银信类信托贷款，但 2010 年下半年以来信托公司积极调整产品结构，银信产品中信贷类产品比重下降，有的已经低于 30%，清理银信合作信托贷款对信托公司的业绩影响幅度在 10%以内，而信托公司资产规模大幅度减少，权益投资类、债券类、证券类产品的发行空间进一步提升，信托报酬率有望提升，从长期看，这对中融信托等扩张迅猛的公司利大于弊。

因此我们认为全年信贷紧缩、利率走高的趋势不变，信托业和租赁业随着旺盛融资需求有望保持较快的发展趋势，强烈建议重点关注经纬纺机、安信信托、陕国投和新黄浦。安信信托如果重组完成并复牌，则有望对经纬纺机、陕国投形成带动效应。

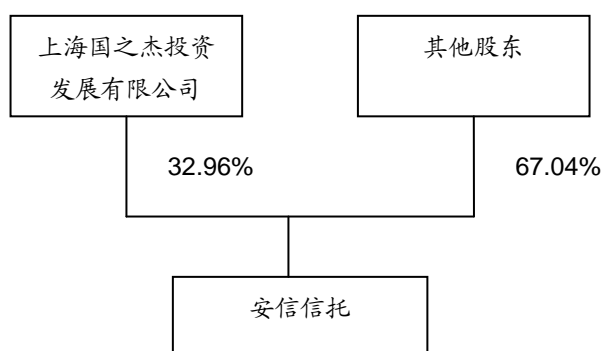
安信信托

虽然重组三次延期，但公司重组之路更趋明朗。安信信托的收购人是中信集团和中信华东，中信华东是中信集团的全资子公司，通过本次收购，中信集团及其一致行动人中信华东将合

计持有安信信托 12.12 亿股股份，占安信信托增发后总股本的 66.74%。

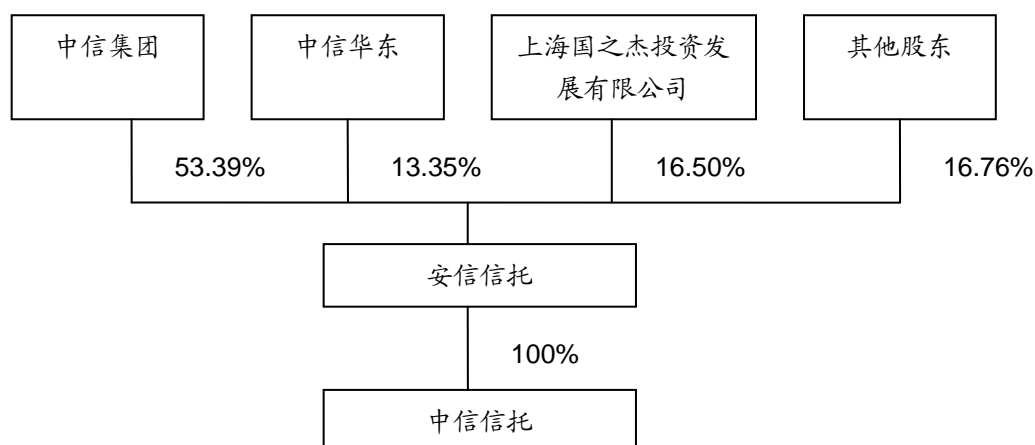
安信信托通过定向增发，以每股 4.3 元的价格向中信集团、中信华东和上海国之杰投资发展有限公司发行 13.62 亿股；中信集团以其持有的中信信托 80% 的股份作为支付对价购买安信信托 9.697 亿股股份，占安信信托总股本 53.39%，成为安信信托的第一大股东，中信华东以其持有的 20% 的中信信托股份作为对价购买安信信托 2.42 亿股，持股份额为 13.35%，国之杰以现金认购 15 亿股，持股比例降至 16.5%；中信集团通过此次收购，将中信信托资产全部注入到安信信托中，实现间接上市。

图 33：安信信托收购完成前的股权结构图



资料来源：长江证券研究部

图 34：安信信托收购完成后的股权结构图



资料来源：长江证券研究部

安信信托 2010 前三季度实现净利润 0.79 亿元，第三季度末总资产达到 6.53 亿元，净资产达到 3.5 亿元。

我们预计，公司 2010 年净利润可达 1.1 亿元，年末总资产达到 6.95 亿元，净资产达到 3.81 亿元，由于重组预期日渐明朗，2011 年和 2012 年将实行较快增长，净利润分别达到 1.64 亿元和 2.79 亿元，净资产可达 9.72 亿元。

表 31: 安信信托业绩预测 (不考虑中信信托)

| 单位: 亿元 | 2009A | 2010Q1 | 2010Q2 | 2010Q3 | 2010Q1-Q3 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|--------|--------|--------|-----------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1.73 | 0.51 | 0.38 | 0.68 | 1.56 | 2.17 | 3.31 | 5.20 |
| 佣金及手续费收入 | 1.22 | 0.48 | 0.33 | 0.65 | 1.46 | 2.04 | 3.04 | 4.92 |
| 营业成本 | 1.36 | 0.23 | 0.19 | 0.22 | 0.64 | 0.84 | 1.11 | 1.71 |
| 营业利润 | 0.43 | 0.28 | 0.20 | 0.46 | 0.94 | 1.35 | 2.19 | 3.49 |
| 利润总额 | 0.47 | 0.30 | 0.21 | 0.46 | 0.97 | 1.38 | 2.03 | 3.41 |
| 净利润 | 0.47 | 0.27 | 0.18 | 0.34 | 0.79 | 1.10 | 1.66 | 2.80 |
| 归属于母公司净利润 | 0.47 | 0.27 | 0.18 | 0.34 | 0.80 | 1.11 | 1.64 | 2.79 |
| 总资产 | 0.92 | 5.84 | 6.06 | 6.53 | 6.53 | 6.95 | 10.43 | 18.18 |
| 净资产 | 0.75 | 3.03 | 3.15 | 3.50 | 3.50 | 3.81 | 5.72 | 9.21 |

资料来源: 安信信托定期报告, 长江证券研究部

中信信托 2010 年实现净利润 11.53 亿元, 净资产规模达到 56.42 亿元, 最近几年实现稳定增长, 我们预计, 2011 年实现净利润 13.96 亿元, 净资产规模达到 67.7 亿元。

假如公司借壳安信间接上市在今年顺利实现, 预计 2012 年公司业务会大幅扩张, 净资产可达 115.2 亿元, 净利润 23.58 亿元。

表 32: 中信信托业绩预测

| 单位: 亿元 | 2009 | 1H2010H | 2010 | 2011E | 2012E |
|----------|-------|---------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 20.75 | 7.03 | 24.12 | 29.24 | 50.37 |
| 佣金及手续费收入 | 11.05 | 4.31 | 14.84 | 18.15 | 29.42 |
| 营业成本 | 8.19 | 4.58 | 9.20 | 11.04 | 18.67 |
| 营业利润 | 12.55 | 2.45 | 14.92 | 18.20 | 31.70 |
| 利润总额 | 12.55 | 2.45 | 14.91 | 17.89 | 30.22 |
| 净利润 | 9.59 | 1.93 | 11.53 | 13.96 | 23.58 |
| 总资产 | 58.31 | 58.71 | 74.21 | 89.94 | 154.00 |
| 净资产 | 43.40 | 43.26 | 56.42 | 67.77 | 115.20 |

资料来源: 中信信托定期报告, 长江证券研究部

表 33: 假设重组已完成中信信托间接上市后的安信信托经营状况

| 单位: 亿元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 22.48 | 26.29 | 32.20 | 54.75 |
| 佣金及手续费收入 | 12.27 | 16.89 | 20.88 | 35.49 |
| 营业成本 | 9.56 | 10.04 | 12.30 | 20.92 |
| 营业利润 | 12.98 | 16.27 | 19.93 | 33.88 |
| 利润总额 | 13.02 | 16.29 | 19.96 | 33.94 |
| 净利润 | 10.06 | 12.63 | 15.48 | 26.31 |
| 总资产 | 65.67 | 87.61 | 105.92 | 175.56 |
| 净资产 | 50.60 | 66.68 | 79.87 | 131.27 |
| 总股本 | 18.16 | 18.16 | 18.16 | 18.16 |
| 每股净资产 (元/股) | 2.79 | 3.67 | 4.40 | 7.23 |
| 每股收益 (元/股) | 0.55 | 0.70 | 0.85 | 1.45 |
| 股价 (元) | | | 25.57 | 43.47 |

资料来源: 安信信托定期报告, 中信信托定期报告, 长江证券研究部

安信信托重组完成后，由于中信集团和中信华东以其所持有的中信信托的全部股份购买安信信托增发股份，同时上海国之杰以现金以每股 4.3 元的价格购买安信增发的 1.5 亿股，以安信信托资产和中信信托资产加总，再将国之杰的现金 6.45 亿元增资计入，可测算出重组后的总资产和净资产规模；收购完成后，安信信托总股本由 4.54 亿元增至 18.16 亿元；以 30 倍的市盈率计算，预计合理股价水平可达 25.57 元，相对于安信信托 2010 年 6 月 1 日停牌时股价 13.36 元，增幅约 91%。

陕国投

陕国投于 2010 年 1 月 17 日公布年报，2010 年实现净利润 0.82 亿元，是 2009 年全年的近 2 倍，由于银监会新一法两规的规定信托公司固有业务不能投资于实业，陕国投逐渐清理其房地产业务。

我们预计，2011 年一季度其房地产业务可以完成清理，在营业收入中扣除房地产销售收入，在营业支出中扣除房地产销售成本，剔除其房地产业务的影响；同时，由于房地产信托业务和银信合作业务的收紧，我们预计 2011 年信托业务的增速下滑。

我们预计 2011 年公司可实现营业收入 1.82 亿元，每股收益达到 0.16 元，而 2012 年由于信托业务的增长，公司的净利润可达 1.07 亿元，净资产规模可达 10.92 亿元。

表 34：陕国投经营状况预测

| 单位：亿元 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2.22 | 2.38 | 2.20 | 1.82 | 2.59 |
| 手续费及佣金净收入 | 0.31 | 0.49 | 0.69 | 0.89 | 1.81 |
| 房地产销售收入 | 1.54 | 1.26 | 0.41 | 0.00 | 0.00 |
| 扣除房地产销售收入的营业收入 | 0.69 | 1.12 | 1.79 | 1.48 | 2.59 |
| 营业支出 | 1.94 | 1.84 | 1.14 | 0.97 | 1.21 |
| 房地产销售成本 | 1.06 | 0.98 | 0.14 | 0.00 | 0.00 |
| 扣除房地产销售成本的营业支出 | 0.88 | 0.86 | 1.00 | 1.10 | 1.21 |
| 营业利润 | 0.29 | 0.54 | 1.06 | 0.72 | 1.38 |
| 利润总额 | 0.70 | 0.56 | 1.05 | 0.72 | 1.38 |
| 净利润 | 0.68 | 0.44 | 0.82 | 0.56 | 1.07 |
| 总资产 | 15.47 | 10.97 | 12.04 | 12.64 | 17.70 |
| 净资产 | 4.92 | 5.96 | 7.43 | 7.80 | 10.92 |
| 信托总资产规模 | 49.21 | 124.18 | 204.68 | 225.15 | 382.75 |
| 信托扣除损失后利润 | 1.79 | 5.75 | 7.00 | 8.89 | 15.11 |
| 股本 | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 3.58 | 3.58 |
| 每股收益 | 0.19 | 0.12 | 0.23 | 0.16 | 0.30 |
| 每股净资产 | 1.37 | 1.66 | 2.07 | 2.18 | 3.05 |

资料来源：陕国投定期报告，长江证券研究部

信托影子股投资策略

由于信托行业的广阔发展前景，实力雄厚的国企和金融集团等，争相控股和参股信托公司，以分享行业高速增长的红利，特别是对于母公司自身业务无明显扩张趋势的公司，其参股控股的信托公司对其公司的业绩贡献较大，同时很大的影响到公司的盈利预期。

我们认为，经纬纺机、新黄浦和爱建股份是值得重点关注的信托公司影子股。

表 35: 信托公司的主要相关影子股

| 排名 | 公司简称 | 注册资本(亿元) | 股东名称 | 控股比例 |
|----|------|----------|-------------------------------|-----------------|
| 6 | 中融信托 | 14 | 经纬纺织机械股份有限公司 (股票代码: 000666) | 36.00% (权益法) |
| | | | 中植企业集团有限公司 | 31.70% |
| | | | 哈尔滨经济开发投资公司 | 24.61% |
| | | | 大连新星房地产开发集团有限公司 | 8% |
| | | | 重庆国信投资控股有限公司 | 66.99% |
| 7 | 重庆信托 | 24.3873 | 重庆水务集团股份有限公司 (股票代码: 601158) | 23.86% |
| | | | 上海淮矿资产管理有限公司 | 4.10% |
| | | | 重庆市水务资产经营有限公司 | 2.18% |
| | | | 中国华闻投资控股有限公司 | 31.57% |
| 39 | 中泰信托 | 5.17 | 上海新黄浦置业股份有限公司 (股票代码: 600638) | 29.97% (权益法) |
| | | | 广联(南宁)投资股份有限公司 | 20% |
| 40 | 中原信托 | 12.02 | 河南投资集团有限公司 | 48.42% |
| | | | 河南中原高速公路股份有限公司 (股票代码: 600020) | 33.28% (权益法) |
| | | | 河南盛润创业投资管理有限公司 | 18.30% |
| 46 | 爱建信托 | 10 | 上海爱建股份有限公司 (股票代码: 600643) | 98% (全资子公司, 并表) |
| | | | 上海爱建纺织品公司 | 1% |
| | | | 上海爱建进出口有限公司 | 1% |

资料来源: 长江证券研究部

经纬纺机

公司获得中融信托 36% 的股权后, 对其经营业绩的改善有着重要的意义。中融信托在近两年信托业的复苏中表现突出, 我们认为, 虽然信托公司增速过快面临着一定的管理资产风险、资本金不足等问题, 但这不会改变信托业向好的趋势, 居民财富管理的需求是长期推动力; 房地产信托并不会因为短期的叫停而废止, 风险也在可承受范围之内, 深入分析中融信托的管理资产结构, 实际上优于行业平均水平。

中融信托最大的风险来自于监管部门对房地产信托叫停的力度和时间, 以及房地产行业的系统性风险, 可能使中融信托以自有资金弥补相关信托产品的损失。

我们预计中融信托 2011 和 2012 年的净利润分别为 10.19 亿元和 17.75 亿元; 经纬纺机 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.32、0.68 和 1.26 元, 公司估值优势明显, 予以推荐评级。

表 36: 中融信托业绩预测

| | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 6.27 | 17.25 | 16.01 | 28.82 |
| 增长率 (%) | 79% | 80% | 42% | 80% |
| 净利润 (亿元) | 3.24 | 6.91 | 10.19 | 17.75 |

| | | | | |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%) | 165% | 93% | 54% | 85% |
| 总资产 (亿元) | 8.34 | 20.32 | 28.84 | 49.70 |
| 增长率 (%) | 29% | 144% | 42% | 72% |
| 净资产 (亿元) | 7.01 | 15.25 | 21.92 | 37.27 |
| 增长率 (%) | 101% | 118% | 44% | 70% |

资料来源: 中融信托年报, 长江证券研究部

表 37: 经纬纺机业绩预测

| (亿元) | 2009 A | 2010 Q1 | 2010 H1 | 2010Q3 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|---------|---------|--------|-------|-------|--------|
| 营业总收入 | 35.71 | 10.19 | 24.56 | 46.07 | 65.13 | 83.60 | 104.30 |
| 营业总成本 | 38.20 | 10.18 | 24.44 | 43.50 | 54.08 | 67.32 | 81.29 |
| 营业利润 | -1.60 | 0.02 | 0.18 | 2.96 | 5.23 | 8.82 | 14.97 |
| 利润总额 | -0.85 | 0.14 | 0.36 | 3.02 | 5.23 | 8.82 | 14.97 |
| 净利润 | -1.12 | 0.12 | 0.30 | 2.36 | 4.94 | 8.89 | 15.67 |
| 减: 少数股东损益 | -0.33 | 0.00 | 0.01 | 1.31 | 3.00 | 4.76 | 8.08 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | -0.79 | 0.12 | 0.29 | 1.05 | 1.94 | 4.13 | 7.59 |
| EPS | -0.13 | 0.02 | 0.05 | 0.17 | 0.32 | 0.68 | 1.26 |

资料来源: 经纬纺机定期报, 长江证券研究部

新黄浦

新黄浦 2010 年前三季度公司实现营业收入 2.88 亿元, 同比下降 21.67%; 归属于母公司净利润 1.6 亿元, 同比增长 19.6%; 基本每股收益为 0.28 元。2010 年全年净利润预计达到 2009 年的 1.3 倍, 即 2.13 亿元, 其中归属于母公司股东的净利润预计为 2.08 亿元。

投资收益占比较高。由于 2010 年 1 月公司将持有的北京广安世纪贸易公司 100% 的股权转让给北京世纪天乐, 并于 8 月 13 日办理完有关产权交割事宜, 确认转让的投资收益 0.63 亿元, 使 2010 年前三季度投资收益达到 1.4 亿元, 占净利润的 88%; 同时, 公司持有的非上市金融企业中泰信托 29.97% 股权、华闻期货 100% 股权, 以及江西瑞奇期货 43.75% 股权, 在多元金融发展的时代, 这部分股权未来的增值潜力很大。

中泰信托 2009 年实现净利润 2.26 亿元, 2010 年上半年达到 1.12 亿元, 是 2009 年上半年的 1.14 倍, 从整个信托行业来看, 2010 年下半年信贷的收紧, 银行基准利率的提高, 带动信托理财产品收益的提升。

我们预计公司 2010 年的净利润较 2009 年增长约 75%, 即 3.96 亿元。我们认为, 由于信托公司业务步入快速发展的轨道, 同时紧缩的货币环境使信托行业利润提升较快, 中泰信托对新黄浦的利润贡献率会逐渐提升, 2010 年对新黄浦的利润贡献率可以达到 57.16%。

表 38: 新黄浦经营状况以及中泰信托的贡献

| | 2009H | 2009A | 2010H | 2010E |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| 新黄浦(合并净利润) | 1.06 | 1.64 | 0.95 | 2.13 |
| 新黄浦(合并净利润中归属于母公司所有者的部分) | 1.05 | 1.60 | 0.91 | 2.08 |

| | | | | |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 中泰信托 | 0.98 | 2.26 | 1.12 | 3.96 |
| 投资收益 | 0.29 | 0.68 | 0.34 | 1.19 |
| 持股比例 | 29.97% | 29.97% | 29.97% | 29.97% |
| 利润贡献率（以归属于母公司所有者的合并净利润计算） | 27.93% | 42.46% | 36.69% | 57.16% |
| 利润贡献率（以合并净利润计算） | 27.53% | 41.41% | 35.32% | 55.75% |

资料来源：新黄浦定期报告，中泰信托定期报告，长江证券研究部

爱建股份

爱建股份以房地产和金融服务为其业绩的两大支柱，全资控股爱建信托，持有爱建证券 20.23% 的股份，同时控股参股房地产企业和物业管理企业以及多家实业公司。上海国际集团对公司进行重组的预期日渐明朗，公司也在积极整理自身投资，准备迎接资产重组。

公司业绩表现一般，但信托业务利润贡献率高。2010 年前三季度爱建股份实现营业收入 3.43 亿元，同比下降 11.32%；营业利润 0.34 亿元，同比下降 46.73%；归属于母公司净利润约 0.36 亿元，同比下降 34.76%；但公司近期发布 2010 年业绩预增公告，预计全年实现归属于母公司净利润较 2009 年增长 50%。

我们认为，公司的利润下滑因素将逐步消除。爱建证券收益下滑和房地产销售收入下滑是公司业绩下滑的主要原因。但随着券商营业网点和竞争格局的逐步稳定，2010 年四季度行业佣金费率降幅企稳，对爱建证券的投资收益也会有所回升；我国房地产市场是需求市场，地产股目前 22 倍的市盈率明显低于行业历史均值 41.3 倍，估值已处于相对低位，房地产企业在未来盈利预期仍是上行的。

目前，爱建股份定向增发 2.2 亿股收购上海国际集团持有的上投房产和通达房产 100% 的股份已通过董事会同意，上海集团通过此次资产置换将其持有的房地产业务通过爱建股份整体上市，爱建股份也将受益于房地产业务，提升自身业绩。

信托业务收入增长。爱建信托 2010 年前三季度实现信托业务收入 0.50 亿元，同比增长 16.02%；公司的主营业务收入扣除信托业务收入后为 2.92 亿元，同比下降 24.55%。2010 年上半年，公司资产减值损失增加 68.7%，是由于爱建信托新增贷款计提贷款损失准备的增加；由于下半年贷款类银信合作的叫停，贷款损失准备的计提将大幅降低，同时，受益于紧缩的货币环境，信托产品收益上升，我们预计公司 2010 年全年的净利润可以达到 0.52 亿元。

表 39：爱建信托对爱建股份的利润贡献情况

| 单位：亿元 | 2009H | 2009A | 2010H | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 爱建股份(合并净利润) | 0.39 | 0.62 | 0.33 | 0.93 | 1.31 | 1.69 |
| 爱建股份(合并净利润中归属于母公司所有者的部分) | 0.40 | 0.63 | 0.33 | 0.92 | 1.28 | 1.66 |
| 爱建信托 | 0.23 | 0.46 | 0.15 | 0.52 | 0.80 | 1.12 |
| 持股比例 | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 利润贡献率（以归属于母公司所有者的合并净利润计算） | 57.73% | 73.10% | 45.65% | 55.93% | 61.43% | 66.40% |
| 利润贡献率（以合并净利润计算） | 58.11% | 73.47% | 46.67% | 56.37% | 62.68% | 67.76% |

资料来源：公司定期报告，长江证券研究部

行业重点上市公司估值指标与评级变化

| 公司简称 | 股价 | EPS (元) | | | P/E (X) | | | P/B (X) | | | 评级 | |
|------|-------|---------|------|------|---------|-------|-------|---------|-------|------|----|------|
| | | 09A | 10E | 11E | 09A | 10E | 11E | 09A | 10E | 11E | 上次 | 本次 |
| 安信信托 | 13.60 | 0.10 | 0.24 | 0.85 | 136.00 | 56.67 | 15.92 | 26.15 | 17.89 | 3.09 | - | 推荐 |
| 经纬纺机 | 12.48 | -0.13 | 0.32 | 0.68 | 96.00 | 39.00 | 18.35 | 2.58 | 2.51 | 2.43 | 推荐 | 推荐 |
| 新黄浦 | 8.42 | 0.29 | 0.37 | 0.43 | 29.03 | 22.76 | 19.58 | 1.77 | 1.58 | 1.46 | - | 谨慎推荐 |
| 爱建股份 | 8.32 | 0.08 | 0.11 | 0.15 | 104 | 75.64 | 55.47 | 5.94 | 5.23 | 4.88 | - | 中性 |
| 陕国投 | 9.80 | 0.12 | 0.23 | 0.14 | 81.67 | 42.61 | 60.79 | 5.89 | 4.73 | 4.50 | - | 谨慎推荐 |

分析师介绍

刘俊（武汉），武汉大学经济学硕士，现为长江证券研究部金融业分析师，具有金融领域 6 年的研究经历。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名 | 分工 | 电话 | E-mail |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管 | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn |
| 甘露 | 华东区总经理 | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn |
| 王磊 | 华东区总经理助理 | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn |
| 鞠雷 | 华南区副总经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn |
| 程杨 | 华北区总经理助理 | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn |
| 张晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn |

投资评级说明

| | |
|-------------|---|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场 |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
