

重组成功后公司价值可达 30 元

增持维持

投资要点：

- 证监会批准受理资产重组申报，中信集团为重组速度保驾护航
- 定向发行后总股数降至 17.66 亿股，重组后价值 2012 年可达 30 元
- 规模费率双升累积大量利润，增发需求促业绩稳定释放

报告摘要：

- 证监会批准受理资产重组申报，中信集团为重组速度保驾护航：公司上半年实现营业收入 1.2 亿元，归属母公司净利润 6420 万元，同比增长 42%。2011 年 7 月 6 日证监会批准受理公司与中信信托重大资产重组行政许可申请材料。资产重组有了进一步实质性进展。而据此前《定向发行合同补充协议》所述，中信集团有权将中信信托 80% 股权转让给其全资或控股子公司，无需另行经协议方同意，也无需另行签署补充协议，资产重组有望年内完成。
- 定向发行后总股数降至 17.66 亿股，重组后价格 2012 年可达 30 元：近期，公司通过了《关于签署<定向发行合同>补充协议》的议案，补充协议中在维持原有交易方案内容基本不变的前提下，上海国之杰投资发展有限公司认购安信信托股份数量调减为 1 亿股。经计算资产重组后，公司总股本为 17.77 亿股的估值 529 亿元计算，重组后股价可达 30(详见我们之前的报告)。
- 理财规模和管理费率双升累积大量利润，增发需求促业绩稳定释放：由于货币政策紧缩，信托贷款规模和管理费率大幅提升，在 2011 年中信信托将累积大量利润，为未来利润释放奠定基础。由于理财规模开始与资本金挂钩，中信信托借壳后将有增发需求，释放利润具有必要性。未来信托业规模将介于银行和证券投资基金之间，行业仍处成长期，创新和投资能力以及渠道等管控能力较强的中信信托将更具行业竞争优势。
- 货币政策放松前期对信托估值有短期推动效应：货币政策放松后资本市场估值中枢将会抬升，而信托理财期限属性会延滞短期业绩下降，货币政策转向对信托有短期推动效应。项目投资能力强，主动理财规模大的中信信托业绩更加稳定，推荐其借壳的安信信托，维持增持评级。

百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,005	2,075	2,386	3,327	4,017
净利润	933	959	1,109	1,799	2,205
Growth (%)	41.8%	2.8%	15.6%	62.3%	22.6%
每股收益(元)	0.51	0.53	0.61	1.00	1.23
每股净资产(元)	2.5	3.6	3.2	4.2	5.5
平均净资产收益率(%)	32.6%	26.1%	22.2%	27.4%	25.8%

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email：huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇

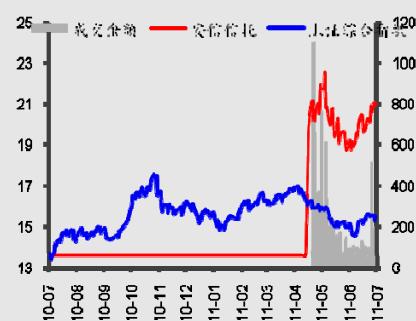
电话：010-88085965

Email：sunyuwei@hysec.com

邢波

Email：xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

华泰证券：部分创新业务平滑业绩
08.05

长江证券：佣金率下滑或向中部地区传导
08.01

东北证券：经纪业务下滑，承销业务不济
7.26

西南证券：业绩提升主要完成于一季度

方正证券：改善空间较大的全牌照地方券商
7.22

证券信托业：中期有对冲，短期皆可配

关于公司的盈利预测假设见我们此前关于安信信托的深度报告<中信信托注资后将达500亿元>, 对公司估值我们采用分拆的方法, 对于固有业务, 基于收益与风险对称的原则, 我们采用PB估值法, 我之前报告《证券业: 盈利模式转换与估值变迁》曾论证过证券公司的PB区间为[1.35, 2.06], 考虑到信托公司自有资金投资渠道更为广泛和投资方式更为灵活, 我们可取PB区间为[1.7, 2]。对于信托业务, 考虑业务的低风险属性和业务的相对稳定性及持续性, 我们可以采用PE法估值, 考虑公司近三年信托业务33%的复合增长率以及未来行业的发展空间, 我们给予信托业务PE区间[20, 30]。按照如上假设, 如下表我们可以获得中信信托与安信信托重组后公司估值, 2011年乐观情况为478亿元, 保守情况为346亿元, 中值为412亿元, 2012年估值中值为529亿元。按17.66亿的总股本计算, 其重组之后, 2011年目标价格为23元, 2012年为30元。

中信信托区间估值:

年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
来自信托业务的利润	647	511	686	1,095	1,403
固有业务的净资产	3,008	4,340	5,651	7,481	9,635
乐观估值=2*PB+30*PE	25,440	24,005	31,884	47,820	61,352
保守估值=1.7*PB+20*PE	18,063	17,595	23,328	34,623	44,434
估值中值	21,752	20,800	27,606	41,222	52,893
注资后目标价格				23	30

资料来源: 宏源证券

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	2,005	2,075	2,386	3,327	4,017	存放与拆放同业	706	1,447	610	516	656
利息收入	295	613	637	779	645	短期投资	44	118	64	1,033	2,624
手续费净收入	1,391	1,105	1,477	2,025	2,556	短期贷款	0	923	1,646	2,479	2,361
投资收益	508	300	296	523	816	长期投资	1,862	2,300	3,228	4,383	5,566
其他收入	0	0	0	0	0	中长期贷款	0	755	1,646	1,653	1,574
营业支出	775	819	942	928	1,077	其他资产	1,726	288	514	283	357
金融企业往来支出	348	491	416	208	208	资产总计	4,338	5,831	7,709	10,347	13,138
营业费用	316	231	409	570	689	同业存放与拆入	126	0	0	0	0
营业税金及附加	111	97	117	150	181	其他负债	1,204	1,490	2,058	2,866	3,503
营业利润	1,229	1,255	1,444	2,399	2,940	负债合计	1,330	1,490	2,058	2,866	3,503
利润总额	1,227	1,255	1,443	2,399	2,940	股本	1,200	1,200	1,766	1,766	1,766
减: 所得税	293	296	334	600	735	归属母公司所有者权益	2,967	4,299	5,610	7,438	9,592
净利润	933	959	1,109	1,799	2,205	少数股东权益	41	41	41	42	43
归属母公司所有者净利润	920	950	1,101	1,789	2,195	所有者权益合计	3,008	4,340	5,651	7,481	9,635
经营指标					信托指标						
	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E		2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
平均总资产收益率	22.3%	18.9%	16.4%	19.9%	18.8%	信托规模	160,779	206,781	332,791	284,666	355,832
平均净资产收益率	32.6%	26.1%	22.2%	27.4%	25.8%	主动型信托规模	36,116	48,147	146,428	125,253	170,800
管理费用率	15.8%	11.1%	17.1%	17.1%	17.1%	被动型信托规模	124,663	158,634	186,363	159,413	185,033
资产负债率	30.6%	25.6%	26.7%	27.7%	26.7%	信托报酬率	0.8%	0.60%	0.55%	0.66%	0.80%
信托资产/净资产	53	48	59	38	37	估值	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
每股数据(元)											
每股收益	0.51	0.53	0.61	1.00	1.23	市盈率	-	-	-	-	-
每股净资产	2.5	3.6	3.2	4.2	5.5	市净率	-	-	-	-	-
						估值=1.85*BVPS+25*TEPS	14.0	13.2	17.6	23.3	30.0

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuohong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% ~ +20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 +5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。