

# 安信信托 (600816.SH) 信托业行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

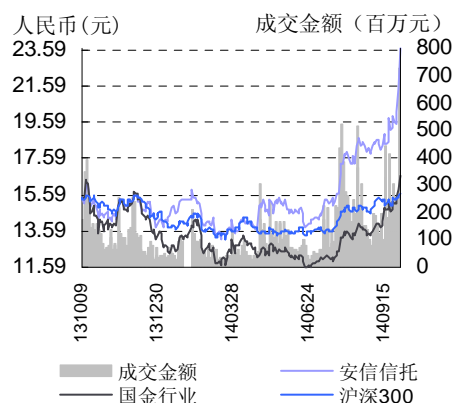
市价 (人民币): 23.69 元

目标 (人民币): 34.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	453.85
总市值(百万元)	10,757.86
年内股价最高最低(元)	23.69/13.18
沪深 300 指数	2478.38
上证指数	2382.79



## 重生后的爆发

### 公司基本情况 (人民币)

百万元, 元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	493	838	1,580	2,501	3,875
Growth(%)		69.98%	88.55%	58.29%	54.95%
净利润	108	280	972	1,463	1,976
Growth(%)		159.26%	247.05%	50.57%	35.08%
股本	454	454	454	704	704

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 已考虑增发

### 投资逻辑

- **业绩进入爆发期, 大股东注资后将靓丽转身:** 中信信托借壳安信信托重组失败后, 安信信托自 2013 年起将重心转移到业务发展上来。自此公司信托资产规模迅速增长, 净利润出现了独立于行业表现的强劲增长: **2014H1 净利润同比增长 397%, 行业增速仅有 12%, 公司业绩开始进入爆发期**, 但很快遇到净资本瓶颈。大股东将以单一现金方式定增超过 30 亿元, 为公司后续业绩增长 (资本需求) 及可能的转型奠定基石, 预计资本到位后公司的信托资产规模上限应从目前的 1300 亿提升至 5000 亿以上, 靓丽转身。
- **净利润未来 2 年高速增长具备可持续性:** 1) 信托业务多为 1-2 年期, 安信信托 2012 年下半年至 2013 年开始信托规模大幅增长时的业绩应多数在 2014-2015 年体现, 而非仅在 2014 年。2) 增发资金到位后将为后续业绩增长提供支持, 预计 2015 年集合类信托业务开始显著增长至约 700 亿左右的规模。3) 大股东近 33 亿的定增资金将为公司持续贡献利润, 且后续还存在再融资的可能性。
- **民营机制转型占优, 且不排除外延式扩张:** 一方面民营机制决定了公司的危机意识和转型动力, 另一方面即便未来一两年业务出现显著增长, 仍然属于“船小好掉头”的公司。此外, 安信信托此前宣布与控股股东共同设立国和基金从事公募资产管理业务, 我认为这显露了公司未来多元化发展的思路, 后续不排除在其他金融领域的涉足。
- **不能将行业风险简单套用于安信信托:** 1) 银监会明确提出信托公司股东对信托计划偿付负有连带责任, 安信信托作为民营公司风控必然细致入微; 2) 公司主动类信托计划仅占行业的 1%, 与行业整体做大规模后的风险性质不同。3) 公司目前处于从低起点上快速扩张的公司, 公司扩张主要是基于资本而非风险, 同时业务快速扩张时期风险事件的边际影响会更小。4) 政策托底房地产市场对于也有利于减轻地产业务的风险压力。

### 投资建议

- **首次覆盖给予“买入”评级:** 公司业绩进入爆发期且预计未来 2 年仍可持续 (预计 2015、2016 年净利润分别增 51%、35%); 民营机制危机意识强, 大股东单一现金定增 30 多亿为公司后续发展奠定基石, 且不排除外延式扩张的可能性; 目前阶段公司的业务风险较为可控, 不同于行业风险。

### 估值

- 基于增速等考虑, 我认为应给予高于同业平均的估值, 保守给予公司 **2014 年 16 倍 PE, 对应目标价为 34 元 (对应增发后 2015 年 16.5 倍 PE)**。

**风险:** 业务增速不达预期; 个别信托业务出现兑付问题; 外延式扩张碰到阻力。

贺立

联系人  
(8621)60230241  
lihe@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、公司盈利预测.....	4
2、公司业绩进入爆发期，且具备持续性.....	4
2.1. 安信信托概况.....	4
2.2. 净利润独立于行业强劲增长.....	5
2.3. 目前面临显著的资金瓶颈 .....	6
2.4 大股东拟现金单一定增，公司将靓丽转身 .....	7
2.5. 净利润高速增长具备可持续性 .....	9
2.6. 民营机制下转型占优 .....	10
2.7. 不排除公司向其他金融领域外延式拓展.....	10
3、不能将行业风险简单套用于安信信托.....	11
4、信托行业发展梳理：短期不乐观，长期不悲观.....	11
4.1. 市场这两年对信托股避之不及，核心在于对信托行业风险的担忧以及对 于信托业务边界不断被侵蚀后其牌照价值的下降 .....	11
4.2. 政策救市降低宏观经济系统性风险，信托行业最为敏感.....	11
4.3. 通道业务未来占比或显著下降 .....	12
4.4. 未来三大业务则各有发展空间，信托业长线看并不悲观.....	12
5、估值：安信信托被显著低估 .....	14
6、可能的催化剂.....	16
7、风险提示： .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1: 安信信托的盈利预测 .....	4
图表 2: 安信信托的股权结构图 .....	4
图表 3: 安信信托的信托资产规模快速增长 .....	5
图表 4: 安信信托的信托资产报酬率显著高于行业 .....	5
图表 5: 安信信托的主动类信托业务占比较高 .....	6
图表 6: 安信信托的信托资产分布领域 .....	6
图表 7: 安信信托的净利润出现爆发式增长 .....	6
图表 8: 安信信托净利润增幅独立于行业 .....	6
图表 9: 安信信托面临显著的资本缺口（估算值） .....	7
图表 10: 信托公司分业务的净资本计提比例（见《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》） .....	7
图表 11: 大股东以现金方式单一定增 2.5 亿股，每股价格 13 元 .....	8
图表 12: 增资后安信信托的净资产排名上升至行业第 17 名 .....	8
图表 13: 增资后安信信托的信托资产规模极限核算 .....	9
图表 14: 安信信托定增后信托规模及信托手续费收入的敏感性分析 .....	9
图表 15: 安信信托未来两年业务增长及净利润预测 .....	10
图表 16: 信托行业的收入构成测算 .....	12
图表 17: 信托业资金投向净增占行业整体净增的比例 .....	13
图表 18: 信托行业未来的三大关键业务 .....	14
图表 19: 安信信托的估值较同业平均低 40% .....	15
图表 20: 安信信托的成长性显著更好（净利润增速有望维持高增长） .....	15
图表 21: 安信信托及上市同业的信托资产规模增速 .....	15
图表 22: 几家上市信托公司的财务数据对比（2013 年） .....	16

## 1、公司盈利预测

图表1：安信信托的盈利预测

百万元，元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	493	838	1,580	2,501	3,875
Growth(%)		69.98%	88.55%	58.29%	54.95%
净利润	108	280	972	1,463	1,976
Growth(%)		159.26%	247.05%	50.57%	35.08%
每股收益(元)	0.24	0.62	2.14	2.08	2.81
每股净资产(元)	1.4	1.9	3.7	8.5	10.4
市盈率	99.9	38.5	11.1	11.4	8.4
市净率	17.1	12.4	6.4	2.8	2.3
净资产收益率(%)	18.73%	37.45%	76.05%	38.22%	29.69%

来源：国金证券研究所

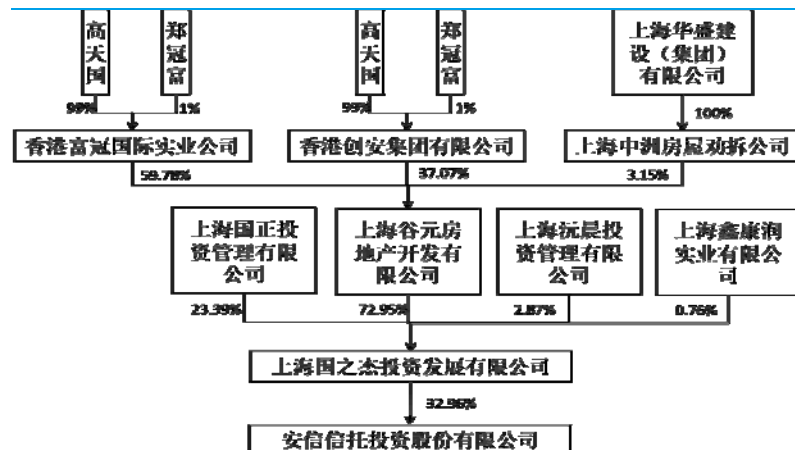
注：已考虑大股东定增后的股本扩张，下同

## 2、公司业绩进入爆发期，且具备持续性

### 2.1. 安信信托概况

- 安信信托是一家老牌的上市信托公司，目前控股股东为上海国之杰，持有公司 32.96%的股权，实际控制人为高天国。
- 2007 年 1 月 15 日，安信信托发布方案拟通过定向增发的方式吸收中信信托全部股权从而实现中信信托借壳上市。此后公司的工作重心转移到被借壳一事上，也未换取新的金融许可证，业务发展滞后。中信信托借壳安信信托一事最终未获监管层批准，2013 年 1 月 7 日公司宣告相关借壳方案失效。
- 中信信托借壳一事作罢后，公司自 2013 年起将工作重心重新转移到业务发展上来。2012 年末，公司新一届的董事会及管理层走马上任，新任董事长王少钦与总裁杨晓波均具有丰富的信托行业从业及管理经验。同时，2013 年 1 月 28 日将公司的非金融股权及投资性房地产等实业资产清理完毕，并在 2014 年 2 月 13 日获得了上海银监局核发的新的金融许可证。

图表2：安信信托的股权结构图



来源：国金证券研究所

## 2.2. 净利润独立于行业强劲增长

- 工作重心转移到业务层面后，2013 年开始安信信托的业务规模出现爆发式增长。2013 年末公司的信托资产规模从 2012 年末的 460 亿增长至 1158 亿，同比增长 152%，同期行业仅增长 46%，公司的信托资产规模市场份额也由 2012 年的 0.6% 提升至 1.1%。公司业务巨幅增长是本身业务能力的自然恢复，此外与重组期间中信信托对安信信托在业务资源、人员培训、项目经验等方面的支持也有重要关系。
- 从信托资产的分布来看，安信信托的主动类信托业务占比较高，2013 年主动类占比为 31%，而行业平均大致是 26% 左右。业务结构较优使得公司的信托报酬率明显高出行业平均水平。2013 年安信信托为 0.92%，行业平均水平位 0.62%。2014 年上半年安信信托的信托报酬率水平更是高达 1.32%（可能部分与计算方法相关，后续应会回到 1% 左右的报酬率水平，但仍明显高出行业平均水平）。
- 公司主动类的信托资产主要分布在基础产业及房地产，业务发展谨慎。至 2013 年末分布占比为 18.1% 和 9.4%，其中基础产业的占较 2012 年大幅提升，而房地产信托的占比下降明显。绝对值来看，基础产业信托的规模从 2012 年的 61 亿提升至 210 亿，房地产信托的规模从 2012 年的 79 亿提升至 108 亿。房地产信托是安信信托的传统强项，2013 年规模同比仅提升 37%，低于行业同比增幅的 50%（从 6881 亿元提升至 10337 亿元），显示公司业务发展方面的谨慎。
- 受信托资产规模增长影响，公司的净利润出现了独立于行业表现的强劲增长。2013 年实现净利润 2.8 亿，同比增长 159%，同期行业增速只有 29%；2014 年上半年公司净利润为 5.48 亿元，同比增长 397%，行业增速仅有 12%。

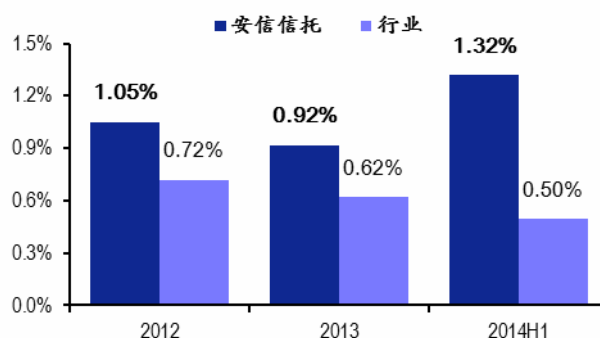
图表3：安信信托的信托资产规模快速增长（亿元）

	2011	2012	2013	2014H1
安信信托	254	460	1,158	1,278
YoY		81%	152%	10%
行业	48,114	74,706	109,071	124,782
YoY		55%	46%	14%
份额	0.5%	0.6%	1.1%	1.0%

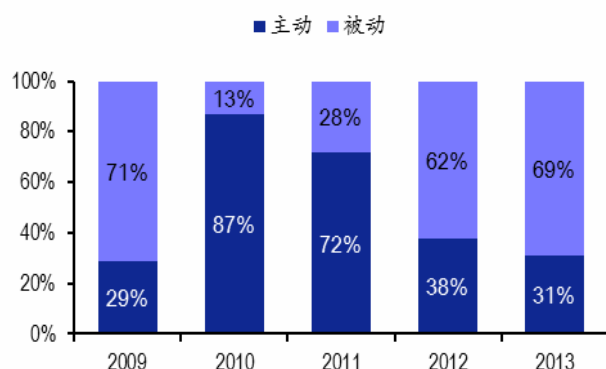
来源：国金证券研究所；

注：信托报酬率为手续费收入/信托资产期初期末平均值

图表4：安信信托的信托资产报酬率显著高于行业

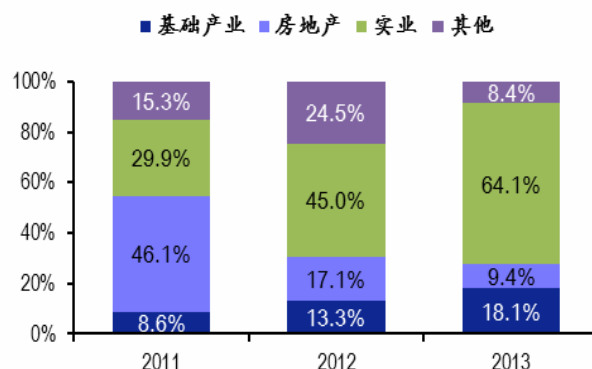


图表5：安信信托的主动类信托业务占比较高

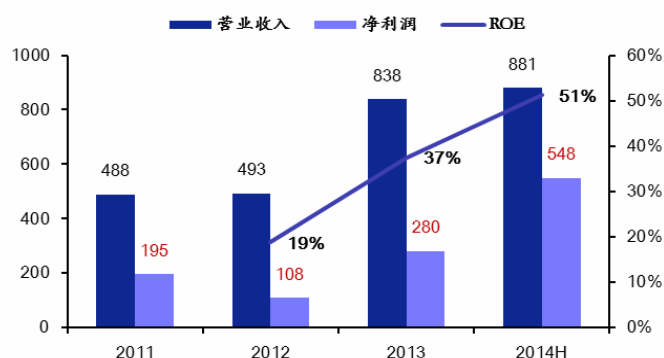


来源：国金证券研究所

图表6：安信信托的信托资产分布领域



图表7：安信信托的净利润出现爆发式增长



来源：国金证券研究所，

单位：亿元，下同

图表8：安信信托净利润增幅独立于行业

	2011	2012	2013	2014H
安信信托净利润（百万）	195	108	280	548
YoY		-45%	159%	397%
行业利润总额（亿元）	299	441	569	290
YoY		48%	29%	12%

## 2.3. 目前面临显著的资金瓶颈

- 根据银监会 2011 年 2 月底发布的《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》，信托公司净资本的计算方法与券商的净资本计算方法类似，是在净资产的基础上扣除五大类项目（投资类、债权类、其他资产类、或有负债类和其他类）。预计行业的净资本大致相当于净资产的 80% 左右，各公司会因为资产结构的差异产生差异。
- 目前安信信托的净资本面临极限。假设至 2014 年中期，公司 1278 亿信托资产中房地产信托、其他集合类信托及通道类业务分部为 130 亿元、250 亿元及 900 亿，房地产信托的资本计提比例为 3%，其他集合类为 2%（集合信托中的“其他集合类”为 1.5%，“其他”类为 3%，综合取 2%），通道类为 0.2%（一般通道类为 0.1%，单一信托中的“其他”为 1%，综合取 0.2%），则安信信托目前的净资本需求为 10.7 亿元。乐观假设安信信托的净资本为净资产的 85%，则目前其净资本为 11.2 亿元，仅高出资本需求 0.5 亿元，这还是出于乐观的估计。至 2014 年中期公司的信托资产规模只有 1278 亿元，仅比年初增长 10%，就是受制于此。
- 净资本将尤其制约集合类业务发展，拖累信托报酬率。目前集合类信托计划仍需到银监会备案，银监会对于资本不足的信托公司上报的项目通常采取限制的策略，这极大地影响了这类信托公司的集合类信托业务开展，也极大地影响了其信托报酬率。

**图表9: 安信信托面临显著的资本缺口 (估算值)**

	规模预计 (2014H)	占总规模 的比例	净资本计提 比例	资本 需求	目前 净资本估算
房地产	130	10.2%	3.0%	3.9	
其他集合类	250	19.6%	2.0%	5.0	
通道类	898	70.3%	0.2%	1.8	
<b>合计</b>	<b>1,278</b>	<b>100.0%</b>		<b>10.7</b>	<b>11.2</b>

来源: 国金证券研究所, 单位亿元, 下同

**图表10: 信托公司分业务的净资本计提比例 (见《信托公司净资本计算标准有关事项的通知》)**

	单一信托 (不含银信)	集合信托 (银信视为集合信托)
<b>投资类</b>		
<b>金融产品投资</b>		
股指期货相关产品	0.80%	1.00%
公开交易固定收益产品	0.10%	0.20%
其他有公开市场价格产品	0.30%	0.50%
其他	0.50%	1.00%
<b>股权投资类业务</b>	0.80%	1.50%
<b>其他投资类业务</b>	0.80%	1.50%
<b>融资类信托业务</b>		
<b>房地产类融资</b>		
公租房廉租房	0.50%	1.00%
其他	1.00%	3.00%
<b>其他融资类业务</b>	0.80%	1.50%
<b>事务类信托业务</b>	0.10%	0.20%
<b>其他</b>	1.00%	3.00%

来源: 国金证券研究所

## 2.4 大股东拟现金单一定增, 公司将靓丽转身

- 公司2月份发布定增预案, 拟以13元(考虑分红后的调整值)的价格向控股股东国之杰定增不超过2.5亿股(现金方式出资), 补充资金不超过32.5亿元。公司将于10月9日召开股东大会审议通过该定增方案, 后续仍需证监会和银监会的批准。公司从发布预案到召开股东大会的间隔较长, 相关工作应该准备充分; 同时其他上市信托公司陕国投和经纬纺机均在2012年进行过定增, 此次是安信信托第一次定增, 预计获批没有问题。
- 增资将显著提升公司形象及实力。以2014年中期13.22亿净资产为基数, 考虑利润增长, 定增后公司的净资产将在50亿元左右, 行业排名从2013年行业垫底的64名(共68家信托公司)提升至行业第14名(静态)。公司行业地位及市场形象将显著提升, 也有助于公司销售渠道等业务开展资源实力的提升。

- **缓解公司短期业务发展压力，静态看信托资产规模可达到 5000 亿。**保守以 80% 计算，公司定增后的净资本应在 40 亿元左右。上文我们提到资本限制显著制约了安信信托的业务发展尤其是集合类信托的发展，若假设公司的资产结构不发生大的变动，预计资本到位后公司的信托资产规模应该可以做到 5000 亿以上，对应的信托手续费收入超过 35 亿元，是公司 2013 年的 5 倍、2014 年 2.3 倍左右。
- **增资将为公司未来可能的转型奠定基础。**增资后公司的净资产超过 50 亿元，账面的现金可能超过 35 亿，这将为公司未来可能的业务转型奠定坚实的基础。此外，此次大股东定增后对公司的持股比例将达到 56.76%，持股比例显著提升也为后续可能的再融资做好了铺垫，公司实力有望进一步增强。

**图表11：大股东以现金方式单一定增 2.5 亿股，每股价格 13 元**

	发行前		本次认购	发行后	
	持股数量	持股比例		持股数量	持股比例
国之杰	150	32.96%	250	400	56.76%
其他股东	304	67.04%	0	304	43.24%
总股本	454	100.00%	250	704	100.00%

来源：国金证券研究所

**图表12：增资后安信信托的净资产排名上升至行业第 17 名**

	规模	行业排名	行业平均
净资产（增资前）	8.65	64	39.00
净利润	10	49	6.59
信托资产规模	1,158	35	1,603
净资产（增资后）	51.15	14	

来源：国金证券研究所

注：以上均基于 2013 年数据

**图表13：增资后安信信托的信托资产规模极限核算**

	规模预计	占总规模的比例	净资本计提比例	资本需求	增资后的净资产	净资本估算
房地产	509	10.2%	3.0%	15.3		
其他集合类	978	19.6%	2.0%	19.6		
通道类	3,513	70.3%	0.2%	7.0		
合计	<b>5,000</b>	100.0%		<b>41.9</b>	<b>50.7</b>	<b>40.6</b>

来源：国金证券研究所

**图表14：安信信托定增后信托规模及信托手续费收入的敏感性分析**

	信托报酬率	规模的敏感性分析				
房地产	3.0%	356	407	458	509	560
其他集合类	1.8%	685	783	881	978	1,076
通道类	0.1%	2,459	2,810	3,162	3,513	3,864
合计		<b>3,500</b>	<b>4,000</b>	<b>4,500</b>	<b>5,000</b>	<b>5,500</b>
手续费收入合计		<b>25.5</b>	<b>29.1</b>	<b>32.7</b>	<b>36.4</b>	<b>40.0</b>
房地产		10.7	12.2	13.7	15.3	16.8
其他集合类		12.3	14.1	15.8	17.6	19.4
通道类		2.5	2.8	3.2	3.5	3.9

来源：国金证券研究所

## 2.5. 净利润高速增长具备可持续性

公司业绩在 2014 年出现爆发式增长，市场自然会担心其业绩增长的可持续性。我认为其净利润至少未来两年的高速增长具有可持续性。

首先，公司的收入模式是业务全流程结束后再确认收入，目前信托公司的业务大多是 1-2 年期左右，也就是说安信信托 2012 年下半年至 2013 年开始信托规模大幅增长时的业绩应多数在 2014-2015 年体现，而非仅在 2014 年。

其次，2014 年增发资金到位后，公司的信托业务尤其是集合类信托业务的管制松除，这将为后续业绩增长提供支持。预计 2015 年集合类信托业务开始显著增长，2015 年公司的集合类信托的规模将从 2013 年 318 亿元的规模增长至约 700 亿左右的规模。（安信信托业务规模的成长属于从低估到恢复至与资本实力相对应的规模，不能拿信托行业整体增速低来类比，预计其业务增长没有问题）。

最后，大股东近 33 亿的定增资金将为公司持续贡献利润。若公司简单地将资金购买信托产品，每年产生 8%-10% 的投资收益不会有难度，且公司的资金运用应该不会如此简单，这块资金对业绩也会提供支持。且后续如果公司再次融资，对业绩的支撑会更为明显。

所以，我预计公司 2015 年及 2016 年的净利润分别为 14.6 亿元和 19.8 亿元，分别同比增长 51% 和 35%，在 2014 年高增速的基础上仍然保持平均超过 40% 以上的增速。

**图表15：安信信托未来两年业务增长及净利润预测**

信托资产规模	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
	<b>25,428</b>	<b>46,036</b>	<b>115,815</b>	<b>144,769</b>	<b>234,525</b>	<b>351,788</b>
YoY	<b>107%</b>	<b>81%</b>	<b>152%</b>	<b>25%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
基础产业	2,196	6,140	20,989	28,954	46,905	70,358
房地产	11,732	7,892	10,835	15,925	25,798	42,215
实业	7,615	20,706	74,277	86,861	136,025	197,001
其他	3,806	11,218	9,714	13,029	25,798	42,215
占比	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
基础产业	9%	13%	18%	<b>20%</b>	<b>21%</b>	<b>21%</b>
房地产	46%	17%	9%	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>
实业	30%	45%	64%	<b>60%</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>
其他	15%	24%	8%	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>
信托报酬率	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
基础产业	2.00%	2.00%	2.30%	<b>2.30%</b>	<b>2.30%</b>	<b>2.30%</b>
房地产	3.00%	4.00%	4.00%	<b>4.00%</b>	<b>3.50%</b>	<b>3.50%</b>
实业	0.3%	0.2%	0.2%	<b>0.10%</b>	<b>0.10%</b>	<b>0.08%</b>
其他	0.4%	0.5%	0.5%	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.5%</b>
合计	<b>1.71%</b>	<b>1.05%</b>	<b>0.92%</b>	<b>0.99%</b>	<b>0.96%</b>	<b>1.01%</b>
信托业务收入	432	423	791	1,580	2,501	3,875
YoY		<b>-2%</b>	<b>87%</b>	<b>100%</b>	<b>58%</b>	<b>55%</b>
归属于母公司净利润	<b>195</b>	<b>108</b>	<b>280</b>	<b>972</b>	<b>1,463</b>	<b>1,976</b>
YoY		<b>-45%</b>	<b>159%</b>	<b>247%</b>	<b>51%</b>	<b>35%</b>

来源：国金证券研究所

## 2.6. 民营机制下转型占优

- 目前信托行业实际上已经处在一个关键的十字路口，未来几年各信托公司都将面临或多或少的转型问题，未来几年也将是信托公司显著分化的几年。**安信信托在转型的过程中占据优势：**一方面，安信信托是民营机制，决定了公司的危机意识和转型动力，将会更主动地把握机会；另一方面，目前安信信托本身的信托业务体量小，大股东注资后即便业务未来一两年出现显著增长，仍然属于“船小好掉头”的信托公司。
- **安信信托已经在布局新能源信托（如太阳能光伏发电）、养老信托、物流地产信托等新型信托业务领域。**以光伏发电为例，由于是新能源领域，是政策支持方向，政府给予一定的补贴，收益率虽然不如现在的集合类信托但是安全性非常足，收益也很稳定且基本上可以获得较为长期的现金流。这些新型业务领域未来存在很多看点，在业务的探索过程中对于人才、机制等的要求也非常高，安信信托在这方面布局的进展可以拭目以待。

## 2.7. 不排除公司向其他金融领域外延式拓展

- 信托行业的部分业务边界被其他金融机构抢夺是不争的事实。公司大股东超过 30 亿资金大幅注资安信信托后，未来除了依靠内涵式增长提升报酬率外，并不排除通过外延方式来拓展公司业务边界、巩固综合实力。**2014 年 6 月，安信信托就宣布与控股股东上海国之杰共同设立国和基金，从事公募资产管理业务。**我认为这显露了公司未来多元化发展的思路，后续不排除在其他金融领域的涉足。

### 3、不能将行业风险简单套用于安信信托

市场对信托行业的风险抱有很大担心，信托股近年估值持续下移。我认为信托行业的风险确实不容忽视，但是绝对不能把信托行业整体的风险简单地等同于安信信托公司个体的风险。

- 1) 2014 年 4 月 8 日，银监会发布《关于信托公司风险监管的指导意见》，明确提出“信托公司股东应承诺或在信托公司章程中约定，当信托公司出现流动性风险时，给予必要的流动性支持”，即股东负有连带责任。安信信托作为民营企业，未来在开展业务的过程中必然千挑万选，严把风控，不会出现部分国有信托公司的“代理人”问题。
- 2) 至 2013 年底安信信托的主动类信托资产规模仅 359 亿元（其中 108 亿房地产信托）（公司缺 2014 年中期数据，且 2014 年公司的信托规模增长仅 10%），相对于整个信托行业 2014 年中期 3.3 万亿的集合信托规模（其中 1.3 万亿房地产信托）而言占比微不足道，仅 1%，与行业整体做大规模后的风险性质不同。
- 3) 公司目前处于从低起点上快速扩张的公司，公司扩张主要是基于资本而非风险，本身开展业务非常谨慎，同时业务快速扩张时期风险事件的边际影响会更小。
- 4) 从具体业务看，由于政策的支持房地产信托发生系统性风险的概率大大降低，而这是安信信托集合类业务的重要组成部分。
- 因此，不能将行业风险简单地套在安信信托这个个体上。

### 4、信托行业发展梳理：短期不乐观，长期不悲观

**4.1. 市场这两年对信托股避之不及，核心在于对信托行业风险的担忧以及对于信托业务边界不断被侵蚀后其牌照价值的下降。**

- 1) 行业风险我也认为不容忽视，但国庆前央行、银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》托底经济，宏观经济尾部风险显著降低，信托行业对整体经济系统性风险最为敏感。
- 2) 对于行业的业务边界而言，信托公司的通道业务未来几年可能会逐渐消亡，但基于匹配部分经济领域融资需求的投行业务（目前大部分的集合类业务等）、未来 PE 性质的另类资产管理业务、财富管理业务则仍有显著发展空间。

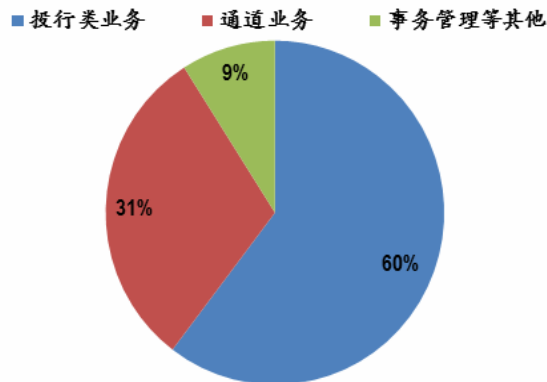
#### 4.2. 政策救市降低宏观经济系统性风险，信托行业最为敏感

- 信托行业的风险本质在于宏观经济的系统性风险。绝大多数信托贷款是以实物（房产、土地及企业股权等）作为抵押品的，抵押率通常不到 50%。如果不发生大幅度的资产贬值，信托公司面临的信用风险是有限的，更多的是流动性风险，因为对抵押品的回收和处置可以帮助信托公司覆盖损失。当然，如果抵押品的价值本身存在高估，或者难以估值、变现周期较长（如矿产资源等），那么信托贷款的信用风险和流动性风险就更高。总而言之，和中国很多其它风险类似，信托行业是否会产生系统性的信贷风险，很大程度上取决于中国是否会出现显著的经济危机（如果出现严重的经济危机，资产价格的大幅贬值）。此次央行、银监会发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》托底经济，宏观经济尾部风险显著降低，对整体经济系统性风险最为敏感的信托行业显著受益。

### 4.3. 通道业务未来占比或显著下降

- 信托公司业务边界被挤占的核心其实在于通道业务。随着 2012 年证监会资管新政的实施，券商资管、基金子公司陆续获得了投资范围的松绑和审批上的便利，其中，券商资管和银行的合作直接威胁到银信合作业务。银证合作的核心优势在于风险资本占用较少，券商仅需要 2% 左右风险资本，而信托在银信合作中风险资本的比例约为 10%。因此，券商可以提供比信托更低的通道成本，逐渐抢走了很大部分的银信合作业务。若干年后，信托公司的通道业务可能会逐步消失。
- 根据我的测算，目前信托行业的收入构成中大概 30% 左右来自通道，60% 左右是来自集合类信托等投行性质的业务。占比 30% 的业务压力较大，增长将通过目前占比 60% 左右的私募投行业务及未来可能的另类投资（PE 等）、财富管理来实现。

图表16：信托行业的收入构成测算



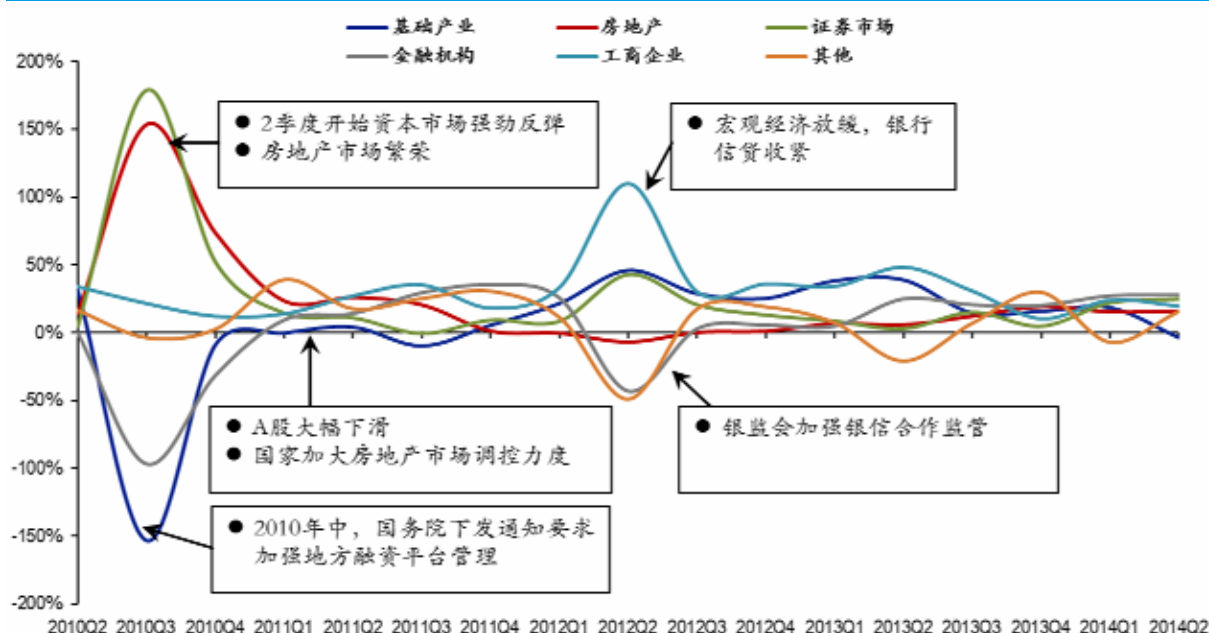
来源：国金证券研究所

### 4.4. 未来三大业务则各有发展空间，信托业长线看并不悲观

#### 4.4.1 类投行业务

- 目前信托公司的集合类业务本质上是属于投行业务的范畴，这块业务将有其固有的存在价值。
- 首先，中国企业和社会强劲的融资需求而无法从银行贷款得到完全满足的现状没有根本改变，如 2013 年 17 万亿社会融资总额中有 11% 来自信托贷款。
- 其次，鉴于银行对中国经济、金融和社会稳定的重要性，监管机构仍然需要严格控制银行体系的风险，避免让银行大量介入高风险业务，不良贷款率和坏帐等风控指标是总分行行长的绩效考核中的核心指标，甚至有时对绩效评价有一票否决权，使得银行的管理者对高风险业务总是慎之又慎。银行体系面临诸多限制，加上本身的风险偏好难以快速转变，这决定了银行很难满足私募市场的融资需求。
- 最后，最有可能替代目前信托投行业务的实际是高收益债券，该市场美国最为成熟，但这是以成熟的信用评级系统以及积极投资高收益债的机构投资者客户群决定的，目前中国尚不具备这些条件。
- 因此，我预计信托公司目前的核心业务——投行业务在中短期内将持续存在并成长。同时相比其他金融服务领域，该业务本身具备极强的灵活性，将为信托行业持续提供养分。

图表17：信托业资金投向净增占行业整体净增的比例



来源：国金证券研究所

#### 4.4.2 另类投资业务

- 传统资产管理以共同基金等为主导、主要投资于资金市场、股票、债券等标准化产品，并收取一定管理费，通常管理费是与管理资产规模成正比的，不随投资收益的变化而变动。而另类资产管理主要在两方面有别于传统资产管理。一是投资标的通常是标准化资产，包括私募股权基金、对冲基金、房地产基金、基础设施基金等；二是另类资产管理的费用结构上也通常采取更为激进的模式（如一般对冲基金若取得超过承诺预期收益能够分享 15-20%的超额投资收益）。另类资产管理公司要做得优秀，往往需要具备跨多个投资领域的投资管理专业能力，信托公司本身具有独特的产业优势。这个领域本身具备极大的成长空间，战略性进入必然有利可图，是未来信托公司可能重点发展的领域（但对公司的要求也非常之高）。

#### 4.4.3 私人财富管理业务

- 随着中国经济的发展，社会居民收入以前所未有的速度快速增长，积累了大量私人财富。毫无疑问，未来十年将是中国私人财富管理业务发展的“黄金十年”。但在中国，针对高净值客户的私人财富管理业务还处于初级发展阶段，市场仍然以产品驱动为主，客户的投资范围和渠道仍然有限，大多数参与该业务的金融机构尚未实现业务盈利。而信托公司凭借过去几年形成的产品优势和客户资源，具备抓住私人财富管理业务发展机遇的良好基础。

**图表18：信托行业未来的三大关键业务**

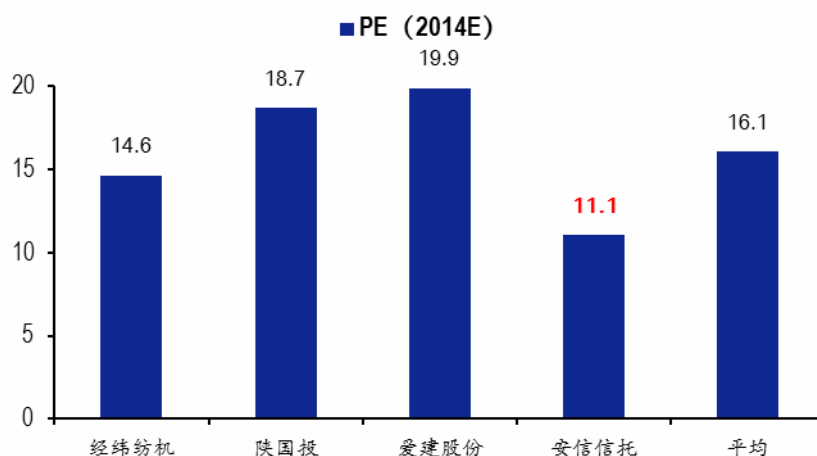
	业务描述	客户群	主要收入来源	核心能力
投行业务	<ul style="list-style-type: none"> <li>寻找融资方，维护融资方关系</li> <li>设计融资产品</li> <li>通过自有或第三方渠道销售产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>中小企业</li> <li>地方政府</li> <li>房地产企业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>承销费（或资金利差）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>基础资产获取</li> <li>机构客户消费和服务</li> <li>风险管理</li> </ul>
PE 性质的资产管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>募集客户资金</li> <li>根据客户需求制定投资策略并进行资产配置</li> <li>进行组合管理以提高投资收益</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>机构投资者</li> <li>超高净值客户</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>管理费</li> <li>收益提成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>专业投资</li> <li>投后管理</li> </ul>
私人财富管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>以满足客户理财需求为目的，为客户筛选产品</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>高净值客户</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品代销佣金</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>销售和服务</li> <li>产品筛选</li> <li>投资咨询</li> </ul>

来源：国金证券研究所

## 5、估值：安信信托被显著低估

- **上市信托公司估值平均较安信信托高 45%。**以 2014 年 PE 计算，目前其他三家上市信托公司（或利润来源主体为信托公司）经纬纺机、陕国投、爱建股份的 PE 分别为 14.6X、18.7X、19.9X，包括安信信托在内平均为 16.1 倍，平均值较安信信托目前 11.1 倍的水平高出 45%。
- **安信信托的成长性显著好于同业。**安信信托此前的重心放在重组上，目前又受到资本制约，业务开展情况受到限制，未来公司定位调整以及资本补充到位后可以预期其业务大幅度增长。反观同业，如经纬纺机持有的中融信托目前信托资产规模估计超过 5000 亿，成长性与行业类似，已经显著下降，同时很多的工作重心是放在风险处置上。陕国投和爱建股份的业务增长速度明显减缓，可能与其公司机制有关。从业绩来看，2014 年上半年安信信托净利润同比增长 397%（预计资本补充到位后仍将维持高增长），经纬纺机负增长了 29%，陕国投和爱建股份的增速均不到 20%。
- 总体上，基于安信信托本身在行业中的成长性（保守估计未来 2 年复合增速 40%以上）以及对公司本身风险的判断，我们认为应该给予其高于同业平均的估值水平，首次覆盖保守给予公司 2014 年 16 倍 PE，对应目标价为 34 元（对应增发后 2015 年 16.5 倍 PE）。

图表19: 安信信托的估值较同业平均低 45%



来源: 国金证券研究所

图表20: 安信信托的成长性显著更好 (净利润增速有望维持高增长)

	2011	2012	2013	2014H	2013H	YoY
经纬纺机 (中融信托)	491	430	592	217	304	-29%
陕国投	154	261	313	220	186	18%
爱建股份 (爱建信托)	120	321	475	232	198	17%
安信信托	195	108	280	548	110	397%

来源: 国金证券研究所

图表21: 安信信托及上市同业的信托资产规模增速

信托资产规模	2011	2012	2013	2014H
安信信托	254	460	1,158	1,278
中融信托	1,742	2,995	4,785	
陕国投	505	1,011	907	1,038
爱建信托	120	228	385	500
行业	48,114	74,706	109,071	124,782
同比增速		2012	2013	2014H
安信信托		81%	152%	10%
中融信托		72%	60%	
陕国投		100%	-10%	14%
爱建信托		89%	69%	30%
行业		55%	46%	14%

来源: 国金证券研究所

**图表22：几家上市信托公司的财务数据对比（2013年）**

	信托资产规模	ROE	信托报酬率	信托收入占比	信托杠杆
安信信托	1,158	32%	0.99%	96%	133.9
爱建信托	385	12%	1.37%	64%	12.2
陕国投	907	9%	0.49%	56%	25.8
中融信托	4,785	27%	1.17%	93%	63.5
行业	109,071	22%	0.67%	76%	42.7

来源：国金证券研究所

## 6、可能的催化剂

- **向市场再融资：**公司自上市以来未进行过再融资，而其他信托公司如陕国投（2012年）、经纬纺机（2012年）均进行过定向增发。本次股东注资后，未来随着业务发展的需要，公司或将存在向市场再融资的需求。
- **民营机制下转型动力强，不排除向其他金融领域进行外延式扩张：**大股东注资后公司的资本实力大增，同时民营机制下公司的转型意识强。未来不排除通过外延式扩张进军其他金融子行业、分散经营风险并寻求协同效应的可能。
- **股本扩张：**股东定增完成后公司的注册资金仍然较低，预计未来公司存在通过增发、送转等方式实现股本扩张的可能性。

## 7、风险提示：

业务增速不达预期；个别信托业务出现兑付问题；外延式扩张碰到监管阻力；

**附录：财务报表预测摘要**

利润表(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	493	838	1,580	2,501	3,875
利息净收入	32	88	134	402	644
手续费净收入	374	742	1,396	2,049	3,182
投资收益及公允价值变动	66	6	50	50	50
营业支出	340	436	284	550	1,240
营业税金及附加	27	50	79	125	194
利润总额	166	402	1,296	1,951	2,635
所得税	64	122	324	488	659
净利润	103	280	972	1,463	1,976
归属母公司所有者净利润	108	280	972	1,463	1,976
资产负债表(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
交易性金融资产	140	525	1,221	3,711	4,059
发放贷款及垫款	0	601	372	707	1,326
资产总计	951	1,600	2,481	7,070	8,838
应付职工薪酬	87	170	263	316	411
应交税费	44	170	264	317	412
负债合计	321	736	790	1,105	1,489
股本	454	454	454	704	704
归属母公司所有者权益	631	865	1,691	5,965	7,348
少数股东权益					
所有者权益合计	631	865	1,691	5,965	7,348
每股数据 (元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.24	0.62	2.14	2.08	2.81
每股净资产	1.4	1.9	3.7	8.5	10.4
估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率	99.9	38.5	11.1	11.4	8.4
市净率	17.1	12.4	6.4	2.8	2.3

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	2	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD