

信托行业 2010 年一季度分析报告

单位：百瑞信托研究发展中心

博士后科研工作站

研究员：高志杰 程磊 罗靖

电话：0371-69177532、69177531

地址：郑州市郑东新区商务外环路 10 号

中原广发金融大厦 26 层

邮编：450018

日期：2010 年 4 月 26 日

网址：www.brxt.net

百瑞观点：

- ◇ 集合资金信托计划发行数量继续增长
- ◇ 前十家信托公司发行数量占比过半
- ◇ 证券信托从一骑绝尘到群起纷争
- ◇ 事件驱动型证券信托萌芽
- ◇ 伞形资产配置信托计划面世，提升主动管理能力
- ◇ 房地产信托：不争，莫能与之争
- ◇ 房地产信托：真实股权投资引领未来
- ◇ 股权收益权信托标的资产范围扩大
- ◇ 通胀预期增强，黄金再受重视

信托行业 2010 年一季度分析报告

2009 年，在多项经济刺激政策的影响下，国内经济逐渐走出全球次贷危机以来的低谷，基本确认经济恢复增长。2010 年一季度，国内经济呈快速增长态势，GDP 增速接近 12%。为防范经济过热，防范资产和通货“双膨胀”，国家银行信贷政策有逐步收紧的趋向。在国民财富增长的大背景下，信托行业在 2010 年一季度表现良好，信托财产规模不断攀升。

一、集合资金信托发行数量一季度继续增长

集合资金信托计划作为当前信托公司最主要的信托产品，也是信托公司重要的利润来源，从一季度集合资金信托计划发行统计来看，发行总量继续保持增长态势，主要以证券和房地产领域为主，且发行信托公司呈现较高的集中度。

1. 发行总量攀升

据公开资料不完全统计，2010 年一季度共有 41 家信托公司新推介发行集合资金信托计划 293 支，发行总量较 2009 年第四季度的 281 支增加了 12 支，增幅 4.3%。分月份来看，一月份发行数量最高，达到 111 支，取得了开门红，反映了信托公司在 2009 年末储备了较多的项目；二月份由于是中国传统的春节长假，新发行信托计划数量较少，仅有 80 支，三月份集合信托计划发行量恢复到三位数，达到 102 支。

2010 年一季度集合资金信托计划推介情况

	参与信托公司	推介的信托计划数目
1 月份	33	111
2 月份	29	80
3 月份	36	102
一季度	41	293

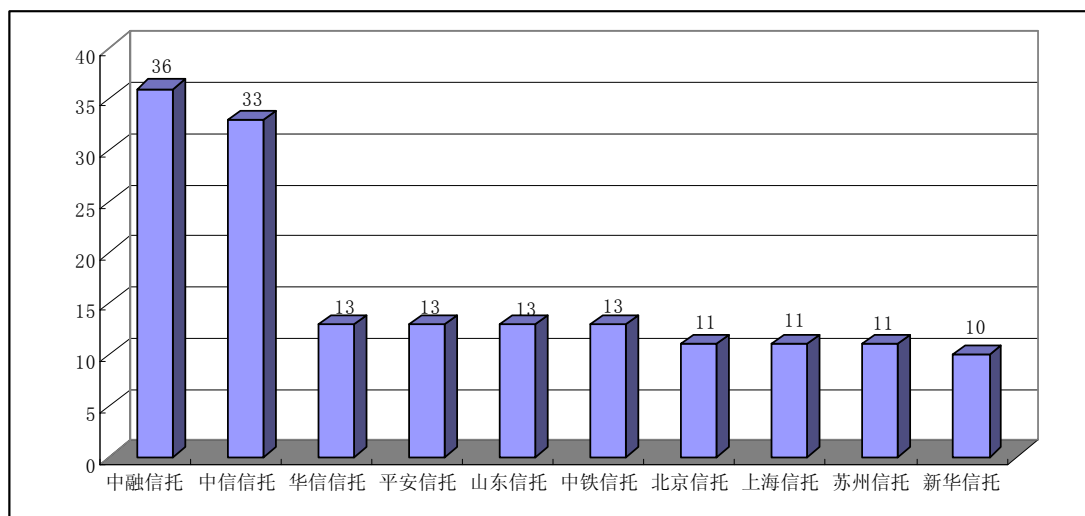
从上面可以看出，3 月份参与发行集合资金信托计划的信托公司明显增多。各家信托公司都在抓紧春季的大好时机，积极扩大管理资产规模。

2. 前十家信托公司发行数量占比过半

一季度，集合资金信托计划发行量在信托公司之间是不均衡的，中融信托和中

信信托的发行量分别是 36 支、33 支，都超过了行业总量的 10%；发行集合资金信托计划最多的十家信托公司共发行了 164 款信托计划，占全部发行量的 56%。

一季度前十家信托公司发行数量图



3. 按投向分类

从投向上来看，目前推介的信托计划，资金主要流向了证券和房地产两个领域。证券投资信托达到 89 支，比 2009 年四季度的 65 支有大幅度增长。经过半年时间的盘整以后，面临融资融券和股指期货推出带来的新机遇，私募机构和投资者再次看好证券市场。

房地产类信托计划 78 支，较上季度的 72 支有所增加。如果考虑到其他类别中，有些项目通过上市公司股票收益权等方式回避了直接投资流向，估计最终投资到房地产领域的项目实际上还要多些。其他类信托计划中，投资方向有上市公司股票收益权、黄金、中小企业、金融企业、能源等领域。

一季度推介信托投资方向分类表

项目类别	推介的信托计划数目
证券	89
房地产类	78
商贸流通	27
基础设施	25
工商企业	10
其他	64

总计	293
----	-----

4. 按投资形式分类

从投资形式上来看，证券投资信托占据主导地位，贷款和股权投资分列第二和第三位。值得注意的是，股权收益权形式的信托达到 37 支，总量占比达到 12.6%，其中，以上市公司股权收益权形式进行投资的信托计划共有 22 支。

一季度推介信托投资形式分类表

项目类别	推介的信托计划数目
证券投资信托	89
贷款	68
股权投资	74
股权收益权	37
债权	11
其他	14
总计	293

二、证券投资信托争奇斗艳

1 月 8 日，国务院原则同意开展融资融券和股指期货业务；3 月 31 日，上交所、深交所开展融资融券交易；4 月 16 日，股指期货在中金所正式上线交易。

融资融券和股指期货的核准推出，标志着证券投资信托将迎接对冲基金时代。对冲基金时代呼唤信托开户，包括集合资金信托计划开立股指期货账户。融资融券和股指期货的引入，代表了做空工具和杠杆交易工具时代的到来。随着更多金融工具的推出，证券投资信托品种将会进入多样化发展阶段，有望推出不同风格和投资对象的信托产品。

在此背景下，一季度共发行证券投资信托 89 支，比去年四季度有着大幅增长，显示出投资者对未来证券市场持乐观态度。其中，直接投向二级市场的证券投资信托有 87 支，结构化证券投资信托有 21 支，专门投资定向增发和大宗交易的信托计划有 2 支，从产品类型上看，一季度的证券投资信托呈现出了多样化的发展趋势。

1. 证券信托从一骑绝尘到群起纷争

华润信托是阳光私募的起源地，一直以来也是管理私募证券资产最多、发行私

募信托最多的信托公司。最近两年，中融信托、平安信托等其他信托公司看到证券投资信托优良的风险收益特征和良好的发展趋势，纷纷在证券投资领域进行了业务拓展。今年一季度的 89 支证券投资信托，中信信托发行了 24 支，山东信托发行了 11 支，高居一季度证券投资信托计划发行冠亚军位置。

一季度信托公司证券信托发行数量简表

信托公司	发行数量排名	证券信托发行数量
中信信托	1	24
山东信托	2	11
陕国投	3	9
中融信托	4	8
中海信托	5	8
外贸信托	6	6
华润信托	7	5

从发行信托公司来看，证券投资信托已经从最初的华润信托一家独大发展到了更多信托公司百花齐放。从投资顾问的角度看，百花齐放的味道更浓。阳光私募元老级投资顾问赵丹阳在 2008 年初大牛市末期清仓离场，成为一曲绝唱。“老一批”的优秀投资顾问，如武当、星石、朱雀、从容、重阳等，已经发行多期证券投资信托，总规模达到二三十亿，相当于一个小型基金公司了，操作风格上趋于稳健。随着证券市场容量的扩大和投资者对于阳光私募的认可，大批新生代投资顾问诞生并加入发行证券投资信托的行列，形成百舸争流的局面，如新价值，在 2009 年以来表现尤其突出，可以说是江山代有人才出。

2. 投资范围扩大，期限延长

与以往证券投资信托相比，本季度证券投资信托的投资领域更加广泛，不少信托计划已经在信托文件中约定了可以投资股指期货。如陕国投·瀚信成长 1 期证券投资集合资金信托计划约定的投资范围是：投资在上海证券交易所、深圳证券交易所或中国金融期货交易所公开挂牌交易或已经公开发行并即将公开挂牌交易的所有投资产品、银行间投资品种（如银行间债券、中央银行票据等）以及中国证券业监督管理委员会许可发行的基金在当前和未来可以投资的其他所有投资品种。该投资范围不仅涵盖了股指期货，还包括了公募基金未来可以投资的其他所有投资品种。

相对去年的证券信托而言，今年证券投资信托呈现长期化倾向，如博江 1 期期限设置为 10 年、中睿合银 4 期、朱雀 15 期的期限都达到了 20 年，不设终止期限的证券信托再现市场，如爱康 1 号。

3. 事件驱动型证券信托萌芽

事件驱动策略是证券信托中的一种重要投资策略，备选事件包括重组、并购等。一季度出现了两款专门投资于国内上市公司定向增发和大宗交易的信托计划，即中投信托会稽山股权投资信托和上海信托钻石一号——上市公司股权（受益权）投资集合资金信托计划，可以说是具有中国特色的事件驱动型证券投资信托计划。

中投信托发行的会稽山股权投资集合资金信托计划专门投资国内上市公司定向增发和 A 股大宗交易。信托计划受益人包含三类，即超优先级受益人、优先级受益人和一般级受益人。一般级受益人为浙江天堂硅谷创业集团有限公司和中投信托有限责任公司。超优先级、优先级和一般级受益权预期基本收益率均为 8%/年，超优先级不参与超额收益分配，优先级和一般级受益权按 20: 80 比例分享超额收益。

上海信托发行的钻石一号-上市公司股权（受益权）投资集合资金信托计划，期限 1.5 + 1 年，产品规模不低于 2500 万元，主要投资方向是定向增发的上市公司股权（如监管政策允许）、上市公司股权受益权、上市公司股权拍卖、通过大宗交易购买上市公司股权。收益来源包括信托受让上市公司股权（受益权）后获得的现金分红、股票分红、股权增值、转让股权获得的增值收入以及由受让股权产生的其他增值。预计年收益率为浮动收益，根据信托资金具体运作情况和可能的投资机会而定。

4. 伞形资产配置信托计划面世，提升主动管理能力

上海信托推出伞形资产配置信托计划，2010 年 1 月，上海信托网站展示了其新开发的一款证券信托产品——“红宝石”安心进取系列伞形资产配置信托计划。该产品发行规模不小于 2 亿元，主要投资方式是证券投资，期限是永续。

母信托“红宝石”安心进取伞形配置信托（上信-H-1001）的投资对象为各子信托：上海信托大金融板块证券投资信托（上信-H-1101）、上海信托上游资源板块证券投资信托（上信-H-1102）、上海信托中游制造板块证券投资信托（上信-H-1103）、上海信托下游消费板块证券投资信托（上信-H-1104）。未来可将其它子信托，如商

品类、QDII 类信托等，纳入其范围。

在母信托层面，通过自主决策，动态调配信托财产在不同子信托之间的分配，跨市场、跨行业配置资产，获得理想的投资收益。在子信托层面，挑选专业的基金公司、基金经理作为子信托的投资顾问，持续跟踪、评估，获取较好的超额收益。

这个产品期限是永续的，同时允许申购和赎回。对于信托公司来说，证券投资信托的大发展，尤其是长期限的、展现信托公司主动管理能力的证券信托计划，能够改善信托公司的收入结构，逐步形成持续的竞争能力和业务模式。

5. 中银国际证券精英汇（1期）超级TOT发行

春节过后，中国银行总行私人银行部、华润信托联合八家明星私募共同推出的中银国际证券精英汇（1）期开始推介，主要通过中行私人银行网络进行发售，预期总募集金额达到 20 亿元，有望在 4 月份面世，成为一支超级“TOT（信托中的信托）”产品。

前期，中国银行搞了一场轰轰烈烈的选秀活动，从 100 多家阳光私募资产管理公司中最终选出了八家明星私募，包括星石投资、朱雀投资、上海从容等。在资金分配上，初期实行平均分配原则，择机投入到上述 8 家私募旗下的产品中。按 20 亿元的总规模计，每家私募能获得的最大资金量为 2.5 亿，而原有的单只产品规模基本上都在亿元以上，加总后总规模有望达到 4-7 亿元。

TOT 类型的信托面临双重收费的不利局面，一般在投资策略上更加谨慎。从此前发行的平安信托“东海盛世一号”、光大银行“阳光私募宝”等 TOT 产品来看，今年以来的牛皮市中该类型产品表现出较强的风险控制能力。虽然收益赶不上排名靠前的基金，但是股市下跌时亏损较小，净风险调整后的收益率具有一定的竞争力。

三、房地产信托：不争，莫能与之争

2009 年，房地产市场的“小阳春”演绎出了波澜壮阔的跨年度涨势，直到 2010 年春天，通州房价直接从 1 万跳升到 2 万，多个省会二线城市房价积极响应。国务院痛下决心，抛出“二套房首付 50%”等杀手铜，地产股价格反映敏捷、应声而落，北京市二手房抛盘增加，价格止涨。

在房价如火如荼的时候，今天争抢的业务，明天可能就会变成烫手的山芋，面

对国家不断地宏观调控，忽然想起一句话“夫唯不争，天下莫能与之争”。回首一季度房地产信托发行情况，还是有所体现。

1. 不争规模，排名前十位的实际发行规模显著下降

一季度，实际发行规模前十位的房地产集合资金信托项目共募集资金 75 亿元 F1F，显著低于去年四季度前十位将近 130 亿元的预计发行规模。即使把中信信托聚信汇金地产基金 III 号 25 亿元的总规模（首期发行 3 亿元）全部包括在内，也远远低于上季度。

与房地产宏观调控政策相呼应，本季度仅有两支信托计划名称中含有“房地产”字样，而且在资金运用方式上，还有两个信托项目借助了应收账款的形式。

实际发行规模前十的房地产集合资金信托项目

产品全称	受托人	实际发行规模(万元)
上海豪全公司股权受益权信托	安信信托	210,000
绿城玫瑰园信托	中泰信托	135,872
稳健系列房地产信托 II 期	北京信托	70,283
苏州青剑湖项目信托	华润信托	60,000
英诚公司应收账款优先收益权投资信托	北京信托	50,000
广东保利置业有限公司应收账款转让项目	粤财信托	50,000
安鑫 2 号房地产投资基金信托	平安信托	46,590
合景泰富珠江新城万晖项目股权投资信托	中信信托	46,500
弘泽 1 号·弘泽华信贷款信托	中信信托	42,385
鹭弘 1 号股权投资信托	中融信托	40,000

2. 不争地王，避免参与地王项目投融资

不争，首先就是不争地王，避免参与地王项目投融资。从最年半年多的时间来看，各地拍出的地王项目，尤其是北京的地王项目多以国有背景企业为主。北京的“中”字头央企在 2009 年的经济刺激政策中，获得了充足的信贷资金支持，面对产能相对过剩的制造业，只好把资金投向房地产行业。

由于融资成本的缘故，信托公司恰好在央企地王项目中参与较少，能够避免以后开发中面临的困境。值得注意的是，信托公司往往在区域性、城市性地产龙头企

¹ 受房地产调控的影响，信托公司不再预计庞大的发行规模，在这里以实际发行规模代替，二者在数量级上是一

业的融资中占据重要位置，应该提高警惕，避免参与这类企业的地王项目。

3. 江西信托决然停止“合作开发”

3月9日，上市公司ST成功（000517.SZ，现更名为荣安地产）与江西国际信托的“合作开发”戛然而止。2月25日ST成功公告称，ST成功子公司康园房产拟与江西国际信托共同设立宁波康信置业，就开发宁波市鄞州新城区庙堰-4号地块进行合作。拟设的康信置业注册资本为23亿元，康园房产、江西国际信托分别以现金出资13亿和10亿，分占注册资本的56.52%、43.48%。而江西国际信托这10亿元出资的用途，将是用来支付所开发地块的剩余土地出让款，而退出途径是由相关项目方进行股权回购。

3月初，江西国际信托“因信托项目条件不成熟”，决定终止与ST成功拟合作股权投资H信托业务的H投资H意向和洽谈。采用回购模式类同于发放贷款，终止合作开发，正是响应了银监会“不得以信托资金发放土地储备贷款”的信托新规。

4. 不争红海业务，加强产品开发和业务创新，开辟蓝海新领地

房地产贷款是一个相对成熟的领域，信托公司要想获得高收益，在资金来源相对有限的情况下，就需要在产品开发和业务创新上下功夫。通过创新产品设计，开辟蓝海新领地。

中信信托1月29日开始发行的铭粤通1号不动产投资基金集合资金信托计划，在房地产信托中引入了投资顾问。受益人分为优先级和普通级2个层级，优先级和普通级的比例为2:1，优先级预期收益率10%；信托规模不超过1.5亿元，信托期限3年。中信信托和投资顾问按照二八比例认购次级份额。信托资金主要运用于对从事不动产投资、增值改造及处置等业务的项目公司的股权投资和债权投资。在本计划任一子项目经投资顾问推荐，并经受托人审批同意实施后，将以股权收购和股东贷款方式投资于针对该子项目的项目公司。项目公司按照经审批的项目方案，进行不动产的收购、增值改造及处置，以及以不动产为抵押物的债权的收购及处置。信托收益的主要来源为贷款利息收入、股权投资收益及转让溢价或其他投资收益所得。在信托计划成立时，本计划不指定特定投资项目；为进一步保证投资人利益，信托

致的，在数值上应该是近似的。

财产分配时，先分配优先级本金与收益，剩余部分归普通级所有；即以普通级本金保障优先级本金及收益。

北京国际信托发行的艺苑桐城项目贷款集合资金信托计划中，则按认购金额及预期年收益率的不同，划分为 A 类信托单位、B 类信托单位、C 类信托单位和 D 类信托单位。如下表所示：

艺苑桐城项目集合资金信托计划信托单位类别列表

信托单位类别	认购金额（人民币）	预期年收益率
A 类信托单位	100 万元（含）-300 万元	7.5%
B 类信托单位	300 万元（含）-500 万元	8.5%
C 类信托单位	500 万元（含）-1000 万元	9.0%
D 类信托单位	1000 万元（含）以上	10.0%

通过预期年收益率的差异化设计，不仅有利于吸引大额资金投资，而且通过人为划分信托单位类别，还规避了“同股不同权”现象。

5. 真实股权投资引领未来

真实股权投资符合“受人之托、代人理财”的理念，能够更好的满足投资者的个性化需求，可以更好的发挥信托公司的优势。在真实股权信托中，信托公司充分发挥了资产管理公司的作用，同时也能够获得更大的收益，是国际通行的房地产私募基金在中国的有益探索，是能够代表发展方向的一种房地产信托业务。

一季度，平安信托创新发行了平安财富*睿石系列全功能房地产基金集合资金信托计划，其中，睿石 1 号于 2010 年 2 月 9 日正式成立。信托期限为 3 年，如信托财产存在非现金形式的，信托自动延期至信托财产全部变现之日。在投资方向上选择房地产及其相关行业，具体方式包括但不限于：（1）房地产公司或项目公司抵押/担保贷款以及该类信托的信托受益权；（2）房地产投资性信托产品的信托受益权；（3）物业收购的周转贷款以及该类信托的信托受益权；（4）房地产公司股票质押融资以及该类信托的信托受益权；（5）房地产公司发行的债券以及该类信托的信托受益权。该信托计划为高风险投资产品，受托人不保证本金不受损失、不保证本信托计划一定盈利，也不保证最低收益。

一季度，中信信托发行了聚信汇金地产基金 III 号信托计划，结构上分为优先级、中间级（或有）和次级 3 个层级。预计最大规模为 25 亿元的，优先级和次级的

比例不超过 20:5，本次发行规模 3 亿元。信托资金投向青岛少海新城房地产项目，预期收益等于预期固定收益率加上预期浮动收益率。优先级预期固定收益率：自信托计划成立日起 3 年内为 8.5%/年（扣除认购费后约为 7.5%/年），3 年后为 7.5%/年，并挂钩央行公布的三至五年期金融机构人民币贷款基准利率，而预期浮动收益率 0~12.5%，取决于少海新城项目的实际运作情况。如优先级信托受益人选择主动赎回优先级信托受益权，则申请赎回的优先级信托受益权的年预期收益率变更为 10%，申请赎回的优先级信托受益权不再享有浮动收益。

真实股权投资性质的房地产信托业务是信托公司私募房地产信托的发展方向。在我国目前的经济环境下，2009 年底城镇化率刚刚达到 46%，房地产行业还有很大的发展空间。信托公司开展私募房地产信托基金业务，在扩大信托业务规模的同时，又给自主管理留下了足够的空间。

四、股权收益权信托标的资产范围扩大

2010 年一季度，共发行以股权收益权作为投资对象的集合资金信托计划共 37 支，含上市公司股权收益权的 22 支，其中，披露标的股票的有 12 支。除了西部资源和广安爱众是流通股以外，其余十只股票均是限售流通股。除了广安爱众市盈率是 39.1 以外，其他股票市盈率均在 50 倍以上，且其中含有一支亏损股（京东方）、一支重组摘帽股（中弘地产，原 ST 星苑）、一支创业板股票（合康变频）。

相比 2009 年较多的使用增发股拿来作为标的资产的信托计划，今年一季度更多的是市盈率处于相对高位的限售流通股。在股票市场价格较低时或者上涨初期，利用杠杆参与增发无疑能够给增发投资人带来更大的收益。但是在股票市场价格较高时，尤其是利用估值偏高的创业板股票进行质押，到了信托计划到期的时候，有可能股价已经降低，给信托计划带来风险。

股权收益权信托计划中，标的股票蔓延到高市盈率股票、质地较差的股票等，值得在业务发展中引起足够的重视。以高市盈率股票作为收益权标的资产的，必须设置较低的质押率，保证信托计划的安全。

一季度上市公司股权收益权质押股票市盈率简表

上市公司简称	市盈率	是否限售股
京东方	—	限售股

安信信托	177.1	限售股
三安光电	122.9	限售股
亿利能源	116.6	限售股
合康变频	92.7	限售股
西部资源	73.2	流通股
鲁银投资	62.1	限售股
澳洋顺昌	61.5	限售股
美邦服饰	57.2	限售股
广汇股份	53.3	限售股
中弘地产	50.3	限售股
广安爱众	39.1	流通股

除了二级市场股票以外，股权收益权信托的标的还有非上市企业股权、商业物业租金收益权、出租车经营权等。在非上市企业股权收益权中，标的企业有房地产企业、金融企业、能源企业等。除了企业股权以外，只要能产生现金流的其他权益，也可以拿来做成收益权信托计划，如出租车经营权质押、财产权等。

一季度非上市公司收益权的典型信托计划

信托公司	信托计划名称	标的资产
西安信托	出租车经营权质押贷款信托	267 辆出租车经营权
中投信托	三川·清洁能源投资信托	财产权信托的优先受益权
天津信托	天津力神兴业科技有限公司股权收益权投资及回购信托	力神兴业 6700 万股股权收益权
上海信托	G-2902 金融企业股权受益权投资信托	4040 万股东方证券股权受益权
昆仑信托	华油天然气股权收益权信托	华油天然气 19.67% 股权对应的受益权
安信信托	上海豪全公司股权受益权信托	豪全房地产开发公司 100% 股权
国元信托	宁国国投公司股权受益权投资信托	宁国市土地收购储备有限责任公司股权受益权
苏州信托	南京德兰大世界装饰大市场受益权投资项目集合资金信托计划	商业地产受益权

五、通胀预期增强，黄金再受重视

2009 年世界范围内广泛推行经济金融刺激政策，天量货币发行不断刷新历史记录。刺激政策不仅增强了经济增长势头，还增强了人们的通货膨胀预期。在不兑现

的纸币本位制度下，不稳定的货币体系唤醒了人们对于黄金的热忱。黄金信托产品成为继黄金实物、纸黄金、黄金 T+D 之后人们的又一选择。

2010 年 1 月到 2 月间，平安信托陆续发行了 7 期黄金信托产品，成为近期黄金信托投资的一个热点。加上 2009 年 4 季度平安发行的 2 支黄金信托产品，平安信托已经累计发行 9 支黄金信托计划。平安信托的黄金投资共分为两类，一类是黄金优选类信托计划，另一类是黄金组合类信托计划，初步具有了一定的规模。

黄金既具有金属属性，又具有金融属性。反映到信托产品上，金属属性的黄金可以作为良好的抵押品，以此为基础发行具有相对固定收益率的产品；金融属性的黄金可以作为交易品种，如 T+D 交易，做成结构化设计，以此为基础发行带有浮动收益的信托产品，类似于结构化证券投资信托。

随着通胀预期的不断升温，黄金价格不断走高，吸引了众多投资者的目光，银行亦是大力推广其贵金属理财产品。除了传统的实物黄金和纸黄金以外，各家银行亦开发了一些黄金投资特色增值产品，如深发展的“金抵利”，投资者将一定的金额存入银行，收益在存款之初就可以以实物黄金的形式获得，银行还给予到期后，黄金提供单位按照当时的市场价格进行回购的承诺；光大银行的“点金通”则属于黄金、白银延期交收（T+D）产品，并通过开户免费和超低佣金费率来吸引更多投资者的参与，T+D 业务不仅可以做多，还可以做空，而且具有一定的杠杆倍数，如光大银行的黄金 T+D 业务，仅需 15% 保证金。

相对黄金投资来说，投资一手白银的成本只需要黄金的百分之一。白银投资以其起点低，上涨空间大成为贵金属投资的一个重要趋势。目前，信托产品尚未涉及白银类贵金属投资信托业务。