

## 信托行业专题

# 信托行业：大资管变局下的新机遇 增持（首次）

2019年04月08日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujiayu@dwzq.com.cn

### 投资要点

■ **我国信托行业面临变革，主动管理能力为转型关键：**1) 我国信托在监管指导下，经历了整顿—扩张的阶段，目前面临变革和转型压力：2017年出台“资管新规”，明确行业“回归本源”，围绕严禁刚兑、去通道、限投向等进行了严格限制。2) 信托收入主要来自信托业务，其中主动管理类业务是信托业务收入的核心来源，以非标类融资业务为主，且保持相对较高且稳定的报酬率。3) 主动管理能力为信托公司的核心竞争力，这要求公司在资产端有更强的议价能力和投资能力，负债端有更优秀和市场化的财富管理团队。

■ **信托行业短期迎来监管边际宽松，中期存在盈利预期差：**1) 2018年下半年以来资管新规细则落地，在大原则不变的情况下，去杠杆节奏上有所放缓，信托行业迎来监管边际宽松，流动性风险压力减轻。2) 短期来看，信托规模短期迎来明显的边际拐点变化（信托规模持续下行的趋势逐步收敛，新增集合信托规模同比增速由负转正）；3) 中期来看2018年整体监管环境和政策环境偏紧，但信托报酬率实际上大幅上行，预计2018年新发的地产类和平台类项目为后续两年构建了较为坚实的盈利基础，存在盈利预期差。

■ **信托具有其不可替代性，金融供给侧改革背景下有望迎来新的发展机遇：**1) 高层表态指出我国金融体系供给过剩与供给不足同时并存，间接融资（效率和服务能力存在不足）和直接融资（股权融资发展严重不足）失衡。2) 信托具有其不可替代性，是我国唯一能够实现横跨货币市场、资本市场和实业投资领域的金融机构，资金端通过市场化方式聚集社会资金，资产端通过跨市场配置，弥补传统融资渠道的不足，是我国资本市场不可或缺的一部分，金融供给侧改革背景下，信托业务有望迎来优化和新的发展机遇。

■ **投资建议：**2018年下半年以来信托监管边际宽松，行业转型主动盈利逐步改善，新发集合信托规模逐步上行，建议关注主动管理能力突出的公司，**首推爱建集团**，重点关注中航资本、江苏国信、国投资本等。

■ **风险提示：**1) 宏观经济下行和监管超预期；2) 主动管理转型不及预期。

### 行业走势



### 相关研究

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018A	2019E	2017A	2018A	2019E	
600643	爱建集团	200.79	12.38	0.51	0.71	1.00	24.20	17.34	12.36	买入
600705	中航资本	587.95	6.55	0.31	0.35	0.41	21.13	18.71	16.07	买入
002608	江苏国信	382.72	10.13	0.58	0.70	0.84	17.56	14.57	12.05	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

## 内容目录

<b>1. 信托激荡四十年，政策驱动行业发展和变革</b> .....	<b>5</b>
1.1. 行业早期定位模糊，在整顿中逐步规范（1979~2007年） .....	7
1.2. 信托体量扩张，但行业背离本源（2008~2016年） .....	8
1.3. 资管新规下，行业转型主动迎接新机遇（2017年至今） .....	10
<b>2. 主动管理能力是信托公司的核心竞争力</b> .....	<b>13</b>
2.1. 主动管理为核心收入来源，盈利能力相对稳定 .....	13
2.2. 资产结构逐步优化，行业转型已初见成效 .....	16
2.3. 集中度有待提升，主动管理能力为关键 .....	19
<b>3. 投资建议</b> .....	<b>23</b>
3.1. 短期迎来边际改善，盈利或将优于预期 .....	23
3.2. 建议关注标的 .....	25
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>27</b>

## 图表目录

图 1: 信托行业经历整顿—扩张的发展阶段后, 将面临变革 .....	5
图 2: 2003~2018 信托行业资产规模及增速情况 .....	6
图 3: 资管子行业规模趋势 (万亿元) .....	6
图 4: 1979-2000 年信托行业历经五次整顿, 机构仅剩 60 家左右 .....	7
图 5: 2001 年“一法两规”颁布, 2007 年行业经历第六次清理整顿并重新登记 .....	8
图 6: 2008~2011 年银信合作规模扩张—收缩 .....	9
图 7: 银信合作模式 .....	9
图 8: 2008 年监管红利下银信合作崛起, 2010 年监管严格整改下通道业务受限 .....	9
图 9: 2012~2016 年银信合作受限, “泛资管”混业竞争时代 .....	10
图 10: 2017~2018 年资管新规下, 行业明确回归本源 .....	11
图 11: 信托公司收入来自信托业务 (主要) 及固有业务, 其中主动管理收入为信托业务收入来源 .....	13
图 12: 信托行业盈利水平随行业规模扩张 .....	13
图 13: 信托业务贡献绝大部分收入 .....	13
图 14: 信托业务驱动信托公司 ROE .....	14
图 15: 2018 年信托行业人均收入下滑 .....	14
图 16: 行业主动管理资产规模仍较低 .....	14
图 17: 融资类信托报酬率: 主动远高于被动 .....	14
图 18: “非标”资产至少占资金信托的 70% 左右 .....	15
图 19: 新增集合信托中“非标”占比 70% 左右 .....	15
图 20: 信托投向实体经济占比提升 .....	16
图 21: 2018 年以来新增集合信托投向房地产居多 .....	16
图 22: 单一资金信托占比下降快速 .....	16
图 23: 事物管理类信托规模及占比双降 .....	16
图 24: 银信业务规模下降明显 .....	17
图 25: 新增信托项目结构 .....	17
图 26: 2018 年信托整体年化综合报酬率下降 .....	17
图 27: 2018 年信托风险项目资产规模显著提升 .....	17
图 28: 2011-2018 信托行业固有资产规模 .....	18
图 29: 2010-2018 信托行业实收资本规模及增速 .....	18
图 30: 2010~2018 信托行业集中度无明显变化 .....	19
图 31: 对标银行、保险、证券行业, 信托集中度仍偏低 .....	19
图 32: 信托行业牌照稀缺 .....	20
图 33: 信托公司数量从顶峰上千家到目前稳定 68 家 .....	20
图 34: 中融信托注册资本领先 .....	21
图 35: 中融、中航信托资产规模领先 .....	21
图 36: 安信信托主动管理规模占比高 .....	22
图 37: 五矿、爱建信托营业收入增速最快 .....	22
图 38: 五矿、爱建信托净利润增速最快 .....	22
图 39: 五矿、爱建信托信托业务收入增速最快 .....	22
图 40: 五矿、中航信托投资收益增速最快 .....	23
图 41: 安信信托报酬率远高于其他上市公司信托 .....	23

图 42: 新增房地产信托中股权类数量占比提升 .....	24
图 43: 新增房地产信托股权类项目收益率提升 .....	24
图 44: 2018 年新增资金流入房地产 .....	25
图 45: 2018.06 以来新增基础产业信托规模 (周度) .....	25
表 1: 重点公司估值 .....	1
表 2: 中、美、日信托业经营及监管体制对比 .....	6
表 3: 资管新规细则落地, 信托行业迎来监管边际宽松 .....	11
表 4: 信托上市公司梳理 .....	20
表 5: 信托公司复合增长率排名 .....	21

## 1. 信托激荡四十年，政策驱动行业发展和变革

自 1979 年信托制度正式恢复以来，中国信托业在坎坷中快速成长，已成为我国重要的金融子行业。1921 年 8 月中国通商信托公司于上海成立，象征中国信托业的开端。1979 年 10 月，我国第一家信托机构——中国国际信托投资公司宣告成立，标志信托制度正式恢复，行业开始在坎坷中快速发展。经历了整顿—扩张的阶段后，行业资产规模较 2003 年翻了 88 倍至 2018 年的 22.7 万亿，成为仅次于银行业的第 2 大金融子行业。

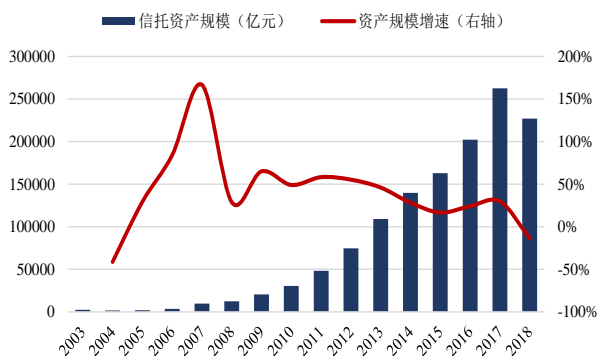
图 1：信托行业经历整顿—扩张的发展阶段后，将面临变革



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所整理

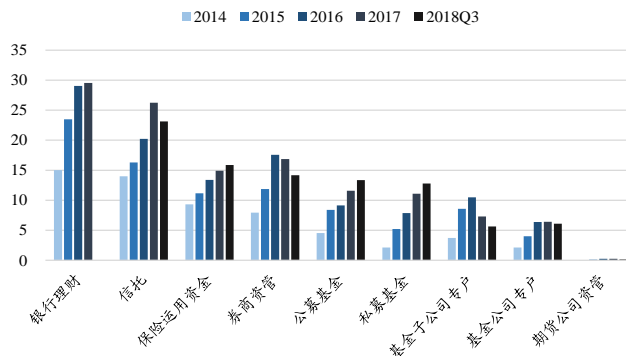
我国信托担任着金融系统中“缓冲器”的角色，其发展史即金融创新的演化史。1) 信托在我国起源于传统金融体制的需要，作为银行体系的补充，以债券融资类业务为主营业务。在传统银行系统之外，信托受到较少约束，更具灵活性，长期以满足社会各类资金需求的“影子银行”身份存在。2) 一方面，信托为众多民营、中小企业提供了新的融资渠道，也为市场增加了便利的投资渠道，促进利率市场化改革；另一方面，信托作为需持牌经营的金融机构，其专业性和风险管理能力使其成为民间金融正规化的一个有效途径，在我国非均衡的金融制度下起到宏观调控“缓冲器”的作用。3) 信托一度作为“金融创新”试验田，有银行功能，事业投资，发债等资格，“金融百货公司”的形象也潜藏了不小的风险，导致监管机构对其进行多次整顿清理，并从制度层面重新定位信托基本功能，促使其“回归本源”。

图 2：2003~2018 信托行业资产规模及增速情况



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

图 3：资管子行业规模趋势（万亿元）



数据来源：信托业协会，银保监会，东吴证券研究所

相较于海外，中国信托仍处于发展初期，基础建设与制度完善的前提下，信托回归本源的发展空间值得期待。视野放到国际看，信托制度的传播超过 800 年，现代信托业的发展超过 200 年，我国信托发展仅 40 年历史，仍处于发展初期。受历史渊源及法律制度影响，各国信托业存在不同的特点。英国是信托业务的发源地，其特点为以个人信托为主。美国信托源于英国，以金融信托为主（主要由银行兼营）。日本信托源于欧美，经历混业分业等变化后（信托业务由信托银行专营并兼营银行业务等），寡头格局凸显，初期以贷款信托为主，后逐步被土地信托、有价证券信托等所取代。我国信托在快速发展中逐步脱离本源，在基础建设和制度完善基础上，未来财富管理，家族信托，资产证券化，私募股权等领域的发展空间都值得期待。

表 2：中、美、日信托业经营及监管体制对比

类别	中国	美国	日本
历史渊源	1979 年恢复信托业	18 世纪末实现 89 信托产业化	20 世纪初引进美国信托制度
经营体制	信托业务由信托公司、基金管理公司特许经营	以银行业机构信托部经营为主，特许经营的信托公司为辅	信托业务由信托银行专营；信托银行还兼营银行业务及其他业务
监管体制	(1) 中国银监会非银部、证监会负责信托公司、基金管理公司的分业监管； (2) 二者又分别受信托法规、基金法的调整	(1) 主要受联邦金融监管局的功能监管； (2) 主要受联邦银行法和投资法的调整	(1) 由日本金融厅负责集中统一监管； (2) 主要受信托法、信托业法及相关法规调整
主营业务	资金信托业务为主	基金信托业务为主(包括证券投资基金和产业基金)	金钱信托业务为主

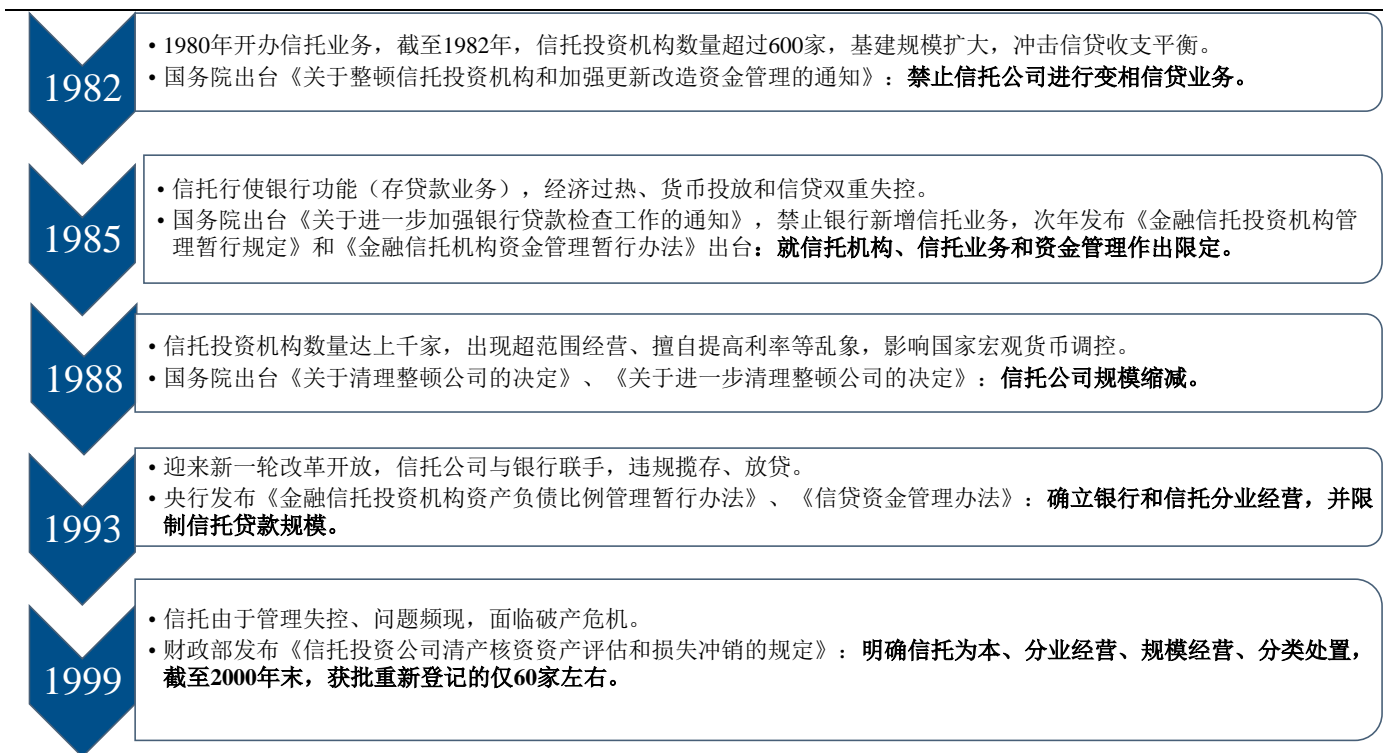
数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

## 1.1. 行业早期定位模糊，在整顿中逐步规范（1979~2007年）

### 1) 1979~2000年：行业危机频发，在五次整顿中探索前行，本源业务难以开展。

1979年，信托的归来不同于其“信而托之”的本意，而是肩负历史和政治的使命——满足中央、地方政府和国企等的融资需求，开展“类银行”（放贷）和“类证券”（包括经纪、自营投资、股票及债券发行等）的多样化金融服务业务。由于缺乏基础和准备尚未形成自身的清晰定位和业务模式，本源业务难以开展。改革开放调动的积极性和人民银行相关政策使信托的自由发展更显“盲目”，作为“混业经营”的金融机构也频频暴露风险，此时的信托投资公司普遍面临主业不明确，经营不规范，资产质量差等问题，行业历经五次“发展-整顿”周期，信托公司从鼎盛时的上千家锐减至60家左右。

图4：1979-2000年信托行业历经五次整顿，机构仅剩60家左右

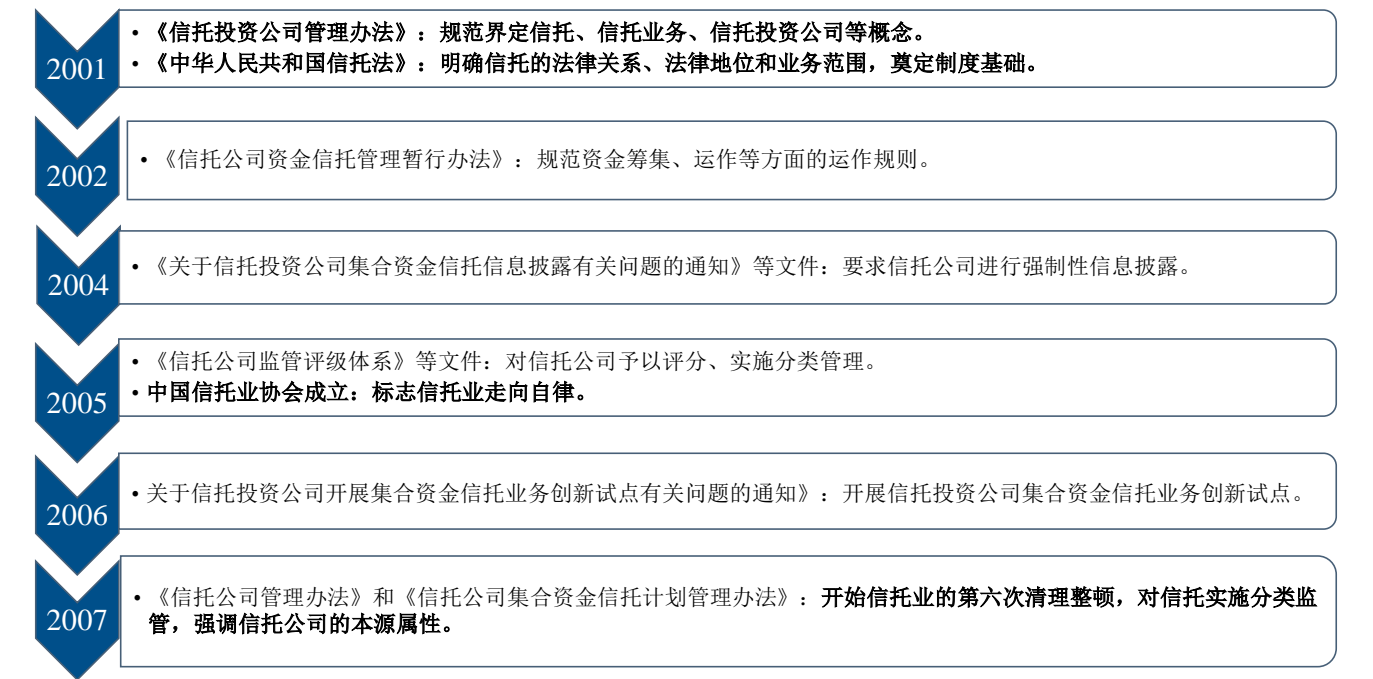


数据来源：国务院、银保监会，东吴证券研究所

2) 2000~2007年，信托制度正式扎根，行业逐步进入规范发展阶段。2001年到2002年，一法两规（《中华人民共和国信托法》、《信托投资公司管理办法》和《信托投资公司资金信托业务管理暂行办法》）相继落地，标志着我国信托展业有法可依，信托制度正式扎根。信托投资公司的发展有了制度的保证，部分信托投资公司以“创新”之名频繁突破“一法两规”框架（如公司治理及内控措施不完备、损害投资人利益的关联交易、

持续累计的风险和坏账等), 引发了第六次行业整顿——2007年《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》取代此前“两规”, 监管层对信托业实施分类监管, 强调回归本源, 各家开始清理和整顿, 进入规范发展阶段。

图 5: 2001 年“一法两规”颁布, 2007 年行业经历第六次清理整顿并重新登记



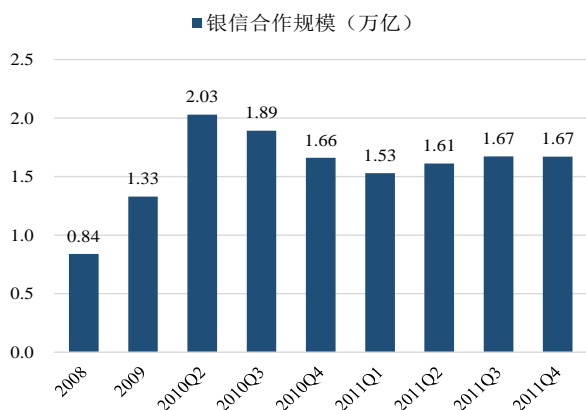
数据来源: 国务院、银保监会, 东吴证券研究所

## 1.2. 信托体量扩张, 但行业背离本源 (2008~2016 年)

1) 2008 年~2011 年, 监管红利带领银信合作崛起。2008 年金融危机导致信托产品面临大规模亏损 (资本市场市值大规模缩水, 投向证券市场的私募产品多数亏损), 信托公司开始寻求“创新”。一方面, 随着 11 月“四万亿”刺激经济计划出台, 房地产市场被激活+地方政府融资平台需求强烈, 另一方面, 银监会推出配套政策, 肯定银信合作和信托支持基础设施建设, 银信合作使银行达到规避监管投资非标的目的 (即用表外理财资金通过信托发放贷款, 此前为抑制经济过热, 央行限制信贷规模扩张), 可迅速做大总资产规模, 信托则利用牌照优势收取通道手续费提高收入, 红利下通道业务开始疯狂冲量, 行业规模从 2008 年的 1 万多亿飙升到 2010 年的 3 万亿。

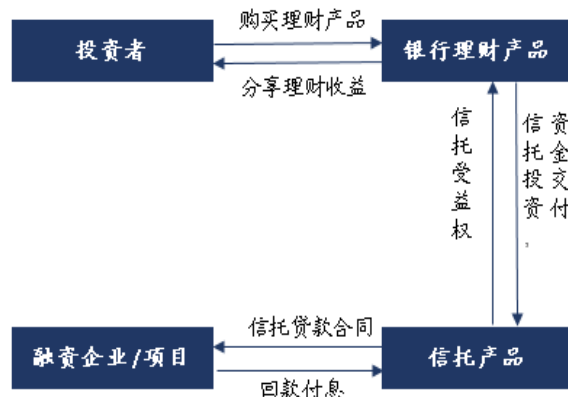


图 6：2008~2011 年银信合作规模扩张—收缩



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

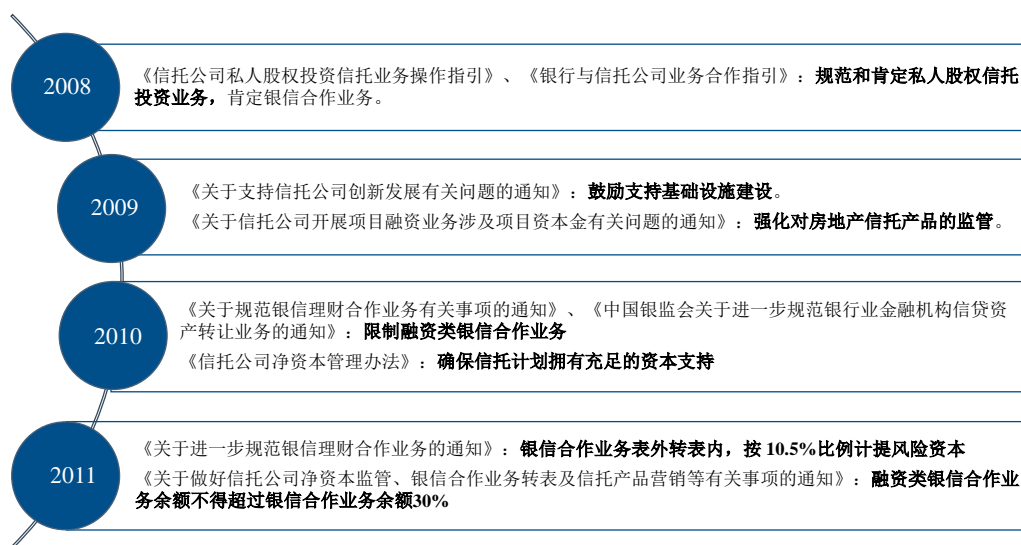
图 7：银信合作模式



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所整理

信托成为逃避监管的工具，行业逐渐背离本源。房地产回报率高且抵押物充足+地方政府隐性担保，通道规模大幅扩张，银信合作为银行实现信贷资金出表，实则成为了逃避监管的工具，系统性风险持续攀升，信托行业逐步背离本源。2010 年开始多项政策出台，如要求信托公司融资类银信理财合作业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%，商业银行银信合作表外资产转入表内，信托公司净资本不得低于人民币 2 亿元等。监管趋严，银信合作模式受限（此前在信托融资类业务口径下），信托公司为减少资本占用，把额度留给主动管理，将大量融资类转化为事务管理类，银信合作规模占比从 54.6% 大幅下降，目前稳定在 23.1% 左右。

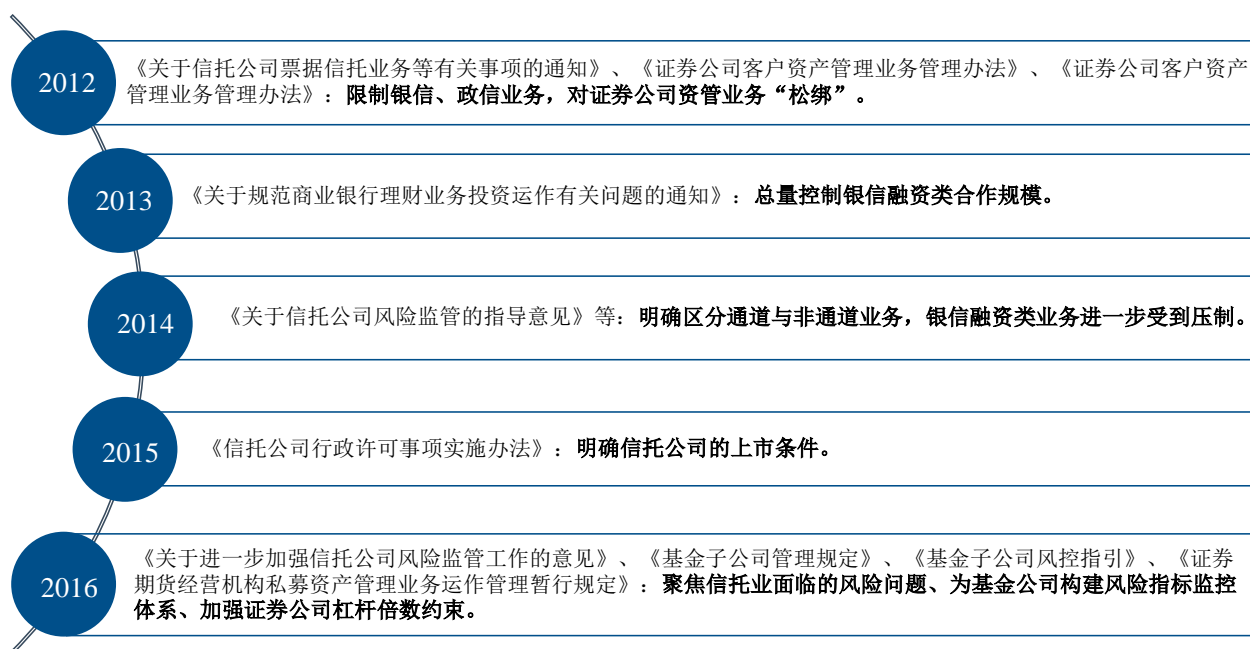
图 8：2008 年监管红利下银信合作崛起，2010 年监管严格整改下通道业务受限



数据来源：国务院、银保监会，东吴证券研究所

2) 2012~2016年：“泛资管”混业竞争，信托缓慢发展。自2012年三季度以来，保监会和证监会接连采取措施推进资管市场开放，促使费率更低、“类信托”产品收益更高、与银行合作不受监管限制的券商资管及基金子公司参与到竞争中来，信托公司的市场份额被逐步侵蚀。与此同时2012年我国经济增长放缓降低了社会融资需求。双面夹击之下，信托行业所倚赖的牌照红利缩小，资产规模增速开始逐渐放缓。2016年出现了2010年以来唯一次营收增速为负的情形。2016年5月后出现转机，资管监管收紧要求券商资管及基金子公司提高费率、约束通道业务发展，利好信托行业。

图9：2012~2016年银信合作受限，“泛资管”混业竞争时代

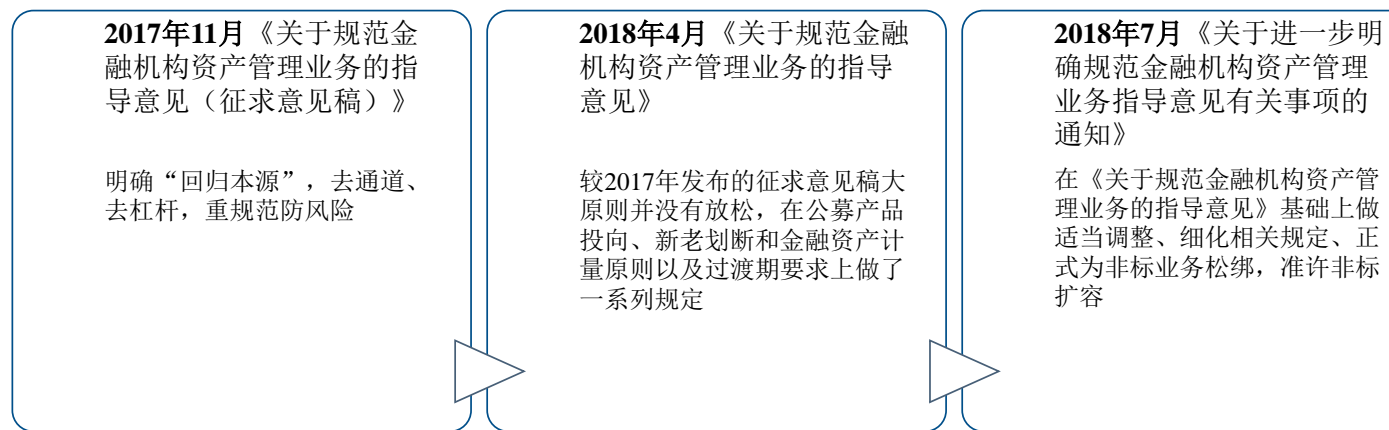


数据来源：国务院、银保监会，东吴证券研究所

### 1.3. 资管新规下，行业转型主动迎接新机遇（2017年至今）

2017至今：资管新规明确回归本源，行业面临变革。2017年以来，监管层频频通过政策规范、窗口指导等释放强监管信号。11月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》出台，明确“回归本源”，去通道、去杠杆，重规范防风险，主要围绕严禁刚性兑付、去嵌套、去通道、限投向、禁止资金池操作等对资管产品进行严格限制，以通道业务为主的信托业在“去杠杆”上面临严峻考验。

图 10：2017~2018 年资管新规下，行业明确回归本源



数据来源：国务院、银保监会，东吴证券研究所

2018年4月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）正式出台，紧接着一系列资管新规细则出台，在大原则不变的情况下，去杠杆节奏上有所放缓，明确了适用范围，区别对待事务管理类信托，避免了一刀切，同时延续央行对于资管产品过渡期的政策安排以实现稳定过渡，明确了过渡期内老产品与新产品的发行要求和合规信托产品的整改问题。信托行业迎来监管边际宽松，流动性风险压力减轻，但长期来看变革势在必行。

表 3：资管新规细则落地，信托行业迎来监管边际宽松

	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 (2018年4月27日)	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》 (2018年7月20日)
公募产品投向	主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票；不得投资未上市股权；合规下可投资商品及金融衍生品。	主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票， <u>合规下可投资非标准化债权类资产（需符合期限匹配、限额管理、信息披露等要求）。</u>
新老划断	过渡期内可以发行老产品对接，但严格控制存量产品整体规模，并有序压缩递减。	过渡期内可以发行老产品投资新资产， <u>但老产品整体规模应当控制在《指导意见》发布前存量产品的整体规模内，且所投资新资产的到期日不得晚于2020年底。</u>
金融	金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。 <u>封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流</u>	<u>半年期以上定开，投资以收取合同现金流量为目的并持</u>

资产 计量 原则	量为目的并持有到期、或所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值，可使用摊余成本计量。	有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定开式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍； <u>银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。</u>
过渡 期要 求	过渡期为本意见发布之日起至 2020 年底，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。	半年期以上定开，投资以收取合同现金流量为目的并持有到期的债券，可使用摊余成本计量，但定开式产品持有资产组合的久期不得长于封闭期的 1.5 倍； <u>银行的现金管理类产品在严格监管的前提下，暂参照货币市场基金的“摊余成本+影子定价”方法进行估值。</u>
	过渡期结束后，金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。	过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标，以及未到期的存量股权类资产，经相关部门同意后采取适当安排妥善处理。

数据来源：央行，东吴证券研究所

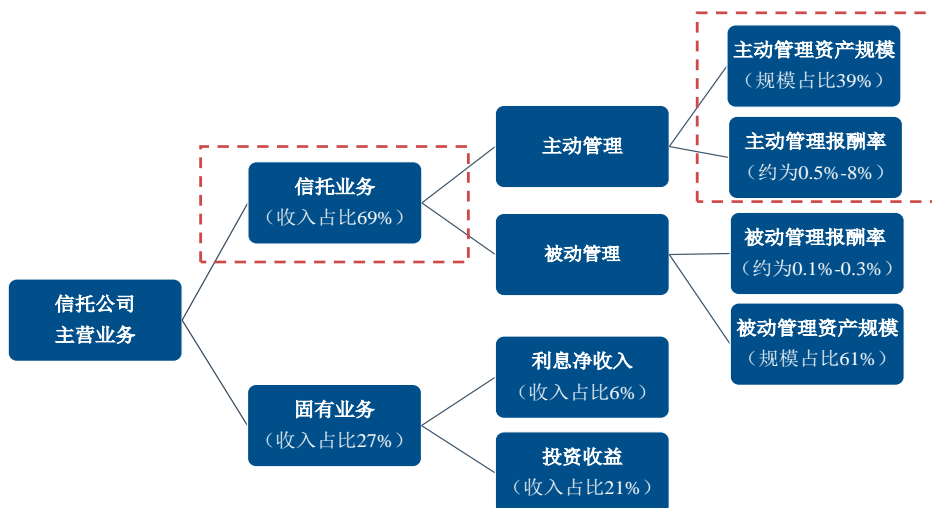
**金融供给侧改革背景下，信托有望迎来新的发展机遇。**1) 习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调：深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。中国人民银行副行长潘功胜发言指出，目前我国金融体系供给过剩与供给不足同时并存，间接融资（效率和服务能力存在不足）和直接融资（股权融资发展严重不足）失衡。2) 针对金融供给侧改革，央行将开展以下四项任务：一是实施稳健的货币政策，完善传导机制；二是建立多层次资本市场，拓宽股权融资渠道，提升资本市场发展质量；三是优化大中小金融机构的布局，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系和信贷市场体系；四是以市场需求为导向，重塑金融机构的经营理念、服务模式、风险管理和考核评价机制。3) 在 2018 年信托业年会上银保监会副主席黄洪提出信托业务要坚持发展具有直接融资特点的资金信托，以受托管理为特点的服务信托和体现社会责任的公益信托。大资管变局下，未来信托有望公募化，与银行理财子公司、公募基金等在统一监管框架下公平竞争。信托具有其不可替代性，是我国唯一能够实现横跨货币市场、资本市场和实业投资领域的金融机构，资金端通过市场化方式聚集社会资金，资产端通过跨市场配置，弥补传统融资渠道的不足，是我国资本市场不可或缺的一部分，金融供给侧改革背景下，信托业务有望迎来优化和新的发展机遇。

## 2. 主动管理能力是信托公司的核心竞争力

### 2.1. 主动管理为核心收入来源，盈利能力相对稳定

信托业务为信托公司主要收入业务。信托公司的主要收入来自信托业务（类资产管理业务，按功能可划分为融资类、投资类及事物管理类）及固有业务（自营业务），前者主要为手续费及佣金收入，是信托总收入的重要支撑（2018年占比69%），后者包括为企业贷款或自身投资的利息收入（2018年占比6%）和投资收益（2018年占比21%）。信托资产规模为信托业务收入的增长提供基础，行业整体营收随着行业体量扩张从2010年的283.95亿元增长至2018年的1140.63亿元，利润从2010年的158.76亿元增长至2018年的731.80亿元，信托业务为驱动公司ROE的核心业务，固有业务则为盈利的补充，2018年受资管新规影响，行业整体盈利水平和人均收入下滑。

图 11：信托公司收入来自信托业务（主要）及固有业务，其中主动管理收入为信托业务收入来源



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所整理

图 12：信托行业盈利水平随行业规模扩张

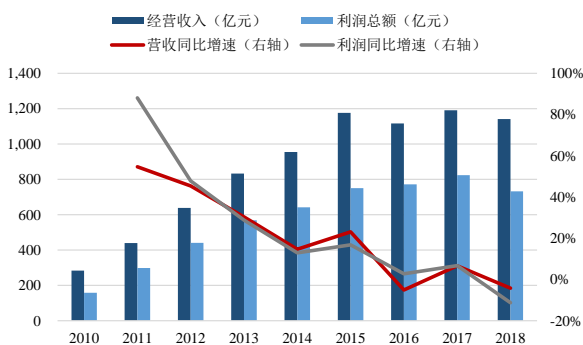
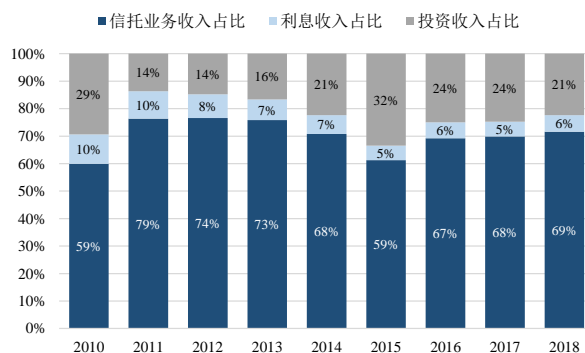
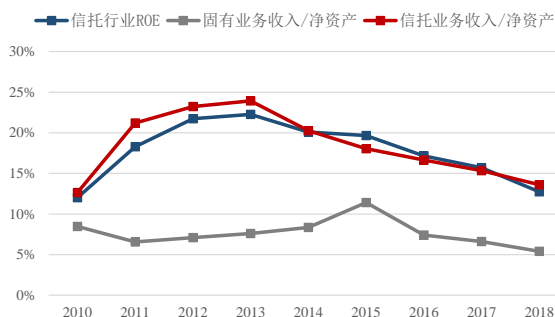


图 13：信托业务贡献绝大部分收入



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

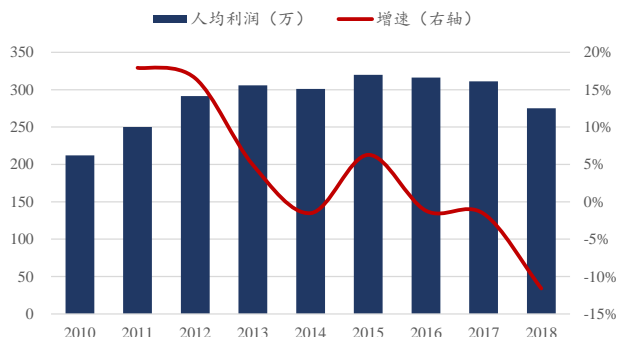
图 14：信托业务驱动信托公司 ROE



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

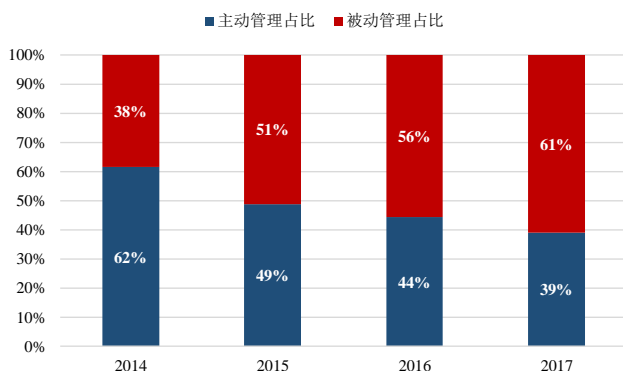
图 15：2018 年信托行业人均收入下滑



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

**主动管理类业务是信托业务收入的核心来源（报酬率高），被动管理资产规模占比高但报酬率较低。** 1) 根据《信托业务监管分类说明（试行）》，主动管理型信托指信托公司具有全部或部分的信托财产运用裁量权，对信托财产进行管理和处分的信托。被动管理型信托指信托公司根据委托人或是由委托人委托的具有指令权限的人的指令，对信托财产进行管理和处分的信托。2) 摘取 68 家信托公司年报的主被动资产管理规模来估算行业情况（无公开披露数据），行业主动管理规模仅占信托资产的 40%左右，被动管理资产规模占比较高。但从信托报酬率看，以爱建信托、中航信托、安信信托、陕国投信托的主被动融资类信托报酬率为例，主动管理报酬率（约 0.5~4%）远远高于被动报酬率（0.1%左右），总体来看，主动管理类业务贡献绝大部分收入。

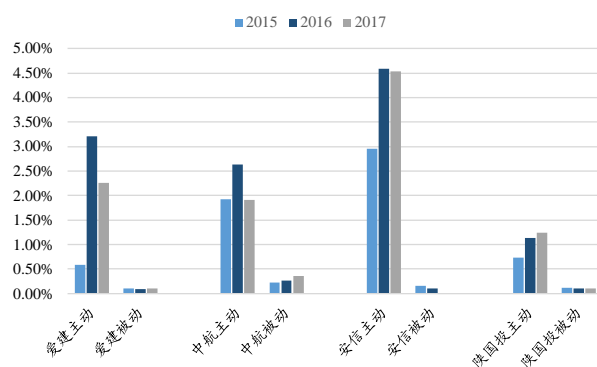
图 16：行业主动管理资产规模仍较低



数据来源：信托公司官网，东吴证券研究所

注：长城信托部分数据缺失故剔除计算

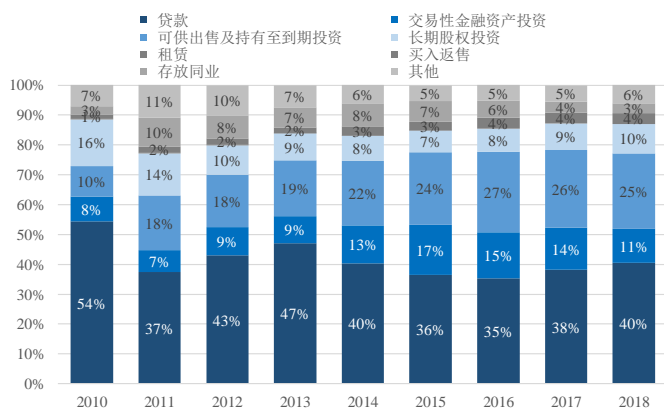
图 17：融资类信托报酬率：主动远高于被动



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

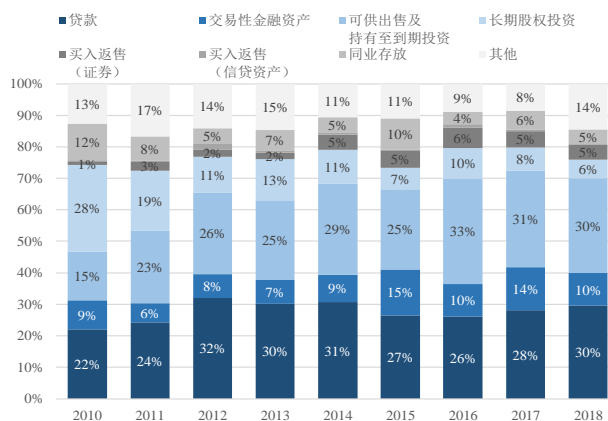
信托具有其不可替代性，主动管理以非标类融资业务为主，且保持相对稳定的报酬率。1) 除传统信贷、标准化的融资渠道外，非标也是重要的融资手段。信托行业尚无明确的非标定义，2018年4月资管新规明确了标准化债权类资产：“等分化，可交易；信息披露充分；集中登记；独立托管；公允定价，流动性机制完善”。在此定义“非标信托产品”为信托公司发行的，投资于非标准化债权类资产的信托产品。2) 国内金融市场融资以债券和信贷资金为主，它们注重第一还款来源，对特定领域的授信、用途等都有严格要求，部分市场低信用主体无法从传统渠道获得资金（资管新规打压非标背景下，市场风险频现），信托以债权融资、股权投资、投资联动、产业基金等多种方式将资金注入实体经济领域，有效弥补了传统信贷的不足，作为实体经济不可替代的融资渠道之一，对稳定市场经济的重要作用不可忽视。3) 参考银行，我们从资金信托运用方式大致测算非标资产（尚未考虑财产权信托和明股实债类），包括贷款类、可供出售及持有至到期投资和买入返售金融资产，非标资产大约占70%左右。从新增集合类信托（通常为主动管理）来看，非标资产占比也高达70%左右，信托由于其融资模式的灵活性，资产端具有较强的议价能力，在市场资金环境紧张时仍能保持较高的利差水平，从而弥补规模下降带来的影响。

图 18：“非标”资产至少占资金信托的 70%左右



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

图 19：新增集合信托中“非标”占比 70%左右

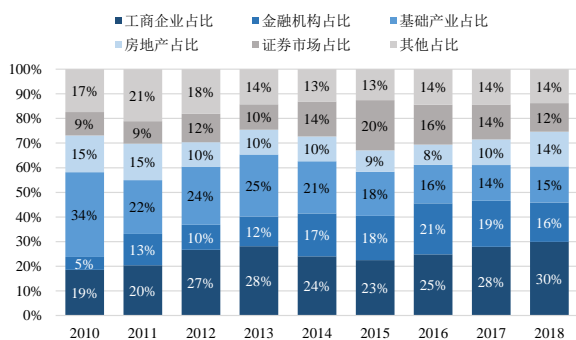


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

信托资产配置以实体经济（工商企业、基础产业和房地产）为主，质量逐步提升保障信托收益。投向工商企业是信托资金的首要配置领域，且占比呈上升态势，反映信托加速“服务实体经济”的趋势；第二配置领域为金融机构，受强监管及去杠杆影响，2017年以来占比明显减少；基础产业投向与实体经济增速放缓密切相关，占比逐步下滑但仍保持第三地位。截至2018年底，信托资产余额投向房地产26872亿元，较2017年底投向房地产的资金净增量为4044.42亿元（远高于其他产业），在新增信托资金配置领域中

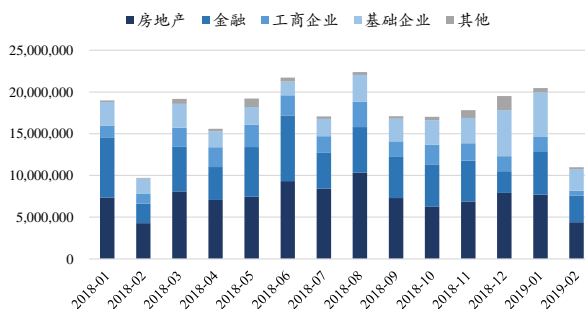
的地位不断提升，信托合作地产公司向龙头集中（由 100 强提升至 50 强），同时地产公司合作项目由三四线城市向一二线城市集中，驱动信托资产质量提升保障信托收益。

图 20：信托投向实体经济占比提升



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

图 21：2018 年以来新增集合信托投向房地产居多



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

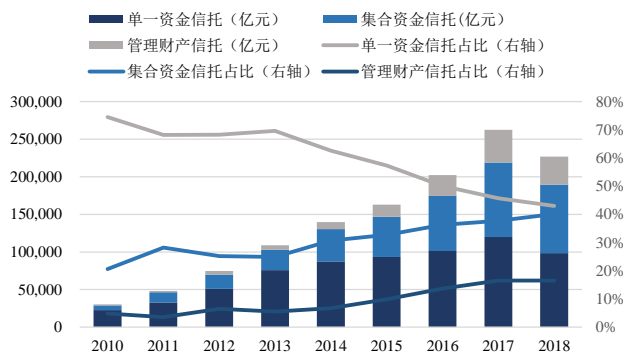
## 2.2. 资产结构逐步优化，行业转型已初见成效

2018 年以通道业务为主的单一资金信托及事物管理类信托规模下滑明显。受宏观经济及“去通道”的监管大环境影响，截至 2018 年底行业管理信托资产规模较 2017 年末下滑 13.5% 至 22.70 亿元，这是自 2010 年季度统计数据以来首次出现信托资产规模的连续下滑。从行业资金来源来看，以通道业务为主的单一资金信托占比由 2010 年的 75% 逐年递减至 2018 年底的 43%（2018 年对行业资产规模下降的贡献度达 61%），集合信托占比和管理财产信托占比上升至 2018 年底的 40% 和 17% 左右，地位正逐步提升。从信托功能看，事物管理类业务规模及占比下降明显。过去以银信合作为主的融资类信托自 2011 年银信合作受限以来占比持续走低，信托公司为将额度转移给高收益率的主动管理，将大量通道业务从融资类转移至事务管理类（此类业务信托公司不负责资金募集及运用，费率较低），融资类信托占比从 2010 年的 60% 左右下降至 2018Q3 的 19%，事物管理类信托占比从 2010 年的 20% 提升至 2017 年的 58%，“去通道”强监管下 2018 年连续四个季度下滑，挤出行业规模的“水分”，有利于行业长远发展。

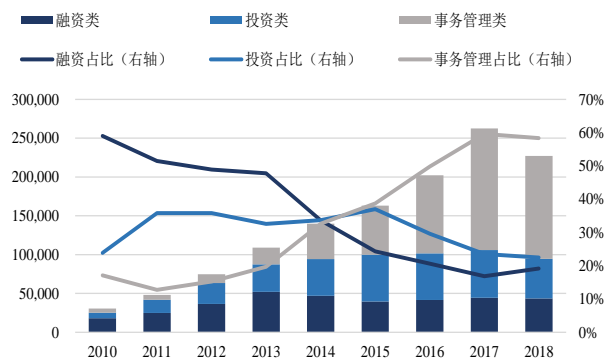
图 22：单一资金信托占比下降快速

图 23：事物管理类信托规模及占比双降





数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

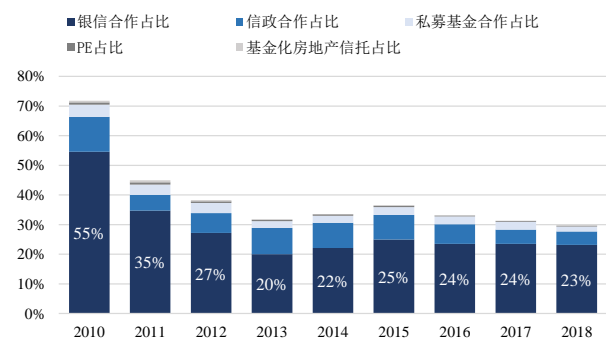


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

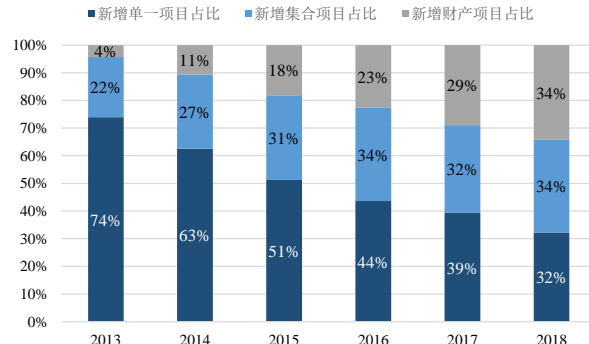
**新增信托资产来源结构持续优化，行业转型已初见成效。**从新增信托资产来源结构看，单一资金信托季度累计值占比总体呈下降趋势（从2013年的74%下降至2018年的32%），集合资金信托和财产权信托的季度累计值总体保持上升（分别从2013年的22%和4%上升至2018年的34%和34%）。资管新规出台，监管政策影响下以单一信托为主的通道业务受限，信托利用自身制度优势逐步推进转型，财产权信托尤其是资产证券化等业务较快发展，新增信托资产来源结构优化，发展质量提升，行业转型初见成效。

图 24: 银信业务规模下降明显

图 25: 新增信托项目结构



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

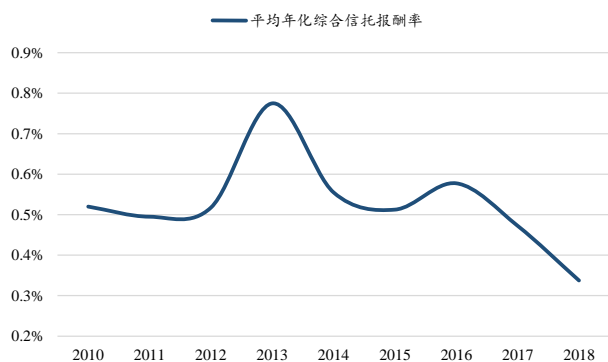


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

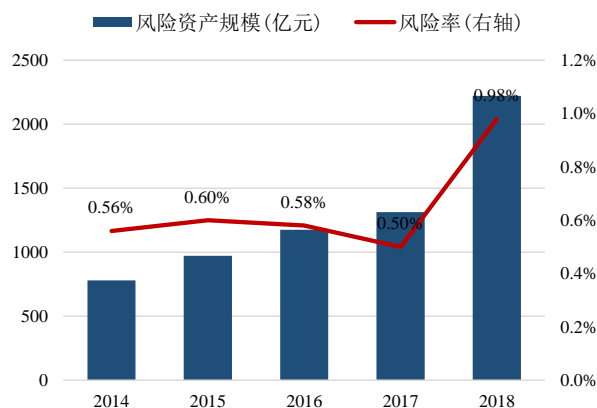
**2018年信托受资管新规及资产减值损失影响，净利润下滑明显。**2018年受资管新规影响，行业规模连续三个季度负增长，整体年化综合报酬率下降，导致2018年信托业务下滑。截至2019年1月17日，61家信托公司2018年未经审计的财务数据公开披露，近6成公司的净利润下滑，我们预计因资本市场波动，信托公司持有的交易性金融资产公允价值下降，部分金融资产计提减值准备为主要因素（如安信信托2018年计提了9.91亿元的资产减值准备）。货币市场流动性偏紧的环境下，信托的资产端压力实际更小（新发地产类信托和平台类信托（久期1-2年）利差水平均在历史高点），价格弹性比规模下滑影响更为显著。

图 26: 2018年信托整体年化综合报酬率下降

图 27: 2018年信托风险项目资产规模显著提升



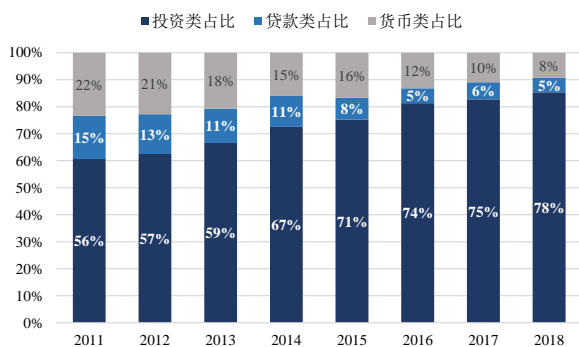
数据来源：信托业协会，东吴证券研究所



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

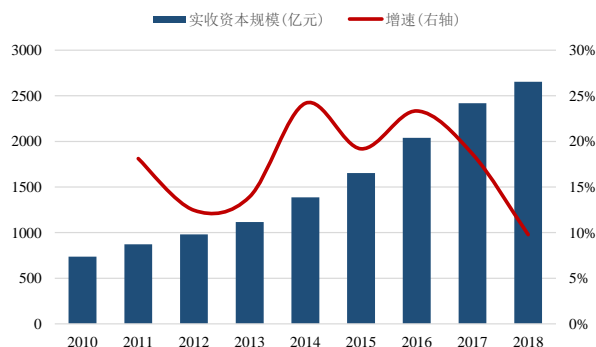
**行业资本实力逐步增强，风险水平提升但总体可控。**资本实力是信托做大做强的保障，2010年以来，信托行业固有资产规模稳步提升，截至2018年底，固有资产规模7193亿元，相较2010年的1483亿元大幅提升385%。信托公司为了满足拓展业务的需求、净资本管理的需求、补充流动性的需求而增资，使得信托行业实收资本金逐年增加，2017年有21家信托公司增加注册资本403.12亿元，平均每家增资19.20亿元；据已披露的61家信托公司未经审计财务报表，2018年共有14家信托公司增加注册资本245.15亿元，平均每家增资17.51亿元。信托业风险与宏观环境息息相关，2018年以来国家加大对地方政府融资和房地产的政策调控力度，收紧融资渠道，造成地方政府偿债能力下降，部分房地产销售遭严格调控，对部分政信合作项目和房地产项目产生一定的流动性影响，截至2018年底信托风险资产达2222亿元，2018年已经连续四个季度增长（风险率因总规模下滑被动提升），不过得益于信托公司通过资本市场再融资使资本实力进一步增强，信托业健康平稳发展。

图 28：2011-2018 信托行业固有资产规模



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

图 29：2010-2018 信托行业实收资本规模及增速

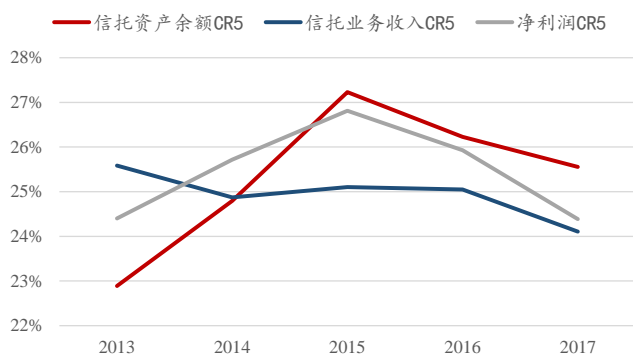


数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

### 2.3. 集中度有待提升，主动管理能力为关键

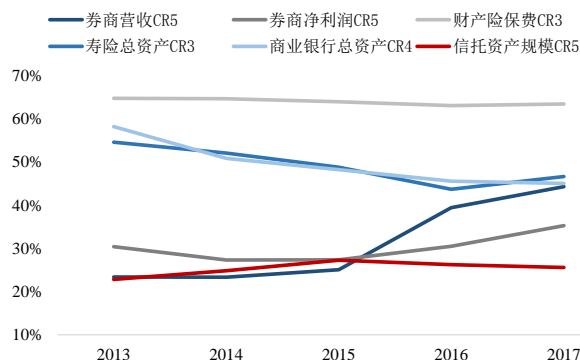
信托行业集中度趋势稳定，较其他金融子行业仍有较大提升空间。从信托资产、信托业务收入、净利润来看，2017年CR5分别为25.8%、24.1%、24.4%，与2013年相比，仅提高了2.67、-1.47、-0.01个pct，行业集中度没有明显变化。与其他金融子行业相比，证券行业2017年总资产、营收和净利润CR5分别为32.1%/44.3%/35.3%；2017年商业银行总资产CR4达到45%；寿险行业，2017年国寿/平安/太保总资产CR3达到47%（近年来中小保险公司通过理财型业务大幅提升保费）；财产险行业，人保/平安/太保保费CR3高达63%以上。与金融同业相比，信托行业集中度仍有很大提升空间。在严监管下，大型信托公司无论从资金层面还是业务转型能力方面都更具优势，行业集中度有望提升。

图 30：2010~2018 信托行业集中度无明显变化



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

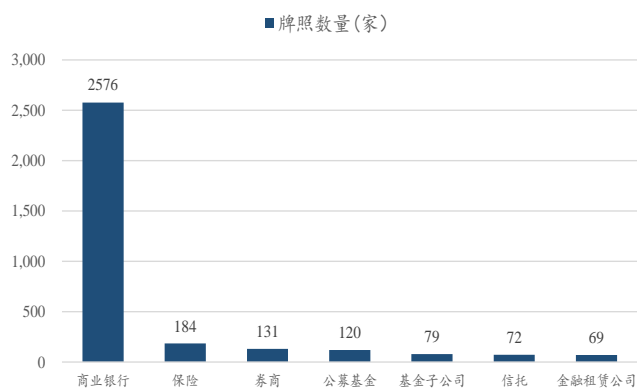
图 31：对标银行、保险、证券行业，信托集中度仍偏低



数据来源：信托业协会、证券业协会、银保监会，东吴证券研究所

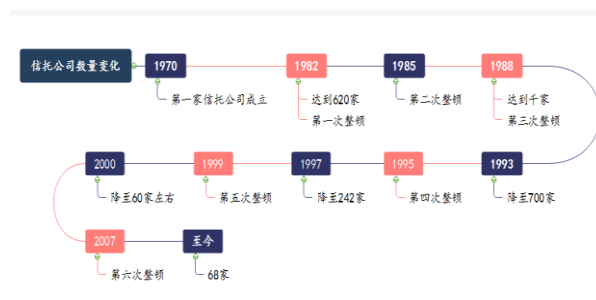
行业格局相对稳定，强者恒强。信托行业在盲目扩张和整顿中前行，牌照自2007年起未再新增，和银行（2500+）、保险（180+张）、证券（130+张）相比实属稀缺（共71张），截至2018Q3，我国信托公司从历史巅峰的上千家整顿至目前正常营业的68家（3家暂停营业，分别是广州国际信托、吉林泛亚信托和金新信托），其中16家央企控股，13家金融机构控股，29家地方控股，10家民营企业控股。根据用益信托发布的《2017—2018年信托公司综合实力排名》，信托综合实力前十的公司依次为中信信托、重庆信托、平安信托、华润信托、安信信托、中融信托、华能信托、建信信托、渤海信托和江苏信托，总体来看行业综合实力前十的信托公司变动不明显。

图 32：信托行业牌照稀缺



数据来源：信托业协会，东吴证券研究所

图 33：信托公司数量从顶峰上千家到目前稳定 68 家



数据来源：银保监会，东吴证券研究所

**信托上市公司综合实力强劲，表现明显优于非上市公司。** 1) 2018 年，信托行业净利润大幅下滑，但上市信托中，爱建、中航、五矿、江苏信托、国投泰康等均实现了正增长。除安信信托、陕国投 A 两家上市信托外，部分信托公司已成为上市母公司的主要利润来源（截至 2018H1），如爱建信托为爱建集团贡献了 105% 的净利润、中航信托为中航资本贡献了 60% 的净利润，五矿信托为五矿资本贡献了 58% 的净利润等。2) 背靠集团背景和资源也为信托公司的发展带来更多机会，如爱建集团作为综合型金融控股集团，爱建信托受益于各金融子公司之间交叉合作和支撑互补（2018 年实现信托净利润同比+29%）；中航信托享受中航集团下优质军工资源，发挥军民融合+产融结合优势（2018 年中航信托净利润同比+13%）；江苏信托母公司江苏国信以信托和能源为双主业，协同效益突出（2018 年江苏信托净利润同比+22%）。

表 4：信托上市公司梳理

上市公司	信托公司	净利润占比(截至 2018H1)
爱建集团	爱建信托	105%
陕国投 A	陕国投	100%
安信信托	安信信托	100%
经纬纺机	中融信托	99%
江苏国信	江苏信托	69%
中航资本	中航信托	60%
五矿资本	五矿信托	59%
国投资本	国投泰康信托	16%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

灵活的激励机制造就公司的高成长性，推动盈利水平提升。从近5年和近3年净利润复合增速来看(2018年仅61家披露未经审计数据)，排名靠前的信托表现出高成长性。

1) 爱建信托回归民营背景后推出灵活的激励政策已初显成效。截至2018年底，爱建信托5年净利润复合增长率19.6% (第5/61)，3年净利润复合增长率22.9% (第3/61)，盈利增速行业领先。五矿信托换帅完成后，在完善内部制度体系的基础上，优化考核激励机制，全面推动公司业务增长。5年净利润复合增长率14.3% (61家信托公司排名第8位)，3年净利润复合增长率20.6% (61家信托公司排名第6位)。

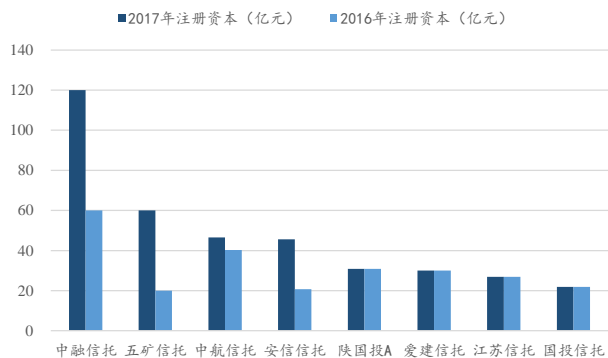
表5：信托公司复合增长率排名

公司	2016 净利润	2017 净利润	2018 净利润	5年净利润 复合增长率	排名	3年净利润复 合增长率	排名
华澳信托	69	302	410	21.95%	4	81.11%	1
光大信托	359	527	1066	49.01%	1	43.77%	2
<b>爱建信托</b>	<b>600</b>	<b>866</b>	<b>1115</b>	<b>19.64%</b>	<b>5</b>	<b>22.93%</b>	<b>3</b>
湖南信托	554	882	1001	13.19%	10	21.79%	4
外贸信托	1098	1621	1980	10.23%	17	21.71%	5
<b>五矿信托</b>	<b>980</b>	<b>1168</b>	<b>1717</b>	<b>14.31%</b>	<b>8</b>	<b>20.55%</b>	<b>6</b>
渤海信托	674	1264	1036	11.86%	13	15.40%	7
中海信托	1042	786	1594	10.39%	16	15.23%	8
天津信托	413	533	630	-4.12%	41	15.15%	9
<b>江苏信托</b>	<b>1329</b>	<b>1618</b>	<b>1967</b>	<b>11.29%</b>	<b>14</b>	<b>13.96%</b>	<b>10</b>
云南信托	204	247	296	2.90%	31	13.13%	11
<b>中航信托</b>	<b>1302</b>	<b>1629</b>	<b>1848</b>	<b>15.23%</b>	<b>7</b>	<b>12.39%</b>	<b>12</b>
华能信托	1729	2084	2418	13.52%	9	11.83%	13
建信信托	1336	1650	1817	15.90%	6	10.80%	14
昆仑信托	731	825	978	4.35%	23	10.19%	15

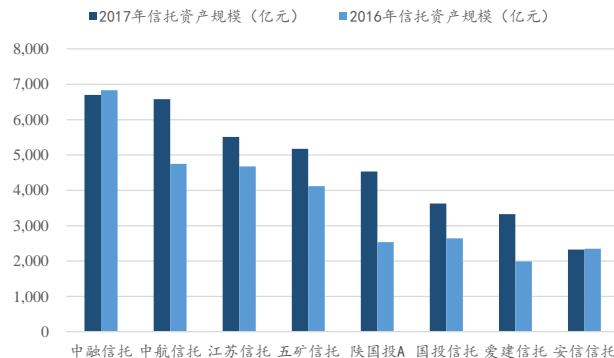
数据来源：信托百老汇，东吴证券研究所（安信、陕国投、长城、浙金、大业、山东、东莞信托尚未披露2018数据）

图34：中融信托注册资本领先

图35：中融、中航信托资产规模领先



数据来源：银行间市场，东吴证券研究所

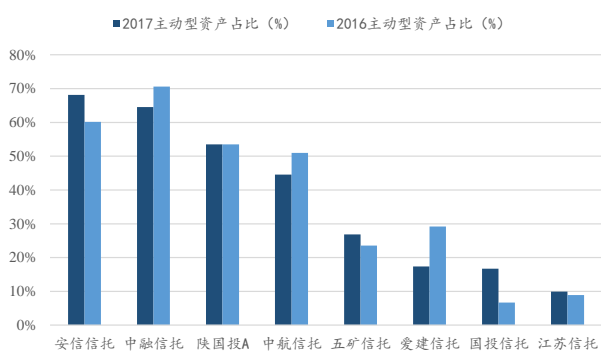


数据来源：银行间市场，东吴证券研究所

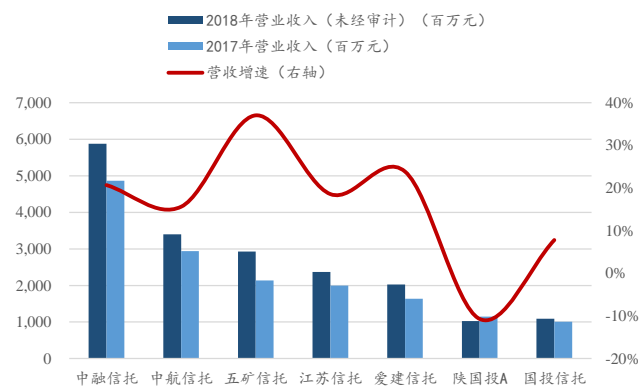
**主动管理能力为核心竞争力，先发布局的公司更具发展潜力。**1) 主动管理业务决定了信托公司的收入，主动管理能力则成为信托公司的核心竞争力，这要求公司在资产端有更强的议价能力和投资能力，负债端有更市场化的财富管理团队。资管新规以来，各家纷纷开始转型，布局主动管理，一方面降低债权融资类业务的占比，另一方面加大证券投资、股权投资、投贷联动等投资类业务的比重，同时大力开拓财富管理渠道，为高净值客户提供定制化的金融服务。2) 我国信托长期以来扮演“影子银行”的角色，其身份具有一定的不可替代性，但资管新规下转型势在必行，主动管理能力强的团队更具发展优势。其中安信信托的主动管理规模占比领先(2018年资产减值损失造成业绩亏损)，五矿信托、爱建信托主动管理发力，实现2018年营收、信托业务收入、净利润增速均领先其他(五矿信托实现2018年业绩增速+47%)。

图 36：安信信托主动管理规模占比高

图 37：五矿、爱建信托营业收入增速最快



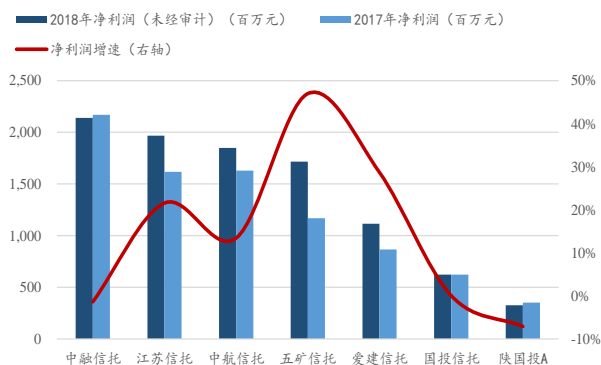
数据来源：银行间市场，东吴证券研究所



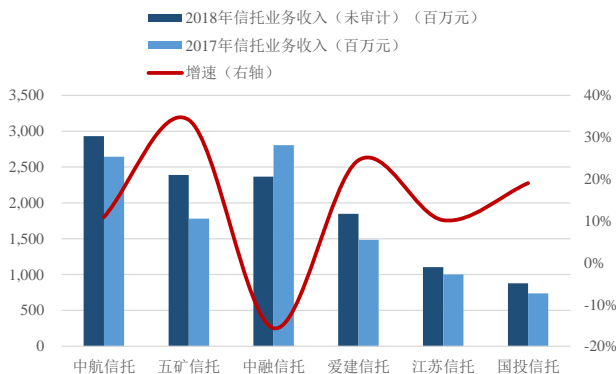
数据来源：银行间市场，东吴证券研究所

图 38：五矿、爱建信托净利润增速最快

图 39：五矿、爱建信托信托业务收入增速最快



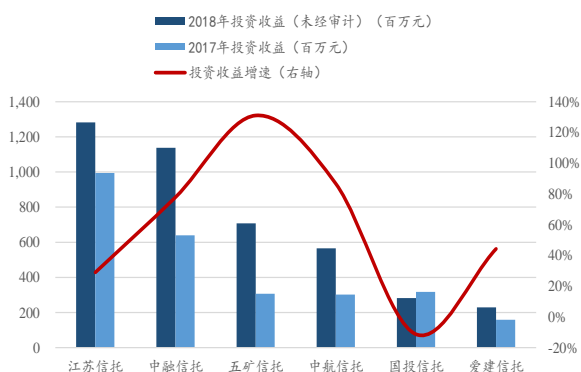
数据来源：银行间市场，东吴证券研究所



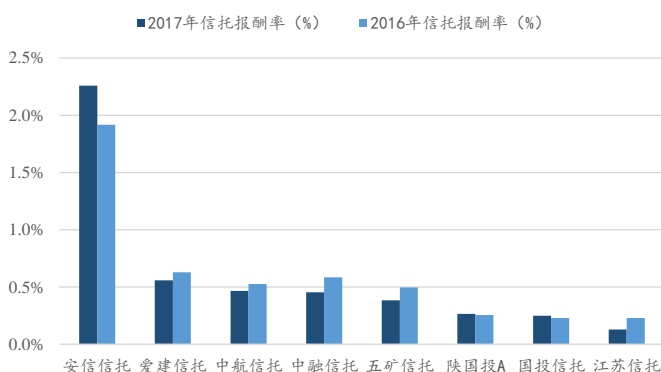
数据来源：银行间市场，东吴证券研究所

图 40: 五矿、中航信托投资收益增速最快

图 41: 安信信托报酬率远高于其他上市公司信托



数据来源：银行间市场，东吴证券研究所



数据来源：银行间市场，东吴证券研究所

### 3. 投资建议

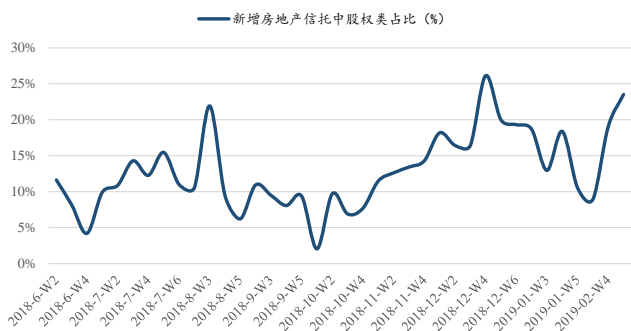
#### 3.1. 短期迎来边际改善，盈利或将优于预期

信托行业短期迎来监管压力边际放松。1) 2018 年下半年以来资管新规细则为非标业务松绑，去杠杆节奏放缓，部分合规通道业务有序恢复；2018 年行业年会强调信托服务实体经济，尤其在基建领域，鼓励构建 PPP，基础设施证券化等投融资模式，弥补基建短板；近期《信托公司资金信托管理办法》已结束征求意见阶段，预计未来将有信托首次获公募牌照。2) 随着去杠杆节奏放缓，信托规模持续下行的趋势逐步收敛，新增集合信托规模同比增速由负转正（据用益信托网集合类信托月报数据，2 月集合信托新发规模同比+13%至 1098 亿），随监管政策环境边际宽松，有望继续回暖。

信托行业中期盈利或将明显好于市场预期。2018 年整体监管环境和政策环境偏紧，表现上看信托规模大幅收缩，但信托报酬率实际上大幅上行，并覆盖了规模下行的负面影响，预计 2018 年新发的地产类和平台类项目为后续两年构建了较为坚实的盈利基础。随细则适度放宽非标限制，加上财富管理渠道崛起，信托负债端受监管影响边际弱化，

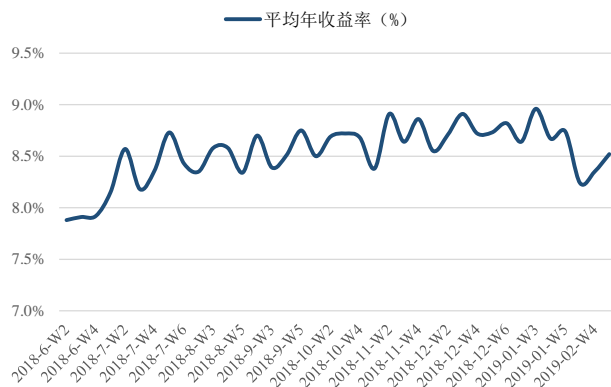
结构进一步优化。同时房地产信托项目头部化、政府融资平台项目量价齐升，资产端质量改善。负债端、资产端发展前景良好，看好行业盈利能力提升，建议关注爱建集团、中航资本、江苏国信、国投资本等。

图 42：新增房地产信托中股权类数量占比提升



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

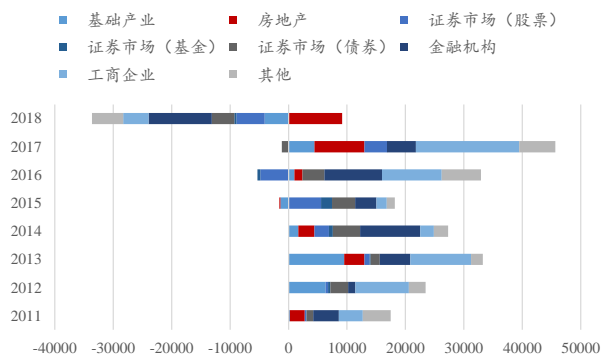
图 43：新增房地产信托股权类项目收益率提升



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

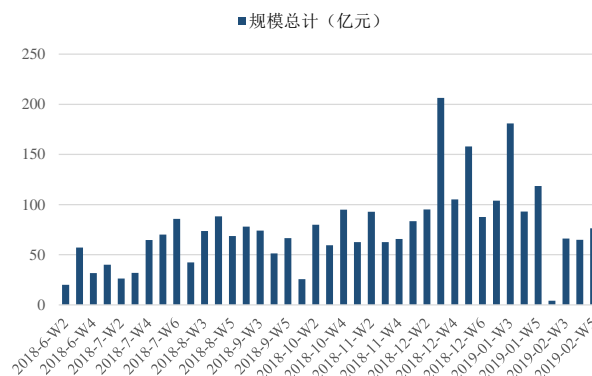


图 44：2018 年新增资金流入房地产



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

图 45：2018.06 以来新增基础产业信托规模（周度）



数据来源：用益信托网，东吴证券研究所

### 3.2. 建议关注标的

**爱建集团：1) 公司信托业务高速增长是公司业绩增长的核心驱动。**信托业绩持续向好，公司在主动管理能力及直销能力两个核心竞争力方面稳步提升，看好公司发展潜力全年有望保持高增。**2) 综合金融平台价值凸显，静待业务协同潜力释放。**爱建已由单一信托业务转型为综合金控平台，子公司之间业务资源整合效率、客户和信息资源共享度持续提高，各金融牌照之间交叉合作和支撑互补将最终实现 1+1>2 的协同效应。**3) 大股东持续增持+实力雄厚，激励机制深化初见成效。**控股股东均瑶集团资源丰富，民营化治理和激励机制有望贯穿全业务条线，持续增持彰显发展信心，公司盈利水平和运营效率或将持续提升。

爱建集团信托业务高速增长，大股东持续增持实力雄厚，激励机制深化初见成效，预计公司 2019、2020 年归母净利润分别为 16.25、21.13 亿元，现价对应 2019 年/2020 年 PE 12 倍/10 倍。

风险提示：1) 监管超预期；2) 主动管理转型不及预期。

**中航资本：1) 全资子公司引进百亿战投落地，静待发展空间释放。**六家战投已在多个金融领域完成战略布局，掌握优质资产端，拥有持续获取优质资产的能力和业务开发能力，规模效益和协同效应优势明显。**2) 多元金融平台基本面优异，布局逐渐完善，股权投资有望成为新业绩增长点。**公司作为中航工业集团下唯一金控平台，有望打通集团内部优质军工资源，与自身产业投资协同，发挥军民融合+产融结合优势，贡献稳定业绩。**3) 员工持股+股东增持和回购，坚定看好公司发展前景。**董事长领衔核心高管完成市场化员工持股，控股股东中国航空工业集团公告拟增持公司股份 5000 万—3 亿元。大股东增持及回购彰显对公司未来发展的信心，有望推动估值修复。

中航资本金融主业稳健增长，看好公司凭借军工背景及产融结合优势实现业绩持续高增长，预计公司 2019、2020 年净利润分别为 36.84、43.41 亿元，现价对应 2019 年/2020 年 PE 16 倍/14 倍。

风险提示：1) 监管超预期；2) 主动管理转型不及预期。

**江苏国信：1) 信托业务结构主动优化，业绩稳健增长。**公司转型主动管理顺利推进，压缩通道规模的同时提升主动管理能力以提升信托报酬率，保障业绩稳健增长。**2) 需求高增导致火电行业景气度提升，电力板块业绩有望改善。**需求端持续放量(江苏省)，公司显著受益；成本端层面，煤价上涨趋势逐步回落，火电毛利率预计改善，煤电企业有望迎来盈利修复。**3) 信托+能源产融结合，有望协同发力。**江苏信托可大力支持能源业务的发展(包括提供融资服务、理财和财务顾问等服务)，能源业务可为信托业务发展创造新的需求和机遇，实现资源共享，协同发力。

江苏国信信托结构优化，信托能源有望发挥协同优势，预计公司 2018、2019 年净利润分别为 26.26、31.77 亿元，现价对应 2018 年/2019 年 PE 15 倍/12 倍。

风险提示：1) 监管超预期；2) 主动管理转型不及预期。

**国投资本：1) 公司信托主动管理能力显著提升，财富管理转型顺利。**大力推进财富管理转型，客户结构持续优化，个人销售规模和销售收入大幅增长，坚定看好公司发展前景。**2) 信托业务不断创新，注入新的增长动力。**在传统业务不断萎缩的情况下，以房地产信托、小微金融、供应链金融等为代表的创新信托业务规模增长显著，已经成为新的盈利支撑。**3) 股东背景雄厚，综合金融平台业务协同效应明显。**公司背靠央企中最大的投资控股公司国投公司(控股 41.62%)，国资背景深厚，综合实力强劲，其他股东投保基金、深圳远致、泰康保险、瑞士银行为公司提供监管、资金及客户资源等全方位支持，已逐步打造成覆盖证券+信托+基金+期货等多领域的央企上市综合金融服务平台(未来将进一步布局银行、保险等)，产融协同、融融协同效应明显。

考虑业务发展空间及业绩成长性，看好发展前景，我们预计公司 2019、2020 年净利润分别为 25.09、26.85 亿元。现价对应 2018 年/2019 年 PE 25 倍/23 倍。

风险提示：1) 监管超预期；2) 主动管理转型不及预期。

#### 4. 风险提示

**1、宏观经济下行超预期：**信托行业景气度下行，多因素影响利率波动，行业严重风险性事件发生概率加大。

**2、监管趋严超预期：**信托业的发展受政策影响较大，政策趋严将压缩整体规模，影响收入空间。

**3、信托公司主动管理转型不及预期：**行业竞争加剧，信托公司转型主动管理进度缓慢，影响业绩不达预期。

**4、信托风控管理不及预期：**信托对项目的审核和把控不到位，导致出现无法兑付的风险。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

