

2018.09.03

## 业绩分化加速，稳规模和控风险成下阶段关注焦点

### ——多元金融行业 2018 年中报综述

	<b>刘欣琦 (分析师)</b>	<b>高超 (分析师)</b>
	021-38676647	010-59312763
	liuxinqi@gtjas.com	gaochao019722@gtjas.com
证书编号	S0880515050001	S0880517040001

#### 本报告导读:

18H1 信托和租赁类上市公司业绩分化加速，资产端和资金端具有优势的龙头公司业绩表现好于同业平均，稳定资产端规模增速和控制项目风险成为下阶段关注焦点。

#### 摘要:

- **业绩分化加速，资产端和资金端优势公司业绩有望超越同业。** 1) 11家多元金融上市公司18H1净利润平均增长13.4%(中位数)，较17年的22.6%有所下滑，行业公司业绩分化加大，资产端和资金端优势公司业绩表现好于同业平均。2) 今年以来，受资管新规和宏观紧信用影响，多元金融板块估值整体回落到12倍P/E（对应2018年），近期监管政策边际有所放松，信用风险缓解有助于多元金融板块估值企稳，维持行业“增持”评级。标的方面，推荐资金端和资产端优势明显的中航资本（600705）和估值性价比较高的五矿资本（600390）。
- **信托：业绩分化加速，主动管理规模增速和项目风险成下阶段焦点。** 1) 18H1上市类信托公司业绩增速和ROE均有所下滑，上市信托公司整体表现优于行业平均。2) 信托管理规模规模和报酬率下行是行业业绩增速下滑主因。3) 中长期看，信托规模下行趋势不改，行业行业转型压力依然较大，主动管理规模变化趋势和信托项目风险是下阶段核心关注点。4) 资金端和资产端优势较强的信托公司有望在主动管理转型过程中率先胜出，业绩表现将明显强于行业平均。
- **租赁：息差相对稳定，资产端实力突出的公司业绩表现有望优于同业。** 1) 18H1上市类租赁公司ROE下滑主要受股东增资和总资产规模增速放缓影响，宏观紧信用背景下，租赁公司息差整体保持稳定。2) 18Q2以来的利率回落有望带动租赁公司息差扩张，未来对资产端把握能力较强的租赁公司有望实现资产端较快增长、不良率整体可控，业绩表现有望超越同业可比公司。
- **风险提示：** 1) 信托项目兑付风险增大；2) 紧信用环境恶化，造成租赁融出规模增速下降，坏账率增加。

**评级： 增持**

上次评级： 增持

#### 细分行业评级

信托	增持
租赁	增持
金融控股公司	增持

#### 相关报告

综合金融：《政策放松超预期，券商和信托龙头有望迎来估值修复》

2018.07.22

信托行业17年年报和18年一季报综述：

《增速分化明显，看好主动管理能力突出的信托龙头》

2018.05.20

信托深度报告：《银信合作十年路，监管新规浪淘沙》

2018.02.04

## 目录

1. 多元金融行业业绩综述.....	3
2. 上市信托公司业绩分析.....	3
2.1. 分化加剧，上市类信托公司业绩优于行业平均.....	3
2.2. 信托业务：规模和报酬率双降.....	5
2.2.1. 规模和报酬率双降造成信托业务收入增速下滑.....	5
2.2.2. 压通道是规模下滑主因，主动管理业务亦存压力.....	6
2.2.3. 报酬率下降超预期，预计主要受存量业务整改影响.....	7
2.3. 固有业务：股市下跌拖累自营投资收益率.....	8
2.4. 信托项目风险需格外关注.....	8
3. 上市租赁公司业绩分析：息差稳定，资产端优势公司有望胜出.....	9
4. 投资观点.....	11
5. 风险提示.....	11

## 1. 多元金融行业业绩综述

参股多元金融业务的上市公司较多，我们重点梳理信托和租赁业务占比较高的单一牌照公司及金控类上市公司 2018 年上半年的业绩情况。

**净利润增速和 ROE 均有所下滑。** 11 家多元金融上市公司 18H1 净利润平均增长 13.4%（中位数），较 17H1 的 15.9% 和 17 年全年的 22.6%（中位数）均有下滑，上半年仅爱建集团（50.1%）、中航资本（23.4%）和江苏国信（19.7%）净利润增速较去年同期有所提升。从盈利能力看，11 家多元金融公司 18H1 ROE 平均为 4.9%（算数平均，下同），较 17H1 的 5.7% 下滑 88BPS，其中江苏租赁（7.1%）、安信信托（7%）和中航资本（6.7%）18H1 ROE 位列前三甲。

表 1、多元金融公司 18H1 净利润增速和 ROE 均有所下滑

证券代码	证券简称	归母净利润增速			加权平均 ROE(半年度)		
		2017H1	2017 年	2018H1	2017H1	2018H1	同比增加 (绝对值)
600816.SH	安信信托	40.0%	20.9%	-33.1%	11.8%	7.0%	-4.81%
000563.SZ	陕国投 A	19.2%	-31.6%	-23.7%	3.5%	2.6%	-0.90%
600643.SH	爱建集团	3.5%	33.7%	50.1%	5.5%	6.2%	0.71%
000666.SZ	经纬纺机	13.0%	120.4%	-39.8%	7.3%	3.9%	-3.37%
002608.SZ	江苏国信	15.7%	102.3%	19.7%	5.1%	5.5%	0.36%
600705.SH	中航资本	-5.5%	19.8%	23.4%	5.7%	6.7%	0.94%
000617.SZ	中油资本	15.2%	23.6%	13.4%	5.3%	5.5%	0.22%
600390.SH	五矿资本	87.7%	59.1%	17.5%	3.7%	3.7%	0.00%
000415.SZ	渤海金控	94.6%	15.5%	25.7%	3.3%	4.0%	0.69%
000987.SZ	越秀金控	15.9%	2.1%	-27.1%	2.1%	1.5%	-0.60%
600901.SH	江苏租赁	41.1%	22.6%	10.0%	10.0%	7.1%	-2.89%
<b>多元金融板块平均数（中位数）</b>		<b>15.9%</b>	<b>22.6%</b>	<b>13.4%</b>	<b>5.3%</b>	<b>5.5%</b>	<b>0.00%</b>
<b>多元金融板块平均（算数平均）</b>		<b>30.9%</b>	<b>35.3%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>-0.88%</b>

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

注：上表净利润增速存在异常值，故用中位数来衡量行业平均情况更加准确；ROE 数据相对稳定，我们用算数平均数来衡量行业平均。

## 2. 上市信托公司业绩分析

### 2.1. 分化加剧，上市类信托公司业绩优于行业平均

上市类信托公司净利润增速有所下滑，优于行业平均，分化加大。1) 8 家上市信托公司 18H1 净利润平均增速为 10.9%（算数平均），较 17 年的 14.6% 有所下滑，整体表现继续好于行业平均水平，18H1 信托行业利润总额同比下降 1.3%，继 16Q4 后首次出现负增长。2) 业绩增速分化趋势明显，爱建、昆仑、五矿和中航信托 18H1 净利润增速呈扩张趋势，安信信托、陕国投和中融信托净利润同比负增长。

表 2、上市类信托公司 18H1 净利润增速和 ROE 均有所下滑

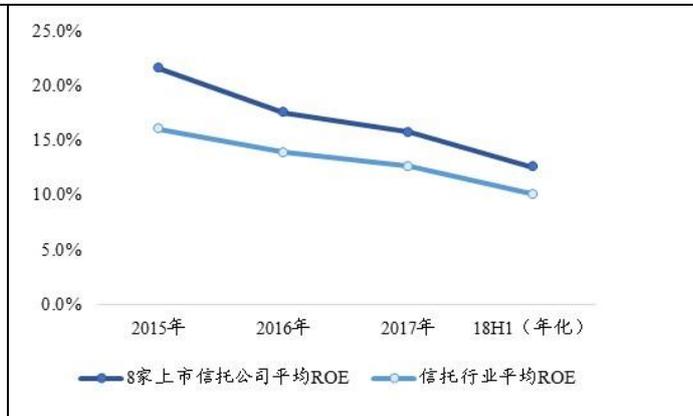
信托公司	2017 年		2018H1		加权平均 ROE		
	净利润	YOY	净利润	YOY	2017 年	17H1	18H1
安信信托	36.7	20.9%	10.8	-33.1%	24.5%	11.6%	6.9%
陕国投	3.5	-31.6%	2.0	-23.7%	4.5%	3.5%	2.6%
爱建信托	8.7	44.4%	5.7	50.5%	20.3%	9.2%	10.8%
中航信托	16.3	25.1%	9.5	26.4%	20.3%	11.3%	9.5%
五矿信托	11.7	19.2%	8.0	27.6%	13.7%	7.5%	7.0%
昆仑信托	8.2	12.8%	4.2	59.5%	9.4%	3.1%	3.3%
中融信托	27.5	4.4%	7.8	-27.3%	18.2%	7.9%	4.5%
江苏信托	16.2	21.7%	8.1	7.7%	15.2%	7.3%	5.7%
上市类信托公司平均 (算数平均)		14.6%		10.9%	15.8%	7.7%	6.3%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 1、信托行业 18H1 净利润同比下降 1.3%



图 2、上市类信托公司 ROE 整体好于行业平均



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

受净利润增速下滑影响，ROE 同比有所下降，ROE 水平好于行业平均。

1) 8 家上市类信托公司 18H1 平均 ROE 为 6.3%，较去年同期的 7.7% 下降 137BPS。爱建信托和江苏信托上半年分别完成 12 亿元和 39.6 亿元增资，对 ROE 有所摊薄，若不考虑增资影响，8 家信托公司 18H1 平均 ROE 为 6.6%；上市类信托公司 ROE 整体下滑主要受净利润增速下降影响。2) 上市类信托公司盈利能力依然好于行业平均水平，2018H1 信托行业 ROE 平均为 5.1%（以 25% 所得税估算），行业 ROE 也呈现下滑趋势。

信托业务收入占比提升至 80%。从营收结构看，8 家上市类信托公司 18H1 信托业务收入、利息净收入和自营投资收益(含公允价值变动)占营收比重分别为 80%、-0.2% 和 18.8%，信托业务收入占比较 17 年的 76% 有所提升，是影响信托公司利润变化的主要变量。自营投资收益占营收比重达到 19%，较 17 年的 22.5% 占比有所下滑，股市持续下跌对部分信托公司自营投资收益造成负面影响。

**表 3、上市类信托公司 18H1 信托业务收入占比达到 80%**

	信托业务收入			利息净收入			自营投资收益		
	18H1 金额 (亿元)	占营业收入 比重	yoy	18H1 金额 (亿元)	占营业收入 比重	yoy	18H1 金额 (亿元)	占营业收入 比重	yoy
安信信托	20.5	127.2%	-12.9%	0.65	4.0%	-38.1%	-5.04	-31.2%	不适用
陕国投	5.0	98.2%	23.5%	-0.23	-4.5%	不适用	0.3	5.9%	-68.1%
爱建信托	7.2	74.4%	40.8%						
中航信托	15.8	91.2%	43.7%	-0.30	-1.7%	不适用	1.8	10.5%	2.1%
五矿信托	9.6	78.2%	6.9%	-0.55	-4.4%	不适用	3.2	26.3%	382.0%
昆仑信托	3.9	53.7%	31.9%	0.08	1.0%	-58.3%	3.3	44.9%	23.2%
中融信托	16.5	68.1%	-29.7%	1.43	5.9%	-9.8%	5.3	21.6%	54.7%
江苏信托	4.9	47.8%	21.4%	-0.16	-1.6%	不适用	5.5	53.8%	12.3%
<b>上市信托公司平均</b>	<b>10.4</b>	<b>79.8%</b>	<b>15.7%</b>	<b>0.13</b>	<b>-0.2%</b>		<b>2.0</b>	<b>18.8%</b>	

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2.2. 信托业务：规模和报酬率双降

### 2.2.1. 规模和报酬率双降造成信托业务收入增速下滑

信托业务收入增速下滑明显。1) 8 家信托公司 18H1 信托业务收入同比平均增长 15.7% (算数平均)，较 17 年的 24.4% 下滑明显，是上市类信托公司净利润增速下滑的首要因素。其中中航、五矿和昆仑信托 18H1 信托业务收入同比增速有所扩张，其余 5 家公司增速均出现下滑。2) 全行业信托业务收入增速也出现明显下滑趋势，18H1 全行业信托业务收入同比增长 2.1%，较 17 年的 7.4% 下滑明显，增速拐点出现。

**表 4、规模和报酬率出现双降造成信托业务收入增速下滑**

	信托业务收入			信托管理规模			信托业务报酬率 (测算值)	
	18H1 金额 (亿元)	18H1 YOY	2017 YOY	18H1 期末规模 (亿元)	18H1 较期初 变动比率	17H1 较期初 变动比率	18H1	yoy
安信信托	20.5	-12.9%	16.9%	2,516	8.2%	-2.7%	0.848%	-17%
陕国投	5.0	23.5%	66.8%	3,860	-14.8%	40.4%	0.119%	-10%
爱建信托	7.2	40.8%	62.2%	2,885	-13.3%	31.9%	0.231%	5%
中航信托	15.8	43.7%	24.3%					
五矿信托	9.6	6.9%	0.9%	4,879	-5.7%	16.7%	0.191%	-5%
昆仑信托	3.9	31.9%	-9.0%					
中融信托	16.5	-29.7%	-17.3%					
江苏信托	4.9	21.4%	50.7%	4,645	-15.7%	9.5%	0.096%	17%
<b>上市信托公司平均</b>	<b>10.4</b>	<b>15.7%</b>	<b>24.4%</b>		<b>-8.27%</b>	<b>19.17%</b>	<b>0.297%</b>	<b>-10%</b>

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

爱建信托和中航信托 18H1 信托业务收入增速均超过 40%，保持较高增速。我们预计两家公司依靠资产端和资金端优势，实现主动管理业务规

模平稳增长和报酬率扩张，从而带动信托业务收入保持较快增长。

图 3、信托行业规模连续两个季度下降

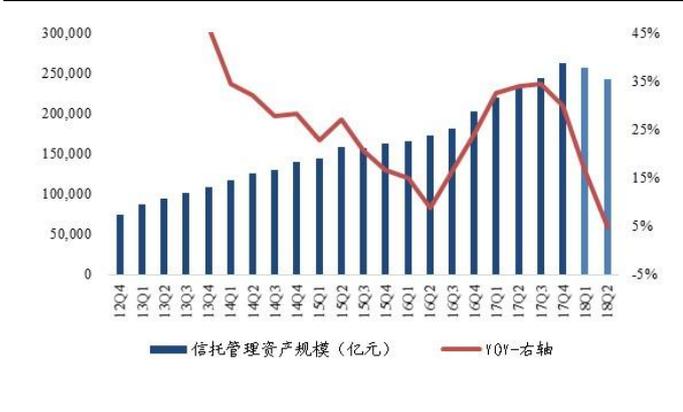
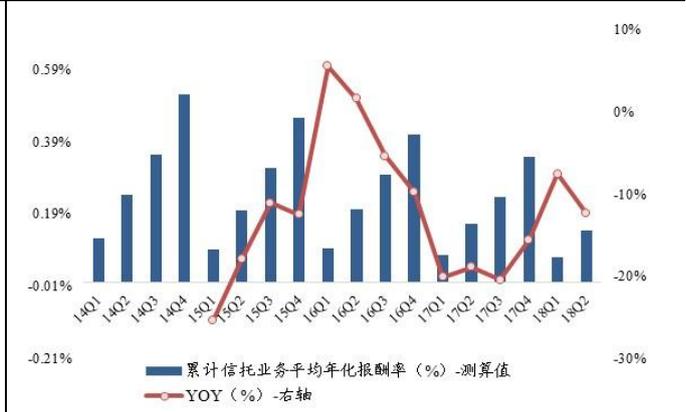


图 4、全行业 18H1 信托业务报酬率同比下降 12%



数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

**规模和报酬率出现双降。**从影响信托业务收入的两个关键指标信托管理规模和信托业务报酬率来看，我们发现规模和报酬率均出现了下降趋势，对信托业务收入增速均造成负面影响。

披露中期信托规模的 5 家上市类信托公司 18H1 期末信托规模较期初平均下降 8.3%（算数平均），而 17H1 期末较期初规模增长 19.2%；从行业数据看，18H1 期末全行业信托管理规模为 24.3 万亿元，较期初下降 7.5%，连续两个季度出现环比下降。

披露中期信托规模的 5 家上市类信托公司 18H1 信托业务报酬率平均为 0.297%（算数平均），较 17H1 的 0.331% 下降 10%。行业数据也显现出报酬率下滑趋势，18H1 信托行业平均业务报酬率为 0.14%，较 17H1 的 0.16% 下降 12%。

### 2.2.2. 压通道是规模下滑主因，主动管理业务亦存压力

**压降通道业务是行业规模下降主因。**上市类信托公司多数未披露信托规模具体结构，我们主要通过行业中期数据分析。资管新规去通道背景下，18H1 全行业事务管理类信托(通道业务为主)规模较期初下降 8.6%，降至 14.3 万亿元，占比降至 58.9%，连续两个季度下滑。通道业务规模压降是行业规模下滑的主因。

图 5、事务管理类规模同比降幅较大

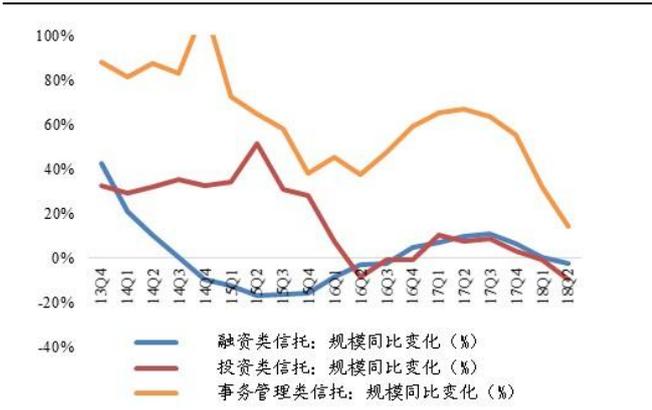
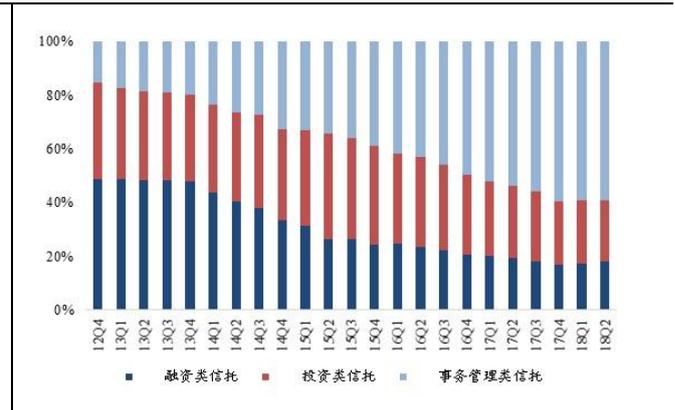


图 6、事务管理类规模占比连续两个季度下降

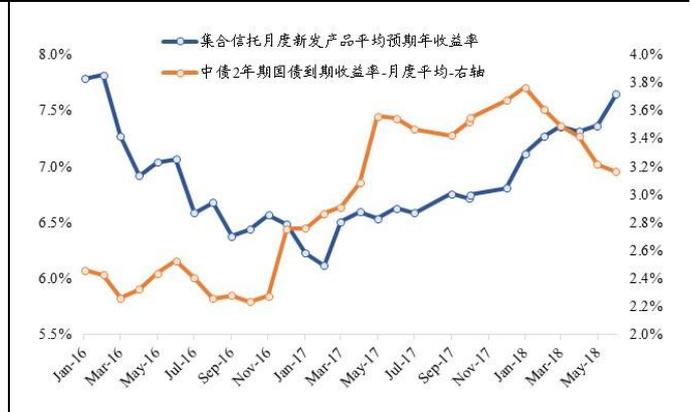
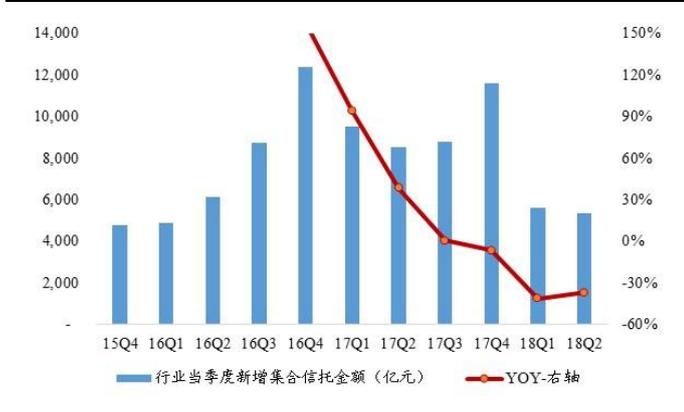


数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

机构端资金收紧背景下, 信托主动管理业务亦受到影响。1) 存量来看, 信托主动管理业务资金端以银行为主。主动管理信托业务的资金端主要来源于高净值个人(直销或代销)以及机构资金, 其中机构资金以银行表内和理财资金为主, 根据草根调研和估算, 预计银行资金占信托主动管理业务资金来源的比重超过 50%(不含代销)。2) 资管新规造成银行表内外资金收紧。资管新规禁止期限错配和多层嵌套, 银行表外和表内资金对非标资产的投资明显收紧, 标品委外投资也受到影响。3) 主动管理业务资金端难寻, 18H1 新增集合信托规模下降。如我们年初预期, 在资金端难寻的情况下信托公司项目落地率有所波动, 行业 18Q1 和 Q2 新增集合信托规模 5606/5366 亿元, 分别同比-41%/-37%; 用益信托网数据显示, 2018 年以来集合信托发行成本持续攀升, 6 月达到 7.61%, 与国债收益率的下降趋势形成鲜明对比, 侧面证明信托资金端紧张。

图 7、18H1 行业集合信托累计新发规模同比下降明显

图 8、18H1 新发集合信托平均预期收益率上升明显



资料来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

资料来源: 用益信托网, 国泰君安证券研究

### 2.2.3. 报酬率下降超预期, 预计主要受存量业务整改影响

信托业务报酬率下降略超预期, 预计主要受存量业务整改影响。我们此前预期, 在资金面紧张背景下, 主动管理业务报酬率扩张有望带动行业报酬率提升。而从目前行业数据看, 虽然通道业务规模占比在下降, 而报酬率并未出现提升, 而是出现下降。我们预计主要原因是:

1) 从新开项目跟踪情况来看, 预计新的主动管理业务报酬率仍呈扩张趋势, 但部分信托公司在整改期限错配类业务过程中, 无法将短久期负债端成本的提升转嫁到长久期资产端, 造成报酬率缩减。

2) 银信通道类业务压降过程中, 我们预计 ABS、ABN 和家族信托等合规的被动管理业务占比提升, 该类业务报酬率整体较低, 造成被动管理业务费率下滑。

**展望: 通道业务边际放松, 规模下行趋势不改。主动管理业务规模增速成业绩分化关键变量。** 1) 18H1 行业通道业务规模压降明显, 为防范信用风险 7 月 20 日央行出台资管新规执行细则对非标资金端边际放松, 媒体报道 8 月末信托公司资管新规过渡期指导意见下发, 支持合规通道业务。我们预计没有多层嵌套且投向符合监管要求的合规通道业务规模

降幅边际放缓，但考虑到过渡期内存量压降的需要，通道业务整体下行趋势不改。2) 预计资金端收紧对信托主动管理业务规模的影响仍将延续，而从资产端看，18Q1 和 Q2 集合信托中地产领域投放占比分别达 20% 和 32%，占比已创历史新高，而房地产开发投资增速已出现回落，在严控地产的监管导向下，未来房地产领域信托规模的增速存在不确定性。3) 在资产项目投放（资产端）和产品发行（资金端）两端具有优势的信托公司有望实现主动管理规模平稳增长，业绩表现有望超越同业公司。

### 2.3. 固有业务：股市下跌拖累自营投资收益率

受股市持续下跌影响，自营投资收益率同比下降。7 家公司（扣除未披露数据的爱建信托）18H1 自营投资收益率平均为 1.61%，同比下降 69BPS，预期主要受上半年股市下跌影响，其中二级市场配置相对较高的陕国投和安信信托投资收益率下降相对明显。7 家上市类信托公司 18H1 自营投资收益平均同比增长 8%（加权平均），由于投资收益率同比下降，故投资收益的正增长预计主要由自营投资盘规模增长带动。

表 5、18H1 平均自营投资收益率同比下降

	自营投资收益				自营投资收益率		
	17H1 金额 (亿元)	18H1 金额 (亿元)	YOY	营收占比	2017 年	17H1	18H1
安信信托	-1.1	-5.0	不适用	-31%	1.52%	-0.96%	-3.83%
陕国投	0.9	0.3	-68%	6%	4.23%	1.91%	0.68%
中航信托	1.8	1.8	2%	11%	4.16%	3.02%	1.75%
五矿信托	0.7	3.2	382%	26%	4.01%	0.92%	2.58%
昆仑信托	2.7	3.3	23%	45%	7.87%	3.76%	2.94%
中融信托	3.4	5.3	55%	22%	11.25%	2.75%	3.30%
江苏信托	4.9	5.5	12%	54%	8.98%	4.69%	3.85%
<b>上市信托公司 平均</b>	<b>1.9</b>	<b>2.0</b>	<b>8%</b>	<b>19%</b>	<b>6.00%</b>	<b>2.30%</b>	<b>1.61%</b>

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

注：自营投资收益 = (投资收益 + 公允价值变动损益) / 平均自营投资规模

自营投资规模 = 交易性金融资产 + 可供 + 持有至到期投资 + 长股投 + 买入返售 + 应收款项类投资 - 信托保障基金认缴额

7 家上市类信托公司（扣除未披露数据的爱建信托）18H1 实现利息净收入合计为 0.13 亿元，同比下降 73%，占营收比重为 1%，对信托公司业绩影响较小。我们预计利息净收入不断下降主要由于信托公司纷纷增加信托保障基金资金拆借，使得利息支出增加，而资产端布局更加倾向于自营投资而非贷款，使得投资收益增加而利息净收入相对较少。

### 2.4. 信托项目风险需格外关注

行业风险项目比率持续上升，信托公司资产减值损失计提增加。1) 从信托行业 2 季度数据看，期末风险项目规模达到 1913 亿元，较年初增加 46%，占总规模比重提升至 0.79%，较期初的 0.5% 增幅加大，下半年

行业兑付进入高峰期，项目兑付风险需要格外关注。2) 资管新规过渡期内，我们预计信托公司的老产品刚兑需求依然较大，从过往操作方式看，项目风险发生后信托公司往往以自有资金接盘，形成表内其他应收款，并根据项目回收预期计提相应资产减值，对净利润形成侵蚀。3) 从披露数据的 6 家上市信托公司来看，18H1 资产减值损失合计金额较 17H1 增加 35%，占营收比重达到 18.3%，较 2017 年增加明显。下半年上市类信托公司资产减值计提的变化趋势成为核心关注点。

表 6、上市类信托公司 18H1 资产减值计提增加

	资产减值损失					资产减值损失/营业收入				
	2015 年	2016 年	2017 年	17H1	18H1	2015 年	2016 年	2017 年	17H1	18H1
安信信托	0.02	-	0.13	0.05	0.59	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	3.6%
中航信托	0.14	0.18	-0.35	-0.29	0.56	0.7%	0.8%	-1.2%	-2.3%	3.2%
五矿信托	5.07	3.82	1.75	0.00	0.02	23.3%	18.7%	8.2%	0.0%	0.2%
昆仑信托	0.53	0.4	2.2	1.88	0.67	3.6%	3.2%	14.0%	32.2%	9.2%
中融信托	1.95	0.13	0.20	0.33	0.83	3.0%	0.2%	0.3%	1.1%	3.4%
江苏信托	0.00	0.03	0.00	0.01	0.01	0.0%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%
上市信托公司合计	7.71	4.54	3.95	1.98	2.67	27.5%	14.1%	11.4%	13.1%	18.3%

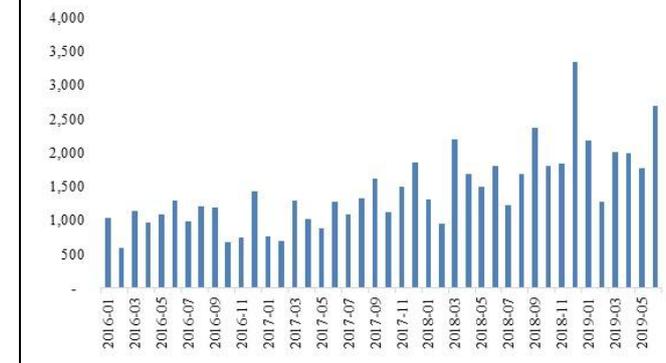
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9、18 年 6 月末信托行业不良率升至 0.8%



资料来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

图 10、行业集合信托到期规模变化趋势（亿元）



资料来源：中国信托业协会，国泰君安证券研究

### 3. 上市租赁公司业绩分析：息差稳定，资产端优势公司有望胜出

18H1 平均 ROE 同比有所下滑，江苏租赁和中航租赁 ROE 高于可比公司平均水平。1) 2018 年上半年 6 家 A 股租赁类上市公司均实现净利润正增长，渤海金控外延收购对其 18H1 净利润增长具有一定影响（17 年 4 月完成 C2 资产收购），故我们做整体平均分析时不考虑渤海金控。2) 从 5 家租赁类上市公司上半年业绩看，18H1 净利润平均增长 23.7%（算数平均），较 17 年的 26.9% 有所下滑。3) 5 家租赁类上市公司 18H1 平均 ROE 为 5.2%，较 17H1 的 6.1% 下滑 89BPS，其中江苏租赁和中航租赁 18H1 ROE 高于 5 家公司行业平均。

**表 7、18H1 上市类租赁公司 ROE 同比下滑，ROA 整体保持平稳**

	归母净利润			ROE(半年度)			ROA(半年度)		
	18H1 金额 (亿元)	2017 年 YOY	2018H1 YOY	2017H1	2018H1	同比增加 (绝对值)	2017H1	2018H1	同比增加 (绝对值)
江苏租赁	6.4	22.6%	10.1%	10.44%	7.72%	-2.73%	1.30%	1.21%	-0.10%
中航租赁	6.1	27.7%	43.3%	4.77%	5.65%	0.88%	0.57%	0.64%	0.08%
昆仑金融租赁	4.5	15.1%	3.2%	5.18%	4.51%	-0.67%	0.90%	0.81%	-0.09%
外贸金融租赁	3.3	13.5%	7.4%	5.13%	3.76%	-1.37%	0.56%	0.51%	-0.05%
越秀租赁	2.9	55.8%	54.8%	4.96%	4.41%	-0.54%	0.89%	0.99%	0.11%
<b>5 家租赁公司平均 (算数平均)</b>		<b>26.9%</b>	<b>23.7%</b>	<b>6.09%</b>	<b>5.21%</b>	<b>-0.89%</b>	<b>0.85%</b>	<b>0.83%</b>	<b>-0.01%</b>
渤海金控	12.9	15.5%	25.7%	3.30%	3.98%	0.68%	0.39%	0.44%	0.04%

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

**ROE 下滑主要受公司股权增资和总资产增速下滑影响。1) ROA 基本保持平稳，息差稳定。**5 家租赁公司 ROA 水平基本保持稳定，上半年 ROA 平均为 0.83%，同比微降 1BP，整体看，上市租赁公司息差水平基本保持平稳。**2) ROE 下滑主要受杠杆率下降影响。**5 家上市类租赁公司 18H1 杠杆率降至 6.2 倍，较 17H1 下降 17%。**3) 杠杆率下降主要受股权增资和总资产增速放缓影响。**杠杆率下降受到总资产和净资产两方面影响，一方面，江苏租赁和越秀金控 2018 年上半年分别股权增资 40 亿元和 30 亿元，致使杠杆率出现较大幅度下降；另一方面，5 家租赁公司总资产增速有所下滑，18H1 总资产较年初平均增长 10.9%，增速较 17 年上半年增速有所下滑，我们预计在宏观紧信用背景下，部分租赁公司融出规模增速有所下滑。

**表 8、租赁公司总资产增速下滑是杠杆率下降的原因之一**

	杠杆率			总资产			
	17H1	17 年	18H1	18H1 金额 (亿元)	17 年上半 年增速	17 年下半 年增速	18 年上半 年增速
江苏租赁	8.2	8.0	5.5	567.8	14.1%	4.2%	14.3%
中航租赁	8.4	8.6	8.9	1,010.8	17.1%	9.3%	14.6%
昆仑金融租赁	5.2	5.4	5.7	579.8	8.1%	6.1%	8.1%
外贸金融租赁	9.5	7.3	7.3	640.4	13.2%	10.0%	0.9%
越秀租赁	6.1	5.5	3.8	318	27.2%	14.2%	16.5%
<b>5 家租赁公司平均(算数 平均)</b>	<b>7.5</b>	<b>6.9</b>	<b>6.2</b>	<b>623.4</b>	<b>15.9%</b>	<b>8.7%</b>	<b>10.9%</b>
渤海金控	9.8	9.5	8.8	2,922.4	40.6%	-1.4%	-2.7%

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

**紧信用环境下，资产端优势突出的公司业绩表现有望超越同业。**1) 2018 年 2 季度以来市场利率下降明显，利率下降初期有助于租赁企业息差扩张，预计下半年租赁公司整体息差水平有望扩张。2) 宏观紧信用背景下，租赁公司融出规模增速和不良率或短期承压，预计资产端优势相对突出的公司未来资产端增速和不良率控制会好于同业其他公司。3) A 股

上市类租赁公司中，江苏租赁和中航租赁资产端优势相对较高，江苏租赁在医疗和教育领域具有长时间业务经验，中航租赁依靠中航集团股东背景优势，在航空等交运领域优势突出。

#### 4. 投资观点

**信托：业绩分化加速，资金端和资产端优势突出公司有望率先完成转型。** 1) 18H1 上市类信托公司业绩增速和 ROE 均有所下滑，信托管理规模规模和报酬率下行是主要原因。2) 中长期看，信托规模下行趋势不改，行业转型压力依然较大，主动管理规模变化趋势和信托项目风险是下阶段核心关注点。3) 在资金端和资产端优势较强的信托公司有望率先完成转型，业绩表现将明显强于行业平均。

**租赁：息差相对稳定，资产端实力突出的公司有望获得高于行业平均的收益率。** 1) 18H1 上市类租赁公司 ROE 下滑主要受股东增资和总资产规模增速放缓影响，宏观紧信用背景下，租赁公司息差整体保持稳定。2) 2 季度以来的利率回落有望带动租赁公司息差扩张，未来对资产端把握能力较强的租赁公司有望获得高于行业平均的盈利水平。

**维持行业“增持”评级，推荐中航资本和五矿资本。** 今年以来，受资管新规和宏观紧信用影响，多元金融板块估值整体回落到 12 倍 P/E（对应 2018 年），近期监管政策边际有所放松，信用风险缓解有助于多元金融板块估值企稳，维持行业“增持”评级。标的方面，推荐资金端和资产端优势明显的中航资本（600705）和估值性价比较高的五矿资本（600390）。

表 9、所覆盖的多元金融公司估值表

公司名称	股票代码	股票价格	EPS		P/E		P/B		评级
		2018年8月31日	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	
五矿资本	600390	7.68	0.66	0.76	11.62	10.11	0.92	0.86	增持
经纬纺机	000666	18.08	1.70	1.21	10.61	14.94	1.67	1.52	增持
安信信托	600816	5.49	0.80	0.89	6.82	6.20	1.55	1.37	增持
陕国投A	000563	2.83	0.11	0.14	24.83	20.21	1.10	1.06	增持
爱建集团	600643	8.77	0.51	0.67	17.14	13.09	2.01	1.47	增持
中航资本	600705	4.44	0.31	0.40	14.32	11.10	1.71	1.45	增持
江苏国信	002608	7.04	0.67	0.85	10.51	8.31	1.30	1.12	增持
<b>平均</b>					<b>13.69</b>	<b>12.00</b>	<b>1.47</b>	<b>1.26</b>	

资料来源：Wind 资讯，国泰君安证券研究

#### 5. 风险提示

- 信托项目兑付风险增大；
- 紧信用环境恶化，造成租赁融出规模增速下降，坏账率增加。

**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**
**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

**评级说明**

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

**国泰君安证券研究所**

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		