

# 多元金融

## 政策引导信托规模持续萎缩，关注监管压力边际放松

### 政策引导下信托规模持续萎缩，负债端和资产端结构均调整

截至 2018 年 3 季度末，信托行业管理资产余额为 23.14 万亿元，较 2 季度末下降 1.13 万亿元，较 2017 年底的高点下降 3.11 万亿元。从信托资产规模的季度增速变化来看，3 季度同比增速为 -5.19%，自 2010 年季度统计数据以来首次跌入负值区间。资管新规细则及过渡期规则对行业规模影响显现。

负债端情况：1) 从资金来源看，集合资金信托的占比持续提升至 39.93%，单一资金信托规模持续萎缩至 44.32%；2) 信托资产按功能分类的角度看，事务管理类业务延续下滑态势，季末规模为 13.61 万亿元，占比 58.82%。

资产端情况：新增信托主要投向工商企业和房地产，占比分别为 40% 和 25.6%，是增长的主要方向。2018 年受政策调控、信用违约风险上升的影响，信托行业风险暴露略有提升，3 季度末信托行业风险项目个数为 832 个，规模为 2159.73 亿元，项目个数和规模分别较上季度增加 59 个、246.70 亿元，自 2017 年 4 季度以来持续增长。

### 18 年 3 季度业绩下滑，主要是投资收益的影响

截至 2018 年 3 季度末，信托行业实现营业收入 747.66 亿元，同比下降 1.15%，年内首次出现同比下滑。行业实现净利润为 494.43 亿元，同比下降 10.72%，降幅较 2018 年上半年有所扩大。从单季度数据来看，3 季度的营业收入为 234.33 亿元，环比减少 16%，同比减少 9.35%；3 季度单季的净利润为 134.38 亿元，环比减少 30.15%，同比减少 28.88%。3 季度固有业务收入受资本市场波动影响，尤其是投资收益单季仅为 46.15 亿元，同比下降 28.8%，环比下降 28%，回调较为明显。

### 固有资产增速放缓，关注风险减值准备对整体利润表现的影响

截至 2018 年 3 季度末，信托行业固有资产规模达到 6903.63 亿元，比上季度环比微增 10.35 亿元；季度同比增速 8.80%，增速明显放缓。固有资产配置方面，投资占比继续保持主导地位，2018 年资本市场波动较大，信托公司或因计提风险减值准备拖累整体利润表现。

### 关注监管压力边际有所放松，推荐中航资本

央行行长易纲日前表示，影子银行是金融市场的必要补充，只要依法合规经营，便能成为金融市场的有效部分，再次提及影子银行的功能性，预计信托行业的监管压力边际有所放松；资管新规及其相关的实施细则陆续落地，预期缓和信托行业负债端压力。资产端：信托行业风险暴露略有提升，3 季度末行业的信托资产风险率为 0.93%。但 10 月后监管持续发力信用环境疏导，预计后续资产端质量有望逐步改善。推荐资产端优势明显，资金端得到补充的中航资本：拟引入战略投资者，增资扩股规模 100 亿元，有望大幅提升公司资金端的优势；与央企军工集团发起设立军民融合基金，资产端优势预期将进一步凸显。

**风险提示：**宏观经济下行风险，监管政策超预期严格，市场波动造成业绩不及预期

证券研究报告

2018 年 12 月 18 日

投资评级

行业评级

强于大市(首次评级)

上次评级

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《多元金融-行业点评:中报业绩稳定增长，关注质优个股》 2017-09-06

## 内容目录

|  |   |
|--|---|
| 1. 政策引导信托行业规模持续萎缩，经营业绩略有回落 .....       | 3 |
| 1.1. 政策引导信托行业规模持续萎缩，负债端和资产端结构均调整 ..... | 3 |
| 1.2. 单季度业绩下滑，主要是投资收益的影响 .....          | 5 |
| 1.3. 行业风险暴露略有提升 .....                  | 7 |
| 1.4. 固有资产增速放缓，关注风险减值准备对整体利润表现的影响 ..... | 8 |
| 2. 投资建议 .....                          | 9 |

## 图表目录

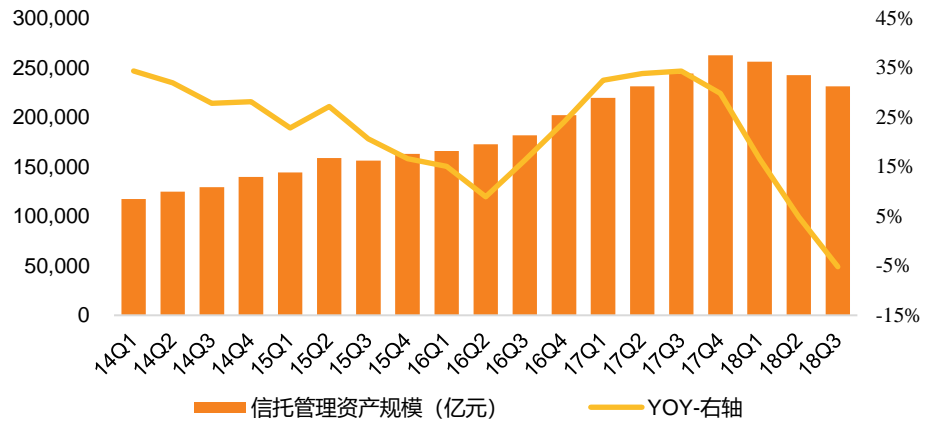
|   |   |
|---|---|
| 图 1：信托行业的管理资产规模 .....                               | 3 |
| 图 2：信托行业新增信托项目金额 .....                              | 3 |
| 图 3：从信托资产来源结构看，集合资金信托占比持续提高 .....                   | 4 |
| 图 4：按信托功能分类，融资类信托占比延续下滑态势 .....                     | 4 |
| 图 5：信托行业资产投向变化情况 .....                              | 5 |
| 图 6：未来一年到期信托项目情况（单位：亿元） .....                       | 5 |
| 图 7：信托行业当季度经营收入情况（单位：亿元） .....                      | 6 |
| 图 8：信托行业当季度利润情况 .....                               | 6 |
| 图 9：营业收入与利润总额当年累计值及其同比增速（当年累计值） .....               | 6 |
| 图 10：信托行业收入结构变动情况 .....                             | 7 |
| 图 11：信托行业风险资产规模和不良率情况 .....                         | 7 |
| 图 12：信托行业固有资产增长情况（单位：亿元） .....                      | 8 |
| 图 13：信托行业固有资产运用方式结构变化情况 .....                       | 8 |
| 表 1：多元金融上市公司的盈利预测及估值表（2018 年 12 月 14 日，单位：亿元） ..... | 9 |

## 1. 政策引导信托行业规模持续萎缩，经营业绩略有回落

### 1.1. 政策引导信托行业规模持续萎缩，负债端和资产端结构均调整

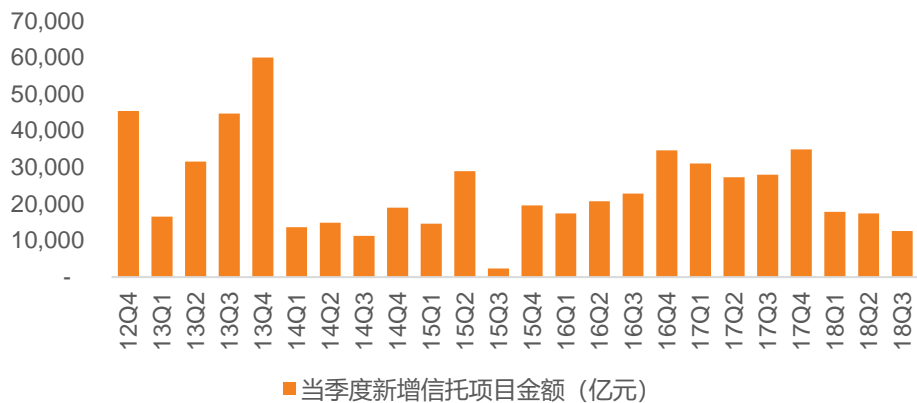
**信托行业管理资产余额继续回落。**截至 2018 年 3 季度末，信托行业管理资产余额为 23.14 万亿元，较 2 季度末下降 1.13 万亿元，较 2017 年底的高点下降 3.11 万亿元。从信托资产规模的季度增速变化来看，3 季度同比增速为 -5.19%，自 2010 年季度统计数据以来首次跌入负值区间。除去存量高基数的因素外，新增规模的萎缩是导致信托行业规模下滑的主要因素，截至 2018 年 3 季度末，本年累计新增信托项目 12036 个，规模 4.77 万亿元，较上年同期相比降低 3.86 万亿元，同比下降 44.73%。

图 1：信托行业的管理资产规模



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

图 2：信托行业新增信托项目金额



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

**政策引导下信托行业的负债端和资产端出现调整：**

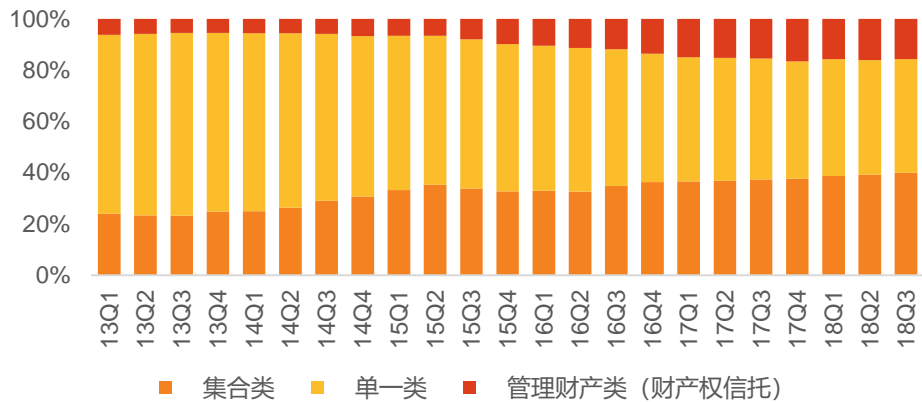
1、**负债端调整体现在：**1) 从资金来源看，集合资金信托的占比持续提升，单一资金信托规模持续萎缩；2) 信托资产按功能分类的角度看，事务管理类业务延续下滑态势。

2、**资产端的调整体现在：**新增信托主要投向工商企业和房地产，服务实体经济是主要方向。

从信托资产的来源划分，集合资金信托的占比持续提升，单一资金信托规模持续萎缩。截至 2018 年三季度末，信托行业集合资金信托规模为 9.24 万亿元，占比提升至 39.93%，较

2017 年底提升 2.2 个百分点。单一资金信托规模为 10.25 万亿元,较上季度末继续下降 0.59 万亿元,占比为 44.32%,较 2017 年末下降 1.4 个百分点。管理财产类信托规模为 3.65 万亿元,较上季末下降 0.27 万亿元,占比为 15.75%,较 2017 年末下降 0.8 个百分点

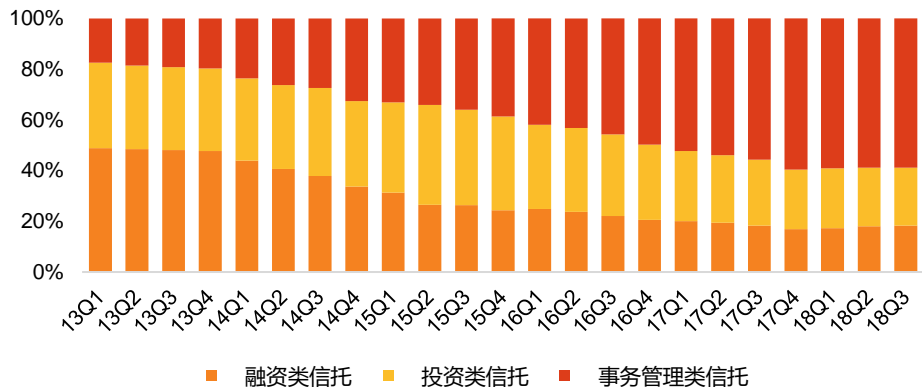
图 3: 从信托资产来源结构看, 集合资金信托占比持续提高



资料来源: 信托业协会, 天风证券研究所

信托资产按功能分类的角度看, 事务管理类业务延续下滑态势。截至 2018 年 3 季度末, 信托行业事务管理信托规模为 13.61 万亿元, 较 2018 年 2 季度末下降 0.69 万亿元, 占比为 58.82%, 较 2017 年底下降 0.80 个百分点, 是信托行业规模下降的主要因素。投资类信托规模为 5.29 万亿元, 较 2018 年 2 季度末下降 0.30 万亿元, 占比为 22.85%, 较 2017 年底下降 0.66 个百分点; 融资类信托规模为 4.24 万亿元, 占比为 18.33%, 较 2017 年底上升 1.46 个百分点。

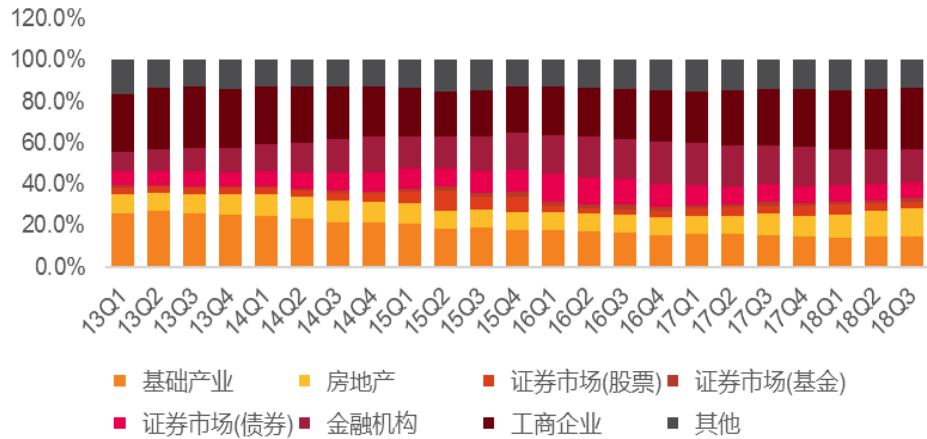
图 4: 按信托功能分类, 融资类信托占比延续下滑态势



资料来源: 信托业协会, 天风证券研究所

存量的信托资金主要配置于工商企业、金融机构、基础产业、房地产等, 占比分别为 29.5%、16.1%、14.6%、13.4%。投向工商企业的资金继续稳居首位, 投向金融机构持续回落, 投向基础产业的比重企稳, 房地产信托的增速放缓, 但占比持续提升。新增信托主要投向房地产和工商企业, 服务实体经济是主要方向。从季度新增信托投向的角度来看, 2018 年三季度工商企业和房地产占比分别为 40%和 25.6%, 是增长的主要方向。

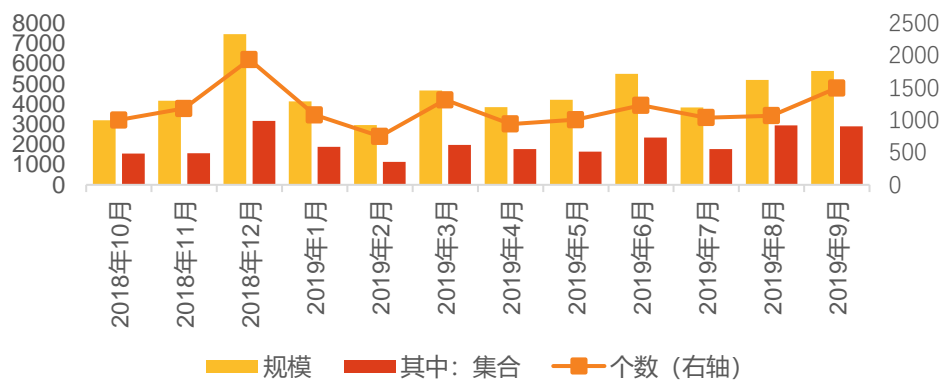
图 5：信托行业资产投向变化情况



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

**存量信托计划加速到期。**根据信托业协会公布的数据，2018年10月-2019年9月的信托到期规模为5.48万亿元，较2季度末的预计数据下降925亿元，连续三季度出现下降。从结构上看，集合信托的到期压力相对较大，3季度末的预计规模为2.46万亿元。未来一年的到期高峰点预计将在12月份，单月到期规模约为7460亿元。

图 6：未来一年到期信托项目情况（单位：亿元）

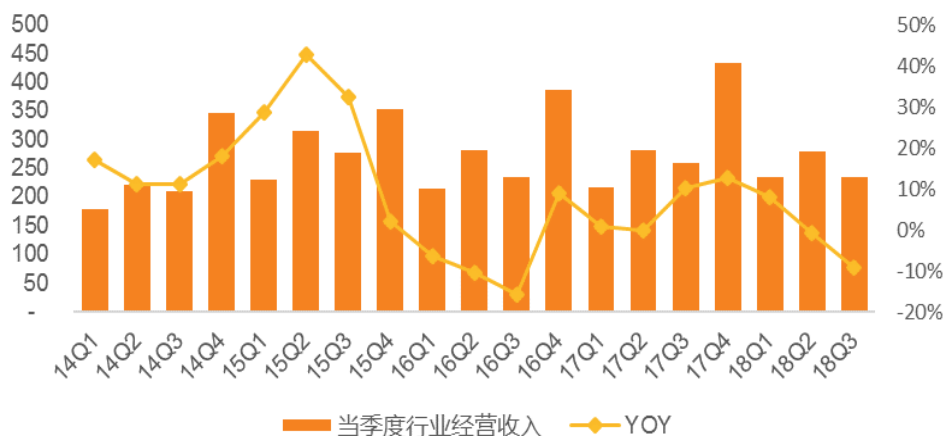


资料来源：信托业协会，天风证券研究所

## 1.2. 单季度业绩下滑，主要是投资收益的影响

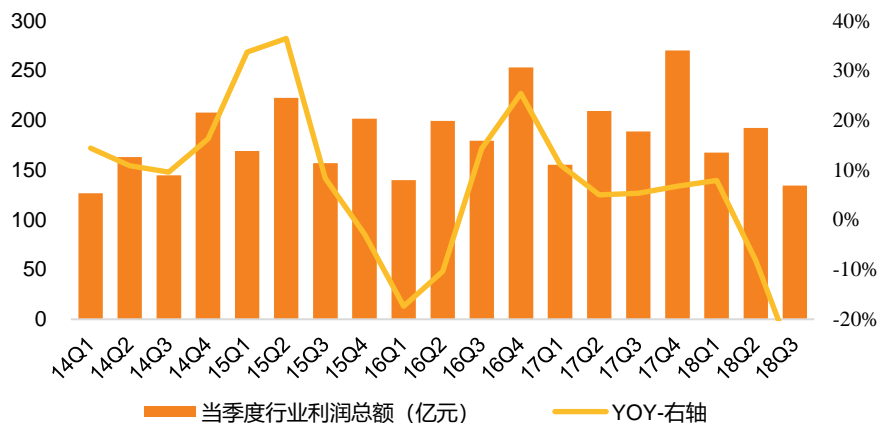
截至2018年3季度末，信托行业实现营业收入747.66亿元，同比下降1.15%，年内首次出现同比下滑。行业实现净利润为494.43亿元，同比下降10.72%，降幅较2018年上半年有所扩大。从单季度数据来看，2018年3季度的营业收入为234亿元，环比减少16%，同比减少9.35%；3季度单季的净利润为134.38亿元，环比减少30.15%，同比减少28.88%。

图 7：信托行业当季度经营收入情况（单位：亿元）



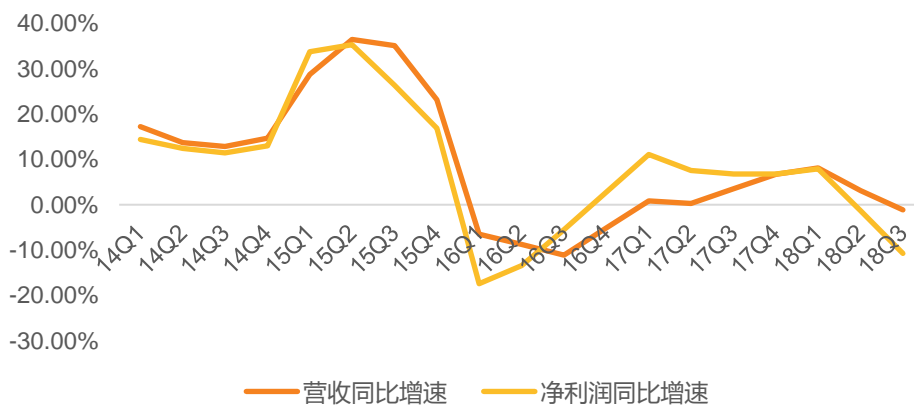
资料来源：信托业协会，天风证券研究所

图 8：信托行业当季度利润情况



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

图 9：营业收入与利润总额当年累计值及其同比增速（当年累计值）

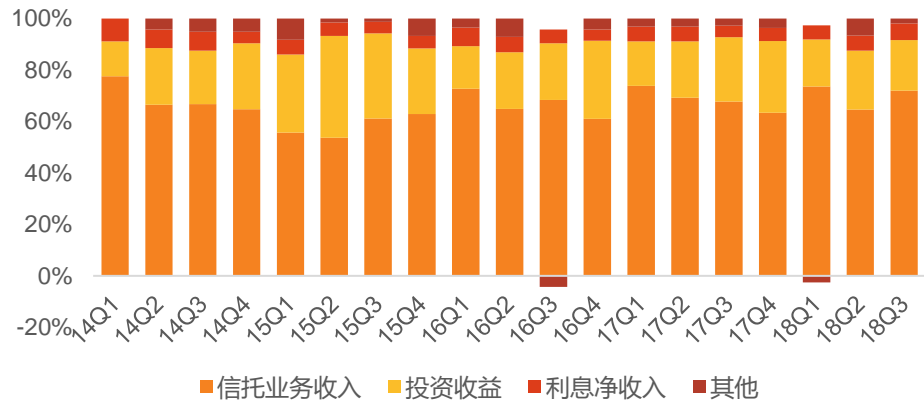


资料来源：信托业协会，天风证券研究所

截至 2018 年 3 季度末当年累计实现收入中，信托业务收入占营业收入的比重为 71%，仍然是信托公司收入的最主要贡献来源。其中：3 季度末当年累计实现信托业务收入 530.91 亿元，与上年同期基本持平；固有业务收入 216.75 亿元，较上年同期下降 4.30%。从季度

新增收入的情况看，3 季度新增信托业务收入 168.55 亿元，环比下降 6.53%，同期相比下降 3.67%，占比为 71.9%；新增固有业务收入 47.79 亿元，环比下降 55.60%，同比下降 42.80%，占比为 28.1%，固有业务收入受资本市场波动影响，尤其是投资收益单季仅为 46.15 亿元，同比下降 28.8%，环比下降 28%，回调较为明显。

图 10：信托行业收入结构变动情况

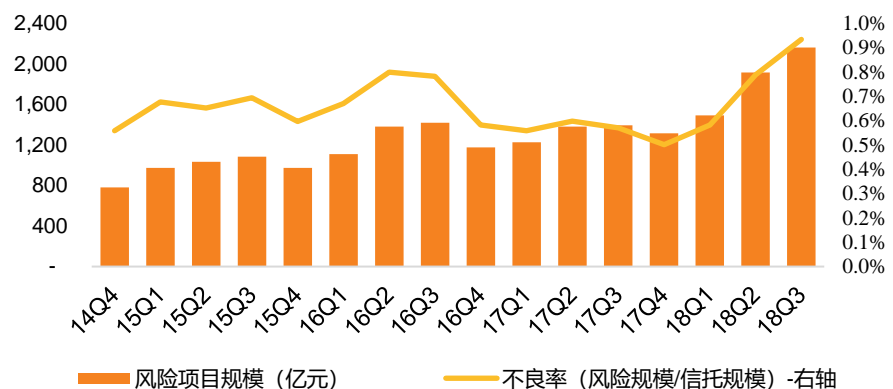


资料来源：信托业协会，天风证券研究所

### 1.3. 行业风险暴露略有提升

2018 年受政策调控、信用违约风险上升的影响，信托行业风险暴露略有提升。截至 2018 年 3 季度末，信托行业风险项目个数为 832 个，规模为 2159.73 亿元，项目个数和规模分别较上季度增加 59 个、246.70 亿元，自 2017 年 4 季度以来持续增长。从信托风险项目的构成看，3 季度末集合资金信托风险资产规模为 1387.00 亿元，占比 64.22%，规模比 2 季度增加了 197.56 亿元，增长较为显著；单一资金信托风险资产规模为 732.86 亿元，占比 33.93%，规模比 2 季度增加了 45.30 亿元；财产权信托规模为 39.83 亿元，占比 1.85%，规模略有增长。3 季度末行业的信托资产风险率为 0.93%，较 2 季度末上升了 0.142%，增长幅度也比较明显。整体上看，资管新规之下非银行资产风险暴露相对以往有所提升。

图 11：信托行业风险资产规模和不良率情况



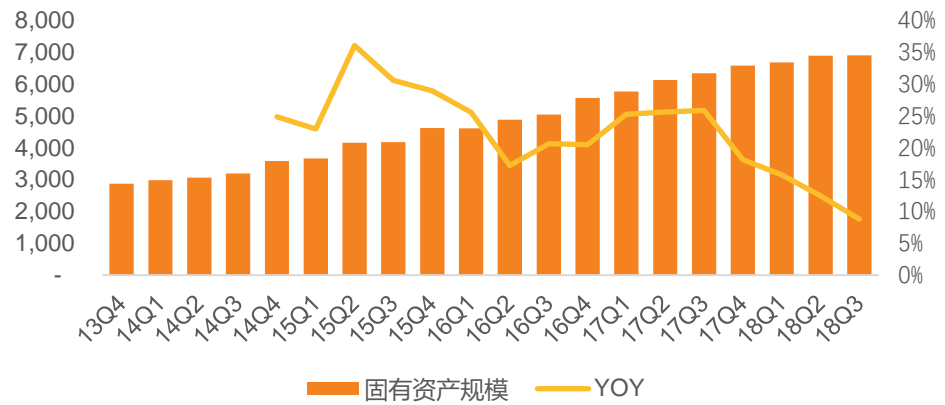
资料来源：信托业协会，天风证券研究所



#### 1.4. 固有资产增速放缓，关注风险减值准备对整体利润表现的影响

截至 2018 年 3 季度末，行业固有资产规模达到 6903.63 亿元，比上季度环比微增 10.35 亿元；季度同比增速 8.80%，较 2 季度的 12.46% 进一步下滑。信托行业的固有资产单季同比增速自 17 年三季度后便开始进入下行通道，增速明显放缓。

图 12：信托行业固有资产增长情况（单位：亿元）

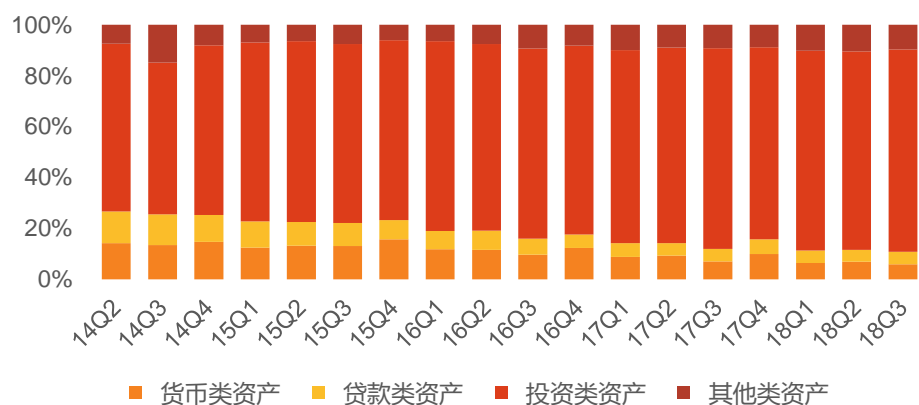


资料来源：信托业协会，天风证券研究所

从固有资产的运用方式来看，投资类占比继续保持主导地位。截至 2018 年 3 季度末，投资类运用占比 79.51%，较 2 季度继续上升 1.46 个百分点；货币类运用占比 5.97%，较 2 季度下降 0.93 个百分点，贷款类运用占比 4.86%，较 2 季度略升 0.23 个百分点，总体来讲，贷款类、货币类运用方式延续了 2013 年以来的下降趋势。

值得注意的是，近年来信托公司的长期股权投资占比有所提升，包括参股地方 AMC、农商行、保险公司等金融企业，寻求业务协同，目前多处于发展初期，未来有望贡献稳定的收入来源。此外，今年以来市场波动较大，信托公司或因计提风险减值准备拖累整体利润表现。

图 13：信托行业固有资产运用方式结构变化情况



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

增资热潮相对褪去后，行业实收资本增速放缓。从权益资本构成情况来看，截至 2018 年三季度末，行业的实收资本规模为 2606 亿元，环比增加 25.26 亿元，较 17 年底增加 188 亿元，增速较 2017 年放缓。2016-2017 年是行业增资高峰，多家信托公司完成增资或者绕道登陆资本市场，2018 年行业增资热潮相对褪去。2018 年 3 季度末信托赔偿准备金规模 237.78 亿元，与上季度基本持平，较去年底增加 16.66 亿元，行业抵御风险能力需进一步提高。3 季度末，信托行业资产负债率 20.64%，较上季度略降 0.74 个百分点。



## 2. 投资建议

央行行长易纲日前表示，影子银行是金融市场的必要补充，只要依法合规经营，便能成为金融市场的有效部分，再次提及影子银行的功能性，与 8 月后监管支持合法合规通道业务的态度相符，预计信托行业的监管压力边际有所放松。

**资管新规及其相关的实施细则陆续落地，预期缓和信托行业负债端压力。**4 月伴随着资管新规落地，在打破刚性兑付、禁止期限错配、禁止多重嵌套、降低杠杆比例、提高投资者准入等要求下，存量信托产品到期续作存在困难，同时资金端受到极大限制，行业进入全面清理整顿过程。7 月人民银行下发《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》，明确了过渡期资管业务的宏观审慎安排；8 月银保监会信托部下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》，明确了信托业落实新规和过渡期整改要求。

**资产端：信托行业风险暴露略有提升，3 季度末行业的信托资产风险率为 0.93%。**但 10 月后监管持续发力信用环境疏导，针对民营企业融资难的问题，央行设计了“三支箭”进行化解，一是增加民营企业的信贷；二是针对目前民营企业债券融资减少的情况，设计民营企业债券融资支持工具；三是研究设立民营企业股权融资的支持工具。预计后续资产端质量有望逐步改善。

上市信托公司业绩分化，统计范围内的 11 家信托公司中 5 家出现营收与净利润同比下滑的情况。中长期角度看，信托行业管理资产规模下行趋势不改，负债端关注主动管理规模提升，资产端关注信托项目风险。

**标的上推荐资产端优势明显，资金端得到补充的中航资本：**1) 公司全资子公司拟引入包括中国人寿在内的 6 家战略投资者，合计增资扩股规模 100 亿元，有望大幅提升公司资金端的优势；2) 公司与央企军工集团发起设立军民融合基金（惠华基金），未来基金的运作将打通军工集团间的联动，实现项目资源的共享，资产端优势将进一步凸显；3) 10 月公司公告拟在二级市场回购公司股份，回购总额不低于 5 亿元，不超 10 亿元，资金来源为自有资金或符合法律法规规定的自筹资金，股份回购彰显公司发展信心。

表 1：多元金融上市公司的盈利预测及估值表（2018 年 12 月 14 日，单位：亿元）

| 证券简称 |       |     | P/E (倍) |       |       | P/B (倍) |      |       |
|------|-------|-----|---------|-------|-------|---------|------|-------|
|      | 股价    | 市值  | 2016    | 2017  | 2018E | 2016    | 2017 | 2018E |
| 中航资本 | 4.56  | 454 | 25.27   | 18.94 | 11.69 | 2.56    | 2.13 | 1.50  |
| 五矿资本 | 7.54  | 320 | -28.82  | 12.39 | 11.97 | 5.09    | 1.43 | 0.82  |
| 安信信托 | 4.90  | 302 | 17.36   | 16.80 | 12.56 | 3.77    | 3.89 | 1.71  |
| 爱建集团 | 8.77  | 163 | 30.34   | 21.48 | 12.71 | 2.88    | 2.33 | 1.84  |
| 江苏国信 | 7.39  | 300 | -1.94   | 9.36  | 10.56 | -1.77   | 1.96 | 1.40  |
| 经纬纺机 | 12.02 | 100 | 34.39   | 14.34 | 7.33  | 2.32    | 1.86 | 1.01  |
| 国投资本 | 9.71  | 456 | 18.33   | 23.45 | 24.90 | 2.20    | 1.55 | 1.09  |

资料来源：wind，天风证券研究所，来源于 wind 一致预测

风险提示：宏观经济下行风险，监管政策超预期严格，市场波动造成业绩不及预期

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                   | 上海                   | 深圳                   |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99       | 上海市浦东新区兰花路 333       | 深圳市福田区益田路 5033 号     |
| 邮编：100031            | 号保利广场 A 座 37 楼       | 号 333 世纪大厦 20 楼      | 平安金融中心 71 楼          |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071            | 邮编：201204            | 邮编：518000            |
|                      | 电话：(8627)-87618889   | 电话：(8621)-68815388   | 电话：(86755)-23915663  |
|                      | 传真：(8627)-87618863   | 传真：(8621)-68812910   | 传真：(86755)-82571995  |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |