

非银金融（多元金融）

多元金融 2019 年度投资策略

维持评级

报告原因：策略研究

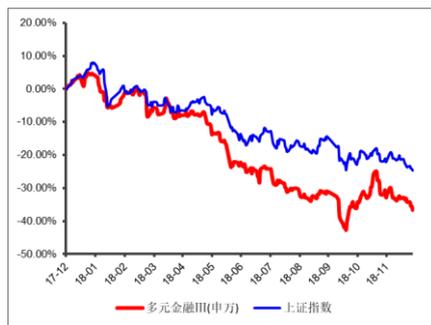
创投乘政策东风，信托转型业绩承压

中性

2018 年 12 月 29 日

行业研究/策略研究

多元金融板块近一年市场表现



分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

邮件：liuli2g@sxzq.com

分析师：孙田田

执业证书编号：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮件：suntiantian@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **创投乘政策东风：**2018 年创投规模及只数环比增速下降，平均管理规模整体呈下行趋势。通过上市方式退出是最主要的途径，IPO 审核从严，整体上市节奏放缓，上市数量明显降低，一二级市场之间的价差也逐渐缩窄，市场往更加成熟的方向发展。科创板制度建设加速，政策推进力度超预期，对于创投机构完善资金退出渠道，加快收益兑现节奏，改善业绩意义重大。
- **信托转型业绩承压：**今年以来信托行业由于通道业务占比较高，报酬率逐步降低，资管新规及理财子公司入场，行业竞争格局更加激烈，拉长周期至 2019 年全年是信托转型攻坚期。我们预计明年上半年信托板块一定程度上还将有下行压力。
- **融资租赁行业不断规范：**市场渗透率与发达国家相比还有一定上升空间，行业面临从粗放向集约型发展的转变。统一监管时代来临，推动行业良性发展，数量众多的融资租赁公司迎来行业大洗牌，利好已经成熟的融资租赁公司。资金端及资产端价差是盈利核心，货币政策中性稳健，租赁业务收益率和融资利率预计将处于较高的位置，带来的租息收入和手续费收入的稳定是融资租赁公司业务的支撑。
- 多元金融涉及由于子行业板块较多，行业影响因素较多，鉴于市场情绪较为低迷，建议控制风险，精挑个股，建议关注：
- **鲁信创投：**国资背景的专业创投机构，投资净收益主要来源于项目退出，受益于山东新旧动能转换与科创板加速推进。
- **爱建集团：**信托业务的高速增长带动公司 18 年前三季度业绩，爱建信托增资完成，营收、净利润、手续费及佣金收入在行业中的排名提升，核心竞争力持续向好。
- **江苏租赁：**A 股专业金融租赁公司，专注中小微企业，业务稳步推进，上半年应收融资租赁款余额同比增长 14.21%，不良率较低，拨贷充足。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；二级市场整体大幅下滑，从严监管超出预期。

目录

创投乘政策东风	5
1.1 行业规模不但增长	5
1.2 政策助推发展	7
1.3 科创板加速推进	8
1.4 个股推荐	9
信托转型业绩承压.....	10
2.1 行情：信托板块处于整体下行区间	10
2.2 资产：规模连续收缩	10
2.3 产品：资金端募集收缩，资产端地产上行	12
2.4 风险：集合类产品风险抬头	13
2.5 业绩：行业收入及利润承压	14
2.6 政策：边际回暖	16
2.7 预期：短期转型压力较大，内生驱动力仍在	17
2.8 个股推荐	19
融资租赁行业不断规范.....	20
3.1 国内融资租赁行业模式	20
3.2 行业不断成熟	21
3.3 政策：产融结合推动实体经济	23
3.4 利差：租息收入支撑	25
3.5 风险管理重要性提升	26
3.6 个股推荐	28
风险提示.....	29



图表目录

图 1: 私募基金管理机构家数及实缴规模 (亿元/家)	6
图 2: 私募创投及股权基金平均管理规模 (亿元)	6
图 3: 私募股权投资规模及只数环比增长 (%)	6
图 4: 私募股权和创业投资上市数量 (家/%)	6
表 1: 创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制	7
表 2: 科创板加速推进	8
表 3: 鲁信创投盈利预测	9
图 5: 信托板块走势与上证指数 (/%)	10
图 6: 相对上证指数涨跌与报酬率 (%)	10
图 7: 信托资产规模及增速 (万亿元\%)	11
图 8: 信托贷款存量及占比 (万亿元/%)	11
图 9: 通道类资管规模占比 (%)	11
图 10: 事务管理类规模及占比下降 (亿元\%)	11
图 11: 新增信托规模及增速 (亿元/%)	12
图 12: 信托产品预期年化收益率 (%)	12
图 13: 资金信托余额投向 (%)	13
图 14: 新增信托项目投向 (亿元/%)	13
图 15: 三驾马车压力	14
图 16: PMI 处于枯荣线附近	14
图 17: 风险项目规模占比 (%)	14
图 18: 未来一年到期规模 (亿元)	14
图 19: 信托行业收入与利润增速 (亿元\%)	15



图 20: 利润率下滑 (%)	15
表 4: 信托公司三季报业绩对比	16
表 5: 行业信托业务收入测算	18
表 6: 爱建集团盈利预测	20
图 21: 融资租赁业务模式	21
图 22: 售后回租业务模式	21
图 23: 融资租赁合同余额	22
图 24: 融资租赁业景气指数	22
图 25: 融资租赁企业地域分布	23
图 26: 融资租赁业务量全球对比 (十亿美元)	23
图 27: 全球租赁市场渗透率 (%)	23
图 28: 美国租赁市场发展 (亿美元)	23
图 29: 划归银保监会统一监管	24
表 7: 2018 年以来四次定向降准	25
表 8: 主要指标对比	27
表 9: 江苏租赁盈利预测	28

创投乘政策东风

1.1 行业规模不但增长

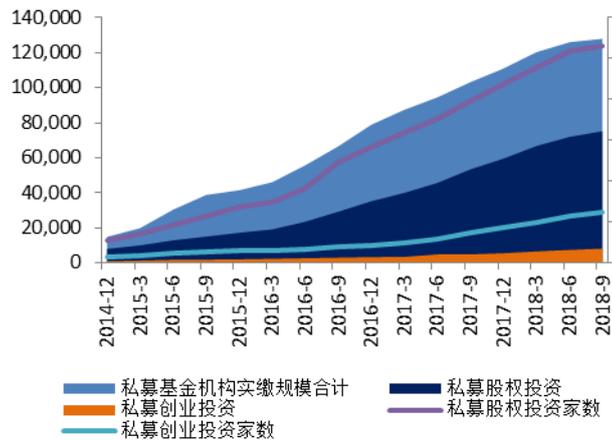
运作模式：创业投资，是指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式，创业投资公司一般有自有资金投资与私募股权投资基金管理两种运作模式。

私募股权投资基金管理业务的运作模式为“募资--投资--管理--退出”，即通过母公司及下属企业以私募的方式向出资人募集资金成立有限合伙制或公司制的基金向初创期企业进行股权投资，助力企业成长，最终通过股权退出的增值为基金赚取投资收益。一方面，作为基金的普通合伙人，收取管理费及管理报酬；另一方面，以有限合伙人的身份参与市场化基金的出资，在基金投资的项目退出后按出资份额获得收益分配。

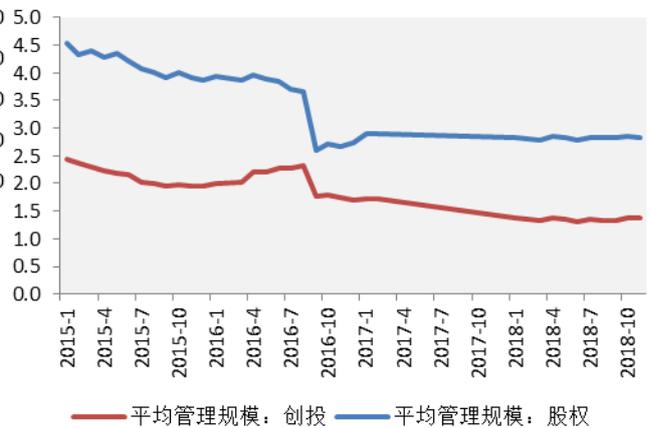
规模不断扩张，但节奏放缓。截止 2018 年三季度，私募股权、创业私募基金管理机构的基金数量已经达到 26536、6173 只，在所有私募基金中合计占比 44%，私募股权投资基金较 2014 年底增长近 10 倍，私募创业投资基金增长近 9 倍；实缴规模分别为 7.52 万亿元和 8237 亿元，在所有私募基金实缴规模中合计占比 65%，从 2014-2017 的三年间实现了快速增长。但私募股权投资基金规模及只数环比增速下降，三季度规模环比增长 4.51%，只数环比增长 2.25%，增速较 2017 年底下降 7 个百分点。

而随着管理机构的不断发展，行业竞争不断加剧，平均管理规模整体呈下行趋势。2018 年 11 月股权投资基金平均管理规模为 2.83 亿元，创投基金平均管理规模为 1.37 亿元，2018 年前 11 个月股权和创投基金的平均管理规模分别为 2.82 亿元和 1.35 亿元，较 2017 年降低 2.39%、21.82。

图 1：私募基金管理机构家数及实缴规模（亿元/家） 图 2：私募创投及股权基金平均管理规模（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind



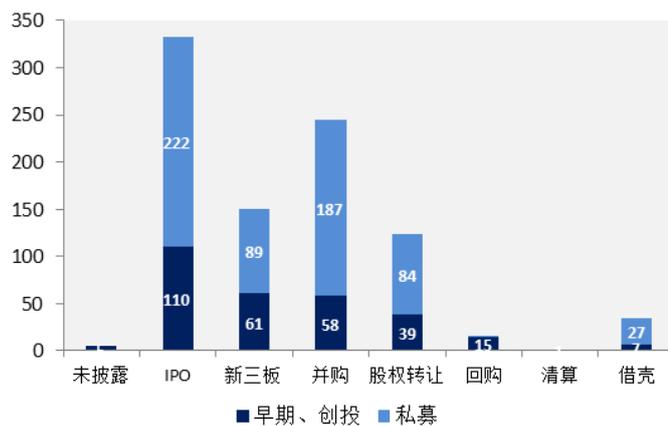
数据来源：山西证券研究所、Wind

行业进入专业化发展阶段

通过上市退出是创投基金的主要退出方式。2018 年上半年所有退出项目中 IPO 退出是第一途径，退出数量占所由退出项目的 37%，第二、三大方式为并购及新三板，分别占比 27% 及 17%。

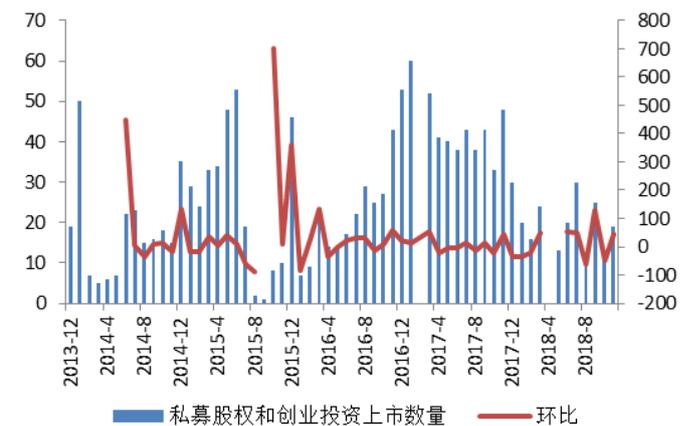
2018 年 IPO 审核从严，整体上市节奏放缓，上市数量明显降低。2018 年截止 11 月底，私募股权和创业投资上市数量同比较 2017 年降低 56%。

图 3：主要退出方式项目数量



数据来源：山西证券研究所、Jingdata

图 4：私募股权和创业投资上市数量（家/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

专业化发展阶段，市场向竞争力强的机构集中。在宏观降杠杆的大环境下，投资机构大批成立的发展阶段已经过去，一二级市场之间的价差也逐渐缩窄，野蛮生长成为历史，行业进入精细化、专业化的发展阶段。市场往更加成熟的方向发展，对于有长期项目经验积累的机构

抗风险能力更强，大多数中小机构面临行业洗牌带来的挑战，市场将向竞争力强的机构集中。

1.2 政策助推发展

2018年3月1日，证监会发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（以下简称“新规”），沪深交易所分别发布了配套文件《上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》。2017年5月，证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，投资机构减持上市公司股份时受到了严格限制。

监管层从制度层面推动经济向高质量发展。新规是对此前规定的补充，同时也是为了贯彻《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，对专注于长期投资和价值投资的创业投资基金减持其持有的上市公司首次公开发行前的股份给予政策支持，调动创业投资基金积极性，促进早期中小企业及高新技术企业的资本形成，增强我国资本市场服务实体经济的能力。

新规确定了创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制。反向挂钩政策仅当创业投资基金所投资早期中小企业或高新技术企业IPO后，方可享受，投资期限自投资IPO企业金额累计达到300万或总投资额的50%算起。

为既便利创业投资基金退出，又避免对市场造成影响，一方面通过调整集中竞价交易、大宗交易环节的减持节奏实施反向挂钩政策，另一方面减持比例、大宗交易受让方持股期限要求不变，谨防大比例“集中减持”和“过桥减持”。

表 1：创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制

投资期限	减持时间	减持方式	减持比例
不满 36 个月	任意连续 3 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%
36 个月以上但不满 48 个月	任意连续 2 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%
48 个月以上	任意连续 1 个月	集中竞价交易方式	1%
		大宗交易方式	2%

来源：山西证券研究所

1.3 科创板加速推进

2018年11月，进博会首次提出在上交所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，对于不断完善资本市场基础制度有重大意义。随后证监会、上交所均表示支持科创板发展，同时政策推进力度超预期，目前科创板的细则尚未出台，但监管层已经对头部券商进行了宣贯，并且请头部投行券商各自申报5家优质项目作为第一批发行的储备企业，推进速度会比预计快很多。

表 2：科创板加速推进

时间	监管机构	政策推动
2018年11月5日	习近平总书记上海进博会	在上交所设立科创板并试点注册制
2018年11月5日	证监会负责人答记者问	引导投资者理性参与；鼓励中小投资者通过公募基金等方式参与科创板投资；推动长期增量资金入市
2018年11月5日	上交所答记者问	提升服务科技创新企业能力，完善发行、交易、退市、投资者适当性等制度以及引入中长期资金等配套措施
2018年11月	密集调研	上海市领导调研上交所，随后密集调研20家科技企业，包括人工智能、生物制药、半导体等行业
2018年12月25日	上交所党委扩大会议	下一阶段着重做好的八方面工作，科创板放在了第一位：全力推动科创板改革和注册制试点尽快落地
2018年12月24日	证监会党委扩大会议	明确九个方面工作，其中一是确保在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地
2018年12月28日	证监会副主席李超	在2018中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会提出推动设立科创板并试点注册制尽快落地

来源：山西证券研究所

科创板面向科技创新型企业，是多层次资本市场的重要组成部分，而PE/VC等创投机构是企业初创期重要的外部支持，对于创新型企业的成长发挥了重要的作用。设立科创板并试点注册制，对于创投机构完善资金退出渠道，加快收益兑现节奏，改善业绩意义重大。

1.4 个股推荐

➤ 鲁信创投

1、公司是国资背景的山东省鲁信投资控股集团有限公司控股的专业创投机构，也是鲁信集团旗下唯一的 A 股上市平台。前身为山东泰山磨料磨具股份有限公司，2010 年通过定向增发，实现业务转型。公司的实际控制人为山东省国资委，持股比例 70%。

2、创业投资业务与磨料磨具实业经营并行的业务模式，创业投资业务为公司的主要利润来源。公司投资净收益占比远高于营业收入，投资净收益对业绩的贡献度就非常大。投资净收益主要来源于项目退出，包括通过二级市场减持、新三板转让、并购退出等多种方式。

3、受益于山东新旧动能转换与科创板加速推进。2018 年 1 月 17 日，国家发展改革委发布《关于印发山东新旧动能转换综合试验区建设总体方案的通知》（以下简称“通知”）。建设新旧动能转换综合试验区，是山东推动高质量发展的重要抓手和牵引。《通知》发出后，山东省委、省政府召开全面展开新旧动能转换重大工程动员大会，吹响了向高质量发展的进军号，各市也积极行动，全力以赴推进新旧动能转换。

表 3：鲁信创投盈利预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	2.16	2.27	2.37	2.52
增长率(%)	16.00%	5.00%	4.30%	6.70%
归母净利润（亿元）	0.43	0.46	0.50	0.58
增长率(%)	-88.00%	7.00%	9.60%	15.30%
每股收益 EPS	0.01	0.02	0.02	0.02
净资产（亿元）	35.04	38.00	42.50	50.30
净资产收益率(ROE)	1.23%	1.21%	1.19%	1.16%
市盈率 P/E	410.49	383.64	350.03	303.58
市净率 P/B	5.04	4.65	4.15	3.51

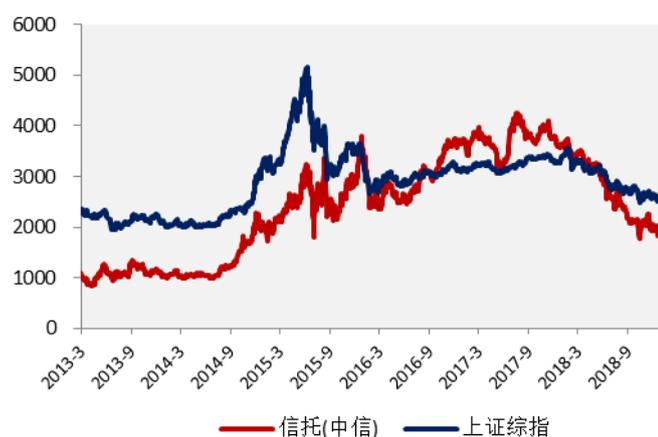
资料来源：山西证券研究所

信托转型业绩承压

2.1 行情：信托板块处于整体下行区间

由于信托行业的周期属性较强，板块表现与大盘走势高度相关。同时板块相对大盘表现与行业报酬率表现出一定的相关性，平均年化综合报酬率对信托行业相对走势大约提前一个季度，若将报酬率数据延后一个季度，则相关性显著提升，趋势基本同步。而今年以来信托行业由于通道业务占比较高，报酬率逐步降低，拉长周期至 2019 年全年是信托转型攻坚期。我们预计明年上半年信托板块一定程度上还将有下行压力。

图 5：信托板块走势与上证指数



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 6：相对上证指数涨跌与报酬率 (%)



数据来源：山西证券研究所、Wind

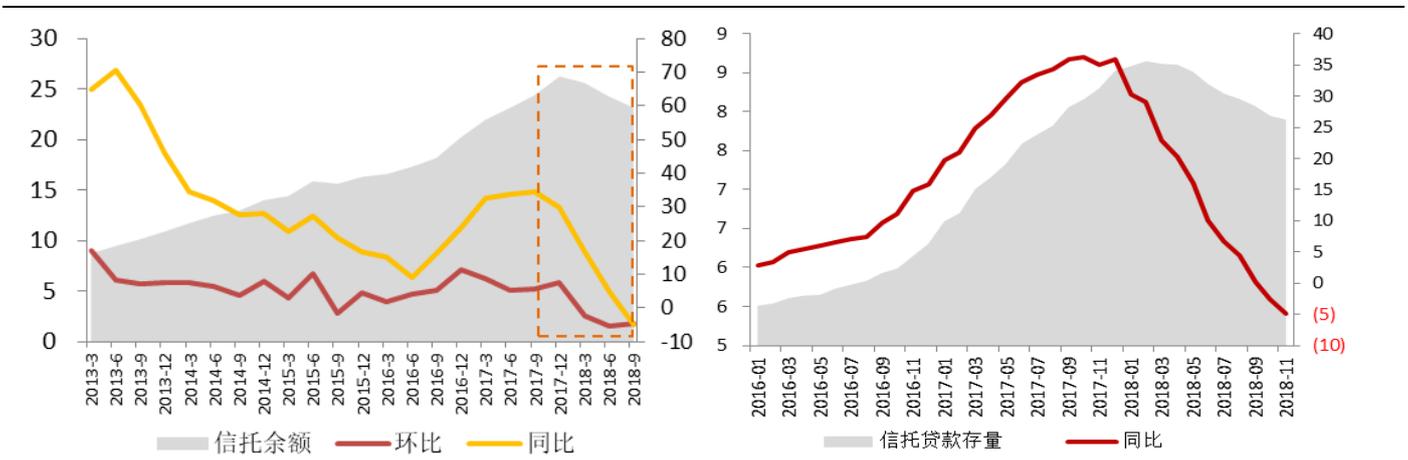
2.2 资产：规模连续收缩

资产余额收缩，环比增速降低。在资管新规去通道影响下，信托资管规模连续三个季度下降，从 2017 年底的 26.25 万亿元，下降到 2018Q3 的 23.14 万亿元，绝对值降低 3.11 万亿元，降低 12%；同比增速连续四个季度下降，三季度首次跌入负值区间，同比减少 5.19%。**社融规模中信贷规模连续收缩。**社会融资存量规模中信托贷款的规模连续为负增长，在社融中的占比也大幅下降。

通道类资产收缩。从券商定向资管及基金专户中的通道类挤压效应，2016年开始事务管理类在资管通道类(基金公司专户、券商定向资管、信托事务管理类合计)中的占比持续上升，从20%上升17个百分点到2017年底的36%。2018年以来，信托通道规模开始收缩，占比保持稳定。**信托资产余额的内部结构，事务管理类结束扩张进程。**融资类规模保持相对稳定，投资类余额连续下降，事务管理类收缩明显，已经较2017年底收缩2.04万亿元，下降13%，也是信托资产余额收缩的主要原因。资管新规的去通道、除嵌套的进一步推进，行业目前通道业务规模仍然占比较大，预计未来行业通道规模会进一步下降。

图 7：信托资产规模及增速（万亿元\%）

图 8：信托贷款存量及占比（万亿元\%）

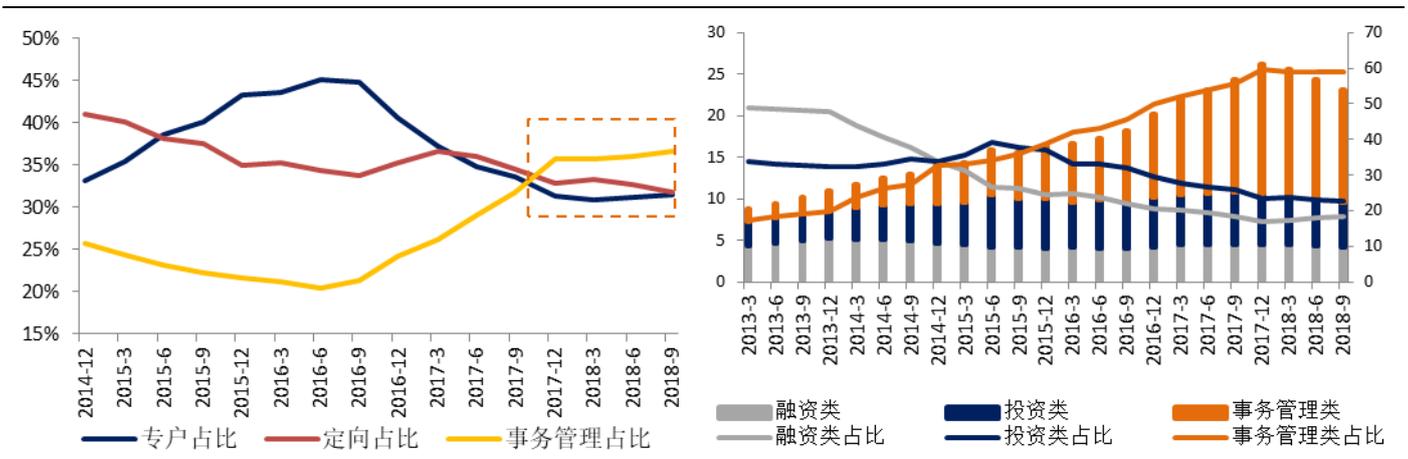


数据来源：山西证券研究所、Wind

数据来源：山西证券研究所、Wind

图 9：通道类资管规模占比（%）

图 10：事务管理类规模及占比下降（亿元\%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

数据来源：山西证券研究所、Wind

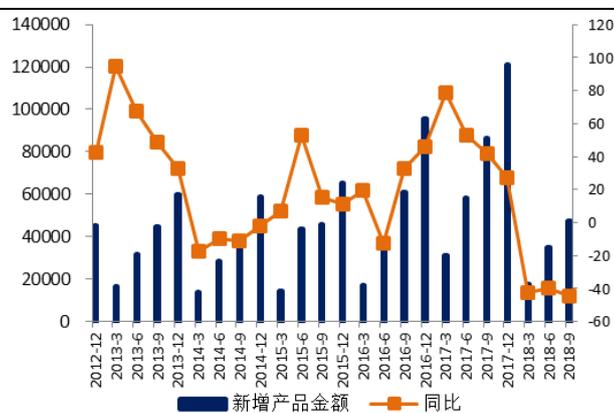
2.3 产品：资金端募集收缩，资产端地产上行

资金环境影响项目募集情况。信托资金来源多为机构资金，信用环境、资金影响募集情况，一方面，新增信托金额下降明显，前三季度累计新增 4.77 万亿元，同比下降 44.73%。另一方面，信托产品预期收益率普遍抬升，产品月度发行收益率 2017 年以来不断上升。信托业务同银行信贷共同组成间接融资渠道，与资本市场融资工具等直接融资方式是现代社会融资体系的重要的一环，同时也面临竞争压力，银行理财子公司对信托通道业务的替代作用，来源于银行的资金预计将减少，统一监管时代的信托业务，牌照优势降低，资金端营销能力的重要性不断提升。

资产端地产类信托迅速增长。在行业整体资产规模下降的过程中，房地产信托依旧保持不断增长，资产投向余额及占比均快速提升，2018Q3 房地产占资金信托余额的 13.42%，已经连续 7 个季度上升，余额达到 2.62 万亿元，较 2017 年底增长 15%。房地产和工商企业、基础产业成为资产端主要投向。

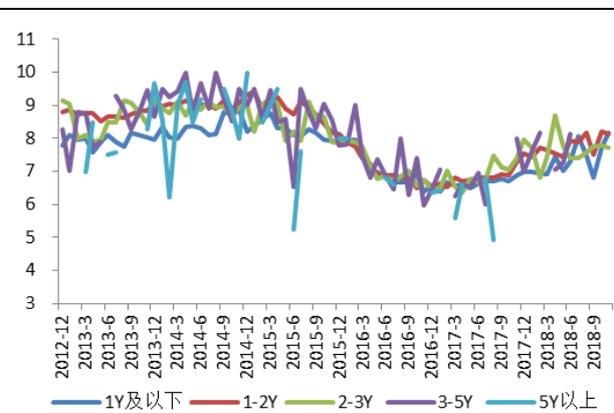
从新增信托项目的金额来看，三季度新增信托项目中地产信托占比 14%；集合信托新增金额中地产信托占比在 2018 年迅速提升，2018Q3 已经达到 28%，较 2017 年四季度 17% 提升了 11%。而地产行业周期性较强，政策周期与经济周期都会影响房地产行业景气度，地产逆周期时也将影响信托公司资产质量。

图 11：新增信托规模及增速（亿元/%）



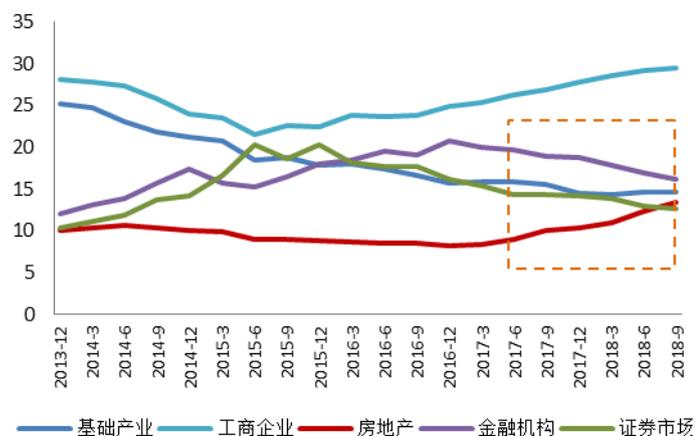
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 12：信托产品预期年化收益率（%）



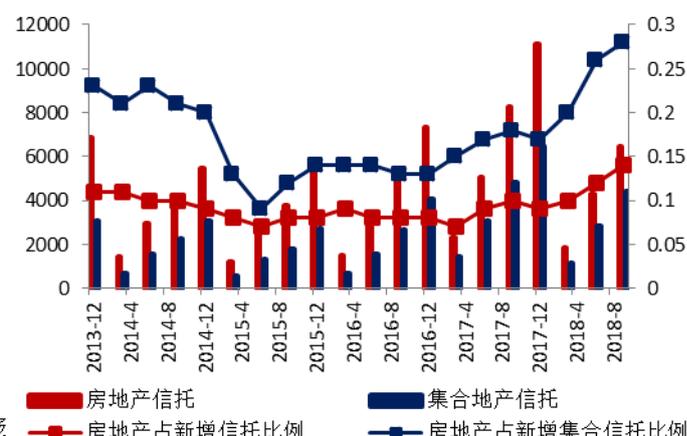
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 13: 资金信托余额投向 (%)



数据来源: 山西证券研究所、Wind

图 14: 新增信托项目投向 (亿元/%)



数据来源: 山西证券研究所、Wind

2.4 风险: 集合类产品风险抬头

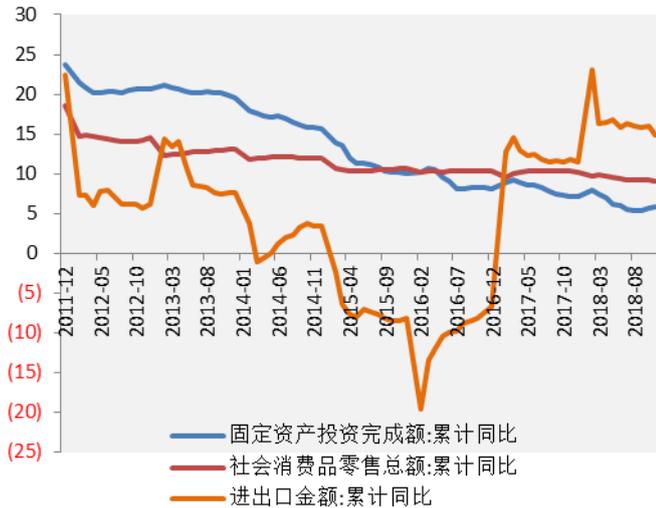
宏观经济稳中有变, 信托风险率抬头。三季度 GDP 同比增长 6.5%, 11 月 CPI 同比上涨 2.2%; 2018 年 11 月, 固定资产投资累计同比增长 5.9%, 社会消费品零售总额同比增长 9.1%, 进出口总额同比增长 15.80%, 消费、出口、投资对经济的推动有限; PMI 回落至 50%, 连续 6 个月下降, 其中大型企业 PMI 为 50.60%, 中型企业及小型企业 PMI 分别为 49.10%、49.20%, 已处于枯荣线下方。

宏观经济运行稳中有变, 同时外部环境不确定性较大变化, 经济下行压力加大, 企业信用风险不断暴露, 股票质押业务风险显现, 货币政策传导机制有待进一步疏通, 信托公司受信用风险暴露的影响风险类提升。

集合类不良率提升。整体不良率从 2017 年末的 0.58% 提升 0.43pct 至 0.93%, 达到近三年峰值。其中, 集合类产品不良率最高, 同时提升速度最快, 前三季度集合类风险项目规模占集合类资产的比例提升 0.88pct 达到 1.50%, 单一和财产权信托中位不良率也有所提升, 单一类信托风险比例同时达到近三年最高值, 财产权类信托不良率整体相对较低。由于信用风险蔓延, 实体经济融资成本高企, 房地产及城投项目信用风险加大导致信托项目不良率提升, 信托产品潜在的违约风

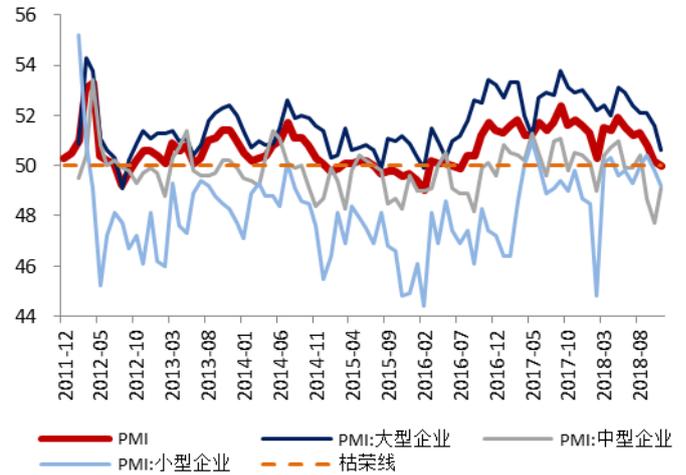
险压力增大。未来一年到期压力小幅提升。2019年1-9月整体到期规模同比增长1.2%，但集合类信托到期规模骤增25%，信托产品风险防范仍需加强。

图 15：三驾马车压力



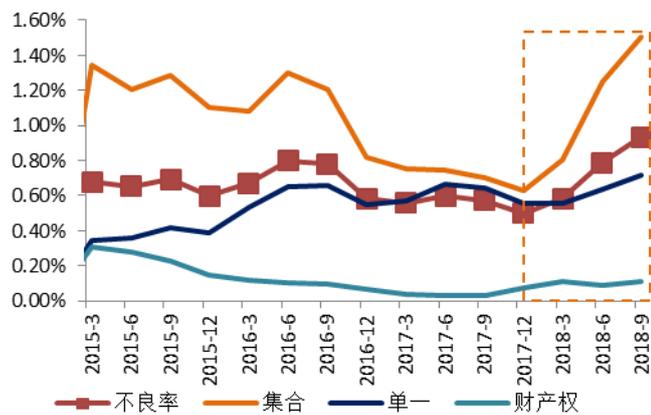
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 16：PMI 处于枯荣线附近



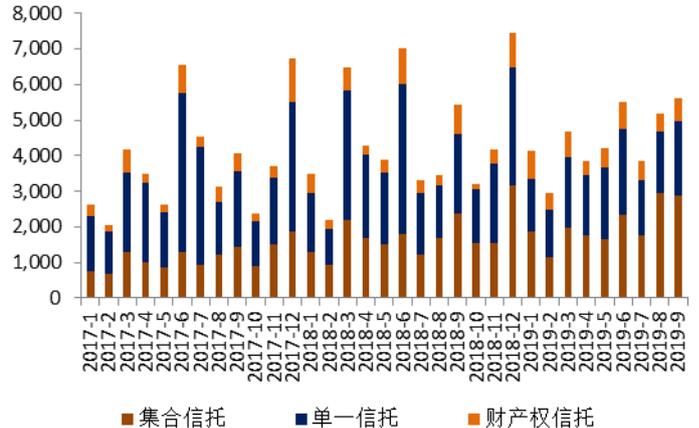
数据来源：山西证券研究所、Wind

图 17：风险项目规模占比 (%)



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 18：未来一年到期规模 (亿元)



数据来源：山西证券研究所、Wind

2.5 业绩：行业收入及利润承压

行业收入及利润同比回落。前三季度营业收入累计值同比下降 1.15%，实现 747.66 亿元；实现利润总额 494.43 亿元，同比下降 10.72%，连续两个季度负增长。同时行业利润率回落，前三季度利润率为 66%，

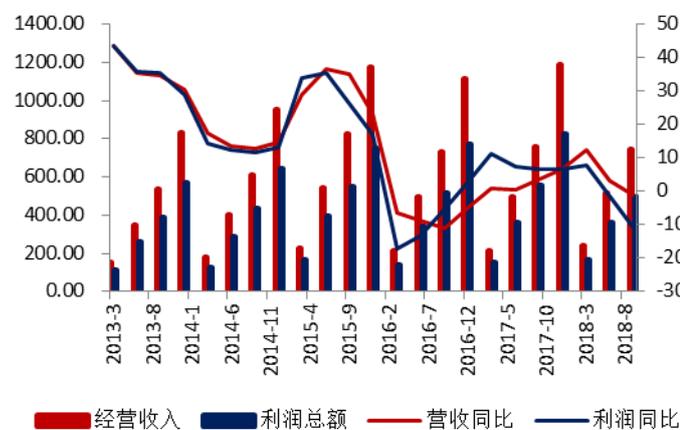
为 2013 年以来相对较低位置。

通道类占比较大带来行业综合报酬率降低。通道占比有所降低，但仍然较高，三季度事务管理类占比 58.82%，行业综合报酬率继续回落。从 2016 年四季度开始，已经连续 7 个季度降低，三季度行业平均年化综合报酬率较 2017 年底下降 0.11 个百分点至 0.31%，较去年同期下降 0.13 个百分点。

固有资产稳步提升，资本实力增强。截至 2018 年三季度，信托行业固有资产规模达到 6903.63 亿元，同比增长 8.80%，同比增速有所回落，但依旧保持稳健增长。

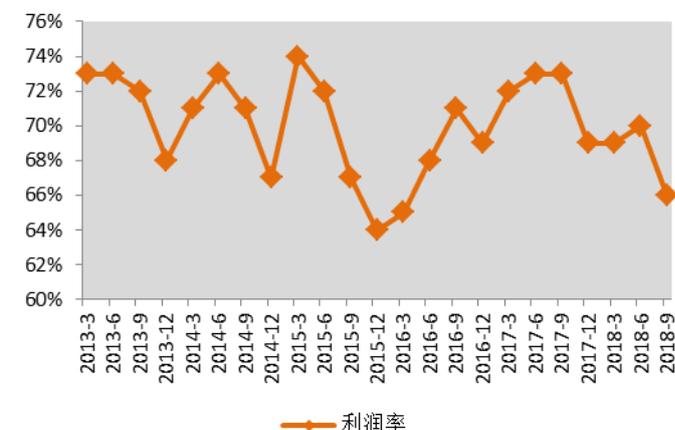
在 2016-2017 增资退潮后，注册资本增资有所退潮。根据信托百佬汇统计，截至 12 月 20 日，2018 年以来累计有 10 家信托公司增资，数量同比下降 44.4%；注册资本增加总额为 191.87 亿元，同比下降 37.84%。但前期的增资也将对信托行业固有业务的开展提供一定支撑。

图 19：信托行业收入与利润增速（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 20：利润率下滑（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

对比四家上市信托公司，2018 年前三季度营业收入的表现上，安信信托及陕国投出现不同程度下降，经纬纺机小幅增长，爱建集团表现突出；净利润表现上，除爱建集团外同比均大幅下降。业务结构，信托业务收入（手续费及佣金收入）仍是收入的主要来源，利息净收入及投资净收益占比较小。

从行业排名来看，2018 年半年度相较 2017 年，爱建信托在 68 家信托公司中营业收入进步 8 位，净利润进步 16 位，信托业务收入进步 7 位；

陕国投营收、净利润、信托业务收入分别进步 9、10、10；中融信托及安信信托行业排名不同程度降低。

表 4：信托公司三季报业绩对比

简称	营业收入	同比	净利润	同比	利息净收入	手续费及佣金净收入	投资净收益
爱建集团	18.16	22.35	8.16	39.98	2.21	10.28	0.93
经纬纺机	70.06	1.04	14.01	(26.67)	2.73	15.49	1.76
陕国投A	5.79	(3.72)	2.36	(42.53)	(0.14)	7.04	0.35
安信信托	12.80	(9.50)	0.24	(99.15)	0.34	23.98	(0.02)

资料来源：山西证券研究所、Wind

2.6 政策：边际回暖

资管新规配套细则边际放松。资管新规对信托行业影响深远，从 2017 年四季度开始，在降杠杆、去通道的大背景下，打破刚兑、禁止产品嵌套、资金池管理、合格投资者门槛等等对信托公司资产及业绩均造成一定影响，从长远看资管新规对行业发展是利好，但新推行业必须经历转型期的压力。2018 年 7 月开始，资管新规配套细则陆续发布，信托公司业务开展的监管环境得到边际改善。

2018 年 7 月，央行发布《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》。《通知》作为资管新规的配套细则发布，与指导意见相衔接，就过渡期有关具体操作性问题进行了明确，在非标和过渡期安排等执行细节上有所放松。但同时强调与其他金融监管机构有关业务监管规则保持衔接一致，降杠杆仍是政策的大方向。在充分考虑我国实体经济融资需求及金融市场发展状况下，政策的边际放松有助于稳定市场预期，在细节上的略微放宽也给金融机构更多的喘息空间。

2018 年 8 月，银保监会下发《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》。同样对过渡期安排进行了明确，一是提出要对信托通道业务“区别对待”，但未提及“善意、恶意”划分，支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托业务；二是对过渡期进行安排，信托公司可以发行存量老产品对接，但不得再

发行或存续违反资管新规的信托产品。三是突出了存量产品整改的风险控制，提出要引导信托公司规范发展与防范风险相结合，把握好监管工作的节奏和力度。四是明确公益（慈善）信托、家族信托不适用《指导意见》相关规定。

2018年12月，银保监会发布《商业银行理财子公司管理办法》。银行理财业务通过子公司开展是未来方向，未来银行理财子公司将加速设立，抢占市场份额，目前已有20家银行披露理财子公司设立计划，理财子公司进场将搅动中国资管市场格局。

央行《通知》及《信托过渡期通知》在过渡期的安排上给出一定的缓和空间，引导信托公司转型发展，统筹规划信托监管工作。资金端上，银行理财资金是信托公司重要的资金端来源，理财子公司对信托公司的挑战与机遇并存，来自银行理财和其他资管产品的资金受到挤压，市场资金面整体偏紧，资金成本较高；资产端上，实体融资需求叠加信用风险暴露，信托资金投向上谨慎评估项目风险。家族信托、财产权信托等业务得到监管的支持，鼓励信托公司回归信托业务本源，实现各项业务的均衡发展。

监管12月25-26日信托业年会上银保监会信托部主任赖秀福发表了总结讲话，对2019年行业发展重点作出部署，主要内容包括：推进信托行业制度建设（信托法配套政策以及与资管新规的配套政策等）、推进信托公司股权管理、加强行业基础设施建设、发展以受托管理为特点的服务信托、加强资产管理、财富管理等等。**提出会继续出台细化要求的文件来进行指导，后续政策的出台是最大的变量。**

2.7 预期：短期转型压力较大，内生驱动力仍在

行业去通道、防风险继续推进。信托资产规模持续回落，通道规模及占比均回落，过去的疯狂增长的模式难以为继，信托公司逐步回归业务本源。下半年，从央行到信托过渡期细则，行业监管政策边际改善对于资产规模的下降有一定缓和作用，规模下降幅度有所收窄，但去通道是监管趋势，行业资产规模预计仍将继续下滑。

政策边际宽松但转型压力较大。展望未来，19 年经济下行压力增大，货币政策边际宽松，但政策传导到实际经济的提振作用目前看来还相对较小，行业风险率提升。同时行业受资管行业竞争格局变化影响，银行理财子公司进场，对于信托和银行的合作渠道替代作用影响信托公司业绩。从资管新规重塑行业生态到理财子公司影响竞争格局，新发产品规模也不断降低，2019 年上半年业绩预计仍将承压。

信托业务收入为主要收入来源，按照不同情形对信托业务收入进行测试，行业通道业务规模收缩，报酬率提升与否假设不同指标，四种情况下，行业信托业务收入测算如下：

表 5：行业信托业务收入测算

	极端情形		中性情形 1		中性情形 2		乐观情形	
	信托业务收入	同比	信托业务收入	同比	信托业务收入	同比	信托业务收入	同比
2018-12	663.12	-18%	688.15	-15%	726.18	-10%	794.26	-1.35%
2019-3	146.54	-20%	153.21	-16%	163.62	-10%	179.31	-1.50%
2019-6	277.52	-23%	307.27	-15%	335.85	-7%	358.23	-1.14%
2019-9	411.78	-22%	455.39	-14%	520.47	-2%	543.10	2.30%
2019-12	527.65	-20%	595.19	-14%	738.78	2%	831.13	4.64%

资料来源：山西证券研究所

- (1) 极端情形：融资类、投资类、事务管理类均下降，报酬率降低；
- (2) 中性情形 1：融资类、投资类保持稳定，事务管理类下降，报酬率稳定；
- (3) 中性情形 2：融资类、投资类保持稳定，事务管理类下降，报酬率提升；
- (4) 乐观情形：融资类、投资类保持稳定并在未来逐步增长，事务管理类下降幅度收缩，报酬率进一步提升。

行业空间仍有待发掘。在降杠杆的背景下，信托行业迎来转型阵痛期，倒逼信托公司转型发展、优化业务结构，打开新的业务空间。服务高净值客户，发力财富管理；服务实体经济，提升发展质量；转型提升家族信托、新兴产业投资等领域；推动业务多元化进程，企业债承销等业务资格共有 12 家信托公司已获得，成为信托公司转型方向之一。

产品创新能力和风控能力重要性提升。以往寻找一个企业进行放款的业务模式难以满足行业发展的要求，对于信托公司而言，提升产品设计能力，客户服务能力，以差异化、专业化的产品设计吸引客户，提升客户体验，提高客户粘性，实现客户分层管理。在资产端实现对资

金的主动管理，逐步提高报酬率，同时提高风控能力也是长期发展的关键要素。

未来行业通道业务收缩速度可能会有所放缓，行业整体报酬率缓慢提升的过程中，信托公司业务收入减少的压力缓解，在这个过程中信托行业集中度将不断提升，资本实力支撑及领先的业务布局优势明显。随着业务结构调整，同时国内财富管理市场发展潜力巨大，未来信托行业空间仍有较大发掘空间。

2.8 个股推荐

➤ 爱建集团

1、信托业务高速增长带动业绩。公司 18 年前三季度得益于信托业务的高速增长，营业总收入、归母净利润实现稳定高增长。1) 营业总收入 18.16 亿元，YOY+22%，其中营业收入 4.31 亿元，YOY-12%，其他金融类业务收入 13.86 亿元，YOY+39%；2) 实现利息收入 3.34 亿元，YOY+154%，系爱建信托合并融资类信托计划利息收入增加所致；3) 信托业务实现手续费及佣金收入 10.51 亿元，YOY+22%，在信托行业受资管新规影响，通道规模收缩收入下滑的调整期，爱建信托业务表现出良好的抗压能力。

2、信托增资完成，资本实力助推转型。公司 10 月 25 日完成对爱建信托 4 亿元的增资，爱建信托注册资本增加至 46 亿元，资本金的扩充有助于信托应对行业压力，实现自身转型发展。公司中报披露，上半年爱建信托受托规模达 2885 亿元，较 2017 年末增长 28%，营业收入 9.65 亿元，同比增长 63%，净利润 5.69 亿元，同比增长 51%，营收、净利润、手续费及佣金收入在行业中的排名提升，核心竞争力持续向好。

3、均瑶持股比例继续提升，民营机制带动发展。1) 公司 2018 年 1 月完成定增，均瑶集团在二级市场不断增持公司股份，截止三季度持股比例升至 27.41%位列第一大股东，显示了大股东对公司价值的认可。2) 民营背景的股东有望给公司带来市场化的管理机制，提升公司经营效率，助推信托业务转型。3) 公司目前是拥有信托、租赁、证券、资

管、财富管理等多种业态的综合型金融控股集团，同时爱建租赁收购华瑞租赁，积极创新转型，未来各金融资源之间的相互协同是发展的潜在驱动力。

表 6：爱建集团盈利预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	23.34	26.86	32.07	36.89
增长率(%)	45.45%	15.08%	19.38%	15.05%
归母净利润（亿元）	8.30	11.73	15.14	18.26
增长率(%)	33.73%	41.41%	29.02%	20.63%
每股收益 EPS	0.51	0.72	0.93	1.13
净资产（亿元）	70.65	79.71	95.34	114.41
每股净资产	4.36	4.91	5.88	7.05
净资产收益率 ROE(%)	11.74%	14.72%	15.88%	15.96%
市盈率 P/E	16.99	12.01	9.31	7.72
市净率 P/B	1.99	1.77	1.48	1.23

资料来源：山西证券研究所

融资租赁行业不断规范

3.1 国内融资租赁行业模式

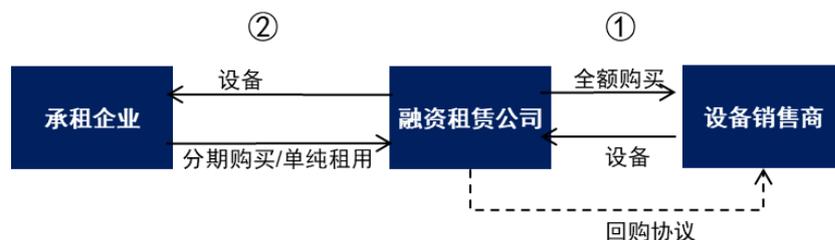
我国融资租赁业从 2007 年银监会颁布《金融租赁公司管理办法》以来的 11 年间，行业迎来了快速的发展，公司数量及合同余额不断增多。目前融资租赁行业主要有三类，商务部监管的外商投资融资租赁公司和内资融资租赁公司，以及银监会监管的金融租赁公司。金融租赁行业类似银行的盈利模式，但以其灵活的模式又与银行信贷业务有所差别，但核心逻辑仍是在于资产规模、息差及资产质量。银行系融资租赁公司由于融资渠道及资金优势目前规模较高。

根据《合同法》的规定，租赁是指出租人根据承租人对出卖人、租赁物的选择，向出卖人购买租赁物，提供给承租人使用，承租人支付租金的交易形式。主要业务模式有如下两种：

融资租赁业务模式：融资租赁公司将设备租给承租公司使用，承租公

公司向融资租赁公司分期付款购买设备或单纯支付租金。融资租赁公司与销售商签订回购协议，以防承租企业不能按时支付租金等违约情形。

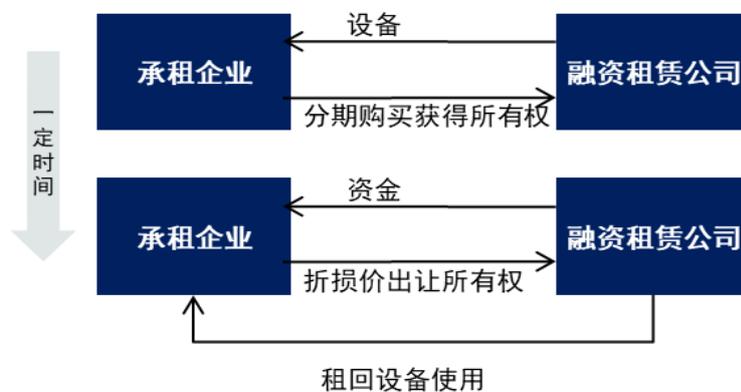
图 21：融资租赁业务模式



数据来源：山西证券研究所

售后回租模式：承租企业与融资租赁公司达成合作，以分期购买方式获得所有权，未来某个时间，承租企业资金现金流不足，将设备以折损价出让给融资租赁公司，获得现金流，同时租回设备使用，融资租赁公司获得设备所有权。

图 22：售后回租业务模式



数据来源：山西证券研究所

3.2 行业不断成熟

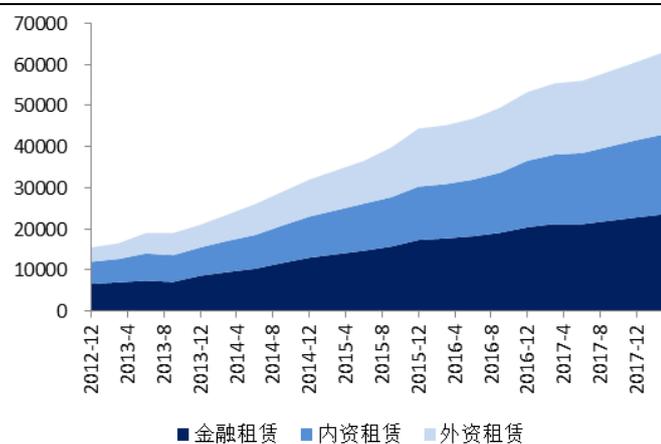
融资租赁公司数量不断增多。从 2007 年以来，行业规范出台，政策支持力度加大，行业监管政策不断成熟，我国融资租赁行业进入了快速发展阶段。根据中国租赁联盟的统计，截至 2018 年 3 月末，全国注册的融资租赁公司总数约为 10411 家，金融租赁公司的数量为 69 家(含

3家专业子公司),与2017年底持平。2010-2017年7年间,业务总量由7000亿元,增长至60600亿元,年均复合增长136%。我国融资租赁行业继续保持稳步发展态势,企业数量、注册资金和业务总量,都在稳步增长。

行业景气度保持稳定。根据被调查企业租赁资产余额加权计算的行业景气度指数2017年底为51,较三季度提升5,保持在相对较高位置,但行业信心指数较三季度降低17。

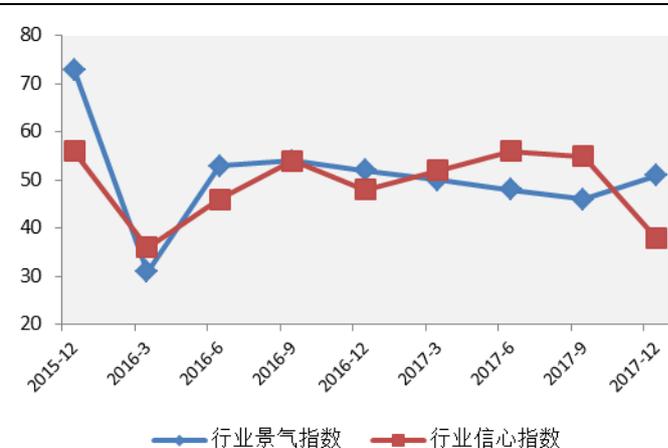
金融租赁公司总量最高。一季度末,融资租赁合同余额总量达到6.3万亿元,其中金融租赁期末余额2.35亿元,占比37.38%,金融租赁公司虽数量占比较低,但是凭借融资渠道及风险管理方面的优势,体量占比为金融租赁、内在租赁、外资租赁中最高。竞争也将日益激烈,行业分化不可避免,差异化、专业化能力突出的公司发展迅速,竞争优势明显。

图 23: 融资租赁合同余额 (亿元)



数据来源: 山西证券研究所、融资租赁联盟

图 24: 融资租赁业景气指数



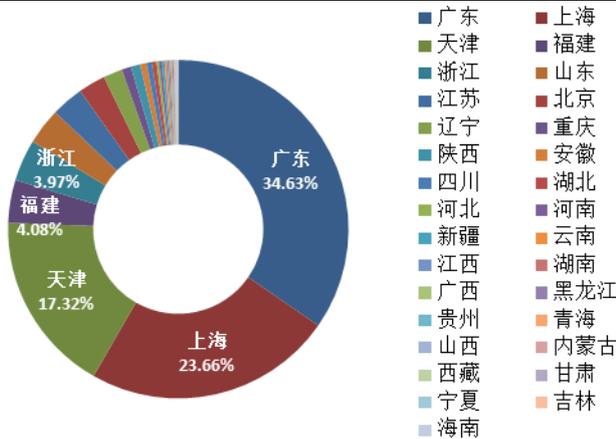
数据来源: 山西证券研究所、融资租赁 38 人论坛

融资租赁业集中东部沿海。从地域分布上看,融资租赁行业主要集中在广东、上海以及天津,三地合计企业数量占总计的76%。

业务总量在全球仅次于美国。根据全球租赁报告,截止2016年底,美国租赁业务量383.87亿美元,中国租赁业务量206.70亿美元,在全球范围内排名第二。前我国租赁市场渗透率与主要发达国家还存在一定差距。美国租赁市场过去10年维持在20%附近,英国租赁市场渗透率不断提升,2016年达到33.70%,日本租赁市场渗透率在10%左右。

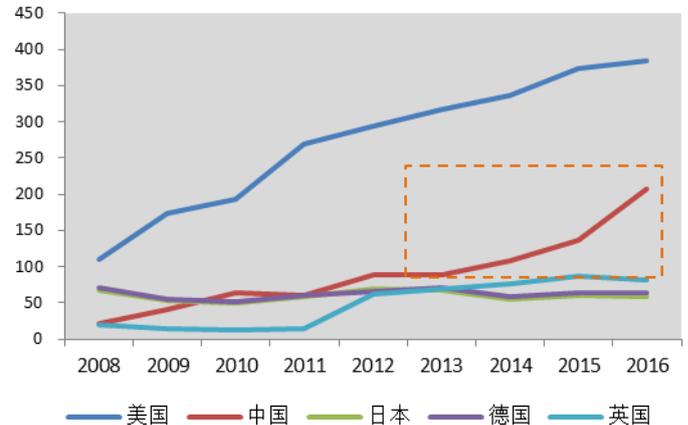
目前我国融资租赁市场的规模和市场渗透率与发达国家相比还相对较低，2016 年仅为 6%，行业仍有很大的上升空间，行业面临从粗放向集约型发展的转变。

图 25：融资租赁企业地域分布



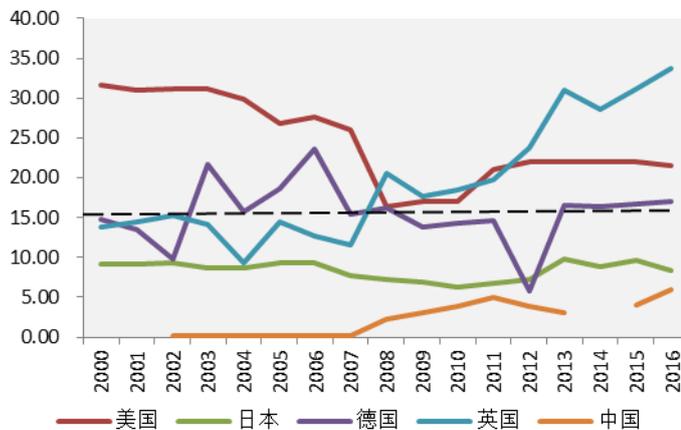
数据来源：山西证券研究所、商务部

图 26：融资租赁业务量全球对比（十亿美元）



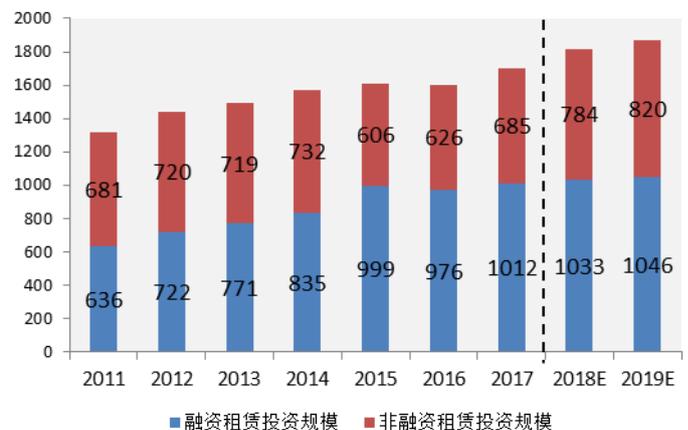
数据来源：山西证券研究所、

图 27：全球租赁市场渗透率（%）



数据来源：山西证券研究所、全球租赁报告

图 28：美国租赁市场发展（亿美元）



数据来源：山西证券研究所、

《2018EquipmentLeasing&FinanceIndustryHorizonReport》

3.3 政策：产融结合推动实体经济

租赁业统一监管时代来临。目前三类融资租赁公司一类是经原银监会审批设立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是融资租赁公司，属于一般工商企业，分为外资融资租赁公司和内资试点融资租

赁公司。外资租赁公司向商务部门备案，内资试点融资租赁公司由商务部和国家税务总局及其授权机构审批设立。金融租赁公司由于融资渠道和资金来源相较其他融资租赁公司有一定优势，发展迅速，但同时由于受银监会监管，对于拨备计提要求更严格。

5月14日，商务部流通业发展司在其官方网站公布了《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》。将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会，自4月20日起，有关职责由银保监会履行。同时，《关于加快融资租赁业发展的指导意见》、《国务院关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，《关于融资租赁货物出口退税政策有关问题的通知》等政策优惠陆续推出，推动行业发展。

在监管划归统一管理之后，后续银保监会及相关金融监管部门融资租赁监管细则陆续推出，推动行业良性发展，数量众多的融资租赁公司迎来行业大洗牌，利好已经成熟的融资租赁公司。

图 29：划归银保监会统一监管



资料来源：山西证券研究所

推动产业转型升级。美国融资租赁业务主要投资行业为计算机、交运和农业，分别占比 25%、22%、9%，同时采矿、通信、建筑等行业增长较快。我国融资租赁行业的服务领域主要集中在工程机械、交通运输、教育医疗设备等领域，在我国转变经济发展模式、调整产业结构的大背景下，传统产业转型升级，新兴行业迅速发展，相关固定资产及新增设备投资将推动融资租赁业的发展。在产融结合推动实体经

济方面，融资租赁行业也将发挥重大作用，行业将继续保持稳健的发展态势。

2017年，金融监管力度不断增加，防范化解金融风险，服务实体经济成为监管的主要政策导向。融资租赁发挥灵活性特色，融资与融物相结合的行业属性，是与实体经济结合紧密的一种融资方式，不断提高服务实体经济能力。

3.4 利差：租息收入支撑

融资租赁是重资本行业，资本金实力的强弱决定业务范围的扩张程度及抗风险能力。融资租赁公司可以通过股东资本金、银行借款、发行债券、资产证券化等方式进行融资，净资产是影响融资租赁公司业务规模的主要因素，而实收资本是资本实力的核心体现。50家融资租赁企业平均资产负债率为79.54%，风险资产放大倍数为5.64倍，呈现高杠杆经营特质。平均营业净利率为26.12%，平均租赁资产收益率在9%，平均不良率仅为0.98%，不良租赁资产率控制在较低水平，资产质量整体较好（好买基金研究中心、永信行评估咨询数据）。

2018年以来，央行共实施了四次定向降准，释放资金约4万亿。优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力，维持货币政策基本稳定。注重定向调控，保持流动性合理充裕，引导货币信贷和社会融资规模合理增长。四次定向降准政策均强调支持小微企业、民营企业，促进提高经济创新活力和韧性，增强内生经济增长动力，推动实体经济健康发展。定向降准对于小微企业融资难的问题解决与否的关键在于打通货币政策传导机制，资金由金融机构流向实体经济，我们认为这也将是2019年货币政策的重点。

表 7：2018 年以来四次定向降准

时间	政策内容	变动幅度
2018-01-25	普惠金融定向降准	设置两档，分别下调 0.5% 和 1.5%
2018-04-25	存款准备金率的基准档次为相对较高的 17% 或 15% 的银行：大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	降准 1%，偿还 MLF 约 9000 亿元，释放增量资金约 4000 亿元
2018-07-05	下调国有大型商业银行等人民币存款准备金率	0.5%，定向用于支持市场化法治化

		“债转股”项目和支持小微企业融资，释放资金约 7000 亿。
2018-10-15	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1%	偿还 4500 亿 MLF，释放增量资金约 7500 亿

资料来源：山西证券研究所、央行

未来金融市场化改革、资产证券化市场的发展，将有效拓宽融资租赁公司的融资渠道，国家政策也积极鼓励融资租赁公司通过等多种方式进行融资，这都有利于融资租赁公司提高资产周转率，盘活存量资产，推动行业发展。同时金融租赁公司凭借银行系股东背景，融资渠道的多样化，整体流动性较好。

融资租赁公司的主要收入来源是利息收入与手续费及佣金收入。其中，利息收入主要是租息收入、同业拆借利息收入等；手续费及佣金收入主要包括租赁手续费收入等。租赁业务净利差（收益率-成本率）是衡量融资租赁企业盈利能力的直接指标，货币政策中性稳健，租赁业务收益率和融资利率预计将处于较高的位置，带来的租息收入和手续费收入的稳定是融资租赁公司业务的支撑。除融资租赁净利差之外，能综合反映融资租赁企业盈利能力的指标为总资产收益率和净资产收益率。

融资租赁以其灵活的模式和较低的成本相较于银行信贷更适合中小企业融资。如江苏租赁主要聚焦为中小企业服务，在农业机械、高端装备、清洁能源、医疗教育、交通物流、信息科技等细分领域专注为中小型企业提供融资资金。2017 年司中小型客户应收融资租赁款余额占比为 86.18%；面对中小企业企业往往融资租赁公司会有更高的议价能力，从而提高息差水平，资产收益率较高。

3.5 风险管理重要性提升

金融监管不断趋严的背景下，构建合规经营机制与加强全面风险管理已成为业内公司尤其是金融租赁公司持续健康发展的必要条件，也是监管机构的关注重点。

参照银行五级分类。融资租赁企业资产的主要构成是应收融资租赁款，

目前一般参照银行贷款对应的五级分类原则对应收融资租赁款进行分类，将租赁资产分为正常、关注、次级、可疑和损失类。各个企业在执行中存在一定的认定差异，资产分类标准不同一定程度上影响融资租赁企业对资产质量的披露。

不良率较低，拨备充足。2017 年底数据对比，江苏租赁不良率 0.84%，远东宏信及国银租赁分别为 0.99% 及 0.78%，较上市银行平均不良贷款率更低，同时拨备覆盖率分别为 375.44%、212.13%、215.15%，高于银监会公布的商业银行同期 181.42% 的平均水平以及 150% 的监管要求。但在宏观经济下行压力加大，信用收紧的背景下，融资租赁企业下游客户经营情况将承压，未来不良率有上升压力，可能对融资租赁企业盈利能力和资产质量有所影响。

表 8：A 股上市公司江苏租赁与港股融资租赁公司主要指标对比

	600901. SH	3360. HK	1606. HK
	江苏租赁	远东宏信	国银租赁
总资产	496.69	2,274.54	1,870.99
净资产	62.47	364.08	235.09
资产负债率	87.42	83.99	87.44
应收融资租赁款	492.10	1,675.24	1,010.40
增长率%	18.88%	27.15%	6.65%
营业收入	19.43	172.80	118.85
资产减值损失	3.91	19.52	9.13
净利润	10.11	34.09	21.31
拨备前利润	14.01	67.39	30.44
利息收入	30.96	109.72	57.84
利息收入/应收融资租赁款	6.29%	6.55%	5.72%
利息支出	16.46	58.02	34.29
平均付息债务	379.93	1,263.44	885.94
利息支出/平均有息债务	4.33%	4.59%	3.87%
拨备前利润/平均净资产	22.43%	18.51%	12.95%
加权平均ROE%	17.46	12.94	9.30
资本充足率%	11.49	13.00	14.10
不良率%	0.84	0.99	0.78
拨备覆盖率%	375.44%	212.13%	215.15%

数据来源：山西证券研究所，Wind

江苏租赁 2017 年主要业务指标与港股上市公司远东宏信（3360.HK）和国银租赁（1606.HK）对比。远东宏信为行业龙头，在总资产规模

上优势明显，同时业务规模较大，应收融资租赁款 1675.24 亿元，同比增长 27.15%，融资租赁业务息差（利息收入/平均应收融资租赁款-利息支出/平均有息负债）1.96%。江苏租赁也表现出较好的业务趋势，应收融资租赁款同比增长 18.88%，同时净息差与远东宏信水平相当，拨备前利润/平均净资产的收益率也保持较高水平。

3.6 个股推荐

➤ 江苏租赁

1、A 股第一家专业金融租赁公司，专注服务中小企业，议价能力较强，息差水平稳定。主要行业集中在清洁能源、节能环保、医疗直租、印刷包装等设备租赁，地域集中在江苏、湖南、河南等地。2018 年前三季度营业收入 17.77 亿元，同比增长 17.55%；净利润 9.56，同比增长 10.27%。

2、业务规模不断扩大，上半年新增合同数同比增长 201.47%。应收融资租赁款余额为 562.03 亿元，较 2017 年底的 492.09 亿元增长 14.21%。利息净收入 14.50 亿元，同比增长 3.65%，手续费及佣金收入 4.81 亿元，同比增长 17.15%。

3、不良率有所降低，拨备覆盖率持续提升。2018 年 H1，公司不良融资租赁款 4.60 亿元，不良融资租赁资产率为 0.82%，比上年末减少 0.02 个百分点，低于银监会公布的同期商业银行 1.74% 的平均水平。不良融资租赁资产的拨备覆盖率为 383.09%，比上年末增加 7.65 个百分点。总拨备率 3.14%，高于 2.5% 的监管要求。

表 9：江苏租赁盈利预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（亿元）	19.43	21.65	24.48	28.43
增长率(%)	7.35%	11.43%	13.08%	16.14%
归母净利润（亿元）	10.11	11.78	13.68	16.41
增长率(%)	22.64%	16.54%	16.14%	19.95%
每股收益 EPS	0.34	0.39	0.46	0.55
净资产（亿元）	62.47	105.21	124.62	156.49



每股净资产	2.09	3.52	4.17	5.24
净资产收益率 ROE(%)	16.18%	11.19%	10.98%	10.48%
市盈率 P/E	17.47	14.99	12.90	10.76
市净率 P/B	2.83	1.68	1.42	1.13

资料来源：山西证券研究所

风险提示

宏观经济波动风险；二级市场整体大幅下滑，从严监管超出预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,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、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。