



分化与回归 ——多元金融2019年投资策略

分析师：蒋峤

SAC执业证书编号：S0740517090005

分析师：陆韵婷

SAC执业证书编号：S0740518090001

分析师：戴志锋

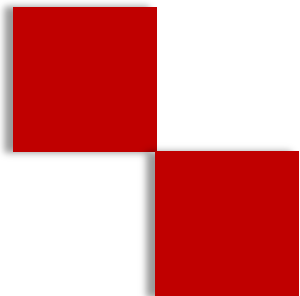
SAC执业证书编号：S0740517030004

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

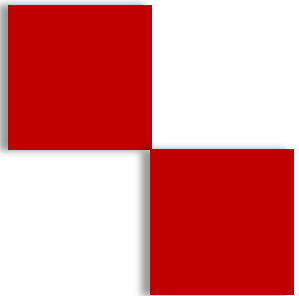
前言

信托：分化与回归。“好通道”将会延续、“坏通道”压缩；信托仍是房地产融资“珍贵”来源，预计传统融资类信托现状仍会延续，要求是规范；长期看，刚兑维系空间收窄；寻找具备真实主动管理能力，积极探索新方向的信托公司。

租赁：资管新规下的相对受益者。由于不受资管新规约束，租赁资产端将部分受益于融资挤出；利率下行初期，净利差会边际改善；行业迎统一监管，趋势是严格，大量壳公司、通道公司加速出清，头部租赁公司份额会提升；关注具有布局特点的头部租赁公司。



信托：分化与回归



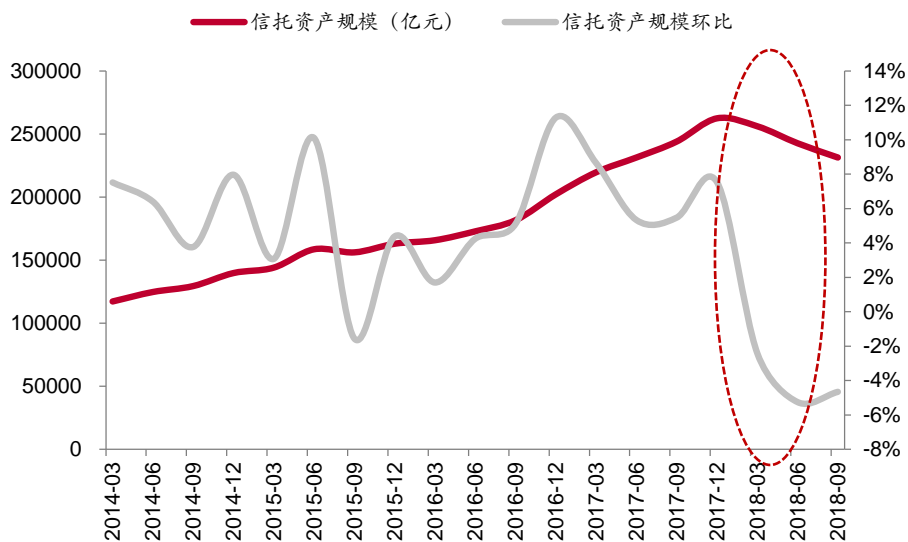
回顾历史，信托在银行需要与监管要求的“夹缝”中扩张。资管新规后，信托规模如期回落，银行资金（理财、同业）被约束，困住信托资金来源；信托短期盈利模式仍是“刚兑”利差和通道。

展望2019年，信托会分化与回归。“好通道”延续、“坏通道”压缩；信托仍是房地产融资“珍贵”来源，预计传统融资类信托现状仍会延续，要求是规范；长期看，刚兑维系空间收窄。寻找具备真实主动管理能力，且积极探索新方向的信托公司。

规模如期回落，资金来源受限、业务发展风险偏好下降

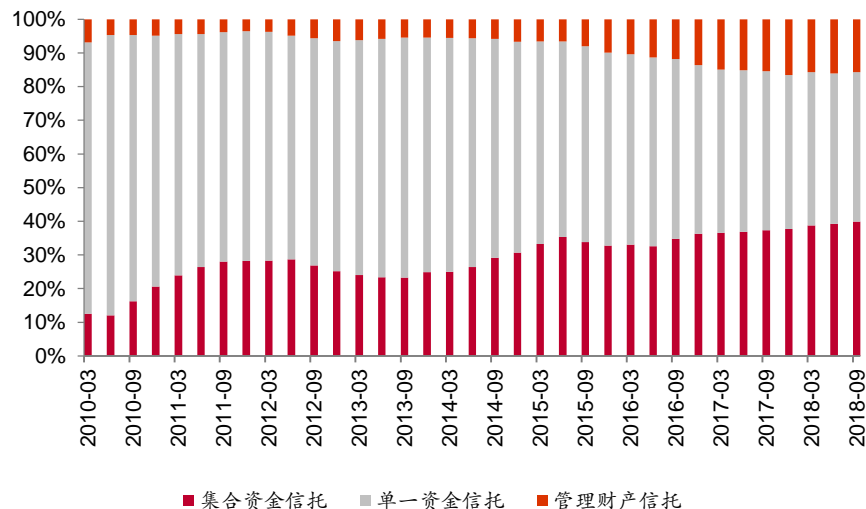
- 信托资产规模如期回落：**2018Q3时点23.1万亿，连续三个季度环比下降（-2.4%、-5.2%、-4.6%）。结构上，通道（绝大部分单一信托）和主动管理（大部分集合信托）占比此消彼长；
- 银行资金受限，单一资金信托降幅大：**资金来源上，截至三季度末，集合资金信托规模同比仍有增长（+1.5%），单一资金信托规模同比降低较多（-11.2%），主要是作为单一资金信托最重要来源的银行资金（理财、自营）运用受限所致；

图表：信托资产规模回落



来源：wind，中泰证券研究所

图表：集合资金信托占比提升

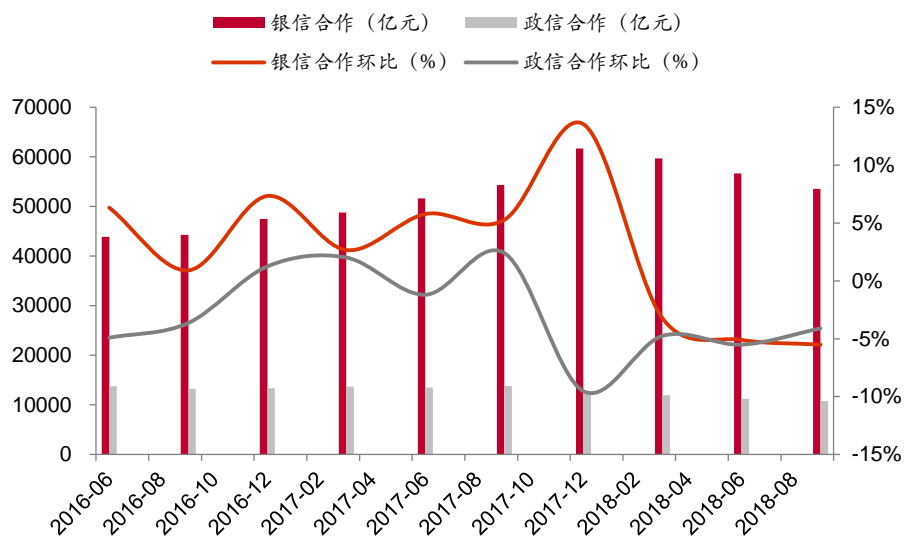


来源：wind，中泰证券研究所

规模如期回落，被动、主动收缩的共同结果

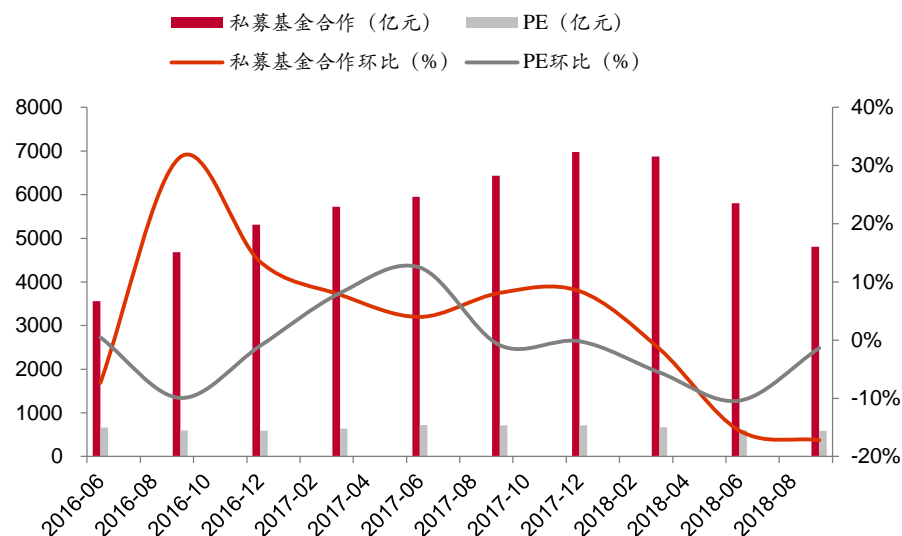
- 通道压缩：监管导致“银信”、“政信”合作减少，被动收缩；
- 融资类业务主动发展意愿偏弱：经济下行违约风险频发，信托对融资类业务风险偏好下降，主动发展意愿偏弱；
- 投资类信托减少：股市低迷、信托产品杠杆率下降，主动投资类产品规模降低；

图表：“银信”、“政信”合作减少



来源：wind，中泰证券研究所

图表：投资类产品减少

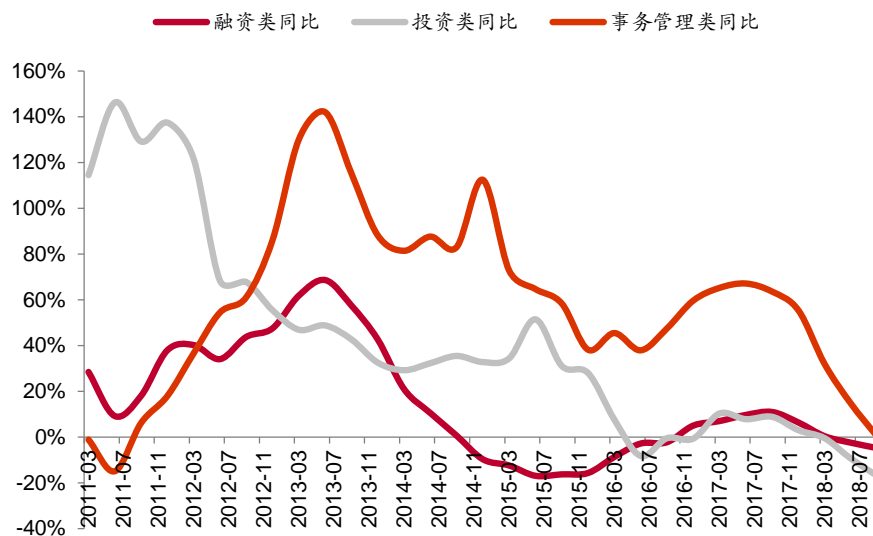


来源：wind，中泰证券研究所

回顾：信托通道在银行需要与监管要求的“夹缝”中扩张

- 阶段一：07-12年，四万亿之后通过“银信合作”绕开银行信贷规模、投向限制，融资类信托的盛世，模式是表外理财通过信托计划向地产、平台放款；
- 阶段二：13-16年，1) 为规避银信合作融资类业务的30%额度限制(72号文)，大量通道融资类产品转为事务管理类，后又受监管压制(99号文)；2) 券商创新大会后银证/基信业务开启，后要求理财投非标35%、4%总量限制(8号文)，信托通道被券商资管、基金子通道挤压；3) 银信合作拓展为银行同业(表内)资金与信托合作，模式为三方协议、四方协议等；
- 阶段三：16年中-17年，券商资管、基金子被实施净资本约束，通道业务成本提升，业务回流信托通道，费率提升；

图表：按功能分类，三类信托增速放缓



来源：wind，中泰证券研究所

图表：传统融资类信托占比企稳



来源：wind，中泰证券研究所

信托通道2019年：“好通道”延续，“坏通道”压缩

- **分化**：信托的“好通道”（合法合规、投资实体）将会延续，“坏通道”（监管套利、多层嵌套、禁止投向）将会继续压缩；
- **蛋糕变小**：通道的“金主”是银行资金（理财、自营），穿透管理、纳入统一授信管理等要求“束缚”住了通道的资金来源；银行理财子公司可能进一步分流；
- **分蛋糕**：委贷以及券商资管和基金子通道被限制，与信托通道分蛋糕的少了；

图表：信托相关重要文件、讲话

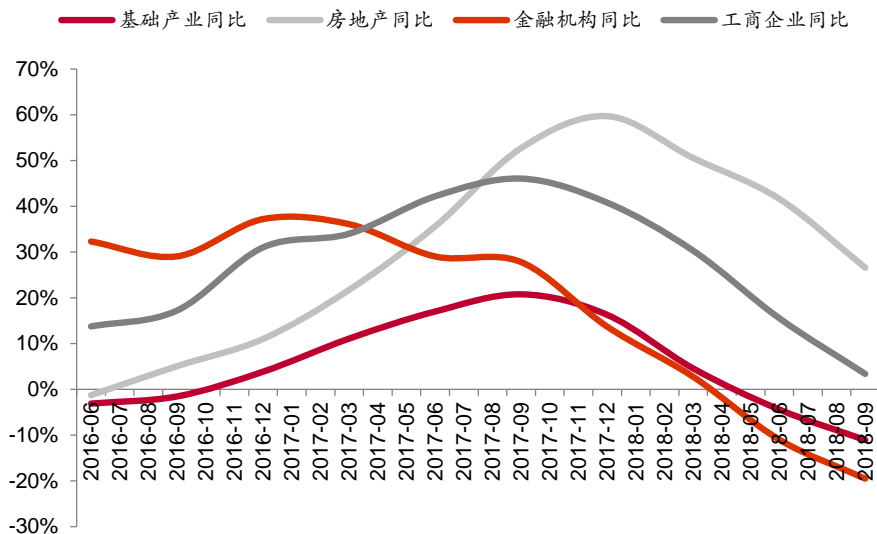
时间	文件、讲话	对通道、影子银行要求
2017.12	《关于规范银信类业务的通知》银监发[2017]55号	明确限制通道类银信业务，但并没有禁止；银行需按实质计提资本和拨备；信托三“不得”；
2018.1	《商业银行委托贷款管理办法》银监发[2018]2号	资金不得用于资管产品等投资；
2018.4	《资管新规》	管理人不能让渡管理责任；不能两层以上嵌套；打破刚兑；
2018.8	《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》信托函[2018]106号	区别对待事务管理类业务，支持合法合规、投资实体经济的事务管理类信托
2018.10	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	券商资管和基金子公司多层嵌套通道业务列为禁止；
2018.12	央行行长易纲出席“新浪长安讲坛”，发表题为“中国货币政策框架”的主旨演讲	“合法合规影子银行是金融系统不可或缺的一部分”；

来源：银保监会，证监会，中泰证券研究所

传统融资类信托：是房地产融资的“珍贵”来源

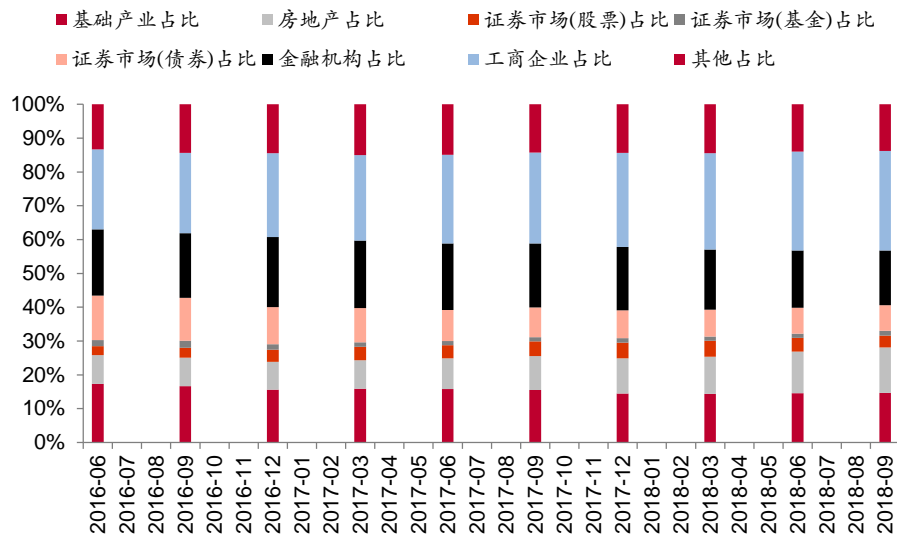
- **利差扩大：**传统融资类信托，多数投向地产、平台，收费模式仍然是“预期收益率”下的利差模式，据草根调研，18年房地产信托利差有所扩大，融资方收益率涨幅高于信托募资成本；
- **房企融资分化：**中小开发商融资难度加大、融资成本提升，金融机构风险偏好降低、银行资金投非标通道受限、股债发行困难，急需流动性维系的开发商只能通过传统融资类信托借款；
- **房地产信托增速相对高：**信托投向中仍保持较快增长的是房地产，虽逐季有回落；

图表：地产信托仍有增长



来源：wind，中泰证券研究所

图表：按投向分类占比



来源：wind，中泰证券研究所

房地产信托2019年：预计现状仍会维系

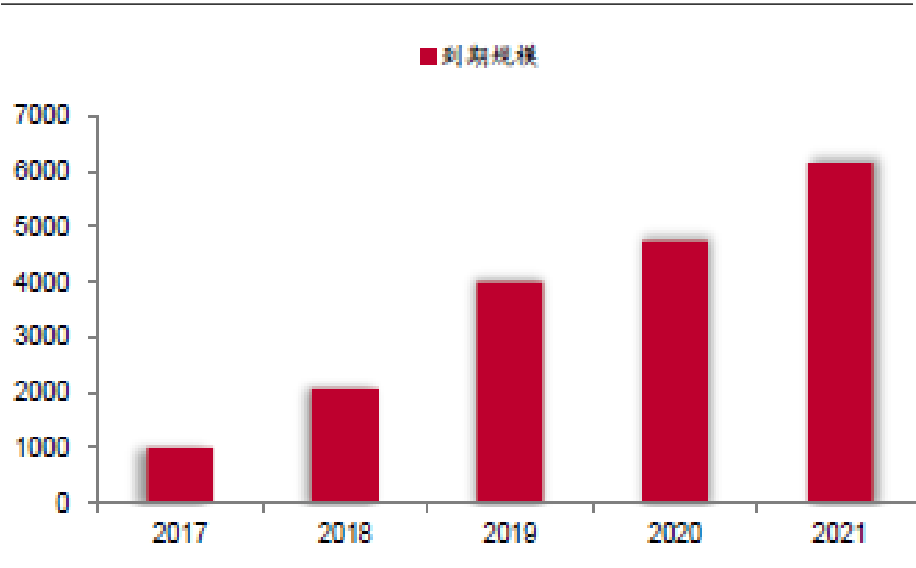
- **短期看，现状仍会维系：**考虑防止系统性风险是政策底线，2019年房地产融资政策预计会是“对冲式”放松，即房地产趋势越弱，地产融资政策会逐渐放松；
- **长期看，刚兑空间收窄：**信托是传统借贷风控文化，是信用风险控制。土地房产等抵质押资产增值是维持信托产品“刚性兑付”的重要基础，未来土地房产价格增长受限，则信托刚兑维系面临收窄；
- **房地产信托的要求：规范。**监管和信托风控本身，共同对资质、投向、期限、交易结构、抵质押、担保增信等有明确要求；

图表：房地产信托要求

项目	要求
项目要求	符合“432”（四证、资本金不低于30%、二级开发商资质）
资金用途	只能用于开发，不能触碰流动资金或拿地，能否置换项目前期借款看各地监管要求
期限	期限匹配，12、18、24个月等
抵质押物	土地使用权、在建工程
抵质押率	一般不超60%，最高可做70%
担保、增信	集团、实控人、关联方担保
是否结构化	不能做结构化，平层
其他要求	不能明股实债

来源：中泰证券研究所

图表：2018-2021年房企偿债高峰

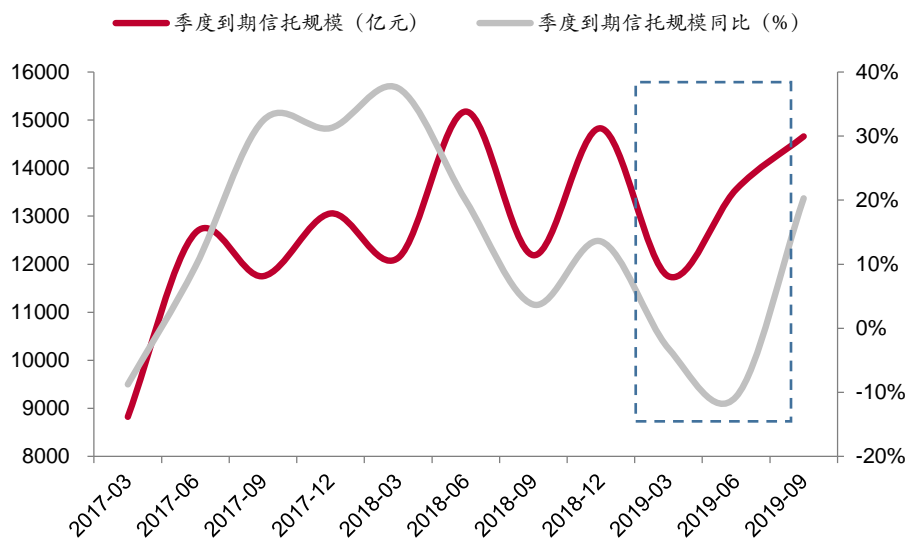


来源：wind，中泰证券研究所

到期规模：先降后升，2019Q3后再下降

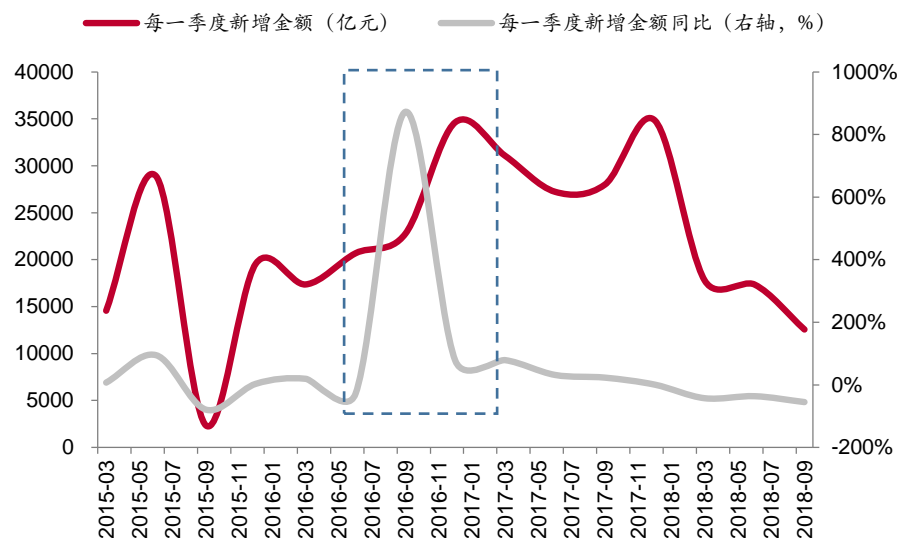
- 到期规模先降后升：2018Q4-2019Q3的四个季度，到期信托规模分别为1.48、1.17、1.36、1.46万亿，同比先降后升，由于信托产品期限一般为1-2年，2016年中开始“回流”信托的业务集中到期高峰已经过去；
- 预计2019Q3之后到期规模会下降：2019Q3到期规模较多主要为2018年Q1前后新发，是委贷新规前后非标回流信托通道；

图表：到期规模



来源：wind，中泰证券研究所

图表：每一季度新增规模

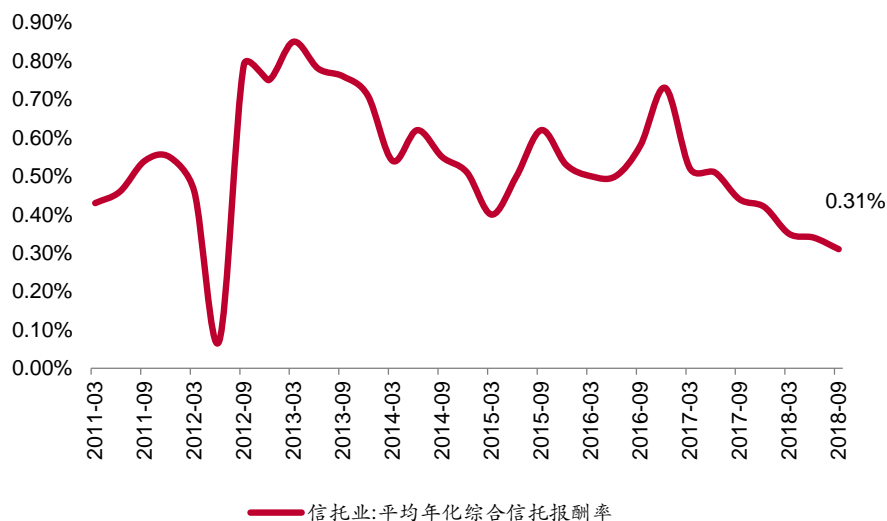


来源：wind，中泰证券研究所

信托报酬率：下降趋缓

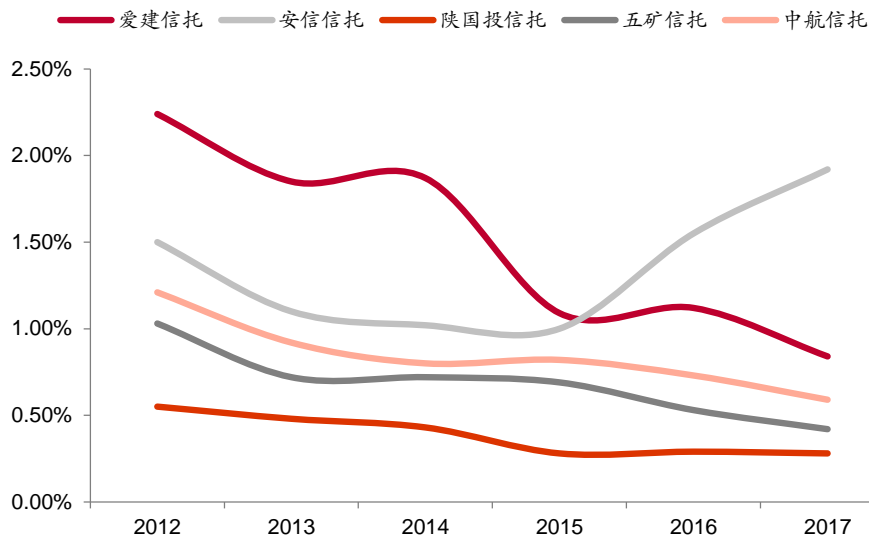
- 报酬率下降，主要是主动业务利差收窄：行业信托报酬率自2016Q4高位0.73%逐季下降，降幅已经趋缓。信托收费一是主动管理业务的利差，二是通道费；
- 通道费率升：自2016年中通道回流信托后，信托通道议价能力提升，通道费率升至千三左右；通道业务占比高的公司，报酬率下降幅度相对小；
- 期限错配带来的溢价逐渐消除，但影响程度变小：资管新规禁止资金池运作，随着老产品到期、新产品整改，错配溢价基本消除，即主动业务利差会收窄；本来就不做资金池的公司，报酬率下降幅度相对小；
- 信用风险提升，形成损耗：紧信用环境，预计收到部分存量信托产品到期时的结算回报率未达预期；

图表：行业信托报酬率下降趋缓



来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：上市公司信托报酬率分化

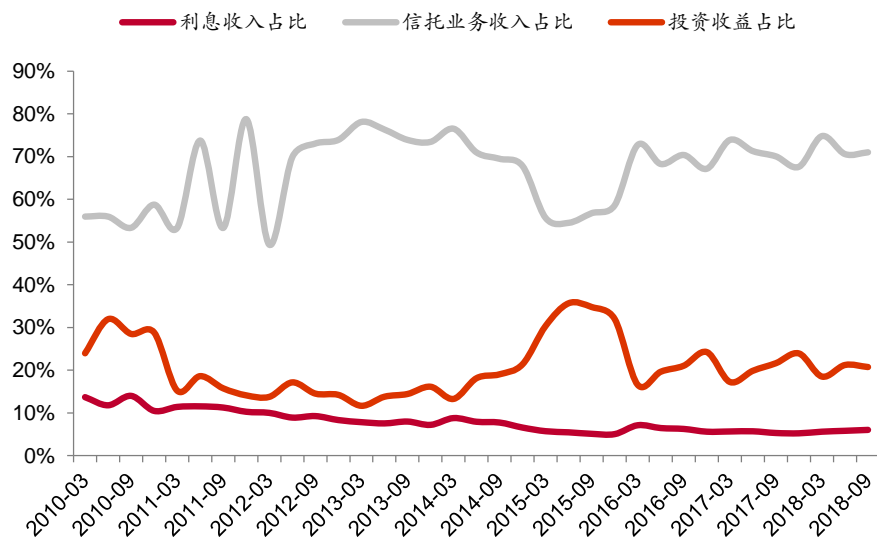


来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利能力有所下滑，增资潮过后，杠杆水平仍很低

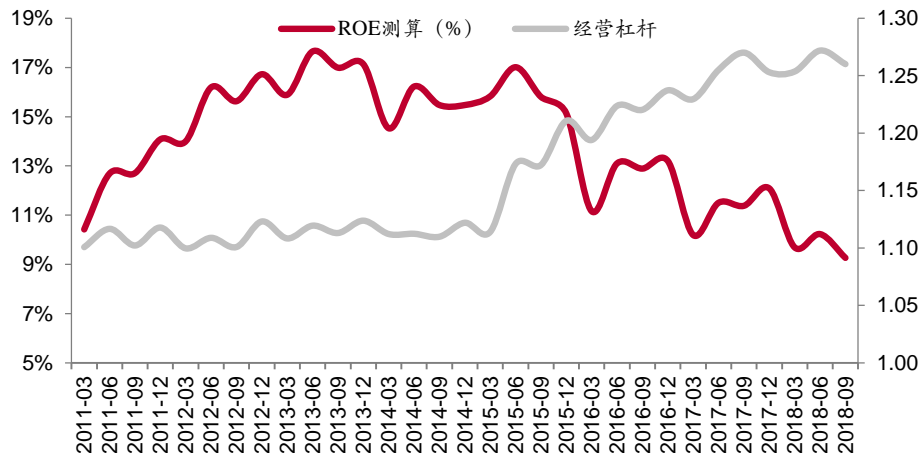
- **营收基本持平，信托主业贡献稳定：**预计2018全年营收同比持平，其中信托主业收入持平、投资收益下降、利息收入略升；营收结构较稳定，除2015年股市牛市，投资收益比例提升之外，三者大致7:2:1；
- **Roe稳定，利润总额、人均利润下滑：**预计2018全年roe接近10%，较此前平台下滑；利润总额、人均利润前三季度两者分别同比-10.7%、-17.3%；
- **增资潮之后，目前杠杆水平仍很低：**信托行业展现出与其他金融机构不同特性，不负债经营，杠杆仅为1.2倍，信托业务为表外业务，资本消耗相对表内业务低很多；前两年行业大幅增资，2018年明显减少；

图表：行业收入占比



来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：行业ROE与杠杆率

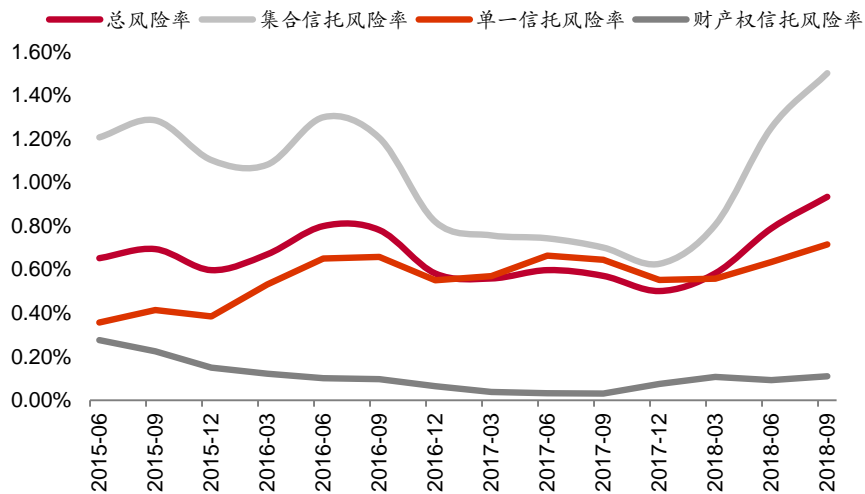


来源：信托业协会，中泰证券研究所

风险暴露略提速，准备金覆盖充分

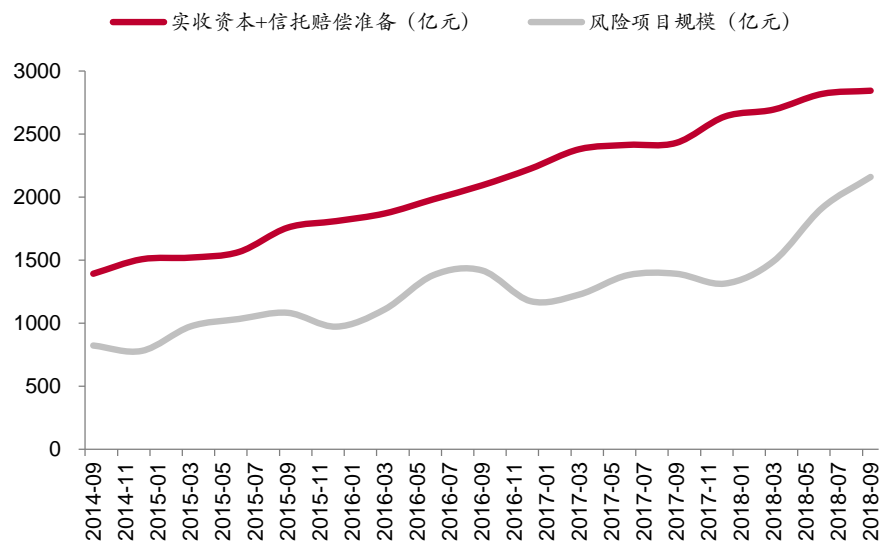
- 风险暴露略提速：**2018Q3风险项目规模为2160亿元，风险率（风险项目规模/信托资产规模）提升至0.93%，较年初提高43bp；其中偏主动管理的集合资金信托风险率抬升较快，反映实体信用风险；
- 实收资本+信托赔偿准备金已覆盖：**两者合计2842亿；另外，信保基金目前余额超过1200亿元，再加上信托公司计提的信托业务准备金、一般准备等，行业准备金完全覆盖；

图表：不良率提升



来源：信托业协会，中泰证券研究所

图表：实收资本+信托赔偿准备金已覆盖风险项目



来源：信托业协会，中泰证券研究所

2019行业盈利预测：信托业务收入承压，报酬率趋稳

□ 中性、乐观、悲观假设下，预计2019年信托业务收入同比为-13%、-5%、-22%，综合信托报酬率分别为0.32%、0.35%、0.30%；

图表：信托行业盈利预测

亿元，%	2016A	2017A	2018E	2019E	2019E乐观	2019E悲观
一、信托业务收入	750	805	792	686	754	620
yoy		7%	-2%	-13%	-5%	-22%
信托资产规模	202,186	262,453	232,465	192,639	200,039	185,239
主动管理规模	73,353	99,050	91,335	75,834	78,956	72,712
净新增规模		25,697	-7,715	-15,501	-12,380	-18,623
—到期规模		12,740	28,527	34,232	34,232	34,232
yoy			124%	20%	20%	20%
—新增规模	32,179	38,437	20,812	18,731	21,853	15,609
yoy			-46%	-10%	5%	-25%
主动信托报酬率		0.71%	0.62%	0.62%	0.67%	0.57%
被动管理规模	128,833	163,403	141,129	116,805	121,083	112,527
净新增规模		34,570	-22,274	-24,324	-20,046	-28,603
—到期规模		48,130	65,055	58,550	58,550	58,550
yoy			35%	-10%	-10%	-10%
—新增规模	63,285	82,700	42,782	34,225	38,503	29,947
yoy			-48%	-20%	-10%	-30%
被动信托报酬率	0.11%	0.13%	0.13%	0.13%	0.14%	0.12%
综合信托报酬率	0.73%	0.42%	0.32%	0.32%	0.35%	0.30%

来源：中泰证券研究所

2019行业盈利预测：固有业务低基数，利润看平

- 中性、乐观、悲观假设下，预计2019年行业固有业务投资收益同比分别为42%、82%、4%；信托行业利润总额同比分别为-2%、13%、-16%；

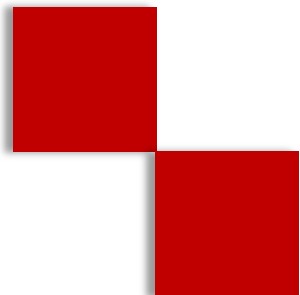
图表：信托行业盈利预测

亿元，%	2016A	2017A	2018E	2019E	2019E乐观	2019E悲观
二、投资收益	271	285	207	294	376	215
固有资产规模	5,570	6,579	7,004	7,704	8,054	7,354
yoy		18%	6%	10%	15%	5%
投资收益率		4.69%	3.05%	4.00%	5.00%	3.00%
三、利息净收入	63	62	69	69	76	62
固有货币+固有贷款	979	1038	1038	1,090	1,142	1,038
yoy		6%	0%	5%	10%	0%
利息率		6.19%	6.61%	6.50%	7.00%	6.00%
经营收入	1,083	1,152	1,067	1,049	1,207	897
yoy		6%	-7%	-2%	13%	-16%
利润率	71%	72%	70%	70%	70%	70%
利润总额	772	824	750	734	845	628
yoy		7%	-9%	-2%	13%	-16%

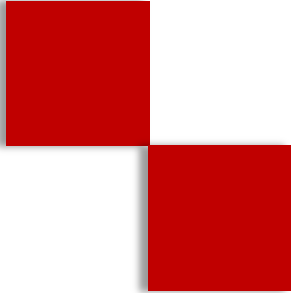
来源：中泰证券研究所

信托行业投资逻辑

- **信托通道业务将会“分化”**：“好通道”（合法合规、投资实体）将会延续，“坏通道”（监管套利、多层嵌套、禁止投向）将会继续压缩；
- **传统融资类信托，仍是房地产融资的“珍贵”来源**：房地产信托仍带来较客观利差收入，考虑防止系统性风险是政策底线，地产政策仍可能被间歇性“平衡”，预计现状仍会在2019年维系；但长期看，信托刚兑空间下降；
- **信托报酬率的下降会趋缓**：期限错配带来的溢价逐渐消除，传统利差收益变少，但随着监管持续进行，影响程度变小；信用风险提升，形成损耗；其他通道受阻，信托通道费率仍稳定于较高水平；
- **2019行业盈利预测，收入承压、报酬率趋稳、利润看平**：中性、乐观、悲观假设下，预计2019年行业综合信托报酬率分别为0.32%、0.35%、0.30%；利润总额同比分别为-2%、13%、-16%；
- **建议关注具备真实主动管理能力，以及积极布局新领域的信托公司**：如中航资本（600705.SH）、爱建集团（600643.SH）、五矿资本（600390.SH）；



租赁：量升价稳



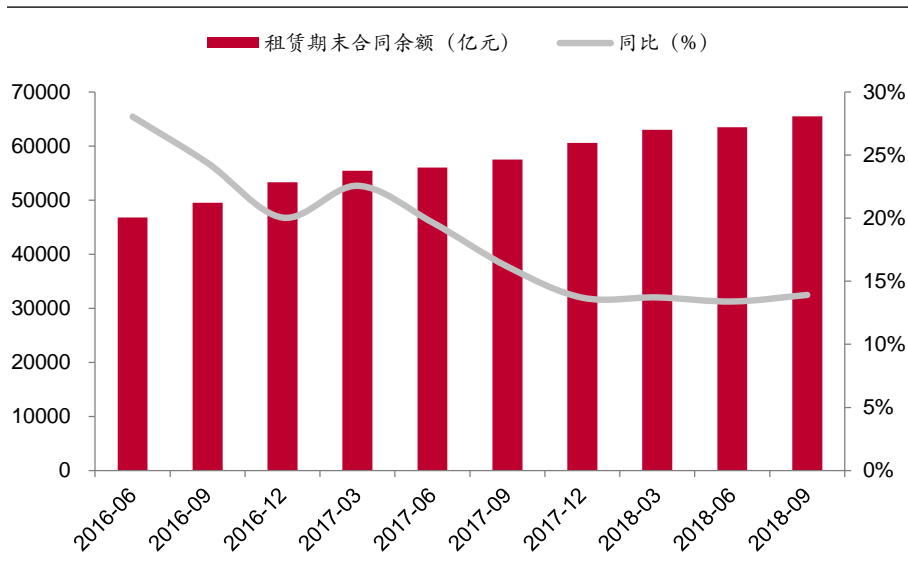
资管新规下的相对受益者。由于不受资管新规约束（租赁是表内业务），租赁资产端将部分受益于融资挤出，但不会太多；市场利率下行初期，净利差会边际改善，预计较为平稳。三类租赁公司迎来统一监管，趋势是严格，大量壳公司、通道公司加速出清，头部租赁公司份额会提升。

相对传统借贷，租赁呈现弱周期属性行业。来源于客户行业布局差异（如医疗、教育），以及租赁本身“融物”模式。建议关注具有布局特点、先发优势的头部租赁公司。

租赁规模稳定净新增，业绩较快增长

- 租赁（由于是表内业务）不受资管新规影响，规模稳定净新增：租赁余额在2018年前三季度，单季分别净新增约2400、500、2000亿元。截至2018Q3租赁行业合同余额约6.55万亿元，同比增速趋稳于13%左右；
- 紧信用环境下，“融物”特点使得资产端具有比较优势：11家上市租赁标的，2018H1净利润增速平均数为22.37%，中位数为23.80%，业绩较快增长。生息资产扩张提速，净息差总体稳定，资产端议价能力提升抵消负债端资金成本上行；

图表：租赁规模增速企稳



来源：wind，中泰证券研究所

图表：上市租赁标的业绩

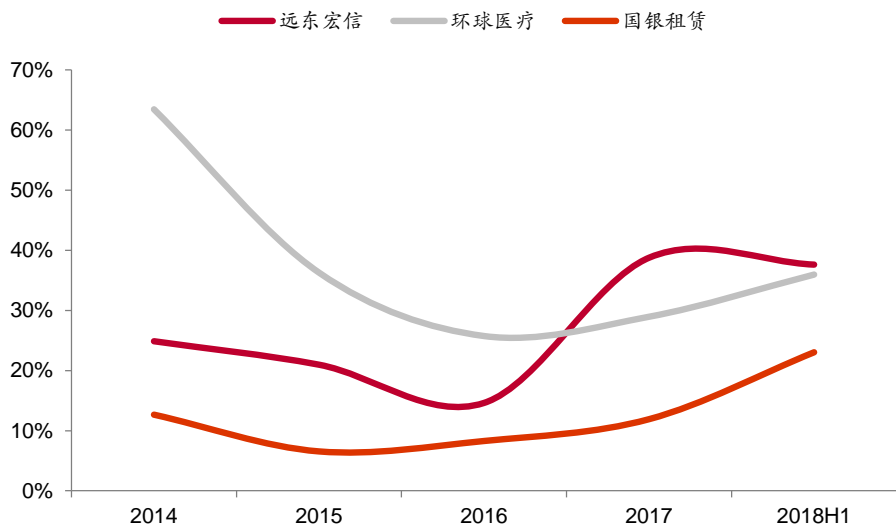
代码	上市公司	租赁公司	2018H1净利润 (亿元)	yoy
600901.SH	江苏租赁	江苏租赁	6.43	10.15%
600705.SH	中航资本	中航租赁	6.10	43.19%
600643.SH	爱建集团	爱建租赁	0.54	20.00%
600390.SH	五矿资本	外贸金融租赁	3.27	7.21%
000987.SZ	越秀金控	越秀租赁	2.94	54.79%
000415.SZ	渤海租赁	渤海租赁	12.90	25.66%
3360.HK	远东宏信	远东宏信	20.10	24.13%
2666.HK	环球医疗	环球医疗	7.36	27.05%
1606.HK	国银租赁	国银租赁	11.18	-13.58%
2588.HK	中银航空租赁	中银航空租赁	2.97	23.69%
1848.HK	中国飞机租赁	中国飞机租赁	3.08	23.80%

来源：wind，中泰证券研究所

资产端扩张提速，受益于部分社融挤出，但不会太多

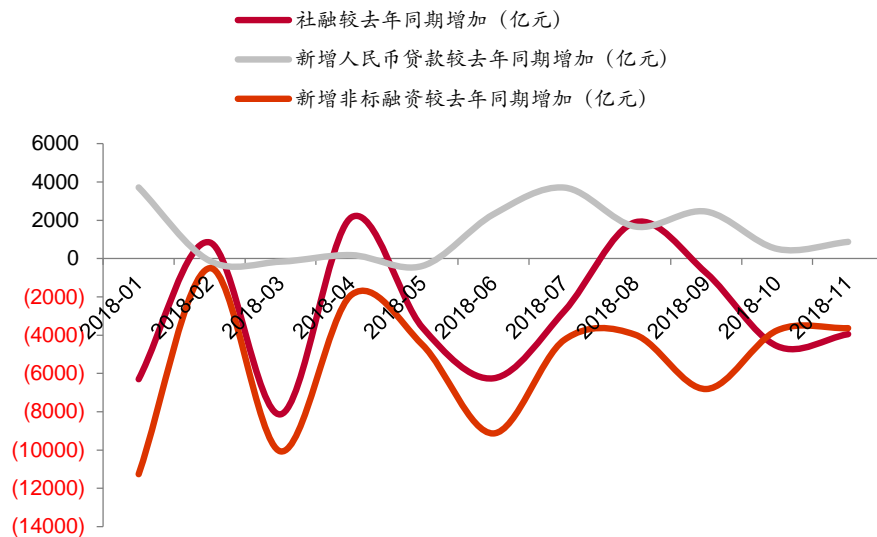
- 社融新增同比下滑，受非标融资缩水拖累：非标融资受资管新规约束，规模缩水；银行贷款需求稳定、供给偏弱（上半年监管对表外严格、MPA对表内严格，下半年边际放松），新增贷款规模放缓；
- 上市租赁公司的租赁资产（生息资产）增速提高，资产端扩张提速：远东宏信、环球医疗、国银租赁三家港股标的，2018H1生息资产平均增速为32.2%；
- 受益于部分社融挤出，但不会太多：原因是租赁的客户与银行（信托）客户有区别，不完全重叠，银行集中于国企和平台地产等，租赁有自己的细分，如医疗、教育等；

图表：租赁资产（生息资产）增速提高



来源：中泰证券研究所
注：所展示为生息资产同比增速

图表：非标融资缩水，社融下滑



来源：中泰证券研究所
注：非标融资包括委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票

投向与银行不同，是风险偏好、商业模式的差异

- 租赁投向主要依据禀赋，如医疗、教育等成长性行业：租赁公司投向包括医疗、教育等银行贷款鲜有涉足的行业，且占比不小，另外包括基础设施、飞机、船舶等对大型设备需求较多的行业；客户行业的分布，与各家租赁公司的禀赋（股东背景、产业领域）相关；
- 银行青睐政府领域、地产等：银行偏好政府信用，贷款投向国企、政府领域、房地产估计在70%以上；
- 是风险偏好（资金成本）、商业模式的差异：租赁的负债主要来源是银行资金，资金成本比银行高很多，银行偏好稳健收益，租赁要求回报高；租赁模式决定与资产所属行业的天然关联性；

图表：上市租赁公司客户行业分布

远东宏信		国银租赁		江苏租赁		环球医疗	
医疗	19%	基础设施	42%	水利、环境和公共设施管理业	43%	医疗	70%
教育	17%	飞机	38%	卫生和社会工作	36%	教育	22%
建设	13%	船舶、商用车和工程机械	14%	教育	7%	其他	8%
工业装备	10%	其他	6%	电力、燃气及水的生产和供应业	5%		
交通	9%			农、林、牧、渔业	2%		

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：江苏租赁客户大部分为中、小型

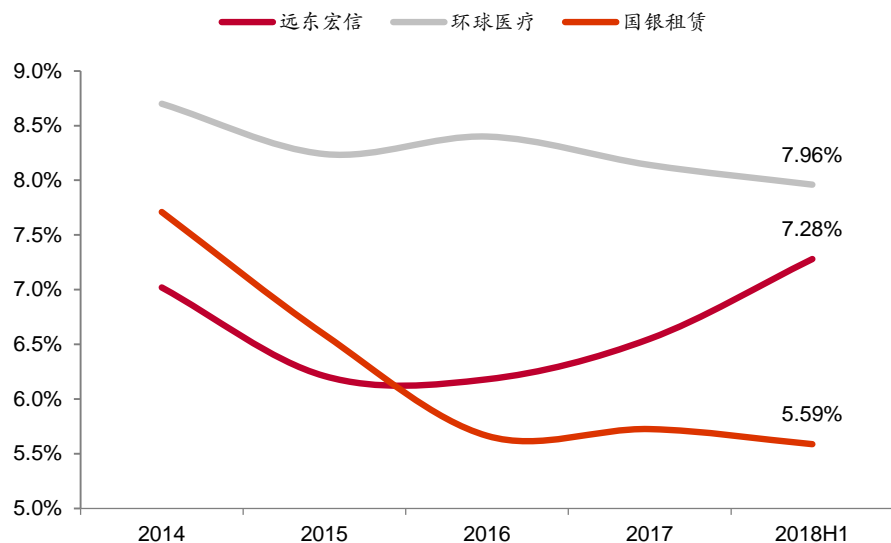
江苏租赁客户规模占比		
	2017年1-9月	2016年
大型	8%	9%
中型	44%	49%
小型	44%	39%
微型	3%	1%
个人	2%	1%

来源：招股说明书，中泰证券研究所
注：其划分按照工信部标准

生息资产收益率稳定，资产端具有比较优势

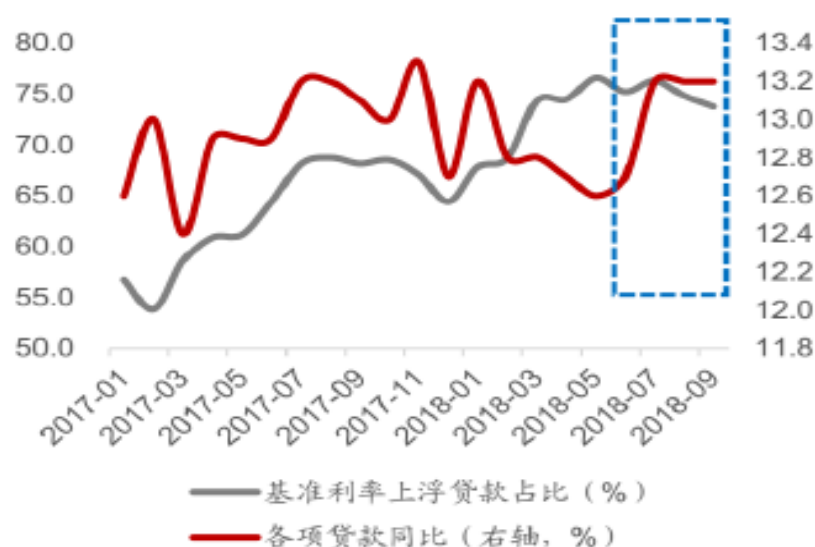
- **2018年生息资产收益率总体较稳：**从跟踪的港股租赁标的，2018上半年生息资产收益率总体稳定（远东宏信提升，环球医疗、国银租赁略降）；租赁资产久期为1年多，2018上半年新增生息资产大部分自2017年下半年开始，受益于市场利率上升；
- **此消彼长，2019年资产端仍会相对受益：**2018年银行贷款上半年紧、下半年偏松，另外社融中非标融资受较大约束，租赁资产端议价能力有提升；目前看2019年，预计银行贷款供需关系平衡，对非标、通道口径有所放松，但原则不会变，租赁资产端比较优势预计仍会延续；
- **2019年市场利率下行传导到租赁资产端，会有过程：**预计2019年租赁资产收益率先稳后降；

图表：2018H1生息资产收益率总体稳定



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：2018年银行贷款供给，由紧到松

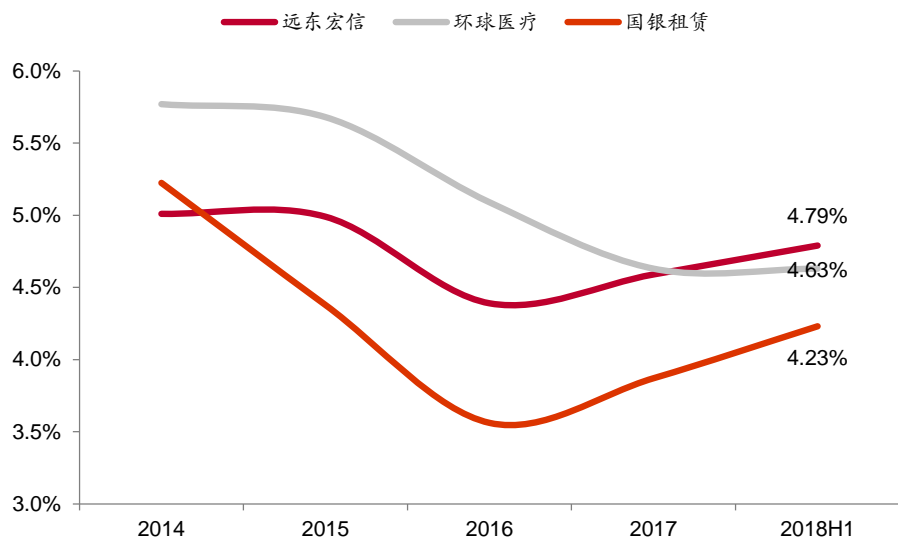


来源：wind，中泰证券研究所

市场利率下行，新增负债资金成本下降

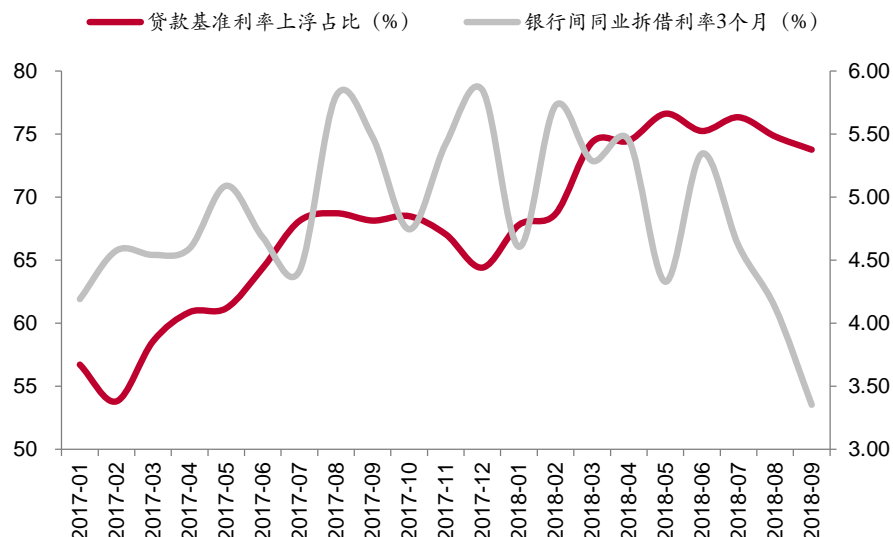
- 市场利率下行，新增负债资金成本下降：**2018年上半年，资金面偏紧、新增融资成本上升（贷款利率、债券利率上升）；2018下半年，资金面转松，利率下行，预计新增融资成本下行；
- 总体资金成本预计平稳：**2016年及之前低成本负债逐渐到期，存量低成本负债减少、新增较高成本负债增多，预计2018年下半年之后，总体融资成本平稳；

图表：2018H1计息负债付息率提升



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：市场利率下行



来源：wind，中泰证券研究所

市场利率下行，边际利好净利差

- **资产久期略长于负债久期：**主流租赁公司资产久期为2年左右，取决于资产投入的行业，飞机、船舶租赁公司资产久期会更长；租赁公司负债主要来源于银行贷款以及发债（金融租赁公司可同业拆借），负债久期一般低于2年；
- **固定利率合同占比多于浮动合同，生息资产收益率相对刚性：**且浮动合同参考贷款基准利率，贷款基准利率不变则不会调整；
- **市场利率下行，边际利好净利差：**负债端资金成本会比资产端收益率更快调整；

图表：租赁公司资产久期测算

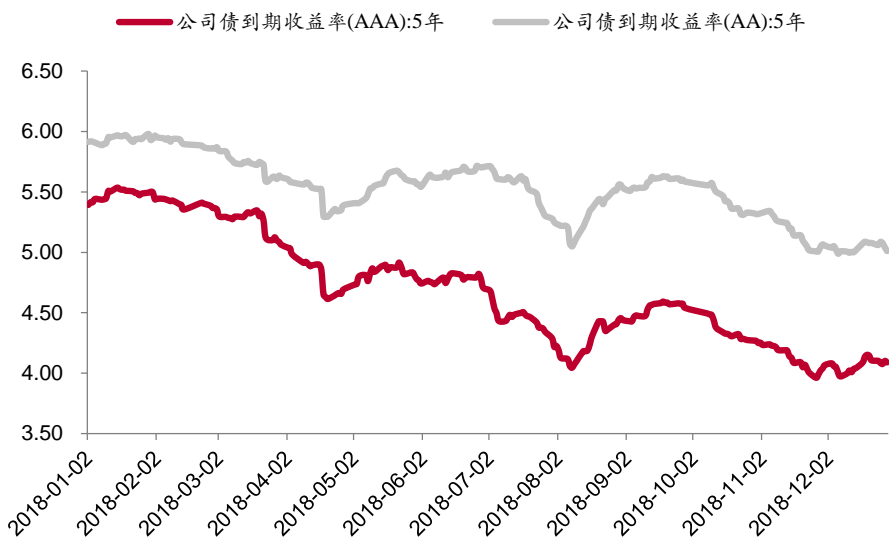
到期日	远东宏信	平安租赁	海通恒信租赁	交银金融租赁	国银金融租赁	招银金融租赁	江苏金融租赁
1年内	36%	36%	49%	28%	19%	28%	33%
1-2年	28%	23%	31%	21%	17%	21%	27%
2-3年	20%	16%	14%	16%	15%	14%	20%
3年及以上	17%	25%	6%	35%	50%	36%	20%
资产久期测算（年）	1.92	2.17	1.35	2.61	3.20	2.63	2.05

来源：公司公告，中泰证券研究所

龙头金融租赁公司，负债端会有优势

- 金租公司可参与银行间拆借：如参与3个月期限拆借，较银行贷款、直接融资更为灵活及时，资金成本下降会更快；
- 信用利差走阔，龙头公司负债优势加强：2018下半年开始信用利差走阔，目前维持高位，相较中小租赁公司，龙头金融租赁公司负债端优势会加强，资金成本下降幅度会更大；

图表：信用利差走阔



来源：wind，中泰证券研究所

图表：不同牌照，融资区别

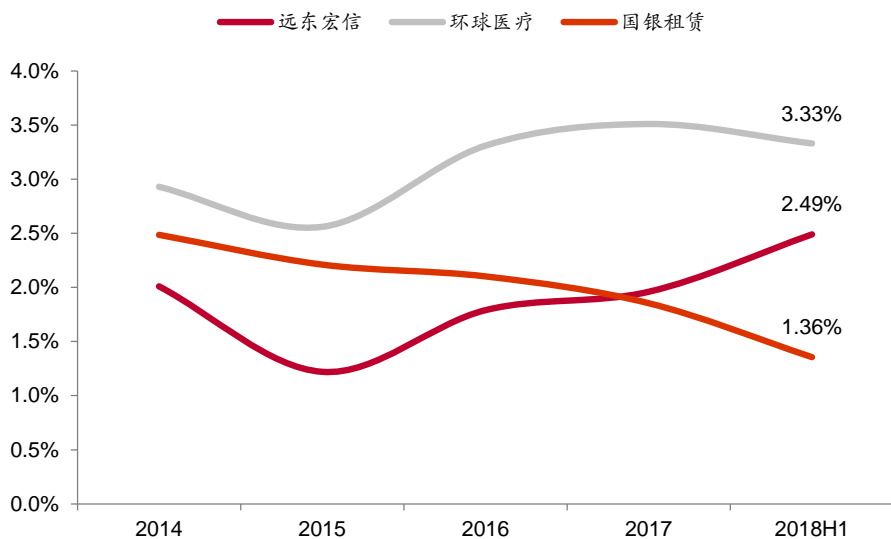
	金融租赁	内资租赁	外资租赁
可否同业拆借	可	否	否
银行借款	同业授信	企业授信	企业授信
发债	金融债	公司债、短融、中票	公司债、短融、中票

来源：中泰证券研究所

净利差趋稳

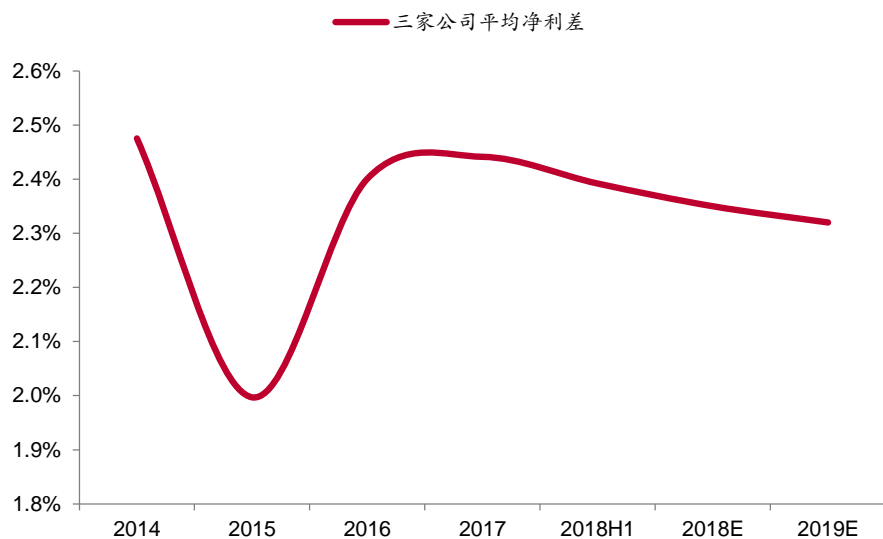
- 2018上半年净利差总体下降：2018H1市场资金面偏紧，主流租赁公司负债端变化是决定因素，远东宏信净利差提升，主要是生息资产收益率提升较明显（新增高收益率租赁资产，替换到期低收益率资产）；
- 预计2018下半年趋稳：下半年负债成本压力缓和，资产端继续受益于议价能力相对提升；
- 预计2019年边际好转：资产端收益率稳，负债端付息率降；

图表：净利差分化



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：净利差走势预测

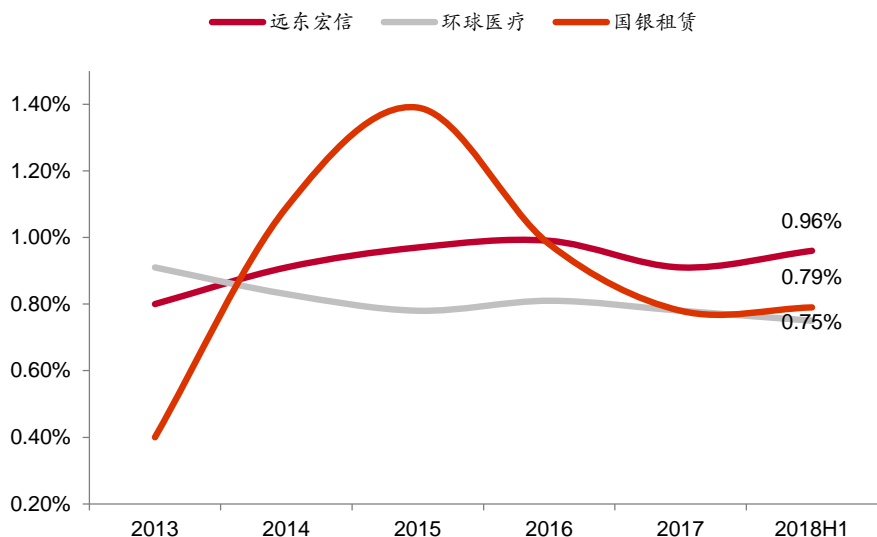


来源：中泰证券研究所
注：取三家公司平均净利差及预测

资产质量：预计不良率平稳

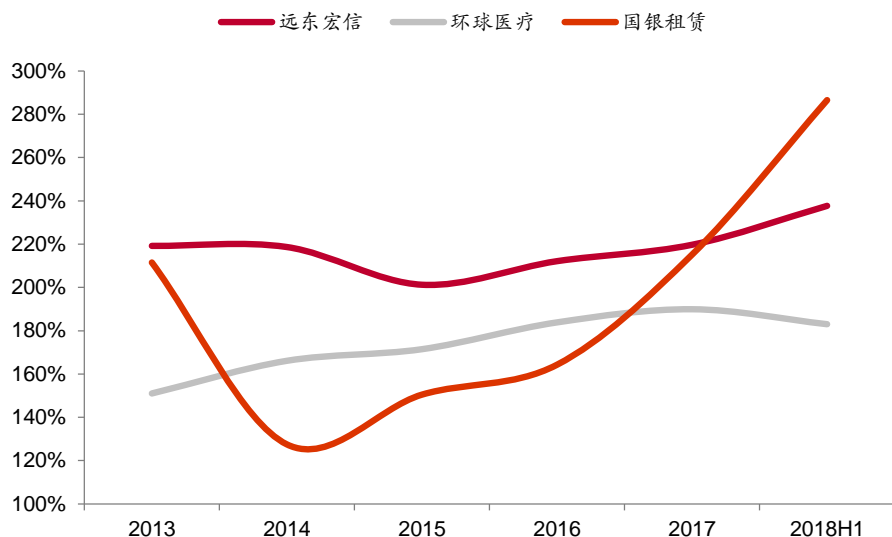
- 不良率平稳：**港股租赁公司2018H1不良率与2017年基本持平，总体较平稳，拨备覆盖充足（远高于监管要求的150%）；一是租赁的模式特点，要求其对所处领域深耕，对于客户所处产业特性理解，对供货商等的话语权等；二是布局领域，包括医疗、教育等行业，具有一定逆/弱周期属性；
- 与银行风控的差异：**银行风控是不动产（房屋、土地）抵押，且抵押物的处置繁杂、周期长（涉诉）；租赁风控是动产（机器、设备等）抵押，且天然具有租赁物所有权和处置权，优点是处置灵活、周期短；

图表：不良率平稳



来源：中泰证券研究所

图表：拨备覆盖率充足



来源：中泰证券研究所

行业迎统一监管，趋势是规范严格

- **三类租赁公司迎统一监管：**商务部发布《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》，自2018年4月20日起，上述监管职责移交银保监会；内、外资融资租赁公司数量多，预计具体监管将由各地方金融属地监管；
- **资本约束、拨备计提等待具体文件：**预计将对资本约束等进行统一，目前内、外资租赁公司在杠杆率方面基本符合要求，但部分企业在计提拨备、客户集中度等方面，在具体文件出台后可能需调整；

图表：三类租赁牌照差异

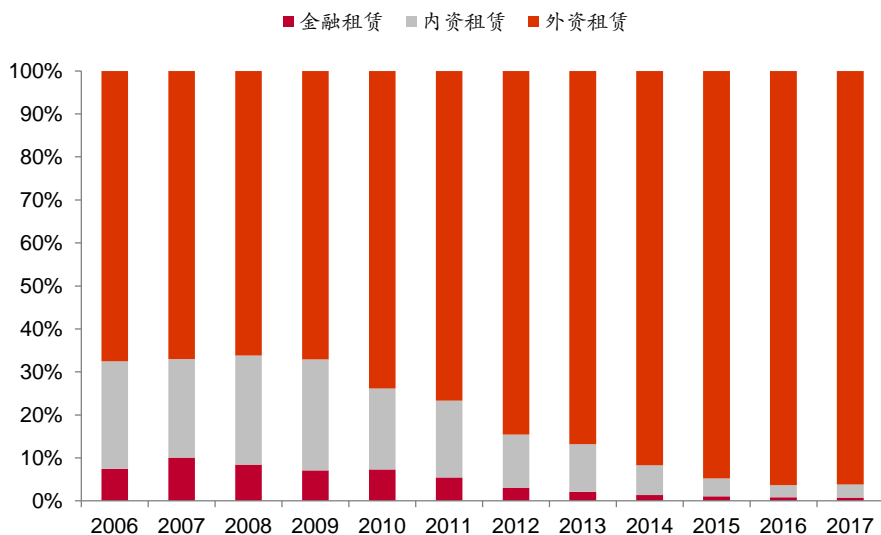
	金融租赁	内资租赁	外资租赁
原主管部门	银监会	商务部	商务部
注册资本	实缴1亿元以上	1.7亿元以上	1000万美元以上
资本约束、监管要求	1) 杠杆上限9.5倍（资本净额/风险加权资产 $\geq 10.5\%$ ）； 2) 拨贷比 $\geq 2.5\%$ ； 拨备覆盖率 $\geq 150\%$ ；不良率 $\leq 5\%$ ； 3) 单一集团客户融资集中度 $\leq 50\%$ 、单一客户融资集中度 $\leq 30\%$ ；同业拆借比例 ≤ 100 。	杠杆上限10倍（净资产/风险资产 $\geq 10\%$ ）	杠杆上限10倍（净资产/风险资产 $\geq 10\%$ ）
发起人	商业银行、大型企业、境外融资租赁公司等（财务、内控、经营等有细化规定）	境内企业或自然人	发起人之一为外国公司
负债方式	同业拆借，银行借款（同业授信），发行债券（金融债）	银行借款（企业授信），发行债券（公司债、短融、中票）	银行借款（企业授信），发行债券（公司债、短融、中票）

来源：中泰证券研究所

行业集中度望提升，利好头部公司

- 市场集中度低，前10公司份额不到20%：市场较为分散，前10公司大多为银行系金融租赁公司（除远东宏信、平安租赁）；金融租赁牌照优势明显，69家金融租赁占据约38%份额；
- 整合可能加速，集中度望提升，利好龙头：截至2017年末，金租、内、外资租赁公司分别有69、276、8745家，外资租赁公司注册数量近年来飙升，数量庞大；预计大量壳公司、纯通道公司将会退出；资负两端具有优势的头部公司市占率会提升；

图表：外资租赁公司数量庞大



来源：wind，中泰证券研究所

图表：市场集中度低

	公司	2017年应收融资租赁款 (亿元)	份额(%)
1	远东宏信	1715.16	2.83%
2	招银金租	1248.43	2.06%
3	交银租赁	1186.94	1.96%
4	建信金租	1171.55	1.93%
5	平安租赁	1127.35	1.86%
6	兴业金租	1069.30	1.76%
7	工银租赁	1048.08	1.73%
8	民生租赁	1047.30	1.73%
9	国银租赁	1016.85	1.68%
10	华融金租	960.96	1.59%
	合计	11591.92	19.13%

来源：公司公告，中泰证券研究所

租赁行业投资逻辑

- **资产端量升价稳：**生息资产扩张提速，受益于部分社融挤出，但不会太多，租赁资产端比较优势预计仍会延续；市场利率下行传导到租赁资产端，会有过程：预计2019年租赁资产收益率先稳后降；
- **市场利率下行，边际利好净利差：**金租公司可参与银行间拆借，融资更灵活；信用利差走阔，龙头公司负债优势加强；租赁的资产久期略长于负债，固定利率合同占比多于浮动合同，生息资产收益率相对刚性，负债端会比资产端更快调整；
- **不良率平稳：**一是租赁的模式特点，要求其对所在领域深耕，对于客户所处产业特性理解，对供货商等的话语权等；二是布局领域，包括医疗、教育等行业，具有一定逆/弱周期属性；
- **行业迎统一监管，行业集中度望提升，利好头部公司：**监管会趋严，大公司在资本要求、拨备计提、客户集中度等方面规范；加速淘汰壳公司、通道公司，集中度会提升；
- **建议关注具有产业特色、先发优势的头部租赁公司：**如远东宏信（3360.HK）、环球医疗（2666.HK）、国银租赁（1606.HK）、江苏租赁（600901.SH）；

重点公司盈利预测与估值：租赁、信托行业

图表：重点公司盈利预测与估值

代码	上市公司	股价	2018E				2019E				投资评级
			eps	pe	bvps	pb	eps	pe	bvps	pb	
3360.HK	远东宏信	7.67	0.97	7.91	7.00	1.09	1.11	6.89	7.77	0.99	未评级
2666.HK	环球医疗	5.83	0.83	7.06	4.96	1.18	1.02	5.70	5.67	1.03	未评级
1606.HK	国银租赁	2.00	0.13	15.24	1.94	1.03	0.16	12.50	2.05	0.98	未评级
600901.SH	江苏租赁	6.03	0.40	15.02	3.74	1.61	0.51	11.89	4.20	1.44	未评级
600705.SH	中航资本	4.51	0.39	11.69	3.05	1.48	0.46	9.70	3.23	1.40	未评级
600643.SH	爱建集团	8.71	0.69	12.58	4.77	1.83	0.86	10.12	5.80	1.50	未评级
600390.SH	五矿资本	7.40	0.63	11.73	/	/	0.75	9.82	/	/	未评级

来源：wind，中泰证券研究所

注：盈利预测均取自wind 一致预期；数据截至2019年1月4日；

风险提示

- 信托板块：房地产政策变化可能会影响传统融资类业务；资管行业监管要求变化可能影响通道、非标业务；权益市场、市场利率大幅波动会影响信托固有业务收益；
- 租赁板块：宏观经济如果超预期下行，租赁资产质量可能会下降；利率变化对息差、盈利能力造成波动；监管要求趋严会对租赁业务开展造成影响；

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

致谢

中泰金融

分析师：陆韵婷

S0740518090001

luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋峤

S0740517090005

jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

S0740517030004

daizf@r.qlzq.com.cn