

多元金融

证券研究报告
2019年03月07日

2019 重新定义信托行业，主动管理、服务信托和公益信托的发展空间广阔

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

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

- 《多元金融-行业点评:资金信托新规即将落地,看好信托行业资金端改善趋势》 2019-02-27
- 《多元金融-行业点评:关注社融数据超预期下的信托行业估值修复机会推荐爱建集团、中航资本》 2019-02-19
- 《多元金融-行业点评:中天金融积极推进重大资产重组》 2019-01-01

信托制度是一种受法律保护的独特的财产管理方式。信托的法律本质表现为信托财产权利与利益分离、信托财产的独立性、信托的有限责任和信托管理的连续性。

回顾信托行业的发展历程可以发现,整个信托发展的历史是一部监管的历史。监管政策对于信托行业的职能定位、业务收入、发展方向有着至关重要的影响。2007年以后,随着监管态度的变化,信托行业表现出不同的阶段特征,具体可以分为以下四个阶段:1)银信合作阶段,信托通道业务规模快速扩张;2)券商资管和基金子公司分羹通道业务,3)信托通道回流,4)资管新规落地,强调信托回归本源,发挥融资功能,开启新篇章。

近年来,投资类信托资产规模和集合资金信托规模显著提升,意味着信托公司不再依赖银信通道,更能主动发挥信托的制度优势,信托业的主动管理能力增强。在投资管理能力方面,自2013年起,投资类信托规模持续增多,占比也逐年提高,2015年二季度达到最高39.6%。截至2018年第三季度,投资类信托规模为52870亿元。在资金来源结构方面,集合资金信托占比持续稳步提高。截至2018年3季度末,集合资金信托规模9.24万亿元,较上季度末略为下降0.27万亿元,相对占比达到39.93%。

从社融角度分析,社会融资规模指标可以拆分成四个维度:股债直接融资;银行表内融资;银行表外融资;其他类融资。根据上述逻辑,复盘信托新增贷款的变化发现,传统上,信托业务的主要驱动因素是社会融资需求(房地产、基础设施建设等)增加,与其他融资渠道(银行信贷、券商资管、基金子公司等)受限所导致的结构性流入。短期来看,信托贷款作为非标资产的常见形式,在社会融资中的地位不可取代。未来,信托公司在积极筹措中长期资金、发挥信托投资联动业务的优势、孵化共享经济等方面具有重要意义。

我们认为,资金信托新规未来可能将信托公司置于统一的监管大框架,信托牌照差异变小。资产管理机构的核心竞争力在于对产品的运作及管理能力和对客户的服务能力,监管转向以服务为导向,长期而言有利于行业的发展。未来若干大型信托公司的定位将是全能型、综合型的金融机构。我们认为,资金信托新规将重新构建信托新的资金端模式,促进信托公司在财富线条中拓展、布局,也更加考验信托的零售能力。在信托牌照差异弱化的趋势下,信托的差异化优势本源应该从自身特殊的法律架构中找寻。信托公司的竞争优势可能来源于两个方面:相较于其他资产管理机构,凭借信托自身在法律和架构上的优势(通畅的业务链条)发展具有特色的业务;信托公司内部凭借服务能力分化成不同的梯队。发展具有直接融资特点的资金信托、服务信托、公益(慈善信托)是新趋势。

2019年是信托行业重新定位的一年。资金信托新规或将缓慢落地,信托行业将开启公募篇章,资金端和业务端显著改善。监管对信托行业有了积极的定位。全面推荐信托行业,建议关注估值较低的五矿资本、中航资本、爱建集团、江苏国信,关注安信信托、陕国投A。

风险提示:宏观经济下行风险、监管政策边际改善不及预期、市场波动风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-03-06	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600390.SH	五矿资本	10.90	买入	0.66	0.87	1.05		16.52	12.53	10.38	
600705.SH	中航资本	6.26	买入	0.31	0.38	0.46		20.19	16.47	13.61	
600643.SH	爱建股份	13.29	买入	0.54	0.72	0.90		24.61	18.46	14.77	
002608.SZ	江苏国信	10.29	买入	0.58	0.70	0.75	0.79	17.74	14.70	13.72	13.03

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 全球视角：信托职能不断演化，本源来自于法律特质	3
1.1. 信托的法律本质：财产独立、权利与利益分离、有限责任、连续管理	3
1.2. 国际经验：在宏观经济和监管政策影响下，信托职能不断转变	4
1.2.1. 美国经验：信托业务涉及广泛，向高端财富管理发展	4
1.2.2. 日本经验：行业集中度高，注重发挥信托的专业职能	4
1.2.3. 共同点：受宏观经济和监管政策影响，信托职能不断转变回归至本源	5
2. 旧的篇章：监管套利的工具，银行信贷的补充	5
2.1. 中国信托行业发展史：行业发展史也是一部监管发展史	5
2.2. 信托在社融中的地位：补充传统金融，助力实体经济	8
2.3. 信托主动管理能力：不再依赖银信合作，发挥制度优势	10
3. 新的征程：大资管框架下的全面竞争与回归本源	11
3.1. 资金信托新规的影响：统一监管体系，能力决定差异	11
3.2. 信托行业未来的发展趋势：公募开启，服务信托与公益信托是发展趋势	13
3.2.1. 信托开启公募篇章，资金端零售能力重要性增加	13
3.2.1. 发展具有直接融资特点的资金信托、服务信托和公益信托是新趋势	16
3.3 各家信托公司发展状况：行业 ROE 高，各公司差异发展	17
4.投资建议	20

图表目录

图 1：信托的参与者	3
图 2：信托行业发展阶段	7
图 3：信托管理资产规模（亿元）	8
图 4：社会融资规模存量变化	9
图 5：社会融资规模：新增信托贷款	10
图 6：资金各类投向及占比	11
图 7：投资类信托规模(亿元)及占比变化	11
图 8：信托资金来源结构变动情况（亿元）	11
图 9：信托公司财富管理中心机构与人员数量	13
图 10：各金融机构在财富管理方面的优势与问题	14
图 11：信托公司在财富管理方面的 SWOT 分析	15
图 12：信托行业 ROE	17
表 1：信托业的六次整顿	6
表 2：68 家信托公司 ROE（%）	18
表 3：2017 年净利润排名前十的信托公司	20
表 4：2017 人均利润前 10 位信托公司	20
表 5：信托标的利润占比	21

1. 全球视角：信托职能不断演化，本源来自于法律特质

1.1. 信托的法律本质：财产独立、权利与利益分离、有限责任、连续管理

信托制度是一种受法律保护的独特的财产管理方式。信托的实质是“获人之信、受人之托、遵人之嘱、代人理财”。

《中华人民共和国信托法》第二条规定：“信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己名义，为受益人的利益或特定目的，进行管理或者处分的行为。”这里已经充分蕴藏着信托制度的本源优势。

谈论信托时，需要明晰一些相关概念：

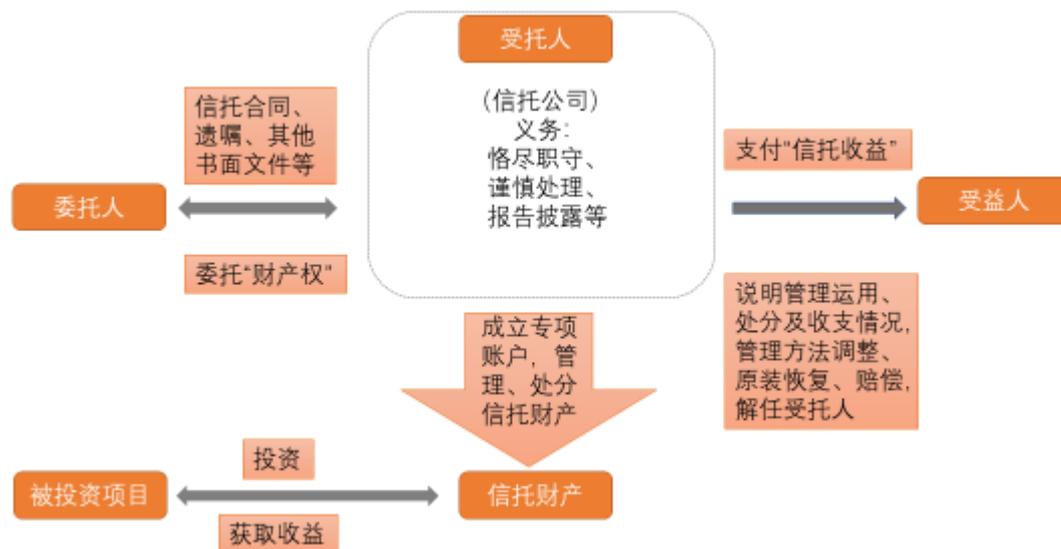
1、信托财产

委托人（信托产品的购买方）将其合法拥有的财产委托给受托人（信托公司），形成信托财产。信托公司是信托财产的名义所有人，对信托财产进行管理和运用。投资者是信托财产的实际所有人和由运用信托财产所获收益的受益人。信托财产是信托公司的表外资产。

2、信托计划

信托计划（信托合同）信托投资公司根据人民银行和有关监管机构规定制作的具有法律效力的信托文件，规定信托项目的管理、运用、信息披露等内容，主要包括：推介时间、规模、用于揭示并告知投资者关于某处分信托财产的相关信息等。一份信托计划涉及到信托的四要素：信托当事人（委托人、受托人、受益人）、信托行为、信托财产和信托目的。

图 1：信托的参与者



资料来源：天风证券研究所

从法律的视角，信托具有以下特征：

1、**信托财产权利与利益的分离。**信托是以财产为中心而设计的财产转移与管理制度。信托设立时，委托人须将其拥有的财产所有权转移给受托人，使委托人的财产所有权转化为信托财产所有权。信托财产所有权的性质十分特殊，它表现为信托财产所有权在受托人和受益人之间的分离，受益人无需承担管理的责任就能享受信托财产的利益。这是信托成为

一种优良的财产管理制度的奥秘所在，是信托制度的重要特征。

2、**信托财产的独立性。**信托财产具有独立性，一旦信托成立，信托财产就从委托人、受托人和受益人的固有财产中分离出来，成为独立的财产整体。信托财产的独立性使信托超然于各方当事人的固有财产以外，维护了信托财产的安全，能确保信托目的得以实现。

3、**信托的有限责任。**在信托关系中，由于受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或特定目的，对信托财产进行管理或处分，受托人自身并不享有任何信托利益，因此受托人因处理信托事务所发生的财产责任（包括对受益人和第三人），原则上仅以信托财产为限负有限清偿责任。

4、**信托管理的连续性。**信托的管理具有连续性特点，不会因为意外事件的出现而终止。信托管理的连续性安排，使信托成为一种具有长期性和稳定性的财产转移与财产管理的制度。

1.2. 国际经验：在宏观经济和监管政策影响下，信托职能不断转变

1.2.1. 美国经验：信托业务涉及广泛，向高端财富管理发展

初始阶段（18 世纪末到 19 世纪初）：起源于英国，以无偿民事信托为主，发挥事务管理和风险隔离的功能。民事信托最初是英国国民为了逃避死后国王没收个人财产，将财产转移给信赖的人，委托其管理财产并将收益转交给委托人的女儿（英国中世纪实行长子继承制，没有儿子的国民死后，国王将没收个人财产），其特点是以非营利为目的。18 世纪末，信托制度引入美国，发挥事务管理和风险隔离的功能。

发展阶段（19 世纪初到 19 世纪末）：信托业务范围扩大，增加融资功能。美国以保险兼营信托业务的模式，开创了商业信托。因为保险公司具有代人理财的能力和条件，所以开始兼办类似信托的代为管理赔款业务。于 1822 年成立的纽约农业火灾保险及放款公司是最早开展信托业务的保险公司，主要经营不动产抵押贷款以及代客买卖产业证券，后获得纽约州政府的特许备案，业务扩展到以执行遗嘱或契约为依据的动产和不动产信托。1853 年，美国联邦信托公司成立，信托业务扩大。南北战争后，美国经济迅速发展，为满足西部大开发中的融资需求，信托公司通过承购铁路、矿山公司等发行的债券，转让或出租给民众筹集资金。而后，罗德岛医院信托公司获准兼营一般银行业务，形成信托公司兼营银行业务的模式，发挥了其融资功能。

稳定阶段（19 世纪末到 20 世纪末）：信托业务范围进一步扩大，发挥财富管理、资产管理的功能。1913 年美国批准《联邦储备银行法》，允许银行兼营信托业务，在商业银行内部设立信托部，形成银行兼营信托的模式。第二次世界大战（1946 年）后，美国实体经济和资本市场的迅速扩张，进一步促进了信托行业的发展，信托业开始涉足证券投资信托、房地产投资信托、企业年金信托、员工持股信托等，发挥财富管理、资产管理的功能。

目前，美国的信托业务主要集中于商业银行和少数信托公司，有以下三个特点：第一，商业银行虽然可兼营银行和信托业务，但两种业务在银行内部相互独立、权责分离，如银行工作人员不能担任信托受托人等。第二，从资金的投向来看，以证券投资信托为主。第三，按照委托人的类型，美国信托业务可分为个人信托业务和法人信托业务，二者共同发展。其中，法人信托主要是代理企业和事业单位发行的股票和债券，管理企业雇员基金账户，进行财产管理及代办各类手续等；个人信托包括生前信托和身后信托，信托机构代为处理个人财产上的所有事务，包括受托管理、处置等，且个人信托业务针对性强，向客户专业化和产品专业化高端财富管理发展。

1.2.2. 日本经验：行业集中度高，注重发挥信托的专业职能

初始阶段（20 世纪初）：信托业务由美国引进，但业务经营混乱、信托公司良莠不齐。1900 年，日本颁布了《日本兴业银行法》，批准兴业银行兼营地方债权、公司债券及股票的信托业务，此时信托业务的本质是证券代理业务。1904 年，东京信托公司成立，是日本第一家专业信托公司，主要经营不动产的管理和不动产抵押贷款，真正发挥信托公司“代人理财”的功能。此后，随着日本经济的腾飞，信托业快速发展，二十年内成立了四百多家信

托机构，但该阶段信托公司业务经营混乱，很多小信托公司以放高利贷为生。

发展阶段（20世纪初到中叶）：信托承担长期融资职能，与银行短期融资形成互补。1922年，《信托法》与《信托业法》颁布，信托业务与银行业务分离。此后，信托公司开始执行长期融资的职能，开创“金钱信托”等业务，对铁路、矿产等行业进行中长期贷款或投资。为发挥筹资作用，日本让信托公司改为信托银行。1952年，《贷款信托法》颁布，创设贷款信托业务并得到迅速发展。

稳定阶段（20世纪后半叶）：各家信托银行合并，形成垄断竞争格局，2005年停止发售贷款信托，信托专注于本源业务。1999年，三井与中央信托合并；2000年，三菱、日本信托与东京三菱银行合并等，行业集中度不断提高，逐渐形成垄断竞争的格局。期间，贷款信托业务比重逐渐下降，信托业务由发放贷款转向向有价证券投资。2005年，停止发售信托贷款，信托开始专注于本源业务。

目前，日本形成以信托银行开展信托业务的模式，行业集中度高。信托业务不断创新和发展，按照信托财产的性质，可以分为金钱信托、非金钱信托、金钱和非金钱相兼的信托和其他信托，其中金钱信托包括：现金信托、年金信托、财产形成给付信托、贷款信托、投资信托等等；非金钱信托包括：有价证券信托、金钱债权信托、动产信托、土地及其附着物信托、土地及其附着物租赁权信托、综合信托以及其他资产信托等。

1.2.3. 共同点：受宏观经济和监管政策影响，信托职能不断转变回归至本源

回顾美国、日本等发达国家信托发展历程，我们可以发现，信托职能都经过不断转变，最终回归风险隔离、事务管理的本源职能。其中，信托职能的转变主要由宏观经济发展水平和监管政策决定。

宏观经济发展水平：在日本和美国经济的高速发展阶段以及经济转型、战争等重大环境变化时，为满足实体经济的发展、投融资需求或快速筹集资金，信托依赖其灵活性和制度优势信托发挥融资职能。在经济发展稳定阶段，信托专注于其财富管理和资产管理等业务。

监管政策：各国信托业的发展都离不开监管政策的实施与推动，美国和日本信托法律和监管制度的不断完善的过程，也是信托发展逐渐规范、回归本源的过程。可以发现，在金融体系不健全、各类金融机构专业能力不强的阶段，需要信托业凭借其灵活性承担其他金融功能。金融体系越健全、各类金融机构越丰富且专业能力越强的阶段，信托业则更聚焦于其以风险隔离、事务管理的本源功能。

对标美国和日本，目前我国正处于经济转型、金融监管体系逐渐健全的阶段。在宏观经济方面，我国经济转型不断深化、产业升级不断推进，能够产生持续的投融资需求；另外，居民财富的增加以及高净值人群的快速增长推动财富管理的需求提升。在监管政策方面，我国金融监管体系逐步完善，各类金融机构专业能力正在提升，我国信托业将步入新的发展阶段，发挥其本源职能。

2. 旧的篇章：监管套利的工具，银行信贷的补充

2.1. 中国信托行业发展史：行业发展史也是一部监管发展史

中国的信托业起源于日本在东北设立的大连取引所信托株式会社。之后，中国的信托行业经历了以下发展阶段：

1、初步发展阶段（1918-1948）

1918年“浙江兴业银行”开班具有信托性质的出租保管箱业务。

1919年“聚兴城银行”上海分行成立信托部。

1921年通商信托公司在上海成立中国通商信托公司。这是第一家内资信托投资机构，从此信托公司正式登上我国历史舞台，并得到快速发展。

2、停滞阶段（1949-1978）

新中国成立后，在计划经济体制下，信托存在的客观条件消失，信托业处于停滞状态。

3、恢复阶段（1979-1981）

1979 年以中国国际信托投资公司的成立为标志，中国的信托业进入恢复阶段。

4、六次整顿阶段（1982-2007）

表 1：信托业的六次整顿

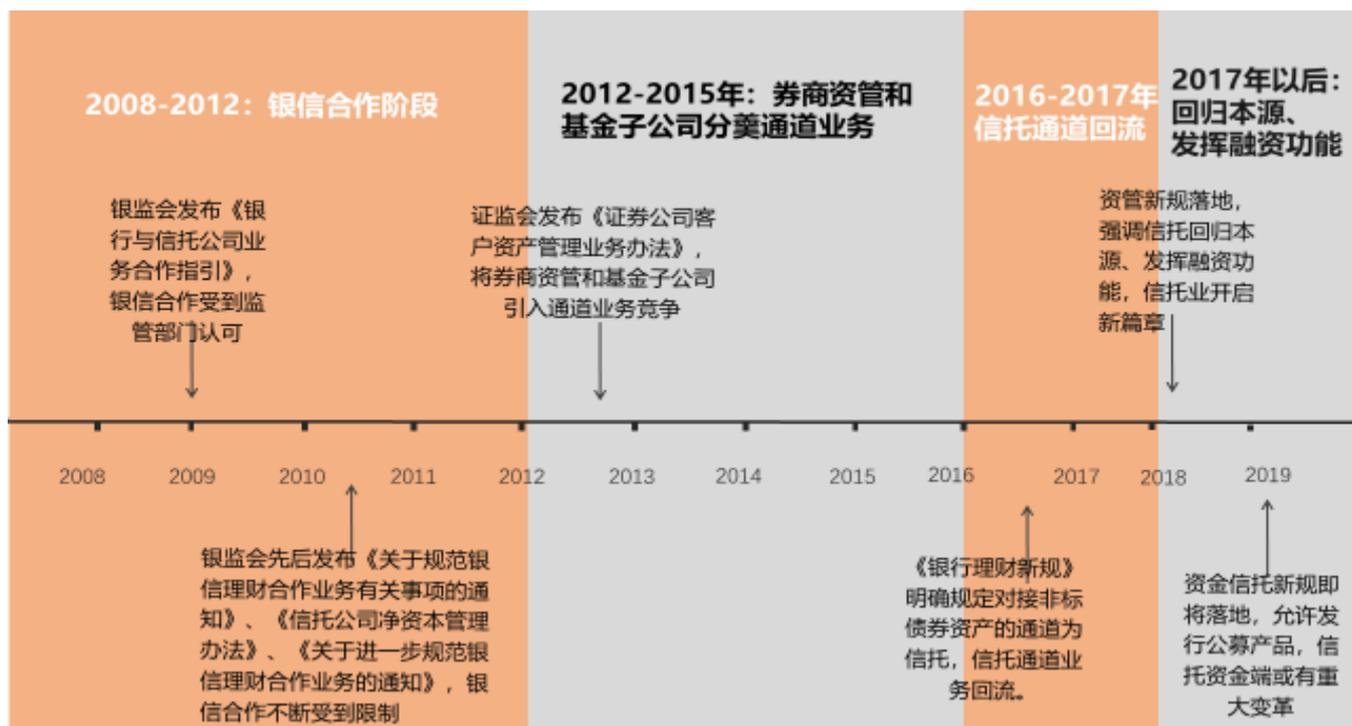
阶段	问题	主要措施及目的
第一阶段 (1982)	1979 年信托经营恢复，信托机构如雨后春笋般冒出，其经营目的主要是促进融资项目和地方经济发展。此时的信托机构存在问题也很突出：例如一些地方政府部门将银行统一管理、运用的信贷资金转作地方资金，企图在计划外做大基建规模；各地基建规模过大，影响信贷收支平衡等	国务院颁布《关于整顿国内信托投资业务和加强更新改造资金管理的通知》，直接对地方政府进行点名，并规定：除国务院批准和国务院授权单位批准的投资信托公司以外，各地区、各部门都不得办理信托投资业务，已办理业务应由地方政府限期清理。旨在清理非银行金融信托机构，要求信托投资业务一律由专业银行办理，资金活动纳入统一国家信贷计划和固定资产投资计划进行综合平衡
第二阶段 (1985)	1983 年，中国人民银行开始履行央行职能，指出“凡是有利于引进外资、引进先进技术，有利于发展生产、搞活经济的各种信托业务都可以办理”，由此信托行业进入到快速发展的通道。此时的信托业务与银行信贷业务仍未能真正区分开。经济过热导致信贷失控及货币发行量过大	要求停止办理信托贷款和信托投资业务，已办理业务要加以清理收缩，对信托业的资金来源加以限定。本次整顿核心思想是业务规范，由央行要求各机构暂停开展信托贷款以及信托投资业务。
第三阶段 (1988)	经济通胀，信托投资公司发展过快、管理混乱的情况，信托机构达千家，导致乱集资、乱拆借、乱贷款现象	《中共中央、国务院关于清理整顿公司的决定》（8 号文）指出清理整顿的重点为 1986 年下半年以来成立的公司，并强调应当坚决纠正公司政企不分的问题、取消公司的行政职能。此次整顿效果更加明显。整顿前，全国信托机构为 740 家左右（1988 年 9 月），整顿两年后机构数量则缩减至 339 家（1990 年）。
第四阶段 (1993)	1992 年邓小平南巡过后，伴随着“三热”（开发区、房地产、集资）的兴起，信托业机构数量有所增加，且业务经营再次出现了不规范之处，信托公司高息揽储、乱投资，许多公司遭遇债务危机或倒闭，秩序混乱。一些银行机构与信托违规联手，通过拆借、贷款等方式获取资金用作“炒房”，导致国家经济过热，在海南地区尤为严重。	本次清理整顿旨在明晰银行与信托业务的独立性，要求二者分业经营，不得混业。1995 年，央行对全国非银行金融机构重新审核登记，并要求国有商业银行与旗下信托机构脱钩。经过本次整顿，信托公司数量从 1995 年的 392 家下降到 1996 年的 244 家。
第五阶段 (1999)	第四次整顿切断了信托与银行的资金联系，使得一些定位不明确的信托机构迷失了发展方向。1996 年开始，如中国农村发展信托投资公司、中银信托投资公司等机构陆续形成了大量不良资产，并出现了偿债危机。	本着“信托为本、分业经营、规模经营、分类处置”的原则，重新规范信托投资业务范围，分离信托业与证券业。监管逐步清退了一些规模较小、濒临破产的信托机构。整顿前全国共有 239 家机构，而整顿后至 2001 年《信托法》正式颁布之前，共 59 家信托机构获准重新登记、13 家拟保留未重新登记。第五次整顿被称作“史上最严厉”。
第六阶段 (2007)	信托行业长期定位不清晰	2007 年 3 月，新《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》等法规正式施行，连同 2001 年颁布的《信托法》，被称为业内的“一法两规”。“两规”对信托经营范围及业务定位重新界定，信托机构需根据要求清理实业投资、整改存

续业务。原信托投资公司中的“投资”二字不复存在，监管层对信托业实施分类管理，各信托公司开始清理进程，或更换金融牌照，或进入过渡期以争取合规目标。

资料来源：信托业协会，天风证券研究所

2007年以后，随着监管态度的变化，信托行业表现出不同的阶段特征，具体可以分为以下四个阶段：1)银信合作阶段，信托通道业务规模快速扩张；2)券商资管和基金子公司分羹通道业务，3)信托通道回流 4)资管新规落地，强调信托回归本源，发挥融资功能，开启新篇章。

图 2：信托行业发展阶段



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

1、2008-2011 年：银信合作，信托资产规模迅速扩张

银信合作是银行为了规避央行限制信贷规模扩张的束缚，通过信托理财产品曲线为企业提供贷款。2008年12月4日，银监会引发布了《银行与信托公司业务合作指引》，意味着银信合作得到了监管部门的认可，再加上政府“四万亿”政策“推波助澜”的作用，银信合作大幅扩张。

银信合作产品风险积聚，监管趋严，银信合作受到限制。随着银信合作模式的创新和丰富，产品层次趋于复杂，系统性风险加剧。2010、2011年银监会连续出台三项文件（《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》、《信托公司净资本管理办法》、《关于进一步规范银信理财合作业务的通知》），限制了信托公司融资类业务余额占银信合作余额的比例（不得高于30%）、规定了信托公司净资本最低限额、商业银行将银信合作表外转表内等等。银信合作模式不断受到限制，从2010年起开始大幅下滑。

2、2012-2015 年：券商资管和基金子公司分羹通道业务

券商资管和基金子公司加入竞争，受惠于监管相对宽松，资产规模实现高速增长，而信托资产规模显著下降。2012年10月，证监会发布《证券公司客户资产管理业务办法》，规定券商资管和基金子公司也可以开展通道业务，且未作净资本等相关约束，所以其通道业务费率可以显著低于信托公司。不仅信托公司独占的通道业务被瓜分，而且被迫降低通道业

务收费，信托业务规模受到冲击。

3、2016-2017 年：信托通道回流

随着券商资管和基金子公司通道业务的监管趋严，通道业务红利逐渐消失，规模大幅下降。2016 年 7 月，基金业协会发布文件《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，对基金子公司的杠杆倍数做出严格约束(不得超过 3 倍)；证监会风险控制办法要求证券公司计提风险准备金(净资本/风险资本 $\geq 100\%$)。

随之，银行理财新规明确限定对接非标债券资产的通道为信托，信托通道业务回流。

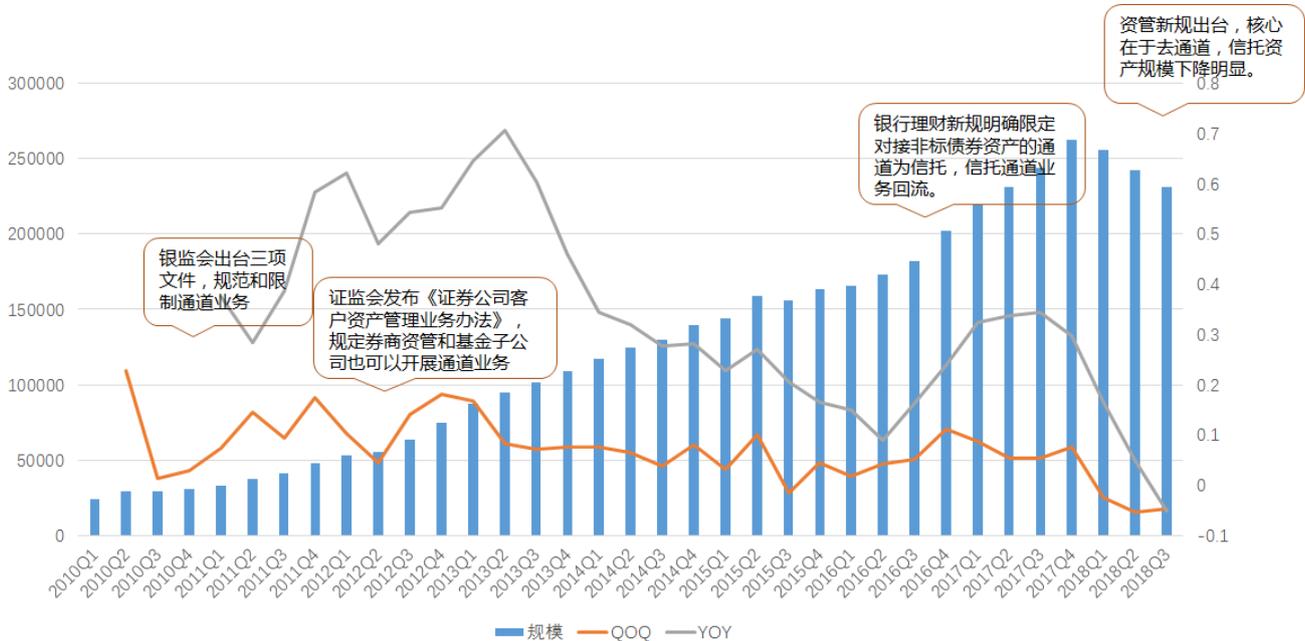
4、2017 年以后：资管新规落地，强调信托回归本源，开启新篇章

资管新规核心在于去通道，信托资产规模下降明显。2018 年 4 月，资管新规正式落地，意味着资管行业逐渐进入统一监管体系，对信托行业具有深远影响。此外，刚性兑付的严格禁止可能使信托公司短期内面临客户流失、资金端供给、经营压力增大等困难，而且对信托公司的资产管理能力提出了更高的要求。此外，资管新规重新定义了合格投资者的标准，提高了资金募集的门槛，对信托产品的销售渠道产生一定的负面影响。迫于去通道以及各方面的压力，信托资产规模收缩明显，首次出现下降。

过渡期内开放部分通道业务，信托规模回暖。2018 年 8 月，银保监会《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》，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，开放部分通道业务。信托业务规模也逐渐回升。

综上，可以看到，整个信托发展的历史是一部监管的历史。监管政策对于信托行业的职能定位、业务收入、发展方向有着至关重要的影响。

图 3：信托管理资产规模（亿元）



资料来源：信托业协会，天风证券研究所

2.2. 信托在社融中的地位：补充传统金融，助力实体经济

信托贷款、委托贷款作为非标资产的两种常见形式，在社会融资规模的构成中，和未贴现承兑汇票一起，作为银行表外融资的三大指标。信托凭借其灵活的制度优势在非银行金融工具中占据了重要地位，成为了银行贷款的重要补充方式。信托融资的渠道多样，包括资

金信托贷款、股权信托、债权信托、受益权转让信托、融资租赁信托等。信托一方面为分散的社会资金提供了投资工具，一方面拓展了中小企业的融资渠道，对实体经济融资意义重大。

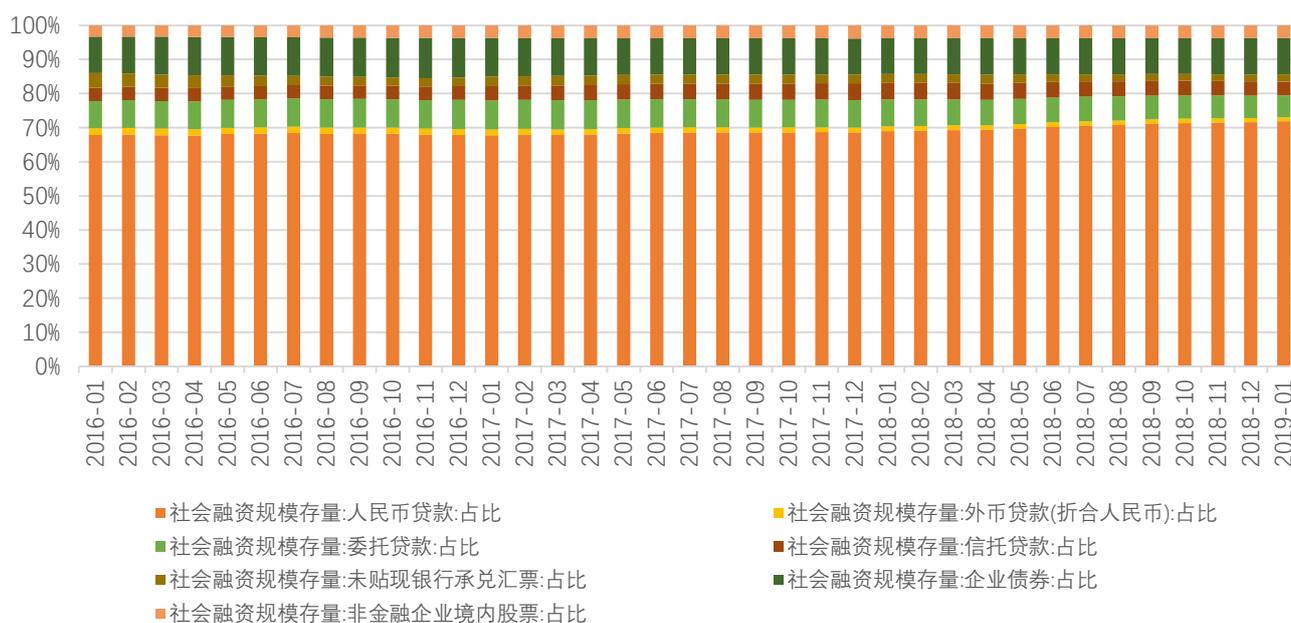
截至 2019 年 1 月，社会融资规模存量为 205.08 万亿，其中：人民币贷款 138.26 万亿，占比 67.42%；企业债券 20.5 万亿，占比 9.99%；委托贷款 12.31 万亿，占比 6.00%；信托贷款余额 7.83 万亿，占比 3.82%。

社会融资规模是指实体经济从金融体系获得的资金。其中，增量指标是指一定时期内获得的资金额，存量指标是指一定时期末获得的资金余额。社会融资规模是全面反映金融与经济关系，以及金融对实体经济资金支持的总量指标。

社会融资规模指标可以拆分成四个维度：股债直接融资（非金融企业境内股票、企业债券）；银行表内融资（人民币贷款、外币贷款）；银行表外融资（未贴现的银行承兑汇票、委托贷款、信托贷款）；其他类融资（投资性房地产、保险公司赔偿、其他）。其中，“其他”为在当地的小额贷款公司、贷款公司向非金融企业、机关团体、个人以贷款合同、票据贴现、垫款、贸易融资等形式提供的人民币贷款）。

由上可以得出，“信托贷款=社会融资规模-股债直接融资-银行表内融资-其他大类融资-未贴现的银行承兑汇票-委托贷款”。根据这个等式，我们可以看出，信托贷款规模的增长一方面来自于宏观环境导致的社会融资总规模的增加；另一方面来自于其他融资渠道受阻带来的溢出需求。反之亦然。

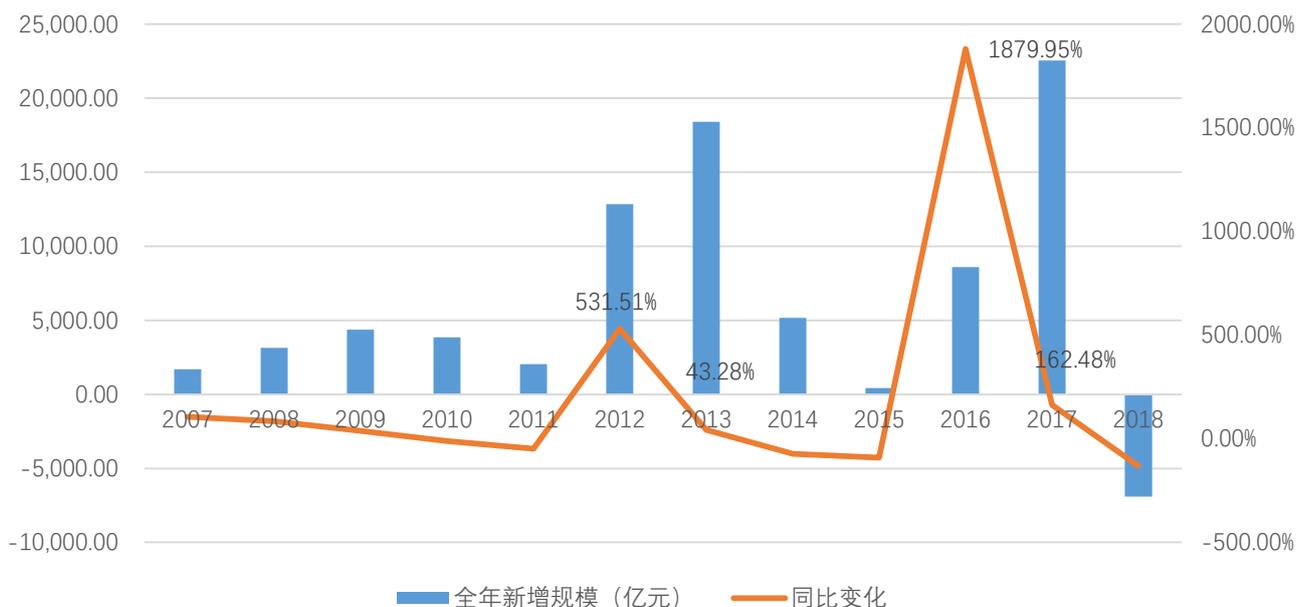
图 4：社会融资规模存量变化



资料来源：Wind，天风证券研究所

根据上述等式，复盘信托新增贷款的变化发现，传统上，信托业务的主要驱动因素是社会融资需求（房地产、基础设施建设等）增加，与其他融资渠道（银行信贷、券商资管、基金子公司等）受限所导致的结构性流入。2013 年和 2017 年，我国信托贷款出现了显著增长。2013 年，经济进入下行期，银行信贷投放谨慎，融资需求的缺口溢出到了表外的非标融资，2013 年全年新增信托贷款 1.84 万亿，同比增加 43%。2017 年信托贷款的显著增长来源于券商资管、基金子公司等表外收缩，资金回流信托。2017 年监管趋严，房地产等企业融资渠道受阻，企业新发债券融资难度增加，券商资管、基金子公司等的通道业务收缩，新增委托贷款和未贴现银行承兑汇票下降。此时，受监管相对较少的信托成为“去杠杆”的缓冲工具，资金回流信托，2017 年全年新增信托贷款高达 2.26 万亿，同比增加 162.48%。

图 5：社会融资规模：新增信托贷款



资料来源：Wind，天风证券研究所

短期来看，信托在社会融资中的地位不可取代。未来，信托公司对于积极筹措中长期资金，发挥信托投贷联动业务的优势，培育共享经济等新兴业态模式具有重要意义。信托公司未来将更积极研究直接工具，在补充传统金融薄弱环节中发挥重要作用，支持实体经济，特别是民营企业的发展。

2.3. 信托主动管理能力：不再依赖银信合作，发挥制度优势

信托公司主动管理能力提升体现在投资管理能力和资金来源结构两方面。

在投资管理能力方面，自 2013 年起，投资类信托规模持续增多，占比也逐年提高，2015 年二季度达到最高 39.6%，2017 年投资类信托规模虽增加，但占比持续稳步回落。截至 2018 年第三季度，投资类信托规模为 52870 亿元。

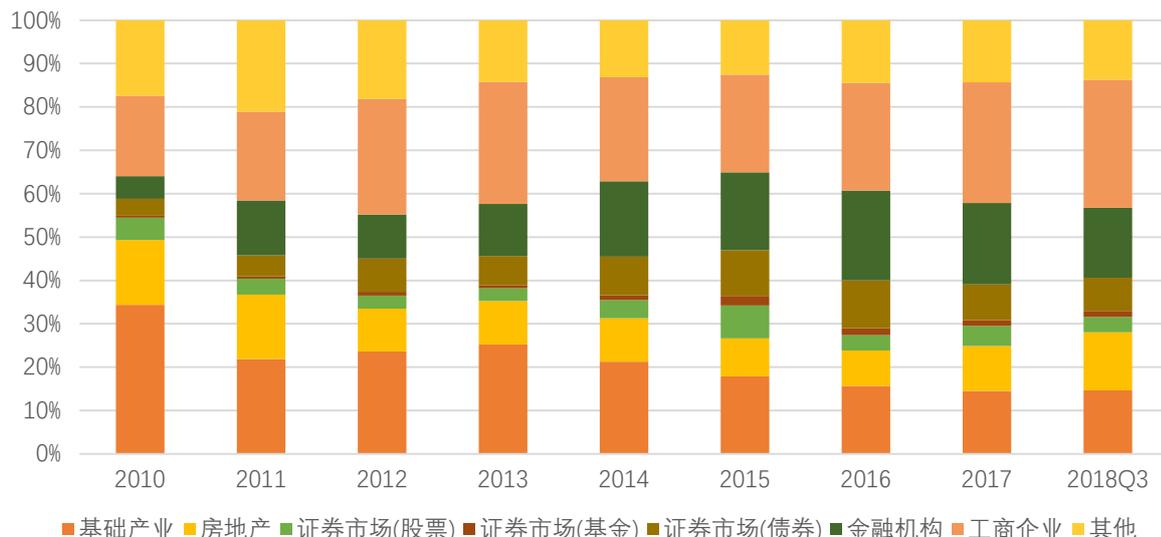
从投向的规模和占比来看，证券投资、金融机构和基础产业下降最明显；工商企规模业略有下降但占比有所提升；投向房地产规模和占比都有所上升但增速放缓。截至 2018 年第三季度，前三大投向分别为：工商企业(29.49%)、金融机构(16.14%)和基础产业(14.64%)。

投资类信托方向主要包括证券市场和产业投资。

证券市场方面，一般与阳光私募合作，以通道形态出现，是信托银信合作的发源地。证券市场的主动管理要求信托公司拥有专业高效的投研体系，对市场具有清晰的判断和认识，从而构建量化对冲、固定收益、股权权益、和 QDII 等资产组成的投资组合，并根据市场的变化调整配置比例，以对冲单一资产的配置风险。例如，万向信托已于 2014 年 10 月完成私募基金管理人备案，这标志着信托公司开始尝试摆脱对其它方投资顾问的依赖，发展证券投资的主动管理业务。

产业投资方面，信托行业的主动管理对信托公司的风险甄别能力、资产端和资金端的管理能力提出了更高的要求。信托公司要强化尽职调查的能力，增强对项目决策的自主性，建立与投资管理能力和相适应的资金池。目前，资金类信托已经暴露出配置期限不匹配、部分行业风险大，面临兑付压力等短板。目前，信托行业开始敢于并胜任积极投资。平安信托将战略结构调整调整为“零售+若干基金”、四川信托致力于提升证券投资市场规模备、安信信托通过布局新兴行业的投资，都取得了较好的收益。

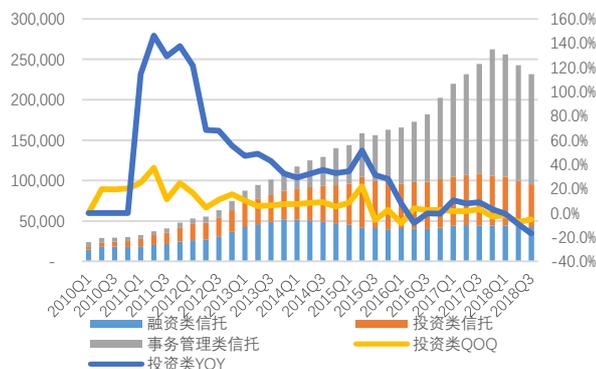
图 6：资金各类投向及占比



资料来源：信托业协会，WIND，天风证券研究所

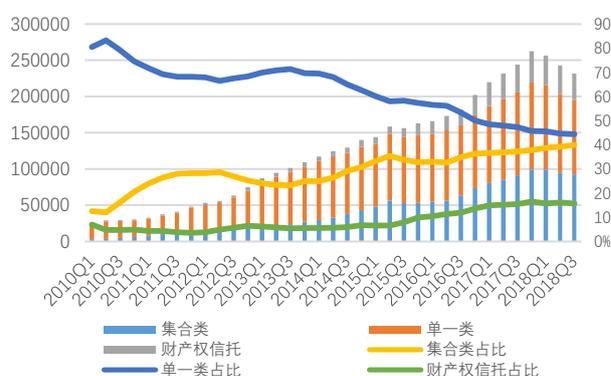
在资金来源结构方面，集合资金信托占比持续稳步提高。截至 2018 年 3 季度末，集合资金信托规模 9.24 万亿元，较上季度末略为下降 0.27 万亿元，相对占比达到 39.93%。单一资金信托规模 10.25 万亿元，较 2 季度末下降 0.59 万亿元，相对占比为 44.32%，较 2 季度末下降 0.37%，也是本季度信托规模下降的主要因素。管理财产信托规模 3.65 万亿元，较 2 季度末下降 0.27 万亿元，相对占比为 15.75%，占比降幅与单一资金信托变化基本持平。

图 7：投资类信托规模(亿元)及占比变化



资料来源：中国信托业协会，天风证券研究所

图 8：信托资金来源结构变动情况 (亿元)



资料来源：中国信托业协会，天风证券研究所

投资类信托资产规模和集合资金信托规模的显著提升意味着信托公司不再依赖银信通道，更能主动发挥信托的制度优势，在项目筛选、尽职调查、投资决策、项目管理方面承担信托管理职责。增强主动管理，能够发挥信托公司在实业投资领域的研究、管理、风控优势，充分利用信托业务的灵活性和敏锐性，有助于打造信托的核心竞争力。通过从头到尾、一以贯之的管理覆盖，信托能承担更重大的受托责任，获得更丰厚的信托报酬。

3. 新的征程：大资管框架下的全面竞争与回归本源

3.1. 资金信托新规的影响：统一监管体系，能力决定差异

前文提到 2018 年 4 月，资管新规正式落地，意味着资管行业逐渐进入统一监管体系，对信托行业具有深远影响。资管新规对于信托行业带来的影响包括：限制通道业务、打破刚

性兑付、禁止期限错配、规定风险准备金计提标准、提高合格投资者门槛等。资管新规为金融机构开展资产管理业务确定了统一的监管框架。统一监管框架下，信托行业面临的竞争不再局限于信托公司之间，而是拓展到整个大资管行业，对包括信托在内的整个资管行业产生了深远的影响。

此次《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)是资管新规的延续。一方面“去杠杆”(针对2015年伞形信托加杠杆的问题);一方面“去通道”(针对过去信托公司通道业务占比较大的问题),更多的是化解信托公司的风险。过去偏向于风险管理的监管政策在一定程度上忽略了业务的发展是否适应市场,对业务的定义不够清晰。因此此次资金信托新规的3大业务板块、7大业务类型的调整,是对信托业务分类体系的全面梳理。

《信托公司资金信托管理办法》(以下简称“资金信托新规”)带来了以下几方面的变化:

1、过去信托产品主要投向非标,现在信托能够发行公募信托产品,且公募信托产品的认购标准可能定为1万元(与银行理财产品的认购门槛保持一致)。预计未来会有大量的普通消费者购买公募信托产品。而此前,信托产品的认购标准通常分为100-300万、300-1000万以及1000万以上三个档次。

2、资管新规的重要内容是打破刚兑,资金信托新规则要求私募产品必须由合适的投资者认购,我们预计新规将增设首次认购的必须面签,并且设置了24小时的冷静期。

3、传统的信托产品不允许负债经营,我们认为资金信托新规可能增设信托公司可以通过卖出回购的形式管理信托资产,能够用于解决流动性问题。我们判断卖出回购的形式可以用于国债等固收类产品中,而不能运用于非标产品。

4、我们预计新规中将规定,业绩报酬提取频率不得超过每六个月一次,且不得超过基准收益的60%。

5、我们预计资金信托新规将把资金信托分为资金融通型信托和资产配置型信托。

我们判断,资金融通型信托以融资功能为主,主要针对企业的融资业务(类投行业务);资产配置型信托则以投资组合的方式进行运作,可参考基金的模式。

过去监管层将信托业务分为8大类(债权信托、股权信托、标品信托、同业信托、财产信托、资产证券化信托、公益信托及事务信托)。我们预计,资金信托新规可能将信托业务调整为3大业务板块、7大业务类型,资产配置型信托能够包装多条业务线的产品。

三大板块为“资金信托”、“服务信托”、“公益信托”。其中“资金信托”包括“资金融通信托”、“资产配置信托”;“服务信托”包括“证券投资运营服务信托”、“资产证券化信托”、“家族信托”、“其他服务信托”;“公益信托”包括“公益/慈善信托”,共7个具体的业务类型。近年家族信托发展迅猛,主要源于中国社会结构的调整,富有家庭对于理财和财产继承的需求增大,家族信托是未来服务信托中的重要类型。

资金信托新规对于资产管理行业可能带来以下影响:

1、资金信托新规预示着公募理财行业进入新的发展阶段,各大机构会通过产品的不同设计来吸引客户,对公司抓取客户的能力提出了更高的要求。

2、公募信托完善了信托产品类型,延续了打破刚兑的理念,未来由投资者来选择投资于公募产品或私募产品,真正实现“买者自负”、“卖者尽责”。

3、资金信托新规对信托公司的销售渠道将产生较大的影响。过去信托公司不需要较大的销售渠道,公募信托产品的放开将驱使信托公司加快布局销售网点,但不同信托公司的发展战略可能出现分化:大公司广布局争取市场份额,小公司进行差异化经营。

信托新规将信托公司置于统一的监管大框架,信托、银行、基金等金融机构的监管差异变小,利于统一监管,便于投资者进行选择。

一方面,同质化的竞争并不可怕。首先,中国金融市场的深度和广度均有较大的发展空间,

能容纳多样、多层次的金融机构。其次，产品的同质化可以避免制度上的竞争，避免不公平，使投资者的认知更加全面（例如，美国没有专业的信托公司，信托业务通过大型金融机构的信托部门开展）。

另一方面，未来资产管理机构的核心竞争力在于对产品的运作及管理能力、对客户的服务能力，监管转向以服务为导向，长期而言有利于行业的发展。信托公司的竞争优势将由自身的能力体现。信托公司的竞争优势可能来源于两个方面：相较于其他资产管理机构，凭借信托自身在法律和架构上的优势（通畅的业务链条）发展具有特色的业务；信托公司内部凭借服务能力分化成不同的梯队。未来若干大型信托公司的定位将是全能型、综合型的金融机构。

此外，资金信托新规的实行是个由点及面渐进的过程。68家信托公司的业务模式和规模存在差异，各家信托公司在销售渠道方面有较大的不同。资金信托新规出台后并非所有的信托公司都有能力开展公募信托产品（对平台、销售人员、产品的开发与把控能力要求较高），选择2-3家公司“先行先试”是符合预期的，未来会逐渐扩展至其他公司。另一方面，资金信托新规在未来执行层面有可能在实践的过程中发生调整，信托行业未来也可能出台新的规定，后续的影响我们将持续关注。

3.2. 信托行业未来的发展趋势：公募开启，服务信托与公益信托是发展趋势

3.2.1. 信托开启公募篇章，资金端零售能力重要性增加

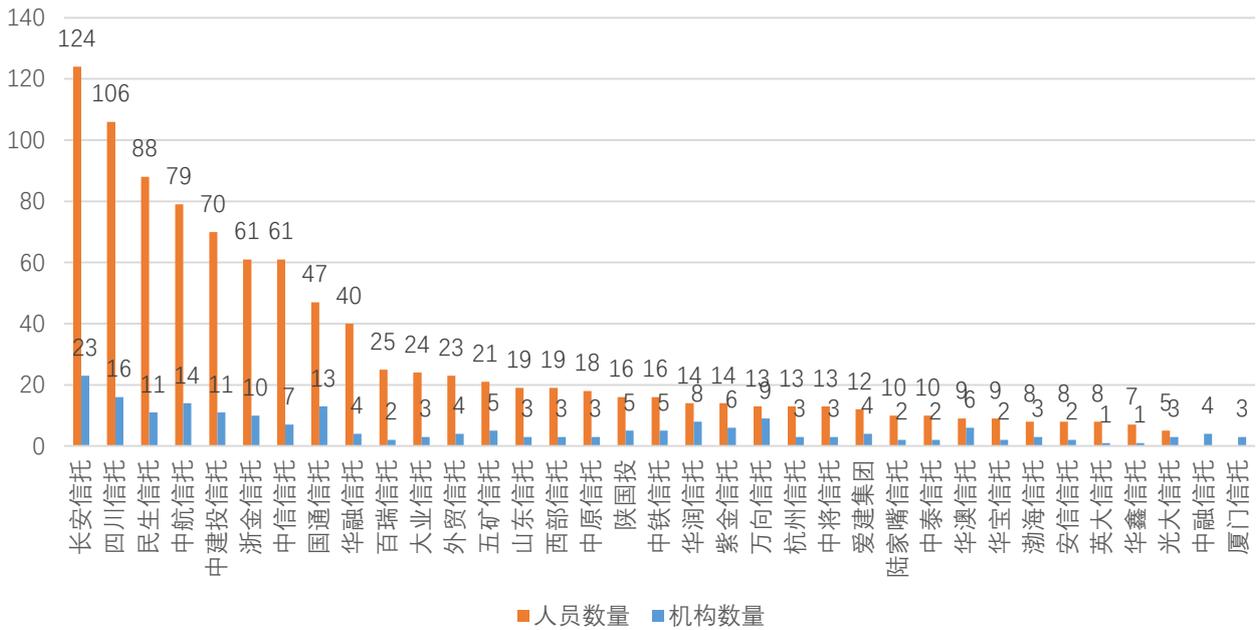
近2年来，资管行业面临着监管和转型压力，通道业务不断压缩，倒逼相关金融机构向主动化管理方向转型。其中，信托业面临的压力更大。2017年信托行业增资潮过后，2018年信托公司虽然增资变缓，但整体上信托公司补充了资本实力，信托公司在转变现有的非标业务模式，布局标品信托、股权信托等领域，完善公司结构、增加业务开拓能力、提升风险管理水平等方面都有了可喜的变化。

与此同时，信托公司和其他金融机构一样，将资金端的目标从机构向高净值人群转移。此次，我们预计资金信托新规将公募信托产品的认购标准定在1万元，将更加促进信托公司在财富线条中拓展、布局，增加资金端的竞争力。

此前，传统的通道业务、以隐性承诺为代表的机构间合作构成了信托公司的主要资金来源和营业收入，资金信托新规将公募信托产品的认购标准定在1万元，与银行理财的认购门槛相同。信托公司不得不寻求新的盈利途径，并重新构建新的资金端模式。这在一定程度上增加了信托潜在客户数量，也更加考验信托的零售能力。

目前，据普益标准统计，截至到2017年末，已经建立财富中心的信托公司有35家，分布在全国34个省市；财富管理中心机构整体数量为204家，配备人员超过1000人，平均每家机构配备5名人员。

图9：信托公司财富管理中心机构与人员数量



资料来源：普益标准，天风证券研究所

机构数量方面，排在前十位的信托按照从大到小的顺序依次为长安信托（23 个）、四川信托（16 个）、中航信托（14 个）、国通信托（13 个）、民生信托（11 个）、中建投信托（11 个）、浙金信托（10 个）、万向信托（9 个）、华润信托（8 个）、中心信托（7 个）。

员工数量方面，排在前十位的信托按从多到少的顺序依次为长安信托（124 人）、四川信托（106 人）、民生信托（88 人）、中航信托（79 人）、中建投信托（70 人）、浙金信托（61 人）、中信信托（61 人）、国通信托（47 人）、华融信托（40 人）、百瑞信托（25 人）。

从资源投入上来说，长安信托和四川信托投入最多。据了解，市场上，中信信托、中融信托、中航信托、国投泰康信托、中建投信托在销售能力上都做得比较好

2017 年，营业收入排名前 50 的信托公司中成立财富管理中心的超过了 30 家；净利润排名前 50 的也有 30 家成立了财富管理中心。可见，虽然营业收入、净利润等盈利指标与财富中心的设立没有直接定量的关系，但布局财富中心已经成为头部信托公司重要的发展环节。

综合内外部因素，信托公司在发展财富管理业务上具有独特、天然的优势。整体而言，信托公司作为产品的设计商和供应商，发展财富管理业务更贴近资产端，在产品上具有天然的创设优势，相比于商业银行和第三方理财的中介属性，在产品营销上更具有专业性。同时，传统商业银行体系庞大、管理链条过长，很难在财富管理业务发力。这给信托公司留下了后发的机遇。

图 10：各金融机构在财富管理方面的优势与问题



资料来源：天风证券研究所

目前，开展财富管理业务的金融机构有商业银行、证券公司、保险公司、第三方财富公司、互联网金融公司以及信托公司。比较来看，他们各有优势和问题（如图）。境内的财富管理机构如招商银行、诺亚财富等一批持牌和非持牌机构，已经初具规模。居民财富持续积累，高净值客户理财意识不断加强，也使得财富管理行业增量发展。

P2P 等一批非正规、泛金融机构的持续暴雷使得居民投资资金从非持牌机构向持牌金融机构回流的趋势愈发明显。持牌机构的稳健型理财产品受到投资者的热捧，对信托公司发展财富管理业务而言，是直接利好。

图 11：信托公司在财富管理方面的 SWOT 分析



资料来源：天风证券研究所

3.2.1. 发展具有直接融资特点的资金信托、服务信托和公益信托是新趋势

在信托关系中，受托人根据其受托人职责提供的服务都是受托服务。受托人提供的受托服务主要可分为资管信托和服务信托两大类。**资管信托**的受托人提供基于信托财产提供的资产管理受托服务。受托人基于信托财产所提供的资产管理服务之外的受托服务都可以被称之为“**服务信托**”。**公益（慈善）信托**适宜单独划分为特殊的一类受托服务。它有别于营业信托，具备相对独立的理论体系、实践特色和法律适用规则。

因此，我们可将我国受托人提供受托服务划分为资管信托、服务信托和公益（慈善）信托三类。我们认为，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（慈善信托）是未来的新趋势。

虽然，提到信托制度的核心优势，我们常常说到信托制度的灵活性——信托公司可以灵活运用股权、债权等多种金融工具、可以涉足不同类型的交易市场展业，但在信托牌照差异弱化的趋势下，**信托的差异化优势本源应该从自身特殊的法律架构中找寻**。

实践中，我国信托公司展业主要是以资金信托为主的资产管理业务。为了分清事务管理类业务和“通道业务”的管理还引入了“主动管理”和“被动管理”加以区分。实际上，受托人的管理义务和职能并不因其是“被动”就可以打折扣，我国的事务管理类业务并没有得到充分地开拓和探索。

在前文中，我们提到《中华人民共和国信托法》第二条中规定：“信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己名义，为受益人的利益或特定目的，进行管理或者处分的行为。”这里已经充分蕴藏着信托制度的本源优势。

（1）委托人委托给受托人的“财产权”含义比“财产”本身更广泛，与财产相关的权益和权利都具有拓展、探索的空间；

（2）按照委托人的意愿是信托服务的核心。因此，信托目的的空间“只有想不到，没有做不到”。这为信托业务的服务创新提供了无限可能。同时，也解释了信托制度可以纵横东西，故今延续的原因。

（3）受托人以自己的名义，为受益人的利益或特定目的，管理或处分财产权。这句话阐释的是**信托财产的独立性**。既可独立于信托当事人（委托人、受托人、受益人）而存在，也可独立于信托关系以外的当事人（委托人、受托人、受益人的各自债权人及其他第三人）而存在。信托在作为破产隔离的载体上具有法律正当性，这可以作为一系列服务信托业务创新和开展的法律基础。例如，资产证券化业务采取信托计划作为特殊目的载体的合法性也由此而来。

总之，立足信托制度安排的本源，合法合规地进行创新设计，信托本身就有无限的空间，既可以保持初心，也有无限的魅力蓝海。

《中华人民共和国信托法》第六十条规定：为了下列公共利益目的之一而设立的信托，属于**公益信托**：（一）救济贫困；（二）救助灾民；（三）扶助残疾人；（四）发展教育、科技、文化、艺术、体育事业；（五）发展医疗卫生事业；（六）发展环境保护事业，维护生态环境；（七）发展其他社会公益事业。

根据《慈善法》第五章第四十四条：**慈善信托**属于公益信托，是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为。

公益（慈善）信托业务本是信托公司的一项本源性业务。然而，由于制度上的一些障碍以及动力不足，信托公司在公益（慈善）信托业务的开展上普遍积极性较低，公益（慈善）信托业务的发展非常缓慢。

如果认为信托公司做公益（慈善）信托只是“赔本赚吆喝”，那么就是一个大的认识误区。

一方面，公益、慈善与市场、经营不是对立的关系。另一方面，过去的发展经验导致市场对于公益（慈善）信托的法律关系、制度安排、运作流程和盈利模式了解不够充分，致其处于被忽视、边缘化的境地。

从国外公益信托发展的成熟经验来看，公益（慈善）信托分为三种：公众信托（委托人为一定范围内的公众的利益而设立的信托）、公共机构信托（为促进公共机构的管理发展而设立的信托，可以提高公共机构的运行效率）、慈善性剩余信托（由捐款人设立，捐款人可将一部分信托收益用于自己及家庭的生活，剩余部分转给慈善机构）。慈善性剩余信托又细分为慈善性剩余年金信托、慈善性剩余单一信托和共同收入基金。

可见，（公益）慈善信托的方式、形式、目的、程度、受益人灵活多样性。信托公司可以根据委托人的信托目的、根据具体的市场环境和法律环境，根据公司自身的专业能力和业务定位，来确定公益（慈善）信托的开展规划。

公益信托短期内虽不一定成为信托公司的盈利蓝海，但我国目前对公益信托的需求存在巨大缺口，存在较大的发展空间。最有可能出现的情况是，在监管部门和信托公司的共同努力下，充分调动信托公司开展公益信托的积极性，发展“互联网+公益信托”、“慈善基金会+公益信托”、“家族财富管理+公益信托”等创新业务模式。未来，公益（慈善）信托或将成为信托公司盈利的独门绝技，成为特色鲜明、具有差异定位的独特风景。

3.3 各家信托公司发展状况：行业 ROE 高，各公司差异发展

目前，我国有 68 家信托公司。从地域分布上，北京有 11 家，上海 7 家，杭州 4 家，其余 10 个城市如深圳、重庆、南京、武汉、成都、合肥、南昌、西安、郑州、乌鲁木齐等分别有 2 家信托公司。

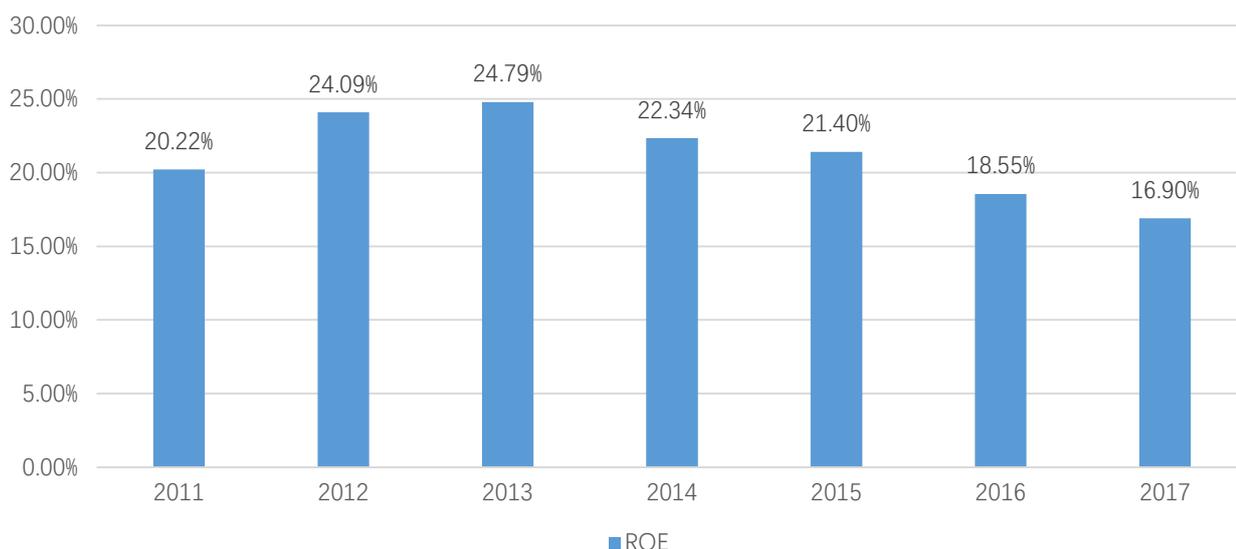
股东背景方面，有 16 家信托公司由央企控股，13 家由金融机构控股（金控集团、ABC 和银行），29 家由地方控股和 10 家由民营企业控股。目前，监管机构已经允许外资机构参股国内信托公司，并可以超过 20% 的比例。截至目前，总计有 8 家信托公司具有外资参股：中航信托（华侨银行，19.99%）、中粮信托（蒙特利尔银行，19.99%）、百瑞信托（摩根大通，19.99%）、紫金信托（三井住友信托银行，19.99%）、国通信托（东亚银行，19.99%）、北京国际信托（威益投资，15.30%）、兴业国际银行信托（澳大利亚国民银行，8.42%）和新华信托（巴克莱银行，5.57%）。（数据来源于企查查）

上市信托公司在增资渠道上较非上市信托公司更为通畅，净资本的增加能扩大信托业务的规模，对信托公司的发展极为重要。目前，已有 3 家完成了正式上市进程：安信信托（1994，A 股）、陕国投信托（1994，A 股）、山东信托（2017，港股）。有 3 家信托通过借壳完成了曲线上市，如江苏信托借壳 ST 舜船（2016 年 12 月 1 日）、昆仑信托借壳 ST 济柴（2016 年 12 月 15 日）、五矿信托借壳 ST 金瑞（2016 年 12 月 16 日）。

1、各信托公司的 ROE

由于信托公司获取托管资产的形式是基于信托合同，而非计入负债，所以信托公司具有低杠杆的特征。这也意味着信托公司以小资本获取管理资产的手续费及佣金收入，故信托行业普遍具有高 ROE 的特征。

图 12：信托行业 ROE



资料来源：信托业协会，公司财报，天风证券研究所

通过对 68 家信托公司历年的盈利能力的统计，可以得出自 2011 年以来，平均 ROE 高于 20% 的有 18 家公司，安信信托平均 ROE 高达 39%，信托行业的盈利能力显著高于一般行业。

表 2：68 家信托公司 ROE (%)

排名	公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	平均
1	安信信托	46%	19%	37%	77%	42%	30%	25%	39%
2	中融信托	43%	37%	33%	28%	24%	21%	18%	29%
3	大业信托		39%	36%	31%	22%	21%	25%	29%
4	四川信托	24%	42%	38%	30%	28%	22%	13%	28%
5	长安信托	26%	43%	35%	26%	23%	18%	16%	27%
6	中铁信托	32%			23%	25%	23%	19%	25%
7	国通信托	18%	36%	38%	33%	20%	15%	12%	25%
8	中航信托	27%	30%	24%	21%	22%	23%	20%	24%
9	杭州信托	22%	27%	31%	32%	19%	17%	16%	23%
10	中信信托	30%	32%	27%	18%	17%	16%	17%	23%
11	中海信托	20%	20%	23%	25%	27%	24%	17%	22%
12	西藏信托	5%	17%	24%	37%	25%	23%	23%	22%
13	五矿信托	16%	38%	24%	19%	23%	17%	14%	22%
14	湖南信托	16%	29%	30%	24%	15%	18%	18%	21%
15	百瑞信托	23%	21%	24%	22%	19%	16%	16%	20%
16	外贸信托	21%	23%	25%	21%	17%	15%	19%	20%
17	万向信托				9%	17%	29%	25%	20%
18	华能信托	17%	19%	19%	22%	22%	19%	18%	20%
19	山东信托	13%	33%	25%	20%	20%	15%	12%	19%
20	华融信托	24%	25%	26%	17%	15%	16%	11%	19%
21	厦门信托	18%	29%	23%	16%	15%	16%	15%	19%
22	北京信托	21%	24%	23%	21%	17%	14%	13%	19%
23	中原信托	15%	18%	26%	29%	21%	13%	10%	19%
24	华信信托	14%	17%	21%	26%	27%	17%	8%	19%

25	上海信托	13%	16%	22%	22%	22%	16%	15%	18%
26	长城信托			17%	13%	4%	25%	31%	18%
27	重庆信托	10%	11%	15%	22%	28%	21%	17%	18%
28	粤财信托	17%	16%	18%	16%	17%	19%	19%	17%
29	北方信托	19%	22%	21%	19%	16%	11%	10%	17%
30	华鑫信托	17%	20%	18%	17%	17%	12%	14%	17%
31	紫金信托	10%	21%	18%	17%	21%	16%	12%	16%
32	江苏信托	18%	19%	17%	15%	16%	14%	15%	16%
33	爱建信托	24%	14%	12%	13%	14%	15%	20%	16%
34	东莞信托	17%	25%	21%	14%	14%	11%	10%	16%
35	陆家嘴信托		17%	22%	15%	15%	13%	12%	16%
36	苏州信托	16%	18%	17%	18%	16%	14%	12%	16%
37	天津信托	11%	13%	22%	26%	15%	11%	12%	16%
38	兴业信托	10%	22%	25%	17%	14%	11%	10%	16%
39	英大信托	20%	18%	16%	14%	15%	12%		16%
40	渤海信托	17%	16%	17%	17%	14%	12%	14%	15%
41	华润信托	13%	14%	16%	18%	21%	12%	13%	15%
42	华澳信托	12%	18%	28%	16%	12%	6%	13%	15%
43	新华信托	35%	27%	23%	4%	0%	0%		15%
44	中建投信托	13%	11%	17%	15%	16%	16%	16%	15%
45	云南信托	13%	14%	19%	17%	17%	10%	11%	15%
46	中诚信托	17%	17%	18%	18%	12%	8%	8%	14%
47	国投信托	10%	11%	15%	13%	22%	14%	13%	14%
48	华宝信托	13%	16%	18%	13%	8%	14%	14%	14%
49	昆仑信托	12%	15%	16%	14%	15%	13%	9%	13%
50	国民信托	16%	25%	12%	10%	17%	9%	5%	13%
51	中江信托	10%	16%	17%	16%	18%	13%	2%	13%
52	建信信托	7%	12%	11%	13%	15%	16%	17%	13%
53	民生信托				9%	11%	14%	17%	13%
54	平安信托	11%	13%	9%	12%	15%	14%	14%	12%
55	交银信托	9%	14%	13%	11%	12%	13%	11%	12%
56	国元信托	8%	12%	14%	15%	17%	10%	8%	12%
57	中泰信托	14%	11%	16%	13%	10%	7%	6%	11%
58	金谷信托	18%	29%	10%	3%	4%	5%	8%	11%
59	吉林信托	18%	9%	13%	7%	12%	8%	7%	11%
60	新时代信托	12%	15%	12%	9%	10%	7%	7%	10%
61	西部信托	6%	14%	13%	12%	13%	9%	5%	10%
62	国联信托	11%	10%	13%	14%	12%	7%	5%	10%
63	浙金信托			10%	12%	9%	8%	11%	10%
64	陕西信托	19%	13%	9%	10%	8%	7%	4%	10%
65	中粮信托	6%	9%	8%	9%	10%	9%	13%	9%
66	光大信托	1%	11%	14%	9%	8%	8%	11%	9%
67	山西信托	6%	9%	12%	21%	5%	4%	3%	9%
68	华宸信托	17%	18%	1%	3%	4%	3%	4%	7%

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

2、净利润

2017 年信托公司实现净利润 674.84 亿元，较 2016 年增长 7.99%。其中前五位分别是平安信托、安信信托、中信信托、重庆国信和中融信托。安信信托和中信信托依靠信托业务收入的增长实现了净利润的大幅增长，而重庆国信则由于信托业务收入减少出现净利润负增长。

表 3：2017 年净利润排名前十的信托公司

公司名称	2016 年		2017 年		增减%
	排名	净利润 (万元)	排名	净利润 (万元)	
平安信托	1	491,132.33	1	528,137.49	7.53%
安信信托	4	303,394.74	2	366,821.23	20.91%
中信信托	3	312,203.21	3	358,558.02	14.85%
重庆信托	2	364,334.99	4	335,790.66	-7.83%
中融信托	5	263,139.04	5	274,736.93	4.41%
华润信托	6	194,676.77	6	226,525.76	16.36%
华能信托	7	173,402.30	7	208,735.71	20.38%
建信信托	12	141,789.47	8	184,788.44	30.33%
上海信托	9	60,019.84	9	182,776.14	15.19%
民生信托	22	95,145.43	10	181,513.76	90.78%

资料来源：Wind,各信托公司年报，天风证券研究所

2017 年 68 家信托公司平均人均净利润为 340.94 万元，较 2016 年增加 1.56 万元。行业从业人员由 18393 人上升到 19771 人。人均净利润排名前五的公司是重庆国信、江苏国信、粤财信托、平安信托及中铁信托，重庆国信人均净利润达到 2299.94 万元，人均创收能力远高于其他信托公司。

表 4：2017 人均利润前 10 位信托公司

	2017 人均利润 (万元)	2017 年人数
重庆信托	2,299.94	151
兴业信托	1,382.88	142
华融信托	800.08	132
江苏信托	752.62	743
建信信托	657.00	230
上海信托	623.98	363
中融信托	621.47	341
平安信托	606.18	646
山东信托	588.00	159

资料来源：Wind，各信托公司年报，天风证券研究所

4. 投资建议

2019 年是信托行业重新定位的一年，信托资金端和业务端将显著改善。监管对信托行业有了积极的定位。在 2018 年底召开的中国信托业年会上，银保监会副主席黄洪明确表示，“只要信托公司真正以受托人的身份开展融资业务，信托融资就具有了直接融资的功能特点，就能在补充传统金融薄弱环节中发挥重要作用”。

我们梳理信托相关标的 2018 年第二季度的利润结构后发现，安信信托、陕国投 A、爱建集团、经纬纺机、江苏国信、五矿资本信托相关利润占比均超过 50%，是较为纯粹的信托标的。此外，中航资本信托相关利润占 49.96%，中油资本信托相关业务的利润占比 8.47%。

表 5：信托标的利润占比

信托利润占比	2017	2018 上半年
安信信托	100.00%	100.00%
陕西投 A	100.00%	100.00%
五矿资本	36.78%	53.73%
爱建集团	107.95%	105.40%
经纬纺机（中融信托）	87.60%	100.69%
江苏国信（江苏信托）	60.48%	73.56%
中油资本（昆仑信托）	9.90%	8.47%
中航资本（中航信托）	58.49%	49.96%

资料来源：信托业协会，《信托公司净资本管理办法》，天风证券研究所

综合来看，我们全面推荐信托行业，建议关注估值较低的五矿资本、中航资本、爱建集团、江苏国信，关注安信信托、陕国投 A。

主要风险

宏观经济风险

宏观经济下行，企业盈利不佳，兑付压力。

监管政策风险

金融“去杠杆”依然是未来的主要方向，但实践中有监管政策边际改善不及预期的风险。

市场波动风险

二级市场回暖，但依然存在震荡风险。

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