

非银金融行业

信托业态、行业展望与估值探讨

行业评级

买入

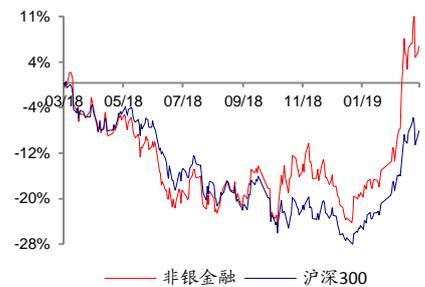
前次评级

买入

报告日期

2019-03-13

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

相关研究:

非银金融行业:信托:传统业务 2019-02-27
有序恢复,创新产品打开业务
增量空间

非银金融行业:信托:全面严监 2018-02-01
管,再催行业加快转型

联系人:

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

● 信托:管理规模大、牌照功能丰富的金融业态

“受人之托，代人理财”是信托行业诞生理念，本质为资产管理业务。在大资管主体中信托行业受托资管规模仅次于银行理财，截至 2018 年末，行业受托资产规模约 22.7 万亿元，2013-2017 年资产规模复合增速为 24%，整体保持大体量与高增速。信托牌照由银监会发放及统一管理，存量牌照为 72 张，正常经营为 68 家，1 家为 2015 年成立信托业保障基金公司。

信托业务收入（即手续费及佣金收入）是信托公司收入的主要来源，在营业收入中占比平均为 70%。信托行业规模近十年经历较快增长，主要是低费率大规模的被动管理业务即通道业务在政信合作、银信合作等历史契机下快速增长所致。从资金投向看，信托资产主要投向工商企业、地产及基建项目。

● 行业展望:服务实体,回归本源

信托是服务实体经济的重要载体，近年通道业务经历了三个阶段：1) 2016 年下半年-2017 年，通道业务从券商资管和基金子公司回流信托行业；2) 2017 年下半年-2018 年，全面严监管去通道去杠杆，单季净增加信托余额连续四季度负增长；3) 2018 年 7 月资管新规细则落地，非标投资由严控压缩转为有序恢复支持实体经济，过渡期内存量业务灵活处置。

资管新规下，信托正提升主动管理能力，回归资管本源。1) 非标投资受约束下，发展资产证券化是转型方向之一。信托参与银行间市场资产证券化发行具有强竞争优势，且本身具备破产隔离的天然属性。2) 回归资产管理与信托主业，探索消费信托、慈善信托、家族信托等创新信托业务。3、资金信托管理办法等文件修订，有望试点公募信托，打开行业创新窗口。

● 行业景气度回升有望带动公司 ROE 提升

以安信信托、陕国投、爱建集团、经纬纺机为例，统计 2016-2018 年末数据，四家上市公司 PB 估值区间在 1.0-3.9x，PE 估值区间集中在 13-40x。2014 下半年至 2018 上半年信托公司股权转让案例中，PE 估值集中在 10-34x 区间，PB 估值集中在 0.8-4.0x 区间。按 2019 年 3 月 12 日收盘价计算爱建集团与经纬纺机 PE (TTM) 分别为 19x 与 22x，PB (LF) 分别为 2.07x 与 1.22x。我们保持对行业短期传统业务恢复与中长期质量化转型的判断，行业景气度回升有望带动公司 ROE 提升，建议持续关注。

● 风险提示

经济增速放缓，流动性转弱；监管趋严，行业竞争加剧；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		ROE(%)	
				2019/3/12	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
爱建集团	600643.SH	买入	人民币	11.94	-	0.66	0.78	18.1	15.3	11.9%	10.9%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

信托：管理规模大、牌照功能丰富的金融业态.....	5
信托规模：体量仅次于银行理财.....	5
信托牌照.....	5
信托资产投向与运用.....	6
行业展望：服务实体、回归本源.....	9
服务实体经济：合规开展通道业务.....	9
资管新规下：破刚兑回归资管本源.....	11
资金信托管理办法等文件修订：打开信托行业新窗口.....	12
信托公司估值探讨.....	13
信托公司的历史估值区间.....	13
个股情况.....	15

图表索引

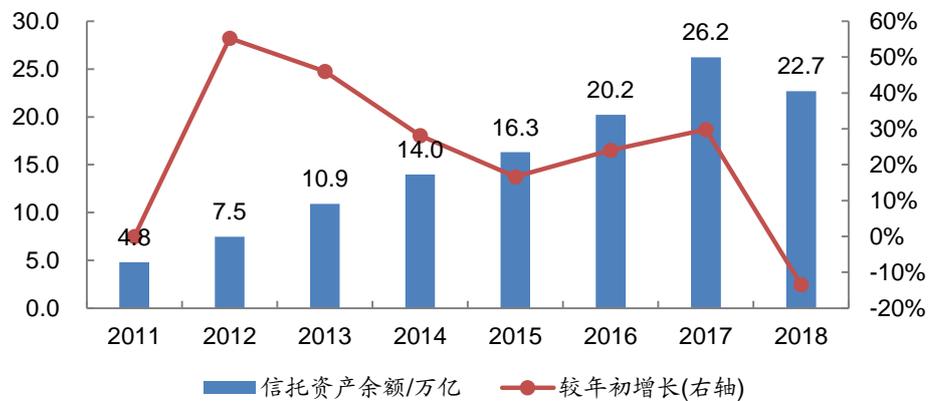
图 1: 信托资产余额与较年初增长 (万亿元)	5
图 2: 各资管主体资管规模 (万亿元)	5
图 3: 资管主体 2013-2017 受托资产规模复合增速	5
图 4: 信托行业经营收入、利润总额及信托业务收入占比	7
图 5: 信托资产投向	7
图 6: 信托资产运用	7
图 7: 集合资金、单一资金与财产权信托占比	8
图 8: 投资类、融资类与事务管理信托占比	8
图 9: 2016 年始券商定向资管与基金子公司专户规模呈现萎缩 (万亿元)	9
图 10: 单月信托贷款增量及社融占比	9
图 11: 行业单季信托资产余额环比上季度净增加/减少 (万亿元)	10
图 12: 行业信托资产余额较年初净增加 (万亿元)	11
图 13: 行业加权年化信托报酬率	11
图 14: 行业一体三翼管理架构	11
图 15: 近年信托发行资管证券化产品统计	12
图 16: 2018 年资产证券化产品发行统计 (亿元)	12
表 1: 《信托法》颁布前信托行业五次大整顿	6
表 2: 信托公司计提项目	8
表 3: 《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项通知》(2014 年) 中信托业务 计提风险资本方法	8
表 4: 相关上市公司估值情况	13
表 5: 三家信托公司加权平均 ROE 对比 (%)	14
表 6: 近年股权转让案例一览	14
表 7: 信托公司 2018 上半年受托资产规模及信托业务收入情况 (亿元)	15
附: 表 8: 资管新规及后续监管发文一览	17

信托：管理规模大、牌照功能丰富的金融业态

信托规模：体量仅次于银行理财

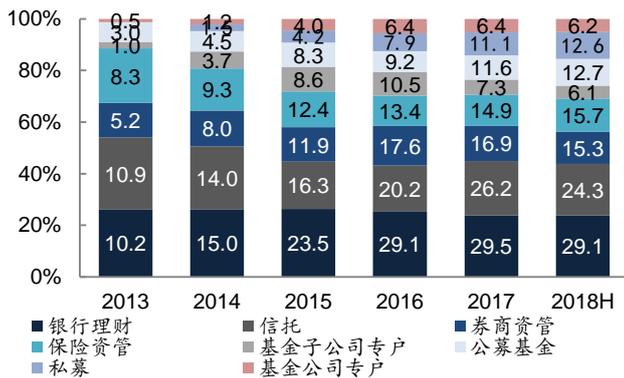
“受人之托，代人理财”是信托行业诞生理念。根据目前仍沿用的《信托法》(2001年4月颁布，同年10月施行)，对信托的定义为“委托人将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为”，因此信托本质为资产管理业务。在大资管主体中信托行业受托资产管理规模仅次于银行理财。根据信托业协会数据披露，截至2018年末，行业受托资产规模约22.7万亿元。2013-2017年资产规模复合增速为24%，保持大体量与高增速。

图1：信托资产余额与较年初增长（万亿元）



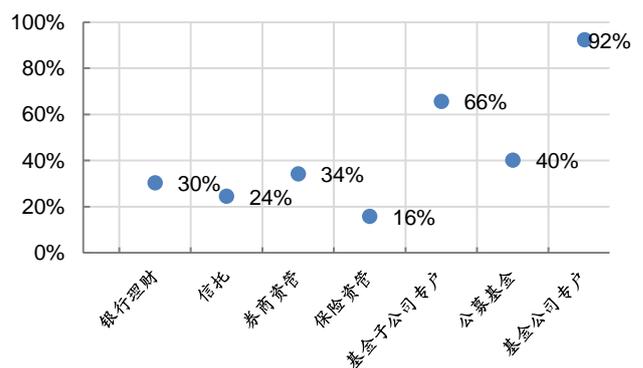
数据来源：信托业协会、广发证券发展研究中心

图2：各资管主体资管规模（万亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：资管主体2013-2017受托资产规模复合增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心整理

信托牌照

信托公司持有金融许可牌照，由银监会发放及统一管理，目前存量牌照为72家，正常经营为68家。信托业务开展较早，历史上信托被许可了宽松业务权限，初期依赖银行和证券公司混业共生，并多次因不规范信贷业务受央行及国务院整顿，要求

分业经营、暂停新增信托业务、对信托机构撤并等。2001年5月在《信托法》颁布后，人民银行下发《信托投资公司重新登记有关问题的通知》，对符合条件的公司予以重新登记，整顿后获批重新登记的公司从原有数百家减至60家左右。2007年，银监会出台《信托公司管理办法》，要求存量信托公司申请换发新金融许可证牌照。根据银保监会与信托业协会数据披露，目前存续信托公司牌照为72张，其中68家正常经营，3家处于休整，1家为2015年成立的中国信托业保障基金有限责任公司。

表1: 《信托法》颁布前信托行业五次大整顿

	时间	背景	要点
第一次整顿	1982年	各地基建规模过大，影响信贷收支平衡	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
第二次整顿	1985年	经济过热，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。
第三次整顿	1988年	经济通胀，信托投资公司发展过快、管理混乱的情况	暂停成立信托机构，暂停信托贷款、投资、拆除资金；撤销合并一批公司
第四次整顿	1993年	为治理金融系统存在的秩序混乱问题	撤并部分一批信托公司，严格执行银行业和信托业分业经营与分业管理
第五次整顿	1999年	为防范和化解金融风险	对现有的239家信托投资公司进行全面的整顿撤并，按照“信托为本，分业管理，规模经营，严格监督”的原则，重新规范信托投资业务范围，分离信托业与证券业
《信托法》与《信托投资公司管理办法》颁布	2001年		规范界定信托、信托业务、信托投资公司等概念；明确信托的法律关系、法律地位和业务范围

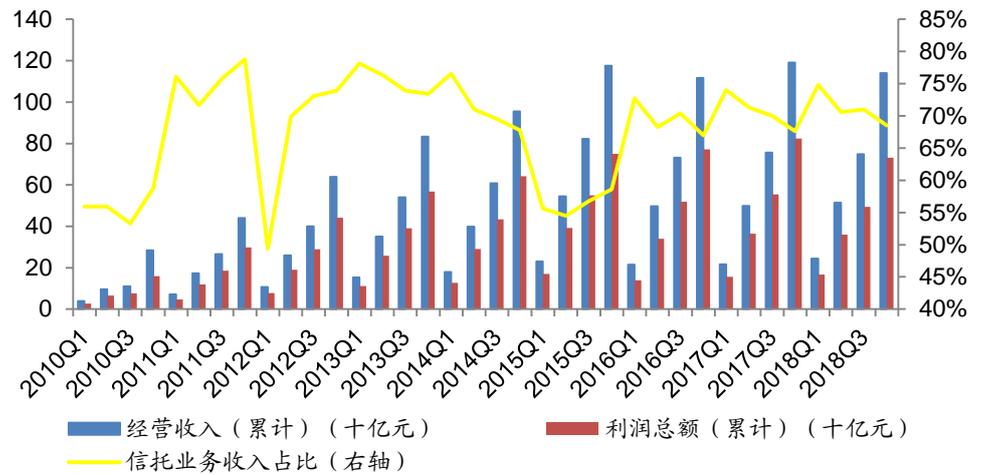
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心整理

信托资产投向与运用

信托业务收入（记作手续费及佣金收入）是信托公司收入的主要来源。从近年经营情况看，除特定年份受投资收益或利息收入增厚影响，信托业务收入占营业收入比重平均为70%。

信托费率主要受其受托责任划分影响，主动管理类信托由受托人决定运用方式及承担损失风险，而被动管理业务中信托公司仅作通道，风险损失由委托人承担，因此主动管理类信托费率较被动管理类信托高。信托行业规模近十年经历较快增长，主要由于主要是低费率大规模的被动管理业务即通道业务在政信合作、银信合作等历史契机下快速增长所致。

图4：信托行业经营收入、利润总额及信托业务收入占比



数据来源：信托业协会、广发证券发展研究中心

信托资产分类：从委托的资产类别可区分为集合资金信托、单一资金信托及财产权信托；从资金用途可区分为融资类信托、投资类信托及事务管理类信托。信托产品划分直接影响信托公司计提项目。

从具体投向看，信托资产投向占比较高分别为工商企业、金融机构、基建及房地产。从实际经营看，投向工商企业资金可能用于集团内部转投地产，而投向金融机构可能为收受益权，用于金融机构信贷资产转让出表。因此从实质看，信托资产真实投向主要为工商企业、地产及基建项目。

图5：信托资产投向



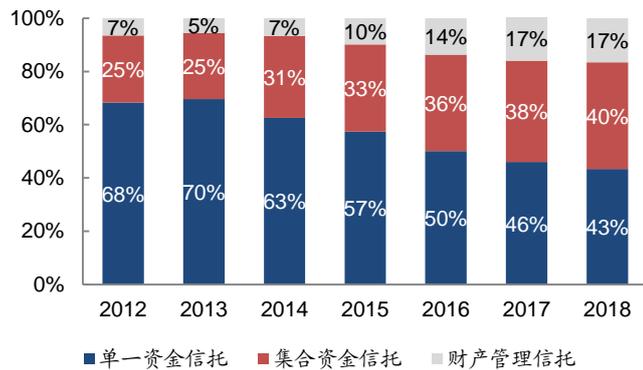
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：信托资产运用



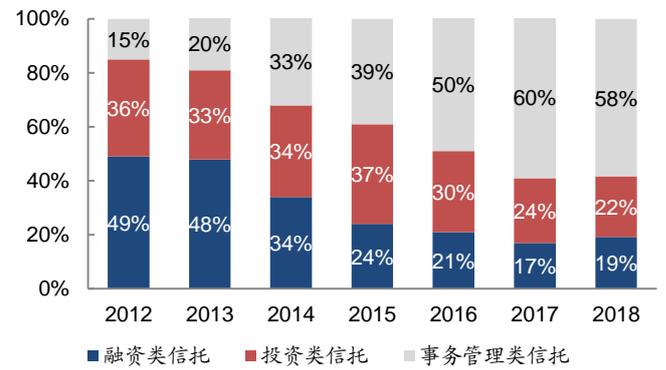
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（注：其他类包括租赁、存放同业等）

图7: 集合资金、单一资金与财产权信托占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图8: 投资类、融资类与事务管理信托占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

信托公司开展业务及发行信托产品需计提相关准备金, 亦受净资本约束。尤其注意在信托净资本管理办法实施后, 费率较低的通道业务从融资类转移至范围较广的事务管理类信托, 以满足净资本限制, 这也使得事务管理类信托占比自2014年始快速提升。

表 2: 信托公司计提项目

项目	文件	内容	管理人	收益分配与结算
信托业保障基金	2014 年银监会、财政部印发《信托业保障基金管理办法》	①公司净资产余额 1%+②新发行资金信托金额 1%+③新设立财产权信托报酬 5%。	设立保障基金公司作为保障基金管理人	收益分配不高于国家一年期存款基准利率。认缴本金及收益由保障基金公司按年度与信托公司结算
信托业务赔偿金	2007 年银监会《信托公司管理办法》	按当年税后净利润 5% 计提, 累计达到注册资本 20% 时可不再提取	计入公司所有者权益	存放于经营稳健、具有一定实力的境内商业银行, 或者用于购买国债等低风险高流动性证券品种
一般准备	2012 年财政部印发《金融企业准备金计提管理办法》	一般准备余额不低于风险资产期末余额的 1.5%	计入公司所有者权益	

数据来源: 财政部、银监会、广发证券发展研究中心

表 3: 《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项通知》(2014 年) 中信托业务计提风险资本方法

项目	风险资本系数	说明
(一) 事务管理类信托业务	0.1%	
(二) 非事务类信托业务		
1、投资类信托		按具体类别计提比例在 0.2%-3.0% 不等
2、融资类信托		按具体类别计提比例在 2.0%-6.0% 不等
3、公开市场的资产证券化业务	0.20%	

对该信托业务除按自身业务分类标准计算风险资本外，还需按此标准再额外计算部分风险资本

(三) 附加风险资本 (仅针对非事务管理类)

1、开放式信贷类信托业务和开放式混合型信托业务	5%
2、单一类信托业务中资金来源于非关联企业，但投向关联企业的信贷类信托业务	2%

数据来源：银监会、广发证券发展研究中心

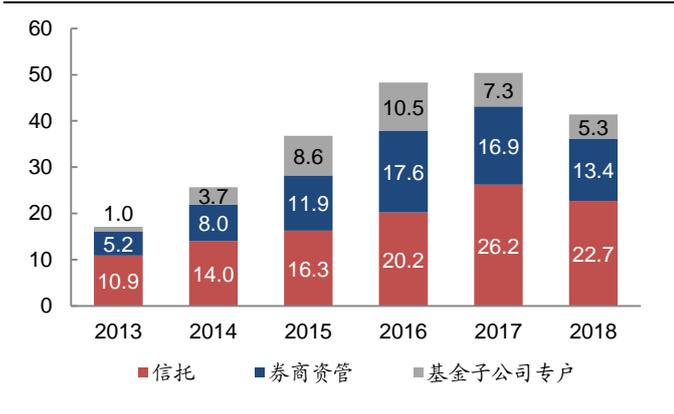
行业展望：服务实体、回归本源

服务实体经济：合规开展通道业务

第一阶段：2016年下半年-2017年，通道业务此消彼长，业务回流信托行业。 2016年下半年以来证监会出台多项监管政策，包括对券商资本监管方式作出调整，在《证券公司风险控制指标管理办法》中引入新指标“资本杠杆率”，涵盖资产管理等表外业务，并提出资本杠杆率不低于8%的新要求；对开展专户业务的基金子公司新设定净资本门槛与净资本监管要求。新规压制券商资管与基金子公司开展通道业务，券商资管与基金子公司资管规模增速显著回落。

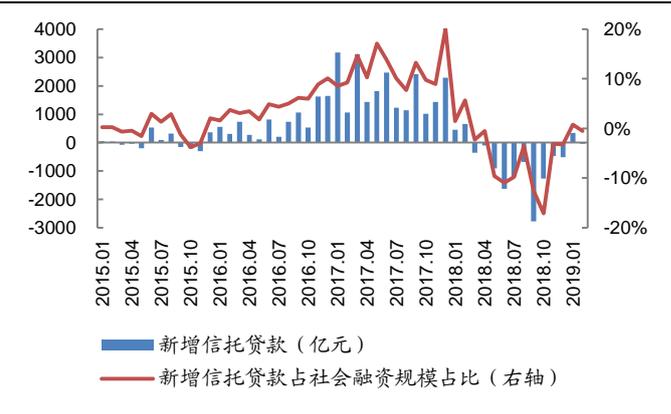
与此相比，信托规模增速回升。信托资产余额从2016年二季末17万亿元增至2017年一季度22万亿元，平均每季度净增近2万亿元。从社融增量数据看，新增信托贷款占比自2016年下半年以来持续攀升，平均占比高于10%，今年以来每月仍保持过千亿元的增量规模。

图9：2016年始券商定向资管与基金子公司专户规模呈现萎缩 (万亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：单月信托贷款增量及社融占比



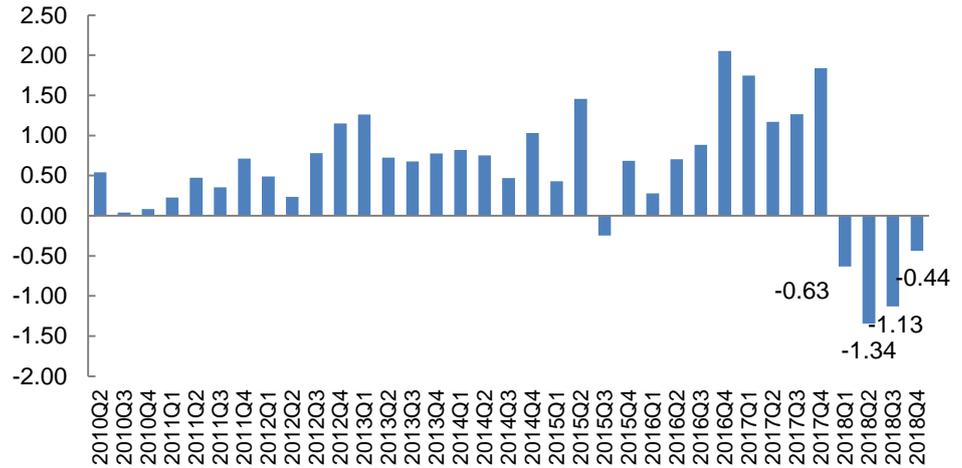
数据来源：中国人民银行、广发证券发展研究中心

第二阶段：2017年下半年-2018年，全面严监管去通道去杠杆。 2017年11月资管新规征求意见稿下发，2018年4月正式文件落地。与过往监管实施相比，资管新规非单一业务模式禁止，而资金端及通道操作双重抑制：对银行资金出表实施多重限制，同时作出杠杆倍数、嵌套层数等具体严格限制，从资金端与通道操作上实施约

束，穿透监管，削弱资金变换模式规避监管的能力。

此外，协调统一监管，压缩原有因分业监管产生的监管套利空间。原分业监管模式下，不同的监管部门对资管业务按照机构类型进行监管存在差异，催生通过多层嵌套、加杠杆等方式实现监管套利与监管规避，积累风险。资管新规强调加强监管协调与监管分工，由央行牵头，三会统一监管，建立统一监管体系，消除监管套利空间。严监管下2018年开始单季信托余额环比上季度持续出现负增长。

图11：行业单季信托资产余额环比上季度净增加/减少（万亿元）



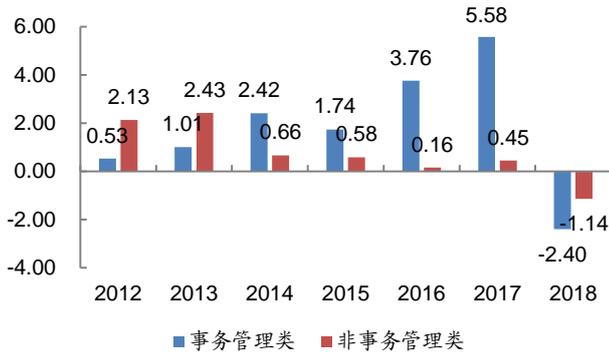
数据来源：信托业协会、广发证券发展研究中心

第三阶段：平稳过渡，合规通道业务恢复。自资管新规指导意见出台后，因未出台业务执行细则，表外非标融资受到极大限制，不符合新规框架性要求的产品备案一律叫停，以致信用收缩下风险暴露。

资管新规细则落地明确业务开展要求，使得合规的增量业务重新开闸，对存量业务采取更宽松的处理措施，有堵有疏，利于风险缓解。2018年7月20日，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通知》（细则），主要内容为明确公募资管产品投资范围、过渡期内产品估值办法及宏观审慎政策安排。同日银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（理财新规），落实细化对银行理财业务开展的监督与指导。由此非标投资由严控压缩转为有序恢复，过渡期内存量业务灵活处置，不会面临一刀切窘况。

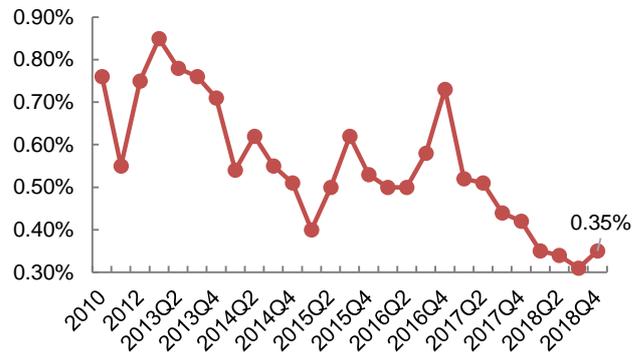
2018年8月21日银保监下发《信托资管新规过渡期监管意见》。全文遵循去杠杆政策大方向不变前提下化解风险的导向，指导信托行业过渡期内业务开展与风险化解。其中明确支持信托公司开展符合监管要求、资金投向实体经济的事务管理类信托，延续2017年下发55号文银信合作新规中对银信通道业务的监管导向，即：一是信托公司仅作通道风险损失由委托人承担；二是不得帮助银行规避指标监管将表内资金出表及投向限制性的领域。因此，银信通道业务未来仍可以存续与开展以支持合理合规需求。从2019年下半年社融数据中新增信托贷款萎缩幅度正不断收窄。

图12: 行业信托资产余额较年初净增加 (万亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 行业加权年化信托报酬率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资管新规下: 破刚兑回归资管本源

资管新规下信托刚性兑付的传统面临破局, 净值化管理与流转是难点。一是信托资金投向多为非标债权类投资, 净值化管理实施需要对非标资产作估值。二是需要有公开共同参与的交易所及流转平台。2017年行业一体三翼架构的成立被予以引导行业转型的寄望。除制度完善外, 信托公司在项目筛选、跟踪等环节风控亦负有责任, 回归资产管理的本职。

图14: 行业一体三翼管理架构

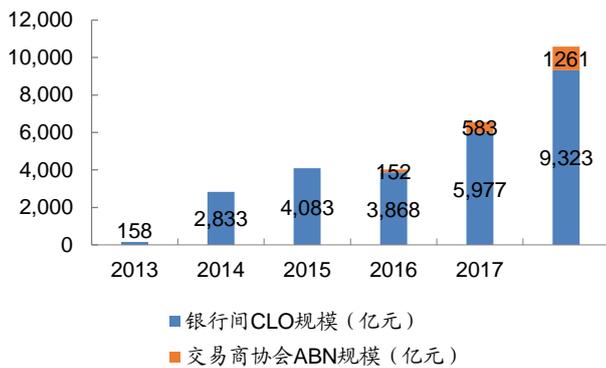


数据来源: 银保监会、信托业协会、广发证券发展研究中心

非标投资受约束下, 发展资产证券化是转型方向之一。资产证券化产品可在公开平台转让, 兼具风险评级机制, 帮助实现识别与分类, 更好地匹配投资收益与风险度, 是“非标转标”下理想的业务转型模式。券商资管目前开展进度较快, 与信托公司的竞争激烈。根据Wind数据统计, 2016年以来合计发行资产证券化产品(含企业ABS、交易商协会ABN、银行间CLO) 1918只, 其中, 发行机构为券商或券商资管的合计1384只, 占比72%, 信托发行534只, 占比28%。

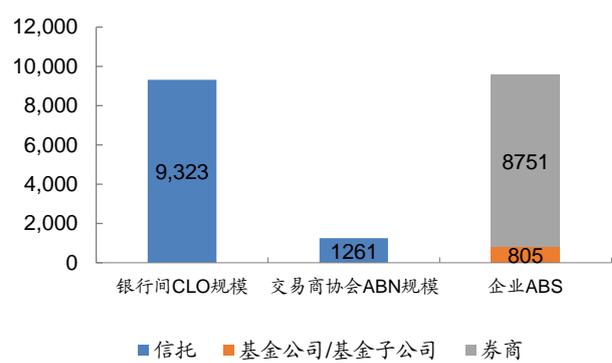
信托参与资产证券化具备制度优势，①**银行间市场是信托公司的“自留地”**，信托公司在银行CLO与交易商协会ABN产品发行中具备强竞争优势。且由于信托公司是银监会颁发的信托牌照，可以做到法定的破产隔离，是专业的SPV（特殊目的载体）。②**信托行业内部非标投资体量大**，且投向广泛，资产端投资经验与资金端业务往来的积累有利于为后续业务转型开展提供资源优势。

图15: 近年信托发行资管证券化产品统计



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图16: 2018年资产证券化产品发行统计 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

转型方向二是发挥自身全牌照优势，开展特色化业务。一方面，信托牌照至今仍是能够横跨信贷、资本市场及实业的行业，具备“全能性”的天然优势。以往信托公司主要以信贷形式提供资金，仅充当债权人角色，而在**供给侧改革推进下**，信托公司可以通过**资产证券化、产业基金、投贷联动**等多种方式参与政府合作与企业重组等重量项目中，共担收益与风险，实现更高附加价值。

另一方面，**信托回归资产管理与信托主业**，随着在国内财富不断积累，市场各种特定理财需求进一步涌现，消费信托、慈善信托、家族信托等均是近年创新信托业务探索的热点。信托新规细则明确慈善信托、家族信托不适用资管新规。而截至2018年6月全国慈善信托财产累计总规模9.9亿元（根据北京师范大学中国公益研究院数据统计），截至2017年末家族信托规模超过500亿元（根据普益标准数据统计），目前处于均处于规模小但增长快的成长初期。

资金信托管理办法等文件修订：打开信托行业新窗口

2019年3月银保监会信托部主任赖秀福在新闻通气会上表示，正积极推动修订《信托法》和《信托公司资金信托管理办法》，并积极推动出台《信托公司股权管理办法》等多项文件。

新规出台有望打开行业新业务窗口。证券时报报道“《资金信托管理办法修订》征求意见稿提出划分信托产品包括公募与私募，可面向不特定社会公众发行公募信托产品”。传统信托为私募产品，募资门槛为100万元起，资金募集主体主要为机构与高净值客户。新规下有望降门槛创新业务，拓宽信托产品募资的群体及开展创新业务强动力。此外，新规修订亦符合行业财富管理转型方向：从原有通道业务转向财富管理转型是行业未来转型发展的共识，近年信托公司纷纷设立财富管理中心并拓展团队，新规进一步为信托的财富管理业务快速发展提供良机。统一监管下获得

与其他资管主体同等的发展机遇，信托有望可发挥机制灵活，创新能力强的优势，在产品结构调整和底层资产重新筛选以满足资管新规要求后发挥所长。

信托公司估值探讨

信托公司的历史估值区间

受政策限制，目前信托公司上市数量较少，国内纯信托业务公司在A股上市企业仅两家，分别是安信信托（1994年1月28日IPO）与陕国投（1994年1月10日IPO）。在H股上市企业一家，为山东国信（2017年12月8日IPO）。其他信托公司作为金融集团平台子板块上市的标的较多，包括爱建信托（爱建集团）、中融信托（经纬纺机）、平安信托（中国平安）、江苏信托（江苏国信）、中航信托（中航资本）、五矿信托（五矿资本）、昆仑信托（中油资本）、国投泰康信托（国投资本）、民生信托（泛海控股）等。

纯信托业务及信托业务收入占比较高公司安信信托、陕国投、爱建集团（爱建信托）、经纬纺机（中融信托）四家，山东国信由于在H股上市，两地市场估值有差异及受汇率影响，暂不纳入参考范围。其他上述金控企业由于旗下信托业务收入占比较低，或其他业务板块对公司净资产、净利润等关键指标影响较大，较难公允地剥离，因此仅取安信信托、陕国投A、爱建集团、经纬纺机四家历史估值作参考。

统计2016-2018三年年末估值，四家公司PB(LF)估值区间在1.0-3.9x, PE(TTM)估值区间集中在13-40x。

表 4: 相关上市公司估值情况

	安信信托 600816.SH		陕国投 A 000563.SZ		爱建集团 600643.SH		经纬纺机 000666.SZ	
	PB(LF)	PE(TTM)	PB(LF)	PE(TTM)	PB(LF)	PE(TTM)	PB(LF)	PE(TTM)
2019/3/12	3.10	61	2.09	82	2.07	19	1.22	22
2018/12/31	1.72	34	1.03	40	1.47	13	0.94	17
2017/12/31	3.89	17	1.67	22	2.33	25	1.86	14
2016/12/31	3.77	18	3.06	66	2.88	37	2.32	43
2015/12/31	6.90	29	3.22	178	3.75	50	3.54	45
2014/12/31	8.37	15	4.06	55				
2013/12/31	8.90	126	2.82	42				
2011/12/31	14.32	56	4.52	49				
2010/12/31	19.72	74	4.94	88				

数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：PE取扣除非经常性损益TTM，即数据点当天总市值/截至该数据点前最新四个季度已披露财报的单季度扣非净利润之和）

再考虑信托公司历史资本利润率，与安信信托、爱建信托及陕国投三家信托公司作横向相比，比较历史估值波动区间。

表5: 三家信托公司加权平均ROE对比 (%)

	安信信托		爱建信托		陕国投	
	加权平均 ROE	加权年化信托报酬率	加权平均 ROE	加权年化信托报酬率	加权平均 ROE	加权年化信托报酬率
2018H	6.95				2.55	
2017	25.23	1.92	20.32	0.84	4.50	0.28
2016	41.15	1.55	15.28	1.12	6.79	0.29
2015	42.73	1.00	13.70	1.09	10.35	0.28
2014	76.89	1.02	13.45	1.87	9.52	0.43
2013	37.40	1.10	12.29	1.85	9.24	0.48
2012	18.67	1.50	13.74	2.24	10.83	0.55
2011	46.05	1.72	24.23	4.10	19.39	0.65

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

近年股权转让案例一览: 取2014下半年至2018上半年以来信托公司股权转让案例, 信托公司股权PE估值集中在10-34x区间, PB估值集中在0.8-4x区间。估值差异与多个因素相关: ①信托公司自身体量与业绩(包括当期营收、净利润、加权ROE、期末存续受托资产规模等); ②受让股权规模(信托公司净资产、转让股数等); ③出让方与受让方关系(是否为关联方、单个或多个受让方等); ④当期宏观经济与信托行业景气度(经济处于上行或下行周期、监管对金融行业经营监管宽松或严厉、增资或并购重组等业务实施监管鼓励或限制、信托行业自身发展处于上行或下行周期等)。

表6: 近年股权转让案例一览

转让标的	公告上年末报表披露(亿元)				转让股数 (万股)	占比	转让方	转让对价 (亿元)	每股单价 (元/股)	公告时间
	净资产	营业收入	净利润	加权平均 ROE%						
北方信托	42.91	6.00	4.24	10.22	122192.00	57.56%	泰达控股等	84.19	6.89	2018年4月
天津信托	45.58	13.00	5.33	12.43	151135.26	39.73%	海泰控股等	62.57	4.14	2018年4月
杭州工商 信托	50.14	10.15	5.72	16.91	9393.75	6.26%	新安股份	3.2	3.41	2017年8月
北京信托	82.76	20.19	10.17	12.61	3610.22	1.64%	北京宏达信	2.51	6.95	2017年7月
华宸信托	11.70	0.46	0.51	4.25	18561.40	32.45%	大唐资本	6.33	3.41	2017年7月
民生信托	110.48	33.08	18.15	17.56	24150.00	3.45%	首都旅游	5.106	2.11	2017年3月
苏州信托	42.58	8.44	5.20	11.71	23998.80	19.99%	苏州银行	6.5967	2.75	2017年2月
浙金信托	19.17	5.23	1.54	11.19	28000.00	56.00%	浙江国贸	5.36	1.91	2016年12月
中诚信托	169.60	22.63	13.55	8.20	12501.71	5.09%	永城煤电	11.69	9.35	2016年12月
中诚信托	169.60	22.63	13.55	8.20	25003.41	10.18%	兖矿集团	18.99	7.59	2016年11月
国通信托 (方正信托)	49.03	12.09	5.67	12.27	69012.00	57.51%	方正集团	50	7.25	2016年5月
华澳信托	34.15	5.94	3.02	10.83	18000.00	30.00%	华兴电力	5.031	2.80	2016年4月

上海信托	143.82	43.45	20.40	14.54	238460.00	97.33%	上海国际	163.52	6.86	2016年3月
杭州工商										
信托	50.14	10.15	5.72	16.91	14928.00	11.05%	摩根士丹利	8	5.36	2015年12月
四川信托	83.98	31.35	9.99	14.27	105885.99	30.28%	中海信托	50	4.72	2015年8月
光大信托	58.55	11.36	5.27	10.96	51927.00	51.00%	甘肃国资	18.32	3.53	2014年7月
天津信托	45.58	13.00	5.33	12.43	7890.00	5.25%	天津盈鑫	0.8947	1.13	2014年7月
重庆信托	208.87	39.17	33.51	17.10	63500.00	25.04%	重庆水务	10.16	1.60	2014年7月

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

个股情况

在去通道降杠杆政策导向下，2018上半年行业通道业务规模显著收缩。有披露受托资产规模数据的10家上市信托公司中，7家受托规模都较呈现萎缩，较年初减少11%-17%不等，速度快于行业-7%的平均水平。但结构优化有效支持了信托业务收入增长。7家公司呈现受托资产规模萎缩但信托业务净收入正向增长。原因一是信托业务结构得以改善，低费率通道业务规模及收入贡献占比减少，高费率主动管理业务规模与收入贡献提升。二是新增通道业务费率有所提升，对冲新增规模同比下滑的负面影响。未来信托业务的竞争将在于资金获取、主动管理项目能力、及持续有力的风险管控上。

表 7: 信托公司 2018 上半年受托资产规模及信托业务收入情况 (亿元)

	受托资产		信托业务净收入			重要影响因素摘录
	期末余额	较年初增长	2018H	2017H	同比	
安信信托	2516	8%	20.5	23.6	-13%	受经济与监管政策影响，信托报酬下降。近年选取了城市更新、高端养老、现代农业、生物医药、互联网基础设施等进行前瞻性产业布局
陕国投	3860	-15%	5.0	4.1	23%	去通道导致规模下降
爱建信托	2885	28%	7.4	5.0	47%	受托规模扩大，信托产品直销规模高增长
中航信托			15.8	11.0	44%	
中融信托			9.3	11.3	-18%	信托业务结构调整及压缩通道业务控制信托资产规模
五矿信托	4879	2%	9.6	9.0	7%	
江苏信托	4665	-16%	4.9	4.0	21%	压缩通道业务规模，提升主动管理规模与能力
平安信托	5772	-12%	20.7	20.6	0%	
昆仑信托	2910	-11%	3.9	3.0	32%	压缩通道业务规模，提升主动管理规模与能力
国投泰康信托	3218	-14%	3.5	2.9	18%	压缩通道业务规模，提升主动管理规模与能力
民生信托	2021	8%	3.9	3.0	32%	主动管理占比超过 75%
山东信托	2250	-17%	4.4	6.2	-28%	压缩通道业务规模，提升主动管理规模与能力

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

按2019年3月12日收盘价计算爱建集团与经纬纺机PE (TTM) 估值分别为19x与22x, PB (LF) 分别为2.07x与1.22x。行业基本面正迎改善: 1) 政策鼓励行业支

持实体经济融资，合规通道业务有序开展，2月新增信托贷款负增长幅度较2018年有显著改善；2) 市场信用环境好转，银保风险偏好回升，非标投资部分恢复可期；3) 行业法规完善推动行业转型质量化发展。我们保持对行业短期传统业务恢复与中长期质量化转型的判断，行业景气度回升有望带动公司ROE提升，建议持续关注。

风险提示

风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、信托存续项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

附：表 8：资管新规及后续监管发文一览

日期	发文机构	文件名	监管要点
20171117	一行三会 一局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	禁止期限错配：统一资管产品投资结构化比例。所有资管产品不得直接或间接投资商业银行信贷资产。实行穿透式监管，即对于已经发行的多层嵌套资产管理产品，向上要识别产品的最终投资者，向下则要识别产品的底层资产（公募证券投资基金除外）。资管产品都按净值型进行管理，禁止刚性兑付。
20171206	银监会	《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》	一是新引入三个量化指标。其中，净稳定资金比例衡量银行长期稳定资金支持业务发展的程度，适用于资产规模在 2000 亿元(含)以上的商业银行。优质流动性资产充足率是对流动性覆盖率的简化，衡量银行持有的优质流动性资产能否覆盖压力情况下的短期流动性缺口，适用于资产规模在 2000 亿元以下的商业银行。流动性匹配率衡量银行主要资产与负债的期限配置结构，适用于全部商业银行。这些指标将与现有的流动性比例、流动性覆盖率一起成为对商业银行具有约束力的审慎监管指标。二是进一步完善流动性风险监测体系。对部分监测指标的计算方法进行了合理优化，强调其在风险管理和监管方面的运用。三是细化了流动性风险管理相关要求，如日间流动性风险管理、融资管理等。
20171222	银监会	《关于规范银信类业务的通知》（银监发[2017]55号）	商业银行对于银信通道业务，应还原其业务实质进行风险管控，不得利用信托通道掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，不得通过信托通道将表内资产虚假出表。信托公司不得接受委托方银行直接或间接提供的担保，不得与委托方银行签订抽屉协议，不得为委托方银行规避监管规定或第三方机构违法违规提供通道服务。银信业务中不得将信托资金违规投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制或禁止领域。
20171229	一行三会	《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》（央行 302 号）	将债券交易的杠杆比率主要作为监测整体杠杆的观测指标，要求市场参与者的债券交易杠杆比率超过一定水平时向相关金融监管部门报告。债券回购交易中，买卖都需严格入表，开展买断式回购交易的，正回购方应将逆回购方暂时持有的债券继续按照自有债券进行会计核算，并以此计算相应监管资本、风险准备等风控指标，首次明确了正回购方的卖断债券仍需自己承担相应风险及接受监管。对于多层嵌套的产品，其净资产按照穿透至公募产品或法人、自然人等委托方计算。
20180105	银监会	《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》	明确银行承担信用风险的所有授信业务均纳入大额风险暴露监管框架，具体包括六大类：一是贷款、投资债券、存放同业等表内授信业务；二是资产管理产品或资产证券化产品投资业务；三是债券、股票及其衍生工具交易；四是场外衍生工具、证券融资交易；五是担保、承诺等表外业务；六是按照实质重于形式原则，信用风险由商业银行承担的其他业务。《办法》设定了七项监管指标：第一，对于非同业单一客户，包括贷款在内的所有信用风险暴露不得超过一级资本 15%；第二，对于非同业关联客户，其风险暴露不得超过一级资本的 20%；第三，对于同业客户，规定其风险暴露不得超过一级资本 25%。

20180116	银监会	《商业银行委托贷款管理办法》(银监发[2018]2号)	商业银行不得接受受托管理的他人资金、银行的授信资金、具有特定用途的各类专项基金、其他债务性资金和无法证明来源的资金等发放委托贷款。委托贷款不得从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资。商业银行不得接受委托人下述资金发放委托贷款
20180113	银监会	《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》(银监发[2018]4号)	要抓住服务实体经济这个根本,严查资金脱实向虚在金融体系空转的行为,严查“阳奉阴违”或选择性落实宏观调控政策和监管要求的行为。要抓住完善公司治理这个基础,把整治重点放在规范股东行为、加强股权管理、推动“三会一层”依法合规运作等方面。要抓住影子银行及交叉金融产品风险这个重点,严查同业、理财、表外等业务层层嵌套,业务发展速度与内控和风险管理能力不匹配,违规加杠杆、加链条、监管套利等行为
20180101	地方银监局	窗口指导	北京和上海等银监部门对信托公司进行窗口指导,要求规范信托公司证券投资类业务,暂停设置有中间级的结构化证券投资业务
20180723	央行	《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》	明确在满足期限匹配要求与额度限制下,公募产品/银行理财可投资非标资产;在不超过存量产品整体规模下,过渡期内金融机构可发行老产品投资新资产,明确可使用摊余成本法的具体产品范围,及对银行回表非标资产给予调整参数、支持融资等政策支持。遵循去杠杆政策大方向不变前提下化解风险
20180817	银监会	《信托部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》	过渡期内资金信托负债比例按现行规章执行;对信托通道业务区别对待监管意见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;过渡期可以发行存量老产品接未到期老资产和新资产;慈善信托、家族信托不适用资管新规

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。