

经历转型阵痛，业绩改善可期

——信托行业 2018、2019Q1 业绩综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 05 月 16 日

事件：

日前，信托业协会公布了行业 2018 年经营数据，上市信托公司也披露了 2018 年报及 2019 年一季报。结合几方面数据，我们对上市信托公司的业绩表现作综述分析，同时展望其在下一阶段的发展。

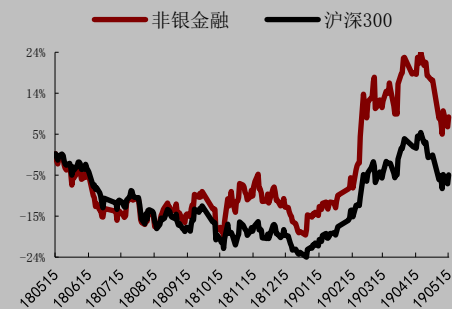
投资要点：

- **18 年行业收缩通道，扩张主动管理：**2018 年信托行业资产余额大幅收缩至 22.70 万亿元，降幅高达-13.50%，为 2010 年以来首次规模增速转负。在此背景下，信托行业实现营业收入 1140.63 亿元，同比下降 4.20%，实现净利润 731.80 亿元，同比下降 11.20%。在业务体量大幅收缩的背景下，行业整体业绩降幅相对有限，主要原因是信托业务的“以价补量”。在通道业务规模快速下滑的背景下，信托市场供需关系发生扭转，通道类信托业务费率普遍提升，同时主动管理类信托产品在资金荒的影响下呈利差扩大态势，形成“以价补量”态势。
- **18 年上市信托公司业绩整体持稳但内部分化：**受行业经营环境影响，上市信托公司 2018 年业绩表现不及预期。但 7 家信托公司（剔除安信信托）净利润平均增速为 7.58%，显著优于行业整体-11.20%增速，延续此前上市信托公司相对行业的优势。但同时内部分化严重，爱建信托、中航信托和五矿信托 ROE 表现显著领先同业，分别为 20.30%、17.15%和 14.49%。而另一方面，安信信托 ROE 则相应下滑 37.53bps 至-13.00%，业绩大幅落后。
- **19 年上市信托公司业绩快速反弹：**8 家上市信托母公司在 2019 年一季度合计实现营业总收入 251.39 亿元，同比增长 9.32%，实现净利润 60.27 亿元，同比增长 15.77%，归母净资产为 2,098.17 亿元，同比增长 12.33%，业绩反弹主要源自信托业务和自营投资同步改善。
- **投资建议：**监管边际放松驱动信托业景气度上行，叠加地产、基建投资企稳以及资金面松紧适度，主动管理业务规模扩张有望助力上市信托公司展现靓丽业绩。同时考虑到目前信托板块平均 PB 为 1.65 倍，远低于 2015 年以来年中枢的 3.06 倍，安全边际较高，具备较高的投资价值。标的方面，重点推荐近年业绩持续高增速、主动管理业务增速领先的爱建集团（600643.SH）。
- **风险因素：**非标监管力度超预期、宏观经济下滑导致社融需求不振、行业主动管理业务增长不及预期。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
爱建集团	0.71	0.81	0.94	增持

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 05 月 15 日

相关研究

万联证券研究所 20190514_行业专题报告_AAA_从综合负债成本到修正负债成本
万联证券研究所 20190513_行业周观点_AAA_非银金融行业周观点(5.06-5.12)
万联证券研究所 20190510_券商行业 4 月报_AAA_市场震荡+高基数，业绩环比下滑

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号

S0270518030001/S0270518090001

电话 010-66060126

邮箱 jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚/孔文彬

电话 010-66060126/021-60883489

邮箱 yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、信托行业 2018 年经营情况.....	4
1.1 资管新规促转型，通道规模受压缩.....	4
1.2“以价补量”导致信托业务收入仅小幅下滑.....	5
1.3 业务结构调整，项目风险攀升.....	6
2、上市信托公司 2018 年报综述及回顾.....	8
2.1 整体领先行业，内部有所分化.....	8
2.2 业务结构持稳，信托业务收入扩张.....	10
2.3 信托业务：逆势扩张，量价稳健.....	10
2.3.1 规模：整体规模下行但主动管理占比提升.....	10
2.3.2 费率：主动管理规模占比提升带动报酬率上行.....	11
2.4 固有业务：权益市场回撤拖累自营收益率.....	11
3、上市信托公司 2019 年一季报综述及展望.....	12
3.1 市场回暖，业绩大幅反弹.....	12
3.2 监管边际放松，社融信托贷款回暖，.....	13
4、投资观点.....	13
5、风险提示.....	14

图表目录

图表 1: 信托业资产余额 (季度)	4
图表 2: 集合、单一、管理财产类产品占比 (%)	5
图表 3: 融资、投资、事物管理类产品占比 (%)	5
图表 4: 信托业营收与净利润 (亿元, %)	6
图表 5: 信托业收入结构 (%)	6
图表 6: 固有资产结构 (%)	6
图表 7: 信托业固有资产规模 (季度)	6
图表 8: 资金信托余额占比 (投向)	7
图表 9: 行业平均年化综合报酬率和实际收益率	7
图表 10: 风险项目规模及数量 (亿元)	8
图表 11: 所有者权益及信托赔偿准备变化 (亿元)	8
图表 12: 上市信托 (母) 公司 2018 年经营情况 (亿元, %)	8
图表 13: 上市信托公司 2018 年经营情况 (亿元, %)	9
图表 14: 上市信托公司净利润增速整体领先行业	9
图表 15: 上市信托公司净利润表现 (亿元, %)	9
图表 16: 上市信托公司 ROE 表现 (%)	9
图表 17: 上市信托公司 2018 年收入结构 (亿元, %)	10
图表 18: 上市信托公司收入结构变化 (亿元)	10
图表 19: 上市信托公司受托资产规模变化 (亿元)	11
图表 20: 上市信托公司主动管理占比及报酬率比较 (%)	11
图表 21: 固有业务投资收益 (亿元, %)	12
图表 22: 上市信托 (母) 公司 2019 年一季度经营情况 (亿元, %)	12
图表 23: 上市信托公司净利润增速 (%)	13
图表 24: 上市信托公司净利润增速 (剔除安信信托)	13
图表 25: 当月新增信托贷款情况 (亿元, %)	13
图表 26: 累计新增信托贷款情况 (亿元, %)	13
图表 27: 信托板块历史估值走势	14

日前，信托业协会公布了行业2018年经营数据，上市信托公司也披露了2018年报及2019年一季报。结合几方面数据，我们对上市信托公司的业绩表现作综述分析，同时展望其在下一阶段的发展。

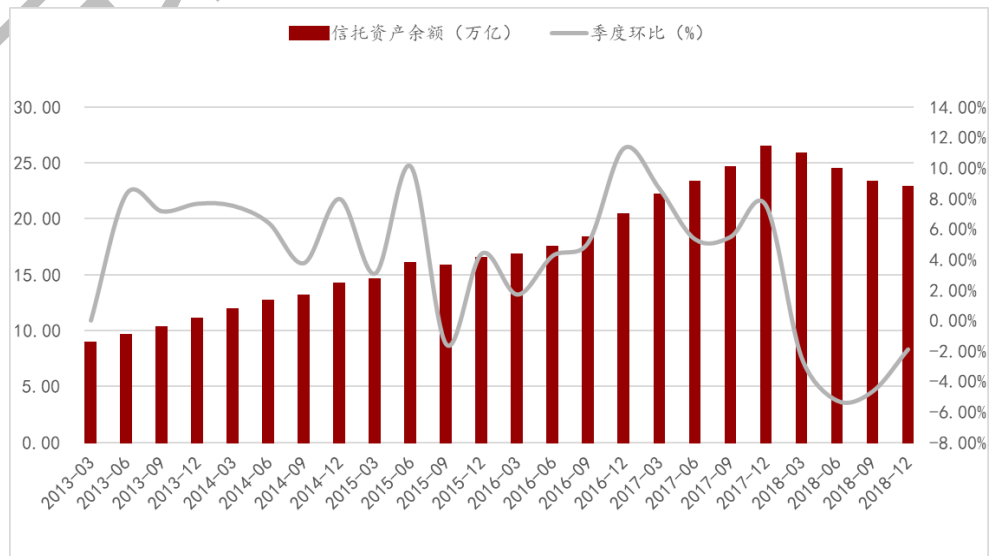
1、信托行业 2018 年经营情况

1.1 资管新规促转型，通道规模受压缩

根据信托业协会披露的行业经营数据，2018年信托行业资产余额大幅收缩，由年初的26.25万亿元降至年末的22.70万亿元，降幅高达-13.50%，为2010年以来首次规模增速转负。资管新规出台的大背景下，监管层持续引导行业去杠杆、去通道，各大信托公司纷纷相应，压缩此前快速扩张的通道业务规模，转型效果显著。

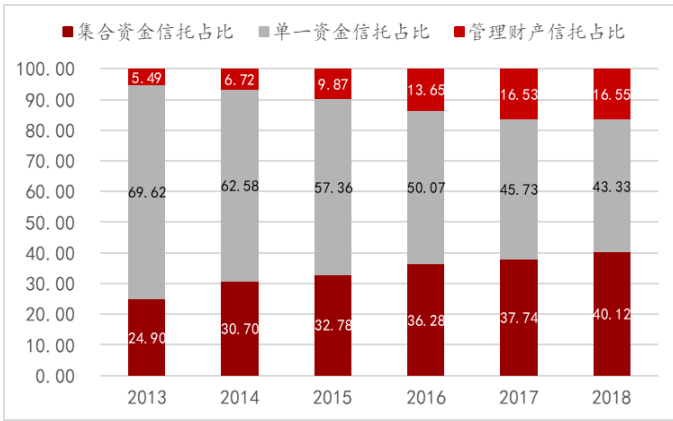
而分季度来看，一/二/三季度信托资产规模分别环比减少0.63/1.34/1.13万亿元，显示资管新规出台后，转型效果立竿见影，通道展业遭遇全方位围堵，行业迅速进入转型阵痛期。而进入第四季度，随着资管新规细则颁布及多项过渡期监管意见出台，部分存量业务处置与新增业务限制得以放宽。一方面对非标投资由全面严控转为有序压缩，部分合规的增量业务重新开闸，另一方面对存量业务采取更宽松的处理措施，允许过渡期内存在一定的灵活度，改变此前一刀切的做法。在此情况下，四季度信托资产规模仅减少0.44万亿元，规模收缩速度趋缓。

图表1：信托业资产余额（季度）



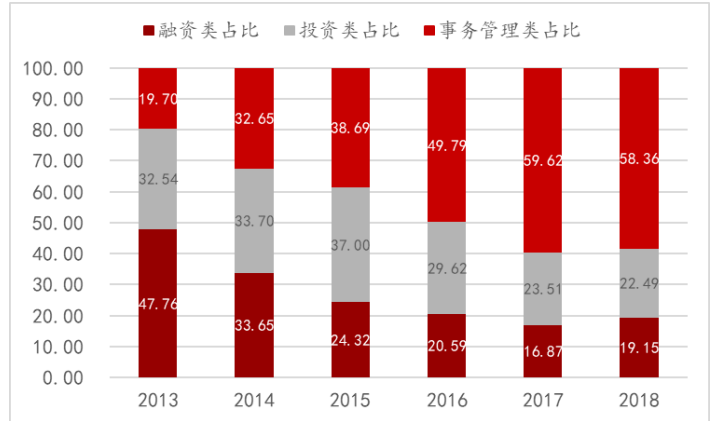
资料来源：信托业协会，万联证券研究所

图表2: 集合、单一、管理财产类产品占比 (%)



资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

图表3: 融资、投资、事务管理类产品占比 (%)



资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

从产品结构来看, 2018年行业去通道导致单一资金信托(主要通道业务产品)规模占比加速下滑2.40bps至43.33%, 而集合资金信托规模提升2.38bps至40.12%, 在连续几年的此消彼长态势下, 预计集合信托将逐步成为信托业第一大业务。与此同时, 管理财产类信托占比也稳步提升至16.55%, 显示行业回归本源的趋势。另一方面, 以融资、投资、事务管理类业务划分, 行业的事务管理类业务占比下滑1.26bps至58.36%, 同样显示转型成效, 而融资、投资类则分别变化2.28bps和-1.02bps。

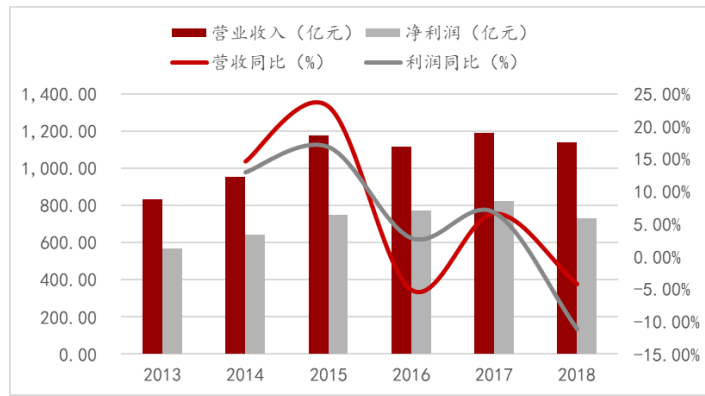
我们认为, 在金融业持续去杠杆与资管新规整顿行业的背景下, 银行资金回表与表外融资萎缩, 包括信托单一资金产品、券商定向资管、基金子公司专户等在内的多种通道均呈规模收缩态势。同时从社融数据看, 全年表外融资渠道中的信托贷款又负增长6901亿, 内外部因素共同作用下, 信托业务规模大幅收缩也在情理之中。

1.2 “以价补量”导致信托业务收入仅小幅下滑

根据信托业协会披露的行业经营数据, 2018年信托业实现营业收入1140.63亿元, 同比下降4.20%, 实现净利润731.80亿元, 同比下降11.20%。在业务体量大幅收缩-13.50%的背景下, 行业营业收入-4.20%的降幅相对有限, 主要原因是信托业务的“以价补量”。从营业收入结构来看, 信托业务收入贡献不但没有下滑, 反而提升甚至提升0.92bps至68.54%, 反映出信托业务整体收入贡献相对持稳。在通道业务规模快速下滑的背景下, 信托市场供需关系发生扭转, 通道类信托业务费率普遍提升, 同时主动管理类信托产品在资金荒的影响下呈利差扩大态势, 行业整体呈现“量跌价升”, 而提升的价格在较大程度上弥补的规模收缩, 形成“以价补量”态势。

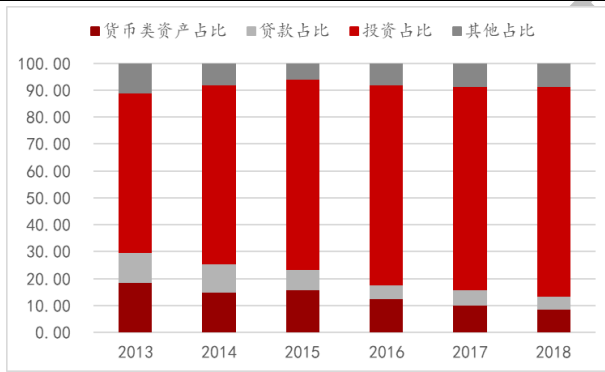
另一方面, 2018年行业净利润呈现较大下滑, 行业投资收益占比下降2.50bps至21.43%, 权益市场宽幅震荡导致信托公司权益类固有业务受到影响, 投资不利拖累行业净利润。从固有业务资产来看, 行业全年实现9.34%的同比增速, 尽管较此前超过20%的年均增速显著回落, 但依旧维持稳健增长。

图表4: 信托业营收与净利润 (亿元, %)



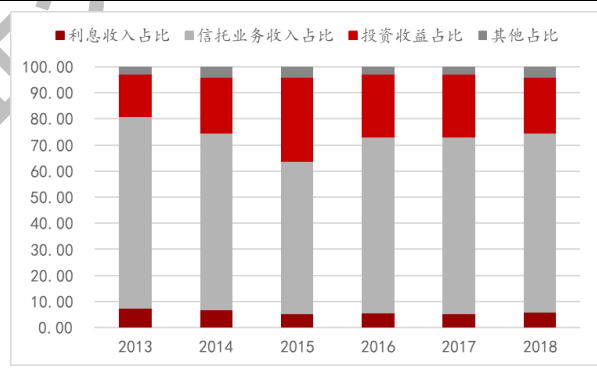
资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

图表5: 信托业收入结构 (%)



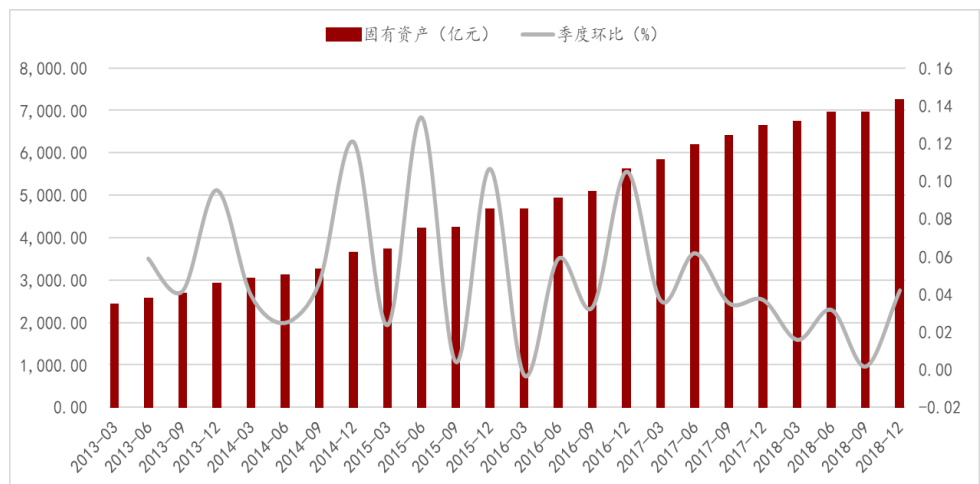
资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

图表6: 固有资产结构 (%)



资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

图表7: 信托业固有资产规模 (季度)



资料来源: 信托业协会, 万联证券研究所

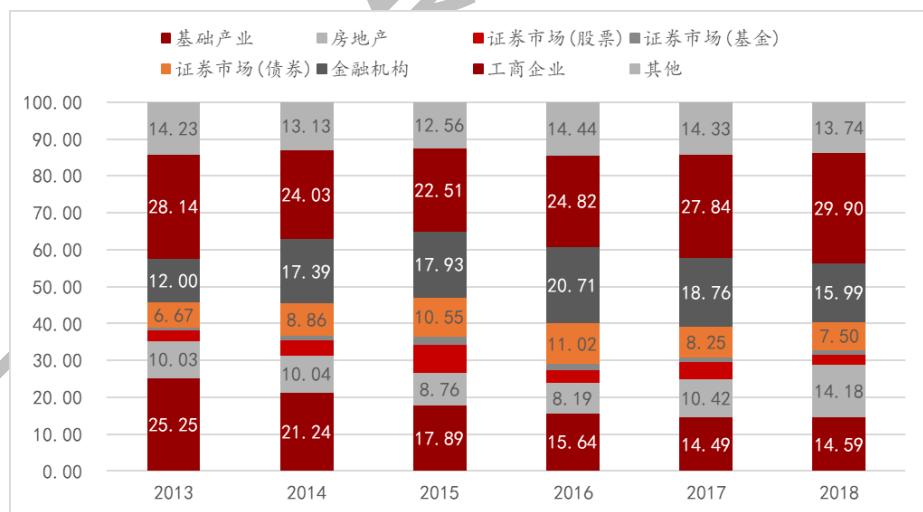
1.3 业务结构调整, 项目风险攀升

业务结构的调整主要体现在两方面, 一是服务实体经济。从信托资金投向上来看, 资产投向工商企业、房地产及基建占比共提升5.92bps, 其中投向房地产占比从去年末10.42%大幅提升3.76bps至14.18%, 为近年新高, 主要原因是对房地产行业融资收紧

使部分融资需求转向信托。此外，投向工商企业的占比也提升2.06bps至29.90%。此外，投向金融机构(-2.77bps)及证券市场(-2.56bps)占比持续下滑，显示资金在金融机构内部空转情况的得以改善，尽管行业整体信托报酬率和收益率有所下滑，但支持实体经济仍是顺应监管、利好行业长期健康发展的大方向。

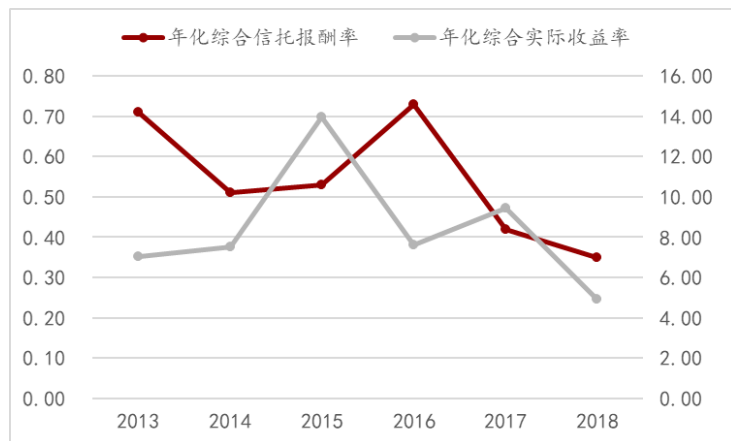
二是慈善、家族信托发展可期。37号文明确了公益(慈善)、家族信托不适用于资管新规相关规定，其发展受到监管鼓励。考虑到两项业务目前均处于成长初期，业务增量空间巨大，有望成为行业新增长点。根据中国慈善联合会公布的数据，2018年我国慈善信托行业发展态势整体良好，新设立的信托财产达11.01亿元，同比增长84.42%，新设立慈善信托79单，同比增长75.56%；同时根据建信信托发布的《中国家族信托白皮书》，截至2018年6月末家族信托已落实配置规模超过300亿元，单数超过800单。

图表8：资金信托余额占比（投向）



资料来源：信托业协会，万联证券研究所

图表9：行业平均年化综合报酬率和实际收益率



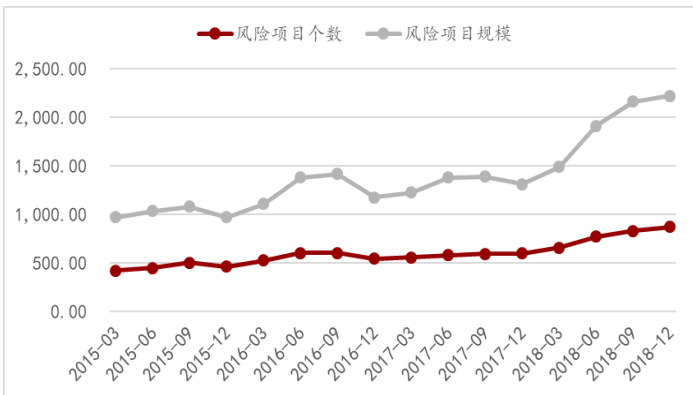
资料来源：信托业协会，万联证券研究所

此外，受市场信用风险攀升影响，行业风险资产规模大增值得关注。2018年末行业风险项目数量高达872个，同比上升45.09%；风险资产规模也升至2221.89亿元，同比上升69.05%，占存续资产余额比例也上升0.48bps至0.98%，达到历史高位。

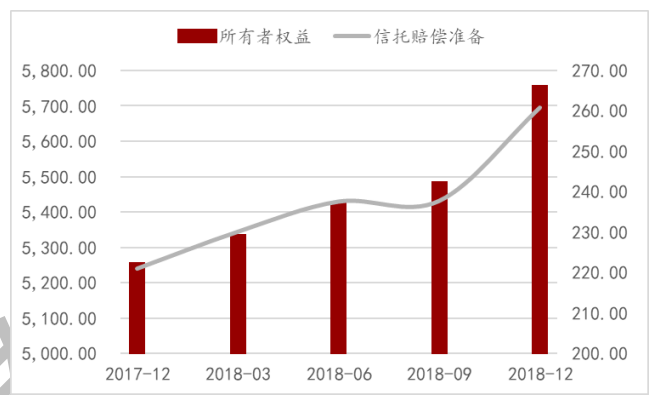
2018年末行业所有者权益较去年末提升9.50%至5,749.30亿元，实收资本提升9.78%至

2,654.15亿元。此外，信托赔偿准备260.71亿元，信托保障基金余额超过1500亿元，较风险资产规模相比仍有较大缺口。

图表10：风险项目规模及数量（亿元）



图表11：所有者权益及信托赔偿准备变化（亿元）



资料来源：信托业协会，万联证券研究所

资料来源：信托业协会，万联证券研究所

2、上市信托公司 2018 年报综述及回顾

2.1 整体领先行业，内部有所分化

行业经营环境影响，上市信托公司2018年业绩表现不及预期。我们以A股主要的8家上市信托公司为样本，统计得出上市母公司在2018年合计实现营业总收入968.59亿元，同比增长4.42%，实现净利润156.37亿元，同比下滑23.09%，归母净资产为2022.23亿元，同比增长10.82%。而从这8家信托公司来看（安信信托和陕国投A两家为整体上市），2018年合计实现营业收入192.59亿元，同比下滑18.29%，净利润80.70亿元，同比下滑37.31%，净资产为1022.15亿元，同比增长12.69%。

值得注意的是，安信信托在2018年受转型阵痛与投资暴雷双重影响，信托业务收入下滑与大额计提减值严重拖累业绩，导致净利润转亏。剔除安信信托的影响后，剩余7家信托公司在2018年净利润平均增速为7.58%，显著优于行业整体-11.20%增速，延续此前上市信托公司相对行业的优势。

图表12：上市信托（母）公司2018年经营情况（亿元，%）

		营业总收入	18营收同比	归母净利润	18净利同比	归母净资产	18净资产同比
600816.SH	安信信托	2.05	-96.34%	-18.33		120.12	-25.81%
000563.SZ	陕国投A	10.27	-10.71%	3.19	-9.30%	104.15	31.32%
600643.SH	爱建集团	26.54	13.70%	11.58	39.57%	96.34	36.35%
000666.SZ	经纬纺机	101.96	3.99%	7.83	-34.73%	83.55	9.43%
600705.SH	中航资本	138.67	26.63%	31.66	13.74%	277.09	19.11%
600390.SH	五矿资本	128.90	-3.94%	22.49	-9.18%	325.01	3.71%
002608.SZ	江苏国信	221.35	9.56%	25.56	17.27%	242.18	37.90%
000617.SZ	中油资本	338.86	15.63%	72.38	5.78%	773.80	8.23%
	合计	968.59	4.42%	156.37	-23.09%	2,022.23	10.82%
	合计（剔除安信信托）	966.55	10.88%	174.70	4.83%	1,902.11	14.38%

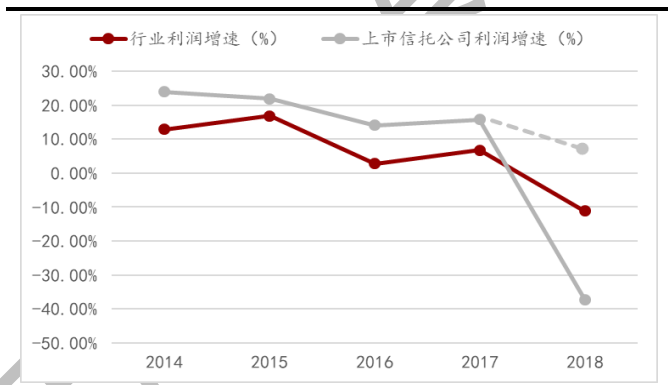
资料来源：公司财报，万联证券研究所

图表13: 上市信托公司2018年经营情况 (亿元, %)

上市母公司	信托公司	营业总收入	18营收同比	净利润	18净利同比	净资产	18净资产同比
安信信托	安信信托	2.05	-96.34%	-18.33	-18.33%	120.12	-25.81%
陕国投A	陕西省国际信托	10.27	-10.71%	3.19	-9.30%	104.15	31.32%
爱建集团	上海爱建信托	20.29	23.85%	11.15	28.71%	64.89	44.29%
经纬纺机	中融国际信托	58.89	-9.86%	20.66	-24.81%	185.20	9.12%
中航资本	中航信托	33.99	15.58%	18.47	13.41%	117.94	21.02%
五矿资本	五矿国际信托	29.33	37.19%	17.20	47.24%	123.62	8.64%
江苏国信	江苏省国际信托	22.70	13.52%	18.57	14.80%	177.91	56.36%
中油资本	昆仑信托	15.07	-4.49%	9.78	18.60%	128.33	1.78%
合计		192.59	-18.29%	80.70	-37.31%	1,022.15	12.69%
合计 (剔除安信信托)		190.54	5.99%	99.02	7.58%	902.03	21.06%

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 上市信托公司净利润增速整体领先行业



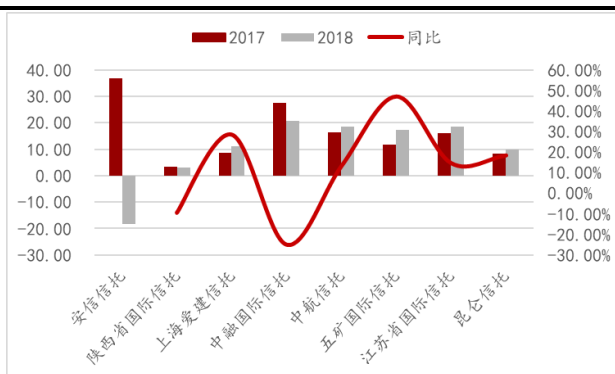
资料来源: wind, 万联证券研究所

注: 虚线部分为剔除安信信托后的利润增速

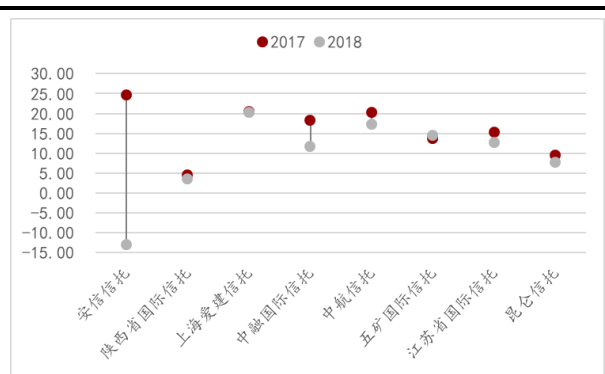
上市信托公司内部的业绩分化较为明显。从业绩表现来看,五矿国际信托(+47.24%)和上海爱建信托(+28.71%)优势明显,而老牌龙头安信信托(转亏)、陕国投(-9.30%)和中融国际信托(-24.81%)表现则不及预期。其中安信信托受固有业务亏损(印记传媒)以及信托业务报酬率下降影响,净利大幅亏损18.33亿元。

从盈利能力来看,2018年上海爱建信托、中航信托和五矿国际信托的ROE表现显著领先同业,分别为20.30%、17.15%和14.49%,其中爱建信托和五矿信托的ROE分别同比变化-0.01bps和0.82bps,显示其受行业经营环境变化的影响有限,业务发展稳健。而另一方面,安信信托ROE则相应下滑37.53bps至-13.00%,其在2017年曾以24.53%的水平处于领跑地位。

图表15: 上市信托公司净利润表现 (亿元, %)



图表16: 上市信托公司ROE表现 (%)



资料来源：公司财报，万联证券研究所

资料来源：公司财报，万联证券研究所

2.2 业务结构持稳，信托业务收入扩张

从收入结构来看，上市信托公司业务结构整体平稳，信托业务、投资业务收入小幅上升，而利息净收入下滑明显。

1) 2018年7家信托公司（剔除安信信托）的信托业务收入为125.12亿元，同比增长5.37%，表现优于信托行业平均水平（-2.90%），显示上市信托公司在通道压缩和非标整改领域相对行业具有明显优势，转型领先的情况下信托业务收入实现逆势扩张。

2) 7家上市信托公司投资收益（含公允价值变动损益）为84.27亿元，同比增长3.21%，在权益市场大幅回落的情况下表现相对稳健。

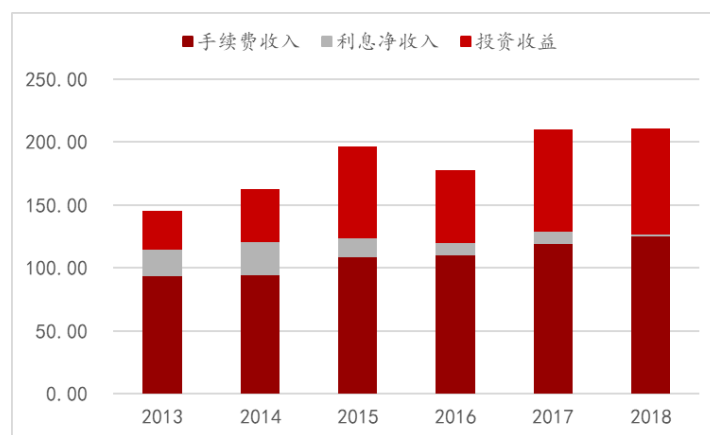
3) 利息净收入则仅为1.60亿元，同比大幅下滑至83.50%。我们判断是信托公司普遍增加信托保障基金资金拆借，导致利息支出快速增加所致。另一方面，上市信托在资产端布局更加倾向于自营投资而非贷款，使得利息净收入和投资收益呈此消彼长态势。

图表17：上市信托公司2018年收入结构（亿元，%）

	18手续费收入	同比	18利息净收入	同比	投资收益	同比
安信信托	15.60	-70.46%	0.14	-88.96%	-6.83	
陕西省国际信托	9.79	-1.20%	0.74	375.49%	1.28	-33.01%
上海爱建信托	18.64	25.50%	-0.50	-325.18%	2.27	44.25%
中融国际信托	23.66	-23.05%	3.15	-0.22%	11.46	-16.85%
中航信托	29.32	10.88%	-0.97	1620.84%	5.65	86.81%
五矿国际信托	23.93	32.54%	-1.69	-513.64%	6.93	138.06%
江苏省国际信托	11.07	10.52%	-0.15	-521.92%	11.78	18.46%
昆仑信托	8.73	-0.04%	0.14	-52.79%	6.17	-8.34%

资料来源：wind，万联证券研究所

图表18：上市信托公司收入结构变化（亿元）



资料来源：公司财报，万联证券研究所

2.3 信托业务：逆势扩张，量价稳健

2018年上市信托公司信托业务收入逆市增长主要还是主动管理业务规模提升和综合信托报酬率持稳所致。随着转型持续深入，通道压缩对上市信托公司的业绩影响正在边际减弱。

2.3.1 规模：整体规模下行但主动管理占比提升

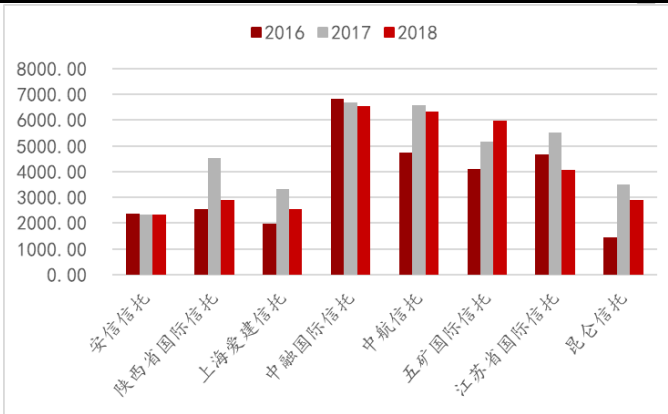
截至2018年末，7家上市信托公司信托管理规模大幅下降10.69%至33610.55亿元，主

要原因是被动管理规模持续压缩。2018年严监管下行业通道规模不断压降，上市信托公司被动管理规模平均下降24.75%，与行业降幅基本一致。

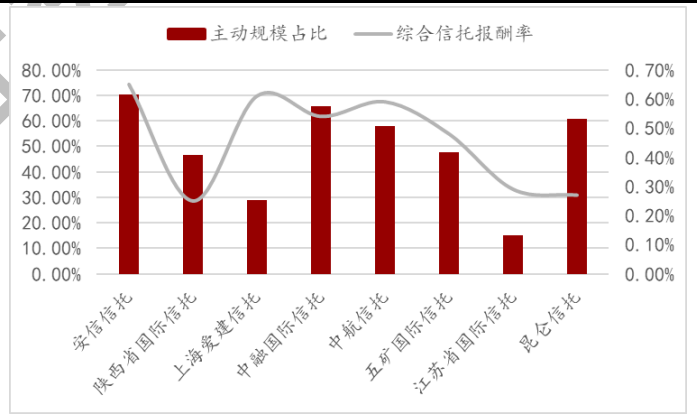
但与此同时，主动管理规模快速崛起，年内增长8.74%至15268.95亿元，主动业务占比也提升9.06bps至48.82%，业务结构持续优化。预计主动管理规模的快速提升主要有两方面原因，资产端来看2018年地产投资增速持续回升，叠加上半年资金面偏紧，资产端需求相对较强，利于信托主动规模扩张；而资金端来看，尽管资管新规引导的“期限匹配”和“净值化”转型方向不变，但其产生的影响好于预期，银行代销、信托公司直销对信托资金端的贡献力度依旧。

横向比较来看，五矿国际信托、上海爱建信托和中航信托主动管理业务扩张较快，同比规模增速分别为106.25%、27.59%和24.76%，转型效果较为突出。从主动管理规模占比看，中融国际信托、昆仑信託和中航信托处于优势地位，占比分别为65.55%、60.68%和57.78%，此外安信信托（70.26%）依旧领跑行业。

图表19：上市信托公司受托资产规模变化（亿元）



图表20：上市信托公司主动管理占比及报酬率比较（%）



资料来源：公司财报，万联证券研究所

资料来源：公司财报，万联证券研究所

2.3.2 费率：主动管理规模占比提升带动报酬率上行

7家上市信托公司2018年平均综合信托总报酬率为0.43%，小幅下滑0.03bps。2018年市场持续宽幅震荡、期限错配项目整改的背景下，预计信托公司主动管理报酬率有所下滑。但整体而言，主动管理报酬率仍大幅高于被动业务报酬率，因此主动业务占比提升也导致综合信托报酬率下滑幅度有限。

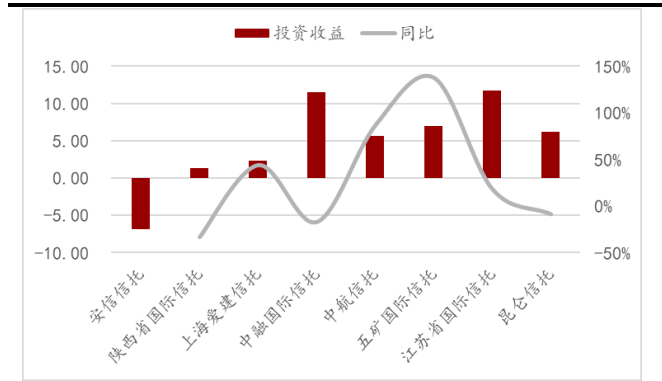
横向比较来看，中航信托、五矿国际信托、江苏省国际信托报酬率并未明显下滑，变化幅度分别为0bps、0.06bps和0.16bps。而从绝对数值来看，上海爱建信托（0.61%）、中航信托（0.59%）和中融国际信托费率水平居于前列，此外安信信托（0.65%）依旧领跑。

2.4 固有业务：权益市场回撤拖累自营收益率

7家上市信托公司投资收益（含公允价值变动损益）为84.27亿元，同比增长3.21%。但考虑到市场持续下跌的因素，投资收益率下滑明显，自营投资规模扩张是支撑投资收益小幅上行的原因。

具体而言，二级市场配置相对较高的陕国投（1.28%）、上海爱建信托（2.27%）投资收益表现较为落后；中融国际信托（11.46%）和江苏国际信托（11.78%）联营子公司贡献较大增量利润，驱动投资收益走高；中航信托（5.65%）、五矿国际信托（6.93%）和昆仑信託（6.17%）自营盘配置相对均衡，预计以信托等固收类产品为主，表现相对平稳。

图表21: 固有业务投资收益 (亿元, %)



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

3、上市信托公司 2019 年一季报综述及展望

3.1 市场回暖, 业绩大幅反弹

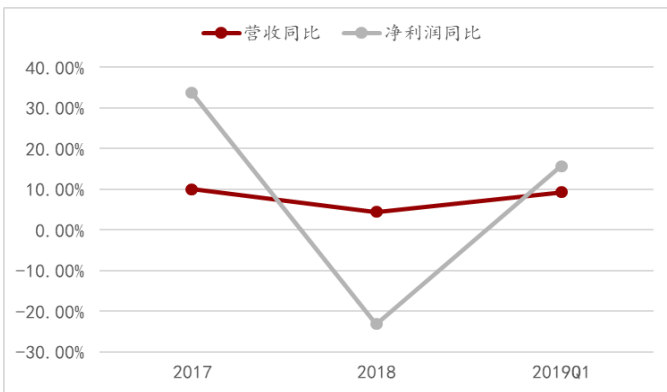
2019年一季度来看, 行业经营环境边际改善, 上市信托公司业绩呈显著反弹趋势。由于信托公司不单独公布一季度经营数据, 我们仅以上市母公司为分析样本, 8家公司在2019年一季度合计实现营业总收入251.39亿元, 同比增长9.32%, 实现净利润60.27亿元, 同比增长15.77%, 归母净资产为2,098.17亿元, 同比增长12.33%。而如果剔除安信信托, 7家上市母公司营收、净利润和净资产三项增速指标更是分别达到14.97%、37.71%和14.61%, 显示强劲反弹趋势。综合而言, 上市信托公司在2019年一季度的业绩反弹主要源自信托业务和自营投资同步改善。

图表22: 上市信托(母)公司2019年一季度经营情况 (亿元, %)

		营业总收入	19Q1营收同比	归母净利润	19Q1净利同比	归母净资产	19Q1净资产同比
600816.SH	安信信托	5.29	-66.75%	3.12	-70.44%	128.13	-13.97%
000563.SZ	陕国投A	5.50	102.94%	2.42	97.75%	105.76	31.74%
600643.SH	爱建集团	8.57	86.03%	2.64	48.94%	99.33	11.24%
000666.SZ	经纬纺机	26.53	52.45%	1.82	35.51%	85.37	11.27%
600705.SH	中航资本	39.50	26.48%	7.86	-0.84%	289.02	19.85%
600390.SH	五矿资本	37.81	68.31%	10.31	89.87%	335.93	5.38%
002608.SZ	江苏国信	48.42	-12.16%	11.05	148.35%	254.04	41.08%
000617.SZ	中油资本	79.79	-0.92%	21.05	8.74%	800.60	9.28%
	合计	251.39	9.32%	60.27	15.77%	2,098.17	12.33%
	合计(剔除安信信托)	246.11	14.97%	57.15	37.71%	1,970.04	14.61%

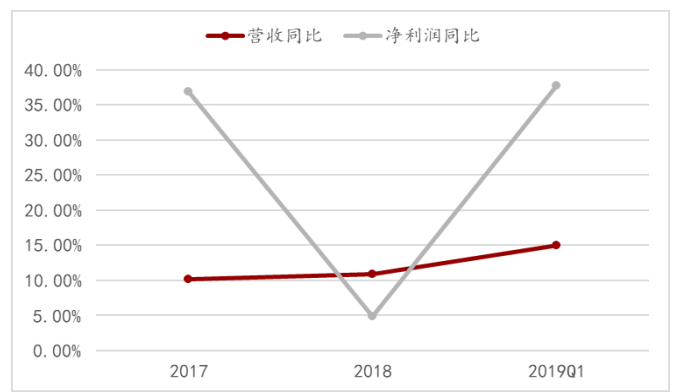
资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表23: 上市信托公司净利润增速 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表24: 上市信托公司净利润增速 (剔除安信信托)



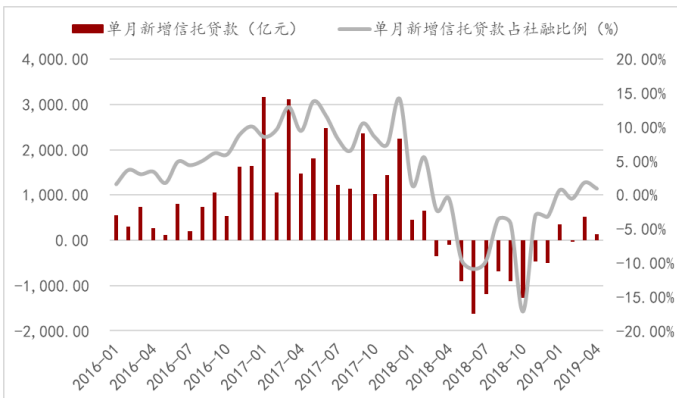
资料来源: wind, 万联证券研究所

3.2 监管边际放松, 社融信托贷款回暖,

行业经营环境向好主要有两方面原因, 一方面是二级市场快速回暖带动固有业务表现, 同时部分大额计提减值获得转回; 另一方面则是监管边际放松导致社融信托贷款回暖。进入2019年, 随着监管层重申银子的功能性, 信托监管呈现边际放松迹象, 新增信托贷款余额也迅速由负转正, 1月大增345.02亿元, 2月受春节效应营销小幅减少37.01亿元, 但3月和4月分别增长528.25亿元和129.00亿元, 同比大幅增长248.01%和236.91%。而2019年累计新增信托贷款占社融比例也随着转正, 4月已经回升至1.01%, 此前2018下半年持续收负。

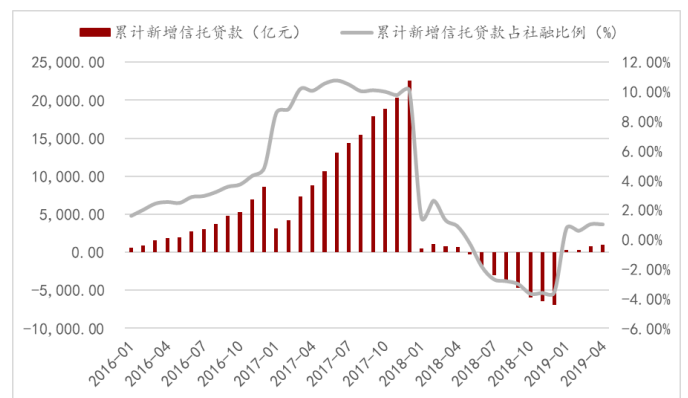
我们认为, 尽管下年到期压力加大可能导致信托贷款有所承压, 但在监管边际放松和信用持续改善的大背景下, 非标降幅将延续放缓趋势, 信托行业景气度将有望持续上行, 上市信托公司或将率先受益, 延续业绩反弹趋势。

图表25: 当月新增信托贷款情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表26: 累计新增信托贷款情况 (亿元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

4、投资观点

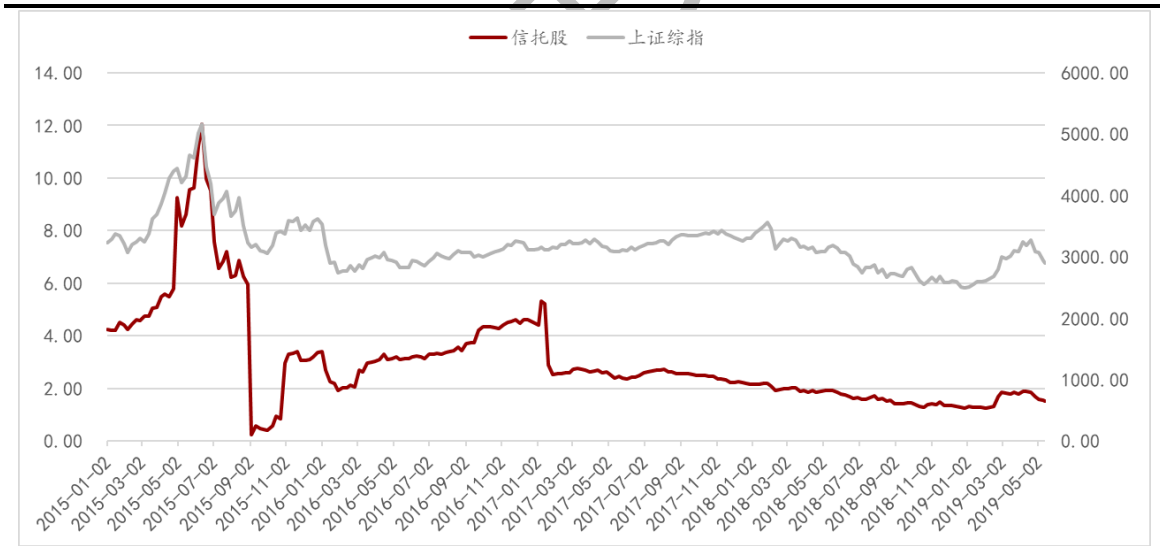
2019年以来信托贷款净新增数据亮眼, 上市信托公司有望率先受益, 信托业务资产、资金两端同步转好。资产端来看, 一方面宽货币向宽信用传导效率不断提升, 房地产、基建等领域快速回暖, 信托融资需求回升。另一方面宏观经济、金融数据持续改善, 基本面下行压力缓和, 导致信托主动投放意愿增强。资金端来看, 货币政策整体宽松,

资金面较为宽裕。在此背景下，信托收益率相较银行理财、货基等收益率仍有明显优势，对资金具有较强的吸引力。此外，上市信托公司直销队伍不断扩容，降低对银行渠道的依赖度有所降低，资金端扩张可期。

而从政策方面来看，资管新规后不合规业务已经获得极大清理、整改，对于其他合规、且符合支持实体经济要求的业务而言，整顿压力较为有限。而此前市场关于公募信托放开的讨论也一度成为热点，尽管当前政策仍未落地，但大资管下的统一要求，信托门调整确实存在较大的可能性，同时也能匹配净值化管理转型趋势。综合而言，监管要求的变化利好信托行业中长期发展。

投资建议方面，监管边际放松驱动信托业景气度上行，叠加地产、基建投资企稳以及资金面松紧适度，主动管理业务规模扩张有望助力上市信托公司展现靓丽业绩。同时考虑到目前信托板块平均PB为1.65倍，远低于2015年以来年中枢的3.06倍，安全边际较高，具备较高的投资价值。标的方面，重点推荐近年业绩持续高增速、主动管理业务增速领先的爱建集团（600643.SH）。

图表27：信托板块历史估值走势



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：信托股估值取8家上市信托公司均值

5、风险提示

非标监管力度超预期、宏观经济下滑导致社融需求不振、行业主动管理业务增长不及预期。

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年05月16日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		18A	19E	20E			18A	19E	20E		
600643.SH	爱建集团	0.71	0.81	0.94	5.94	10.19	14.27	12.52	10.82	1.72	增持

资料来源：wind，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场