

信托景气上行，租赁息差向好

——多元金融行业 2019 年中期投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 06 月 27 日

投资要点：

● 信托行业：投资企稳，监管偏暖，景气度迎上行

进入 2019 年，随着宽信用传导逐步完成，国内固定资产投资增速整体向好，同时考虑专项债新政支持下较强的基建加码预期，长周期来看信托主动管理规模增速中枢有望逐步上移，带动行业景气度上行。下半年货币政策周期和金融监管周期仍是主导信托行业阶段性发展的核心因素。货币政策周期来看，当前货币政策松紧适度，流动性环境对信托资金端的影响较为中性，但后续降息预期可能通过传统融资渠道对信托产生挤压影响。金融监管方面，自资管新规细则颁布以来，监管层不断释放边际宽松信号，信托作为影子银行的功能性也被重申，行业有望受益监管超预期放松，在 2019 年实现主动管理规模扩张与通道收缩放缓。此外，综合考虑信托固有业务的改善趋势，预计上市信托公司将迎来业绩估值双修复。

● 租赁行业：市场+政策共振，息差稳健向好

当前我国租赁市场呈现“高增长+低渗透”的特质，伴随着租赁模式的普及与渗透，市场潜在空间将被打开。另一方面，2014 年以来政策环境向好，扶持政策不断出台。在市场与政策的双重驱动下，租赁行业同样迎来景气度上行。基本面来看，2019 年上市租赁公司生息资产有望稳健扩张，资产端比较优势也将延续，维持较高收益率水平，同时资金端在利率下行的趋势下将先于资产端调整，边际利好净息差走扩。此外，行业资产质量风险整体可控，而统一监管的新格局有望出清部分壳公司、纯通道公司，提升行业集中度，资产负债两端具有优势的头部公司将取得市占率提升。

● 其他子行业：创投、AMC、征信各有机会

1) 创投行业：行业逐渐步入专业化发展阶段，在马太效应的引导下，市场份额将快速向头部机构集中。2019 年科创板设立对于行业构成长期利好，有助于头部机构完善资金退出渠道，加快收益兑现节奏，实现业绩边际改善。2) 2019 年银行资产端压力不减的情况下，供给侧改革与债转股政策的逐步推进将持续为 AMC 行业带来增量业务。3) 征信行业：互联网金融和消费信贷的高速增长都为我国征信行业提供广阔发展空间，随着征信业务牌照的逐步放开，行业将进入高速发展期，部分互金机构已经率先入场布局。

● 个股推荐：爱建集团（600643.SH）、江苏租赁（600901.SH）

● **风险提示：**中美贸易摩擦不确定性增加；宏观经济下行压力加剧；影子银行金融监管超预期；信托违约暴雷问题超预期；权益市场波动加剧导致投资收益持续下滑

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
江苏租赁	0.43	0.52	0.60	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 06 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20190625_行业周观点_AAA_非银金融行业周观点(6.17-6.23)

万联证券研究所 20190619_行业快评_AAA_上市险企 2019 年 5 月保费数据跟踪_平安个险新单恢复稳健增长

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、多元金融发展可期.....	5
2、信托行业：投资企稳，监管偏暖，景气度迎上行.....	5
2.1 2019H1 信托股先扬后抑.....	5
2.2 基本面边际变化.....	5
2.2.1 量：被动收缩放缓，主动扩张修复.....	5
2.2.2 价：信托报酬率企稳回升.....	6
2.2.3 到期压力将有所凸显.....	7
2.2.4 风险率攀升，准备金基本覆盖.....	7
2.2.5 上市公司 2019Q1 业绩反转.....	8
2.3 探究信托景气度驱动因素.....	9
2.3.1 信托业务表现决定 ROE.....	9
2.3.2 主动管理规模增速主导业绩增速.....	10
2.3.3 分周期看主动管理规模增速的驱动因素.....	11
2.4 展望：投资向好+监管边际放松.....	13
2.5 投资建议：绩优个股有望估值修复.....	15
3、租赁行业：市场+政策共振，息差稳健向好.....	16
3.1 经营环境向好，成长空间巨大.....	16
3.1.1 国际：仅次于美国，高增长+低渗透.....	16
3.1.2 国内：四阶段发展，重回正轨迎机遇.....	17
3.2 基本面边际变化.....	19
3.2.1 行业规模稳定增长，上市公司业绩向好.....	19
3.2.2 资产端：生息资产扩张，部分受益于社融挤出效应.....	20
3.2.3 资产端：收益率稳定，议价优势仍在.....	21
3.2.4 资金端：利率下行，边际利好净息差走扩.....	21
3.2.5 不良率平稳，风险整体可控.....	22
3.2.6 统一监管提升集中度，龙头显优势.....	23
3.3 投资建议：推荐 A 股唯一纯正金租标的.....	23
4、其他子行业：创投、AMC、征信各有机会.....	24
4.1 创投行业：科创东风助力行业发展.....	24
4.2 AMC：根植资产质量问题，受益政策红利.....	26
4.3 征信：广阔应用场景带来巨大发展机遇.....	28
5、投资建议汇总.....	29
6、风险提示.....	30

图表目录

图表 1: 2019 年至今信托股走势先扬后抑	5
图表 2: 信托股涨幅较为分化 (%)	5
图表 3: 信托行业规模下滑趋势逐步企稳 (万亿元)	6
图表 4: 传统融资类信托占比企稳回升 (%)	6
图表 5: 综合信托报酬率企稳回升	7
图表 6: 2019 信托到期规模先降后升	7
图表 7: 新增信托规模的两波高峰期	7
图表 8: 总风险率快速上升	8
图表 9: 风险项目规模快速攀升, 行业准备金基本覆盖	8
图表 10: 上市信托公司净利润增速 (%)	9
图表 11: 上市信托公司净利润增速 (剔除安信信托)	9
图表 12: 上市信托公司 2019Q1 经营情况 (亿元, %)	9
图表 13: 信托业务收入占比依旧远超固有业务	10
图表 14: 信托业务收入驱动 ROE 变化	10
图表 15: 量: 主动管理业务规模占比开始反弹	10
图表 16: 价: 主/被动管理业务报酬率差距较大	10
图表 17: 主动管理规模增速与信托业务收入增速高度趋同	10
图表 18: 基建+地产+工商企业投向占比基本超过 55%	11
图表 19: 固定资产投资增速和主动管理增速趋同	12
图表 20: 双周期共振走势	13
图表 21: 固定资产投资显示企稳迹象 (%)	13
图表 22: 累计新增信托贷款回升 (%)	14
图表 23: 累计新增集合信托规模反弹	14
图表 24: 信托板块历史估值走势	15
图表 25: 爱建集团个股盈利预测与估值	15
图表 26: 亚洲业务量全球份额稳步提升 (%)	16
图表 27: 中国市场贡献主要增量 (十亿美元)	16
图表 28: 中国租赁渗透率远低于其他发达国家 (%)	16
图表 29: 全球租赁市场 TOP 10 明细	17
图表 30: 中国融资租赁市场四阶段发展历程	18
图表 31: 《关于加快融资租赁业发展的指导意见》四项主要任务	18
图表 32: 《关于加快融资租赁业发展的指导意见》五条政策措施	18
图表 33: 租赁公司分析框架	19
图表 34: 租赁合同持续高增长, 近年增速逐步放缓	20
图表 35: 上市租赁公司业绩平稳快速增长	20
图表 36: 应收融资租赁款持续高增长	20
图表 37: 2018 年社融 (非标) 下滑后, 2019 逐步企稳	20
图表 38: 2018 上市公司生息资产收益率整体稳定 (%)	21
图表 39: 2018 年下半年银行贷款供给逐渐由紧转松	21
图表 40: 市场利率整体下行, 2019 资金端成本有望向好	22
图表 41: 净息差整体平稳, 公司分化, 2019 年有望走扩	22
图表 42: 不良率整体平稳	22
图表 43: 拨备覆盖率充足	22

图表 44: 三类租赁公司迎统一监管	23
图表 45: 外资公司数量飙升	23
图表 46: 江苏租赁历史估值走势	24
图表 47: 江苏租赁盈利预测与估值	24
图表 48: 股权、创业私募家数快速上升后企稳	25
图表 49: 股权、创业私募管理基金数目整体上行	25
图表 50: 股权、创业投资私募实缴资本稳步扩张 (亿元)	25
图表 51: 创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制	25
图表 52: 商业银行不良贷款余额及不良率持续上行	26
图表 53: 商业银行拨备覆盖率和贷款拨备率相对稳定	27
图表 54: 2019Q1 周期行业杠杆率仍有调整空间	27
图表 55: 消费信贷规模与占比持续提升	29
图表 56: 互金消费金融交易额快速提升	29

万联证券

1、多元金融发展可期

近年来宏观经济周期性下行压力加剧，实体经济承压和银行惜贷问题较为严重，部分实体企业因此将融资需求逐步转向非银金融机构，大量转型而来的多元金融机构应运而生，也带来了新的非银板块投资机会。

在多元金融子板块中，我们认为2019年下半年最具配置价值的是信托和租赁两个行业。两者均属于朝阳行业，一方面相较于欧美成熟市场仍有巨大成长空间，另一方面在政策周期驱动下行业景气度有望上行，在当前特殊的经济大环境下具有较大发展机会。除此以外，我们也建议关注符合科创转型主基调的创投行业，不断受益政策倾斜的不良资产处置（AMC）行业、处于金融科技前沿的征信行业。

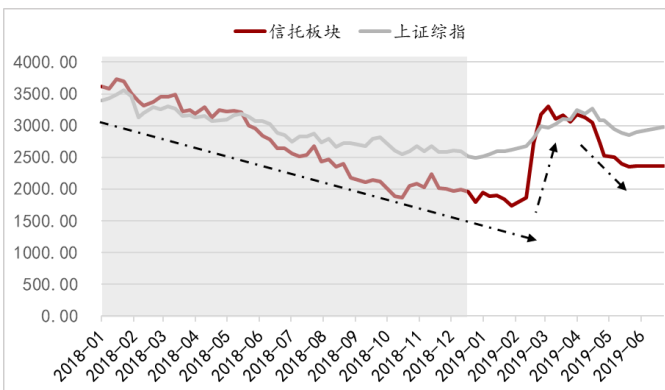
2、信托行业：投资企稳，监管偏暖，景气度迎上行

2.1 2019H1信托股先扬后抑

从整体走势来看，2018年至今信托股的走势与大盘基本一致，呈现金融股周期性特征，但同时也表现出更大的股价弹性，主要是受行业业绩及社融非标波动的影响。具体而言，信托股在2018年经历大幅回调后，在2019Q1迎来估值修复行情，取得显著超额收益，但进入2019Q2，行业指数再度掉头向下，跑输大盘。信托股在2019H1先扬后抑的原因如下：1) 个股普遍超跌 + 监管边际放松 + 信托贷款反弹 → 估值修复行情；2) 年报业绩低迷 + 社融向好不及预期 + 市场整体下行 → 前期涨幅过大的个股引领板块回调。

信托个股则表现分化，先冲高后调整的情况下，陕国投A（67.5%）、五矿资本（36.9%）和中航资本（28.3%）的涨幅领先大盘，其余个股涨幅有限，其中安信信托（13.5%）快速上涨后出现大幅回调，而爱建集团（14.7%）、江苏国信（11.5%）等呈滞涨表现。

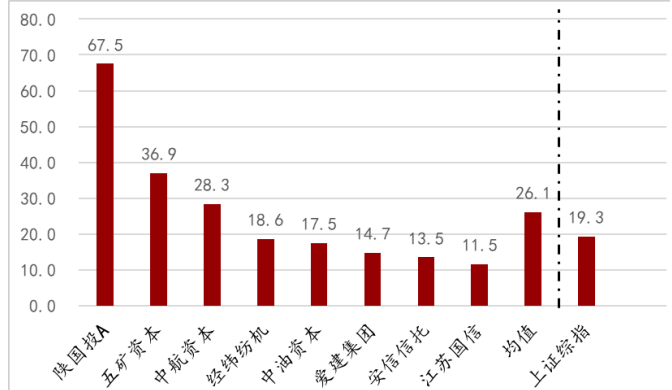
图表1：2019年至今信托股走势先扬后抑



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截止2019年6月26日

图表2：信托股涨幅较为分化（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截止2019年6月26日

2.2 基本面边际变化

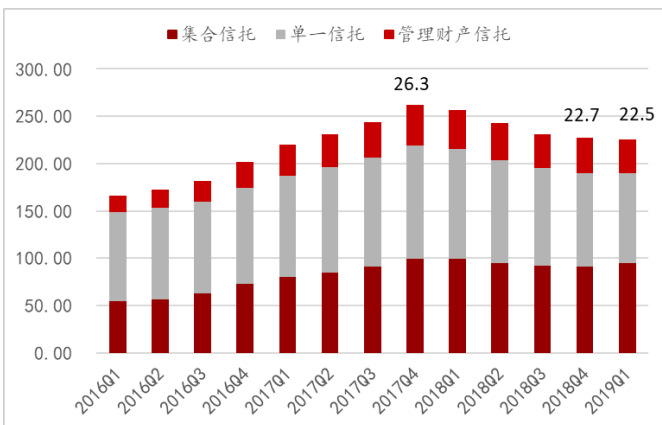
2.2.1量：被动收缩放缓，主动扩张修复

“去通道”压力弱化，被动管理规模收缩趋缓。近两年来信托资产规模呈快速下降趋势，已经由2017Q4顶峰的26.3万亿元降至2018Q4的22.7万亿元，主要原因在于《资管新规》引导下去行业不断推进“去通道”进程。但随着2018年末以及2019年初监管层重申影子银行功能性，释放边际放松信号，被动管理规模收缩趋势明显缓和。2019Q1

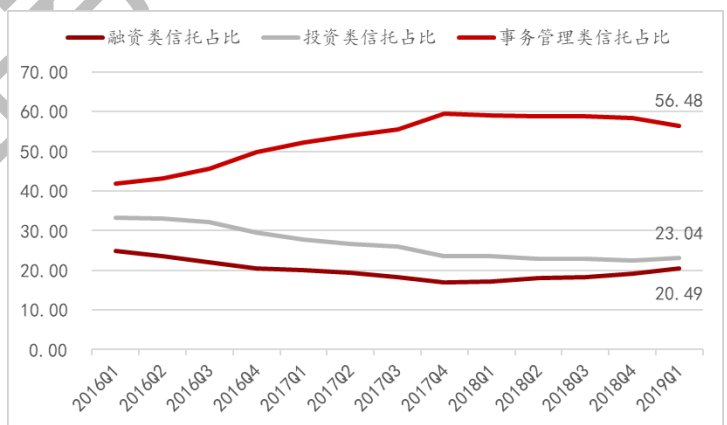
来看，单一资金信托（以被动管理业务为主）规模环比降幅回落至3.07%，导致信托资产规模仅下滑0.71%，下行明显趋缓，反映“去通道”压力正在边际弱化，全年被动管理规模有望维持企稳状态。

主动管理规模增速开启修复。另一方面来看，集合资金信托（以主动管理业务为主）规模在2019Q1环比增长4.19%，对比此前连续三个季度（-4.10%/-2.86%/-1.43%）的负增长期间显著改善。考虑到集合信托中亦包含部分被动业务，我们同时分析业务投向予以佐证。在融资类、投资类和事务管理类三类信托中，前两者可以在较大程度上反映主动业务投向。从投融资两类来看，投资类信托占比环比提升55BPs，主要是一季度二级市场回暖带动证券投资类产品规模扩张所致；而融资类信托更是环比大幅提升134BPs，体现基建和地产投资增速企稳回升对于融资类信托业务的提振作用。综合而言，集合信托和投融资信托同步向好，信托主动管理业务有望重启扩张。

图表3：信托行业规模下滑趋势逐步企稳（万亿元）



图表4：传统融资类信托占比企稳回升（%）



资料来源：中国信托业协会，wind、万联证券研究所

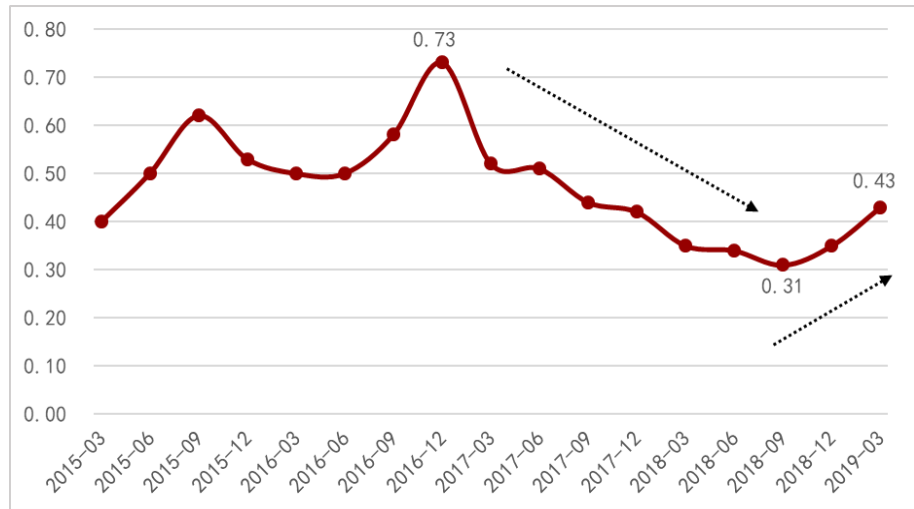
资料来源：中国信托业协会，wind、万联证券研究所

2.2.2价：信托报酬率企稳回升

近年来报酬率持续下滑，主动管理利差收窄是主因。2016年末以来，行业综合信托报酬率进入下行通道，已经由当时高峰的0.73%降至2018Q3的0.31%。就原因而言，我们认为通道费率近年来基本持稳，而主动管理利差的收窄才是拖累综合报酬率的主要因素。一方面，2016Q3以后，受到银行理财新规的出台预期影响，基金子公司、券商资管的通道业务受到限制，通道资金回流信托，导致信托公司在通道业务中的议价能力提升，费率已经企稳回升（1-3%水平）。另一方面，行业主动管理费率则有所承压，主要受到三方面因素影响：1）宏观经济下行压力叠加去杠杆进程导致融资类投放项目收益率下滑；2）资管新规禁止资金池运作，随着老产品到期、新产品整改，期限错配溢价基本消除；3）部分存量信托产品到期时的结算回报率未达预期，形成报酬率损耗。

近两个季度报酬率明显企稳回升。当前来看，信托报酬率已经于2018Q3见底企稳，并在2019Q1回升至0.43%，原因在于行业主动管理转型深化的背景下，信托行业投融资信托项目占比不断提升，2019Q1已经升至43.5%（环比+190BPs），从而拉高整体报酬率。同时，一季度宏观经济下行压力边际缓和叠加二级市场小幅回暖，也在一定程度上提振了投融资产品的收益率。在报酬率明显企稳的态势下，同时考虑2018年新成立融资业务的息差扩张效应或将在2019年下半年有所体现，预计全年主动业务报酬率有望延续升势。

图表5：综合信托报酬率企稳回升



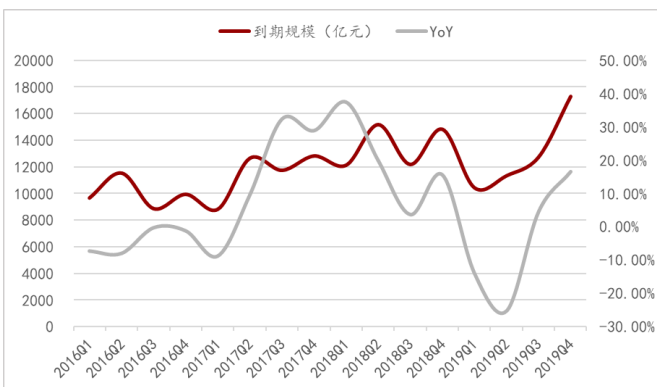
资料来源：国信托业协会，wind、万联证券研究所

2.2.3 到期压力将有所凸显

2019年到期规模先降后升，下半年到期压力凸显。信托业协会数据显示，2019Q1-Q4到期信托规模分别为1.04/1.13/1.27/1.73万亿元，同比降幅分别为-13.95%/-25.26%/4.59%/16.60%，呈现先降后升趋势，到期压力将在下半年凸显。考虑到信托产品期限一般为1-2年，2016Q3开始回流信托的资金带来的到期高峰已经过去，而当前到期压力来自2017Q3-Q4前后新发的产品，大多是“委贷新规”前后非标回流的信托通道业务。

到期压力之下，关注违约风险攀升问题。事实上，从2019年5月起兑付压力已经有所显露，信托违约事件陆续出现。中泰信托已经4款信托产品做出展期或者延期兑付的决定；安信信托已经有三款产品面临兑付问题；渤海国际信托未能按照合同约定支付信托受益权转让价款，持续违约。面对下半年将进一步凸显的到期压力，违约事件将大概率持续攀升，部分前期展业激进，过度依赖地产、地方平台的信托公司或存在较大暴雷风险。

图表6：2019信托到期规模先降后升



资料来源：中国信托业协会，wind、万联证券研究所

图表7：新增信托规模的两波高峰期



资料来源：中国信托业协会，wind、万联证券研究所

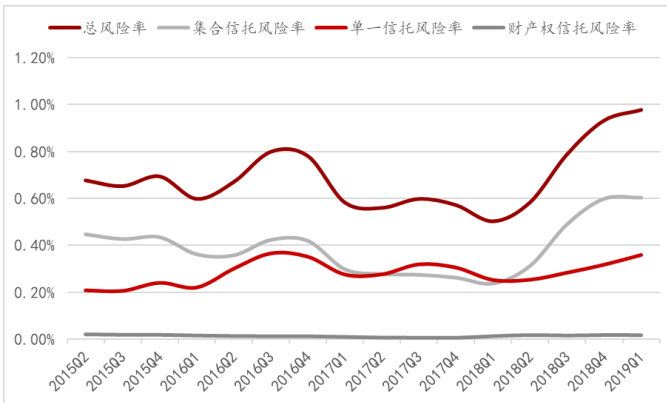
2.2.4 风险率攀升，准备金基本覆盖

经济下行压力对于信托资产质量的冲击正在逐步体现。2016年至今，信托项目总风险

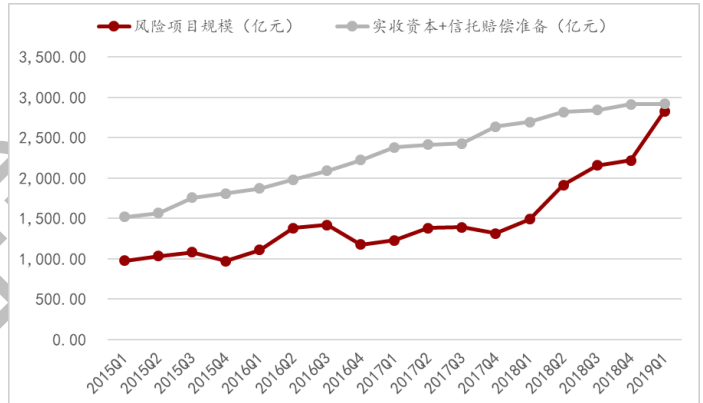
率（风险项目规模/总信托资产规模）正在不断上行，2019Q1行业信托风险率已经提升至0.98%，较年初提高19BPs，其中偏主动管理的集合资金信托风险率抬升较快，较年初提高11BPs，实体信用风险的抬升逐步传导至信托资产端。

实收资本+信托赔偿准备金依旧实现完全覆盖。2019Q1同期实收资本和信托赔偿准备共计2920亿元，而同期风险资产规模已经快速攀升至2831亿元，差额快速收窄，但仍然维持完全覆盖。同时考虑各家信托公司计提的信托业务准备金、一般准备等，叠加信保基金目前超过1200亿元的余额，准备金覆盖依旧充分，资产质量风险整体可控。

图表8：总风险率快速上升



图表9：风险项目规模快速攀升，行业准备金基本覆盖



资料来源：中国信托业协会，wind、万联证券研究所

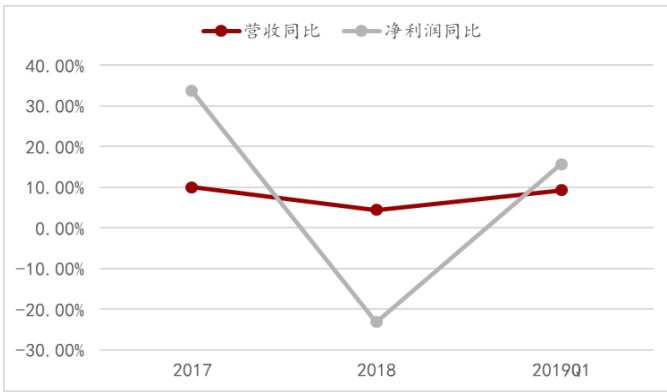
资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所

2.2.5 上市公司2019Q1业绩反转

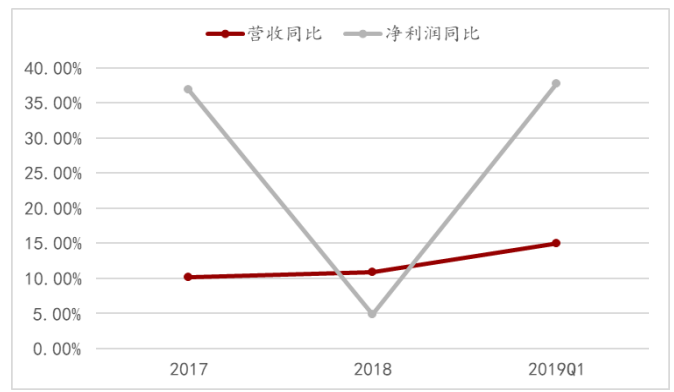
上市信托公司整体表现优于行业平均。2019Q1来看，行业经营环境边际改善，信托公司业绩呈显著反弹趋势，上市信托公司表现更是领先行业平均。8家信托类上市公司在2019Q1实现营业收入251.39亿，同比增长9.32%；同时实现净利润60.27亿元，同比增长15.77%，较行业整体10%的净利润增幅具有明显优势。横向比较来看，上市信托公司分化较为严重，江苏国信(+148.35%)、陕国投A(+97.75%)、五矿资本(+89.87%)受益报酬率边际变化优势，净利润展现高增长；而中油资本(+8.74%)和中航资本(-0.84%)的增幅相对落后。值得注意的是，安信信托在2019Q1的净利润依旧延续此前的巨幅调整(-70.74%)，业绩表现几近异常值。若剔除安信信托来看，7家上市公司营收、净利润的增速分别达到14.97%、37.71%，显示强劲反弹趋势。

信托+固有同步向好，2019年业绩有望反弹。综合而言，上市信托公司在2019Q1的业绩反弹主要源自信托业务和自营投资同步改善。信托业务方面，地产基建投资增速企稳，利于主动管理规模增速扩张，叠加主动项目报酬率回升和通道规模压降放缓等利好因素，信托业务手续费收入回升；而固有业务方面，资本市场回暖助推自营投资回报率改善，较2018年同期显著改善。预计2019年上市信托公司业绩维持高增长，公司间分化加剧，主动管理规模占比较高，渠道和资产端能力较强的公司具有更强的业绩确定性。

图表10: 上市信托公司净利润增速 (%)



图表11: 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

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 上市信托公司2019Q1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

2.3 探究信托景气度驱动因素

在回顾行业基本面边际变化的基础上, 我们进一步分析信托行业业绩与各业务指标的关系, 从而探究行业景气度的关键驱动因素。

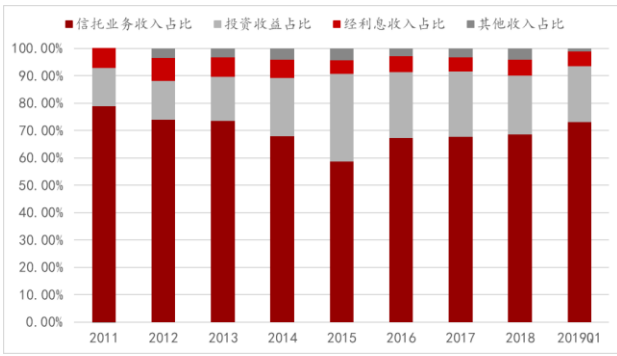
2.3.1 信托业务表现决定ROE

回顾历史, 信托业的业务结构较为稳定, 表外信托业务始终是信托公司的核心业务, 主/被动信托带来的手续费及佣金净收入是营收的主要来源, 占比基本维持在7成左右。而表内固有业务则是补充, 主要通过自有资金发放信托贷款、投资金融机构、证券及理财产品, 从而获取利息净收入和投资收益, 营收占比基本在3成以下, 仅2015年在二级市场大级别行情的影响下曾出现过较高贡献水平。

根据信托业协会公布的68家信托公司经营数据, 2018年信托业务收入、投资收益和利息净收入占营业收入比重分别为68.5%、21.4%和5.8%, 而2019Q1信托业务收入的比例进一步提升至73.04%, 重回7成以上, 占比持续回升。

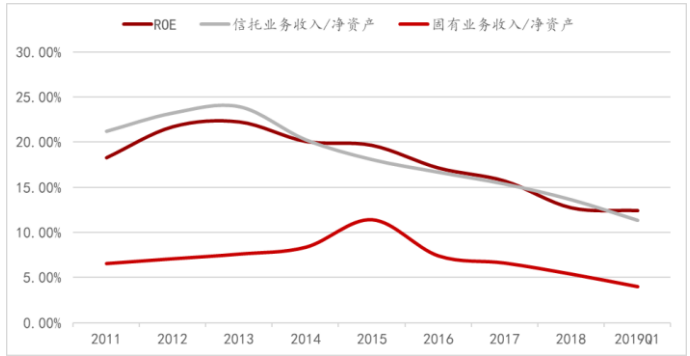
ROE与信托业务收入的同步变动也验证了信托业务的主导性。行业ROE在2013年前处于上升趋势, 之后逐步下降, 趋势与“信托业务收入/净资产”指标趋同, 而行业“固有业务收入/净资产”指标相对平稳, 仅在2014-2015年股市大幅上涨期间有阶段性提升。我们认为, 信托公司基于风险偏好将自有资金主要投向固收类理财产品及金融机构股权, 回报率相对稳定, 对行业盈利起到补充作用。

图表13: 信托业务收入占比依旧远超固有业务



资料来源: 信托业协会, wind, 万联证券研究所

图表14: 信托业务收入驱动ROE变化



资料来源: 信托业协会, wind, 万联证券研究所

备注: 2019Q1的ROE为年化数据

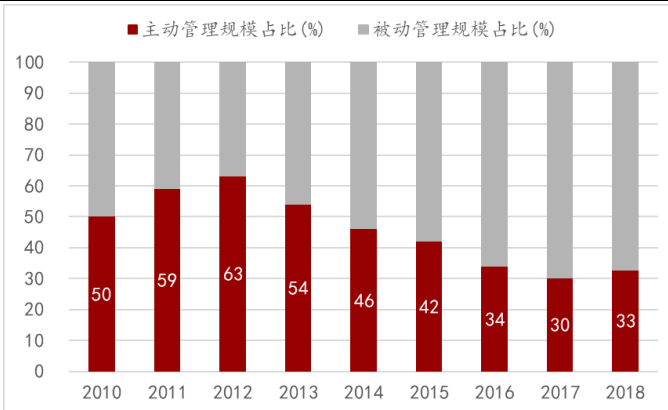
2.3.2 主动管理规模增速主导业绩增速

1) 规模方面来看, 68家信托公司在2016-2018年的主动管理规模占比分别为34%/30%/33%, 远低于被动管理规模占比。但2018年主动占比规模提升将近3个百分点, 为2012年以来的首次提升, 反映资管新规引导下的主动管理转型初见成效, 该比例在下一阶段有望延续升势。

2) 价格方面来看, 以行业规模前10家公司作为样本, 可以由其每年清算项目的信托报酬率来区分主被动费率。2016-2018年主动管理信托报酬率均值为1.3%, 而被动管理信托报酬率仅为0.2%, 即主动管理费率基本稳定在被动管理费率的6.5倍。

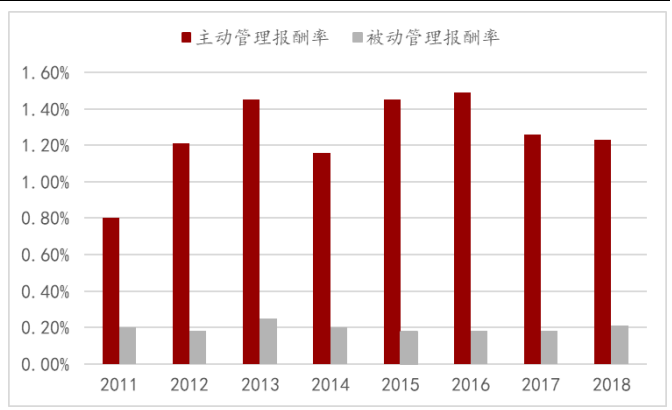
3) 结合量/价分析, 2018年行业主动管理业务收入对于信托业务收入的占比达到75%, 是其主要构成部分。预计主动化转型的大背景下, 这一比例仍有上升空间。

图表15: 量: 主动管理业务规模占比开始反弹



资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

图表16: 价: 主/被动管理业务报酬率差距较大

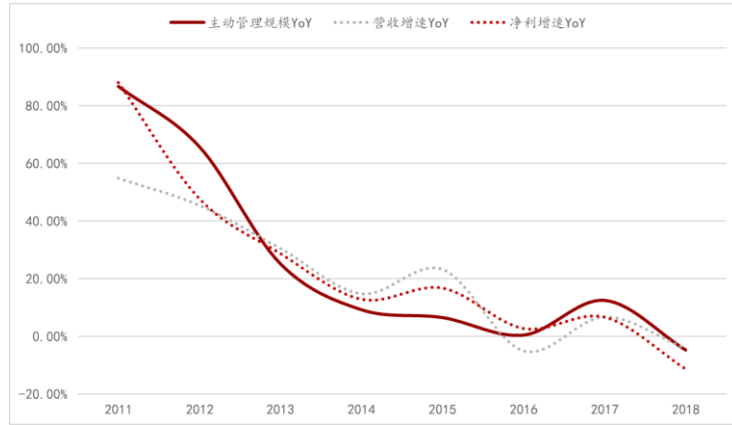


资料来源: 公司财报, 万联证券研究所

备注: 统计口径为当年已清算项目

基于主/被动、量/价两个维度, 我们对四项指标进行拟合分析: 主动管理规模与信托行业业绩 (无论营收和净利润) 具有高度一致性, 其增速趋同。这一结论既印证了此前对于主动管理业务主导性的判断, 又从侧面说明了报酬率的相对刚性导致其对信托业务收入的驱动力较为有限。

图表17: 主动管理规模增速与信托业务收入增速高度趋同



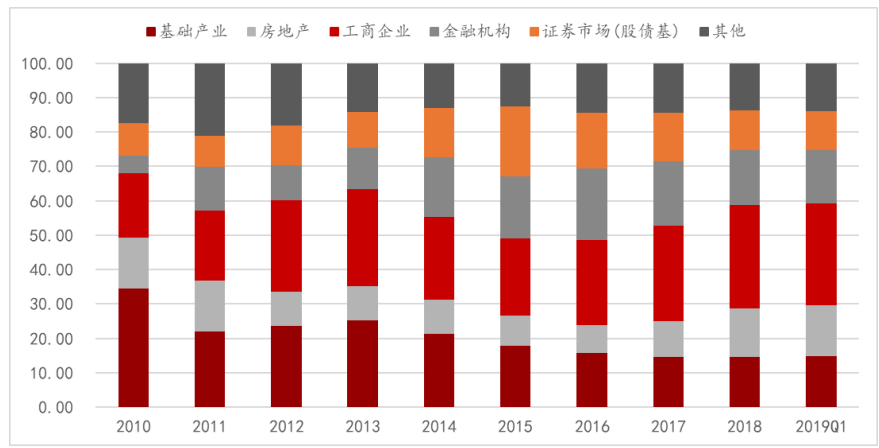
资料来源：公司财报，信托业协会，wind，万联证券研究所

2.3.3 分周期看主动管理规模增速的驱动因素

1) 长周期角度来看，考虑到信托主动管理业务较强的类信贷融资属性，我们认为固定资产投资能在较大程度上决定主动管理规模增速中枢。近十年固定资产投资增速的长期下行趋势致使信托主动管理规模增速长期下行。

信托资产端的投向能较为直观地反映主动管理业务的运作方向。由于协会未披露主动管理信托底层资产分布，我们以行业新增集合信托投向来分析主动管理信托底层资产。在基建、地产、工商企业、金融机构、证券市场及其他六大投向中，基建、地产、工商企业和证券市场四项为主要的主动管理业务投向，而金融机构类多投资于金融机构发行的资管计划，因而被动管理占比较高，不予考虑。2011-2018年间“基建+地产+工商企业”三大融资投向在多数年份占比超过55%，而证券市场投资类业务（股债基）的占比不足20%。2019Q1来看，在基建和地产投向占比较2018年末提升18BPs和57BPs后，“基建+地产+工商企业”投向占比已经达到59.32%，而证券市场投资类业务（股债基）的占比仅为16.0%，信托主动管理业务的本质更仅接近“类信贷”非标融资业务。

图表18：基建+地产+工商企业投向占比基本超过55%

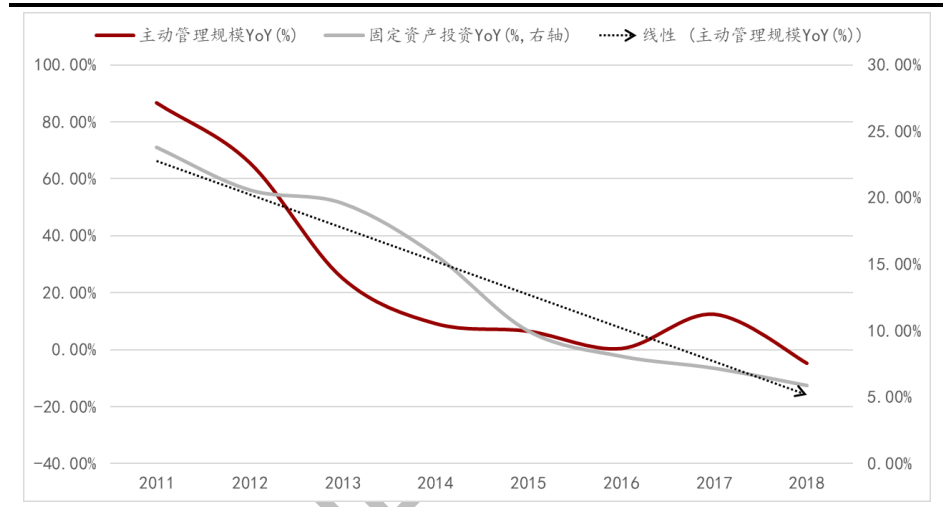


资料来源：信托业协会，wind，万联证券研究所

基于这一特征，我们认为基建、地产及工商企业的融资规模是影响主动管理业务规模的核心，其长期趋势由相应行业的固定资产投资情况决定。即从长周期角度来看，宏观固定资产投资增速决定了信托主动管理规模增速的变化趋势。这一结论可以从两

者的线性趋势图得到印证，反映出2011-2018年间固定资产投资增速的长期下行趋势致使信托主动管理规模增速持续下行。

图表19：固定资产投资增速和主动管理增速趋同



资料来源：wind，万联证券研究所

2) 短周期角度来看，货币政策周期和金融监管周期的共振是影响主动管理规模阶段性发展的重要因素。信托主动管理规模增速和固定资产投资增速的趋势存在阶段性差异，主要是金融监管政策和货币政策周期的变化所致。

a) 货币政策周期主要通过影响银行融资渠道间接影响信托融资，偏紧的资金环境更有利于信托融资扩张，而宽松环境对信托融资存在负面影响。银行贷款和债券融资是实体企业的两条主要融资渠道，具有规模大、成本低的相对优势。货币政策的松紧在很大程度上决定了银行融资的规模，在宽松背景下银行信贷额度放松，债券发行提速，实体经济获得充裕资金支持，导致信托作为补充融资渠道的需求降低。与之相反，在偏紧背景下，银行融资受限导致企业将资金需求转向信托渠道，主动管理规模增速随之扩张。

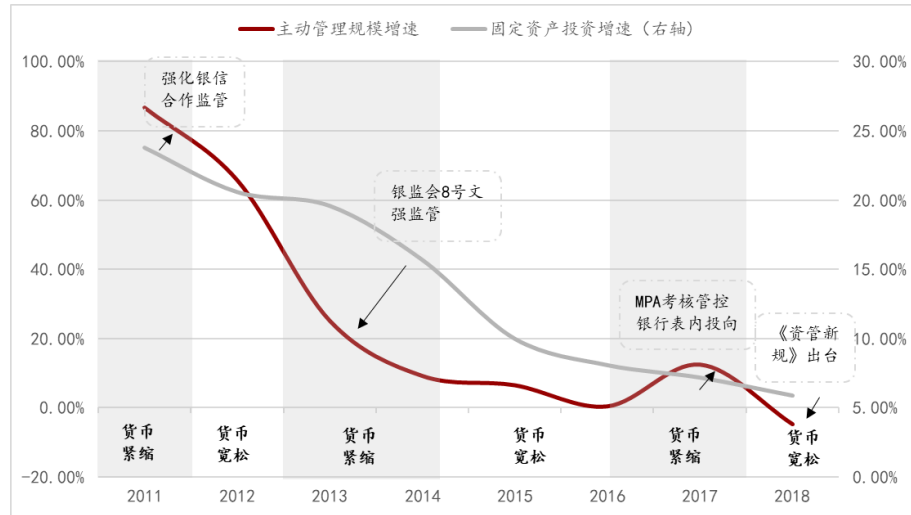
在2011-2018年间的6次货币政策周期轮动中，有5次是货币政策周期主导信托主动规模的增速变化，其中2011、2017年信托在偏紧货币周期中取得银行渠道的迁移资金，维持主动管理业务的相对高增速，趋势较固定资产投资增速更为强势；而2012、2015、2018年随着流动性环境转向宽松，信托主动管理规模增速明显偏弱，不及固定资产投资增速走势，体现实体企业资金需求转回银行信贷、债券等，从而形成挤压效应。

b) 金融监管周期中的强监管对信托资金端造成直接冲击。信托主动管理业务的资金主要来自机构客户(银行)和高净值个人客户。过去几年间的陆续出台的严监管政策对机构资金端造成明显冲击，从而主导了主动管理规模增速变化。

在2011-2018年间有4次周期性金融监管对信托主动规模产生了影响，具体包括：2011年强化银信合作监管；2013年8号文限制银行理财资金投信托；2017年MPA考核管控银行表内资金投向信托；2018年《资管新规》落地限制非标。相较而言，2011、2017年两年的监管以引导为主，产生的直接影响有限，同时考虑信托在偏紧货币周期中取得银行渠道的迁移资金，主动管理业务依旧处于货币政策周期主导的高增速通道；而2013、2018年分别分布的8号文和《资管新规》具有较强针对性，对于银行理财投资非标造成了直接限制，对信托融资造成较大负面影响。其中2013-2014年间8号文直接限制银行理财中非标资产占比，银行理财资金投资非标受到极大限制，包括信托贷款在内的非标资产投资逐渐并入银行表内，资金端逐渐从银行理财转向银行同业，而主

动管理业务规模随之急转直下，体现了金融强监管对于信托主动管理规模的阶段性主导。综合而言，货币政策周期和金融监管周期交织轮动，信托主动规模增速在不同阶段受到不同要素的主导，需要因时制宜分析。

图表20：双周期共振走势



资料来源：信托业协会，wind，万联证券研究所

2.4 展望：投资向好+监管边际放松

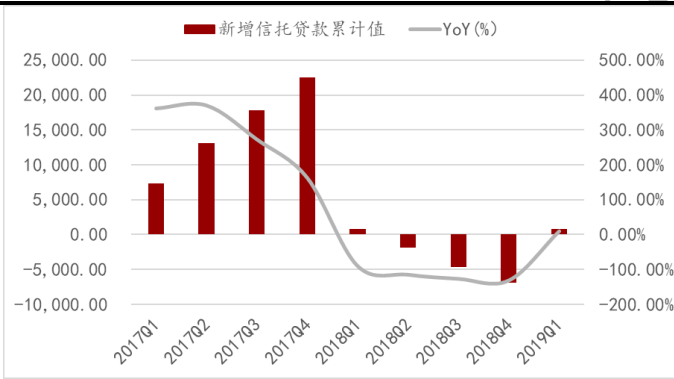
1) 长周期：固定资产投资向好，基建加码，主动管理增长中枢上行。2018年下半年以来包括降准在内的系列宏观经济对冲政策相继落地，宽货币逐渐向宽信用传导，并在2019Q1初见成效。在此情况下，固定资产投资增速呈现阶段性企稳，同比增长6.3%，较2018Q3-Q4 (5.4%/5.9%) 呈明显回升。同时2019Q1累计新增信托贷款规模和新增集合信托规模也已经呈现反弹趋势，分别同比增长10.29%和114.10%，也从侧面印证了投资端改善对于主动管理规模增长驱动作用。此外，2019年6月中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，从多个方面支持专项债融资工作，重点提出专项债可作为符合条件的重大项目资本金，包括京津冀区域、长江经济带、“一带一路”、粤港澳大湾区等在内的多个重大建设项目率先受益，基建投资预期升温。预计在基建投资撬动固定投资增速持续向好的背景下，行业主动管理增速增长中枢有望上行。

图表21：固定资产投资显示企稳迹象 (%)



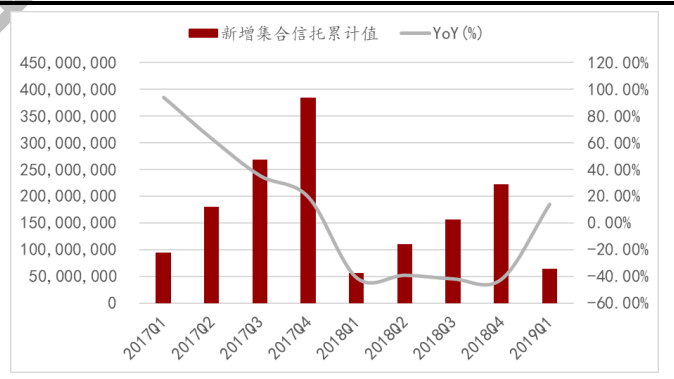
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 累计新增信托贷款回升 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 累计新增集合信托规模反弹



资料来源: wind, 万联证券研究所

2) 短周期: 金融监管周期显示边际放松信号。a) 从货币政策周期来看, 尽管市场流动性环境偏向宽松, 但大水漫灌现象并未出现, 整体依旧松紧适度。而银行信贷及债券发行也并未对信托渠道形成明显挤压。但近期海外主要经济体持续降息, FOMC点阵图预示美联储年内降息概率提升, 国内货币政策调控空间有望打开, 流动性宽松环境对于信托资金端的压力仍存不确定性。b) 从金融监管周期来看, 随着资管新规细则出台, 金融强监管逐步显现露边际放松迹象。2017-2018年金融行业政策持续收紧, 尤其2018年4月份出台《资管新规》后, 大资管进入大一统监管时代, “去杠杆”持续推进, 监管基调趋严。然而银保监会于2018年8月下发资管新规细则, 对于指导意见中的“新老产品发行、公募产品投向、金融资产计量原则、过渡期安排”等细项进行补充, 过渡期的标准明确务实可行, 利于资管业务的平稳转型, 更多地兼顾短期经济承受能力, 开启政策边际放松。此外, 资管新规细则颁布的当月, 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》, 规定了适用范围、整改要求、通道业务差异化处理、明确产品嵌套等标准, 较此前的通道监管标准有明显改善, 不仅未要求削减进度计划, 而且支持信托公司开展符合监管要求、投向实体经济的通道业务。我们认为, 在金融供给侧结构性改革的持续深化的大背景下, 信托作为商业银行的最重要补充 (影子银行), 对于支持实体经济具有重大作用, 而政策的接连松绑也显示监管层对影子银行功能性的认可。预计政策转暖将推动信托主动管理规模边际改善, 而合规通道业务也将同步受益。

2.5 投资建议：绩优个股有望估值修复

进入2019年，随着宽信用传导逐步完成，国内固定资产投资增速整体向好，同时考虑专项债新政支持下较强的基建加码预期，长周期来看信托主动管理规模增速中枢有望逐步上移，带动行业景气度上行。下半年货币政策周期和金融监管周期仍是主导信托行业阶段性发展的核心因素。货币政策周期来看，当前货币政策松紧适度，流动性环境对信托资金端的影响较为中性，但后续降息预期可能通过传统融资渠道对信托产生挤压影响。金融监管方面，自资管新规细则颁布以来，监管层不断释放边际宽松信号，信托作为影子银行的功能性也被重申，行业有望受益监管超预期放松，在2019年实现主动管理规模扩张与通道收缩放缓。此外，综合考虑信托固有业务的改善趋势，预计上市信托公司将迎来业绩估值双修复。

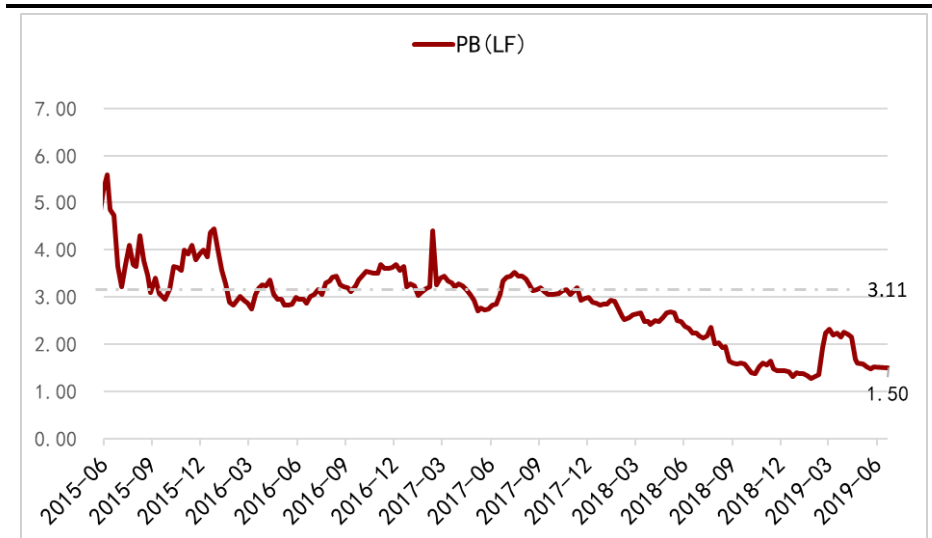
针对当前依旧多变的行业经营环境，我们在悲观/中性/乐观的假设下，预计2019年行业主动管理规模增速分别为0.70%/4.37%/6.81%；综合信托报酬率分别为0.32%/0.35%/0.38%。在此情况下，信托业务收入增速达到-11.10%/0.70%/12.20%，同时预计固有业务投资收益增速分别为1.80%/17.75%/34.42%。综合而言，信托行业利润总额增速分别为-5.69%/6.91%/19.49%。

从估值层面来看，信托板块估值已充分反映悲观预期。在经历2018年严监管和经济增速下行的双重负面影响，板块估值回落至1.50倍PB，远低于2015年中以来的中枢3.11倍，充分反映悲观预期，具备较高的投资价值。考虑到政策和投融资数据预期向好，基本面反转有望催化板块重启估值修复行情。

个股方面，首推爱建集团（600643.SH），主要理由有四：

- 1) 主动管理规模扩张迅速，地产信托领域具有相对优势
- 2) 近年信托报酬率仅次于安信信托，处于上市公司前列
- 3) 均瑶入主带来实业资源，航空/消费领域有望产融结合
- 4) 纳入华瑞租赁，租赁版图完善，新利润增长点可期

图表24：信托板块历史估值走势



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截止2019年6月26日

图表25：爱建集团个股盈利预测与估值

爱建集团 (600643.SH)			增持评级	
增持评级	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入(亿元)	23.34	26.54	32.27	39.8
增长比率(%)	45.44	13.71	21.59	23.33
净利润(亿元)	8.3	11.58	13.2	15.27
增长比率(%)	33.73	39.57	14.02	15.67
EPS(元)	0.51	0.71	0.81	0.94
PB(倍)	2.21	1.62	1.44	1.28

资料来源: wind, 万联证券研究所

备注: 数据截止2019年6月26日

3、租赁行业: 市场+政策共振, 息差稳健向好

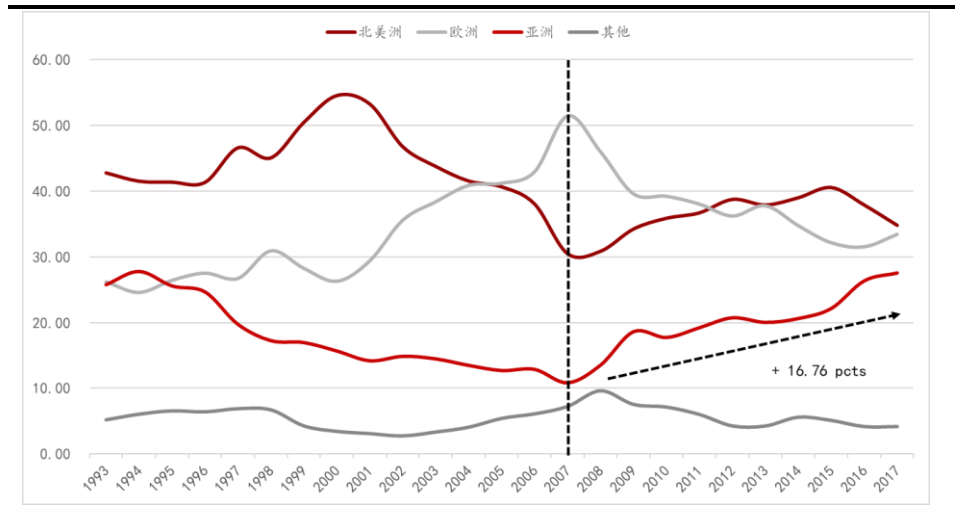
3.1 经营环境向好, 成长空间巨大

3.1.1 国际: 仅次于美国, 高增长+低渗透

亚洲租赁市场崛起, 全球份额不断提升。根据White Clarke Group最新发布的《Global Leasing Report 2019》, 原先居于龙头的欧洲在全球租赁市场的份额不断下滑, 已经由2007年峰值的51.41%大幅下滑至2017年的33.40%, 而北美洲和亚洲的份额则快速提升, 其中亚洲更是大幅提升16.76个百分点至27.60%, 成为全球租赁市场发展的主要驱动力。

“增长”与“渗透”背离凸显我国租赁市场巨大潜力。2008-2017年间中国的租赁业务增量水平取得31.97%的年均复合增长率, 而2017年2656.8亿美元的水平已经升至全球第二, 仅次于美国的4103.5亿美元, 大幅领先身后的英国(924.5亿美元)、德国(783.2亿美元)和日本(604.7亿美元)。但与此同时, 中国的租赁渗透率依旧偏低, 未来业务增长空间巨大。根据《Global Leasing Report 2019》的测算, 截至2017年末我国的租赁渗透率仅为6.80%, 远远落后美国(21.60%)、英国(32.40%)和德国(17.20%)等欧美发达国家。考虑到租赁渗透率是年租赁交易量与社会总投资(剔除房地产投资)的比值, 我们认为相较于自身投资水平, 我国的租赁融资模式的普及渗透仍处于初级阶段, 发展前景广阔。

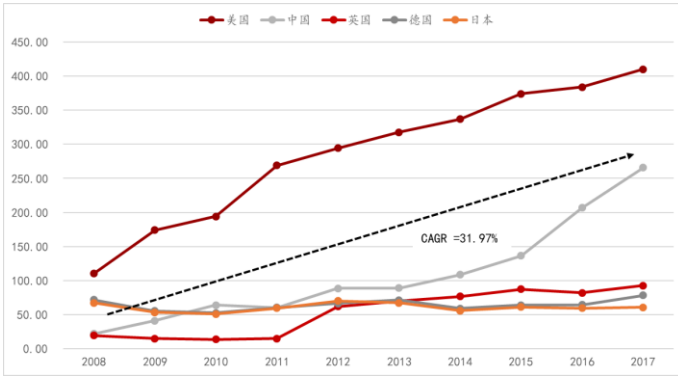
图表26: 亚洲业务量全球份额稳步提升 (%)



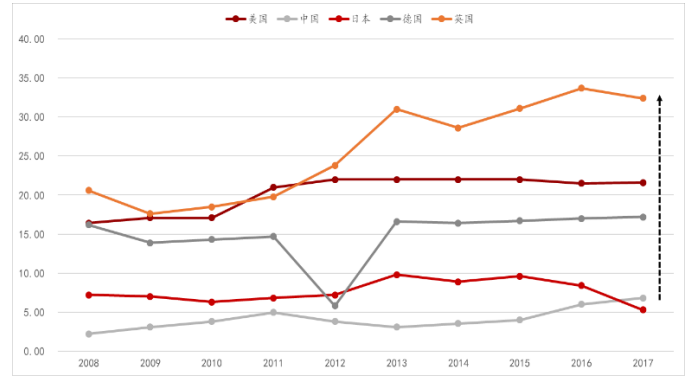
资料来源: 《Global Leasing Report 2019》, wind, 万联证券研究所

图表27: 中国市场贡献主要增量 (十亿美元)

图表28: 中国租赁渗透率远低于其他发达国家 (%)



资料来源:《Global Leasing Report 2019》, wind, 万联证券研究所



资料来源:《Global Leasing Report 2019》, wind, 万联证券研究所

备注: 租赁渗透率 = 年租赁交易量 / 社会总投资 (不包含房地产投资), 是用来衡量一个国家融资租赁行业发达程度以及发展空间的指标。

图表29: 全球租赁市场 Top 10 明细

排名	国家	17业务量	同比	近10年CAGR	17渗透率
1	美国	410.35	6.90%	15.75%	21.60%
2	中国	265.68	28.53%	31.97%	6.80%
3	英国	92.45	13.06%	19.07%	32.40%
4	德国	78.32	21.88%	1.01%	17.20%
5	日本	60.47	1.77%	-1.13%	5.30%
6	法国	49.78	27.84%	2.42%	16.10%
7	意大利	33.63	33.03%	-1.82%	15.20%
8	澳大利亚	31.49	10.72%	19.77%	40.00%
9	加拿大	26.46	2.32%	4.07%	38.00%
10	瑞典	24.88	23.84%	10.13%	27.10%

资料来源:《Global Leasing Report 2019》, wind, 万联证券研究所

3.1.2 国内: 四阶段发展, 重回正轨迎机遇

我国融资租赁市场的发展主要分为以下四个阶段:

1) 1981年~1987年: 迅速发展阶段

1981年4月, 我国第一家融资租赁公司中国东方租赁有限公司成立, 标志我国现代融资租赁业起步。而后在同年7月, 首家金融租赁公司中国租赁有限公司成立。此后几年间, 融资租赁在我国取得快速发展。

2) 1988年~1998年: 问题暴露阶段

在经历初期的快速发展后, 融资租赁行业因制度问题导致严重欠租, 在90年代陷入停滞。这一时期的欠租问题涉及广泛、规模巨大, 同时大量出租人起诉承租人的欠租违约事件因法律上融资租赁的定性问题而屡遭败诉, 在此背景下租赁公司出现大规模破产、清算等情况。而后通过行业协会和政府部门的支持下, 租金拖欠问题逐渐解决。

3) 1999年~2007年: 恢复调整阶段

前期租赁行业存在的租金拖欠问题, 促使我国租赁行业相关制度的诞生。从1999年开始, 我国陆续实现了融资租赁法律框架的基本建设, 包括《合同法》中对于融资租赁的相关规定;《企业会计准则21号——租赁》中对融资租赁记账方法的规定;《金融租赁公司管理办法》中对金融租赁公司设立和管理等的相关说明, 后又于2007年1月经银监会修订并发布, 允许国内银行重新介入金融融资租赁业务;《外商投资租赁业管理办法》中对外商设立融资租赁公司的相关要求介绍。一系列法律法规的建设, 为整

个融资租赁行业的复苏打下了坚实的基础。

4) 2014年至今：跨越式发展阶段

2014年开始，行业监管环境逐步向好，政策支持力度不断加大。2014年3月银监会修订并发布《金融租赁公司管理办法》。2015年9月，国务院发布《关于加快融资租赁业发展的指导意见》，首先肯定了融资租赁在推动产业升级、拓宽中小微企业融资渠道、带动新兴产业发展和促进经济结构调整等方面发挥的重要作用；而后明确融资租赁业的“四项主要任务”和“五条政策措施”。同期，国务院还发布了《促进金融租赁行业健康发展的指导意见》，其中明确提出允许符合条件的金融租赁公司上市和发行优先股、次级债，丰富金融租赁公司的资本补充渠道。随后，2016年3月发布的“十三五规划”和2017年3月央行等五部委发布的《关于金融支持制造强国建设的指导意见》中都不断强调推进融资租赁在制造业发展中的重要作用发挥。在政策红利的持续催化下，融资租赁行业步入跨越式发展阶段，行业景气度迎来上行期。

图表30：中国融资租赁市场四阶段发展历程



资料来源：融资租赁三十人论坛，万联证券研究所

图表31：《关于加快融资租赁业发展的指导意见》四项主要任务

政策要点	相关内容
改革制约融资租赁发展的体制机制	加快推进简政放权；理顺行业管理体制；完善相关领域管理制度。
加快重点领域融资租赁发展	积极推动产业转型升级；加快发展中小微企业融资租赁服务；大力发展跨境租赁。
支持融资租赁创新发展。	推动创新经营模式；加快发展配套产业；提高企业核心竞争力。
加强融资租赁事中事后监管	完善行业监管机制；发挥行业组织自律作用。

资料来源：国务院，万联证券研究所

图表32：《关于加快融资租赁业发展的指导意见》五条政策措施

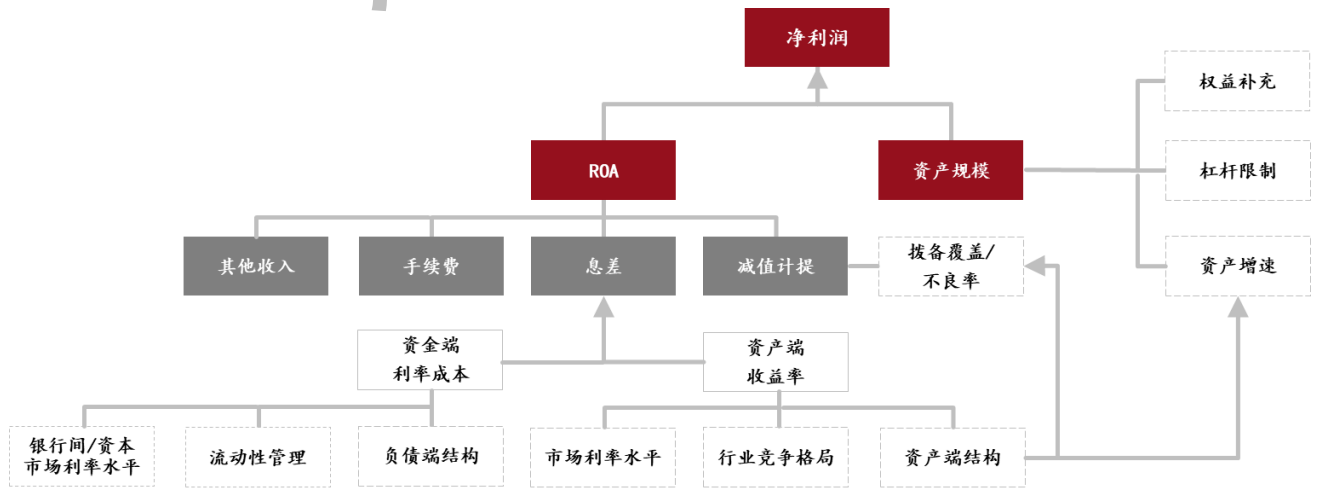
政策要点	相关内容
建设法治化营商环境	出台融资租赁行业专门立法；建立规范的融资租赁物登记制度。
完善财税政策	加大政府采购支持力度；提供农机购置补贴；通过风险补偿、奖励、贴息等政策工具，引导融资租赁公司加大对中小微企业的融资支持力度；落实融资租赁相关税收政策；扩大融资租赁出口信用保险规模和覆盖面。
拓宽融资渠道	鼓励银行、保险、信托、基金等金融机构加大对融资租赁公司的支持力度；鼓励通过债券、股票、资产证券化等方式募集资金；支持内资融资租赁公司利用外债；鼓励商业银行利用外汇储备委托贷款支持跨境融资租赁项目；研究保险资金投资融资租赁资产；支持设立融资租赁产业基金。
完善公共服务	建立统一、规范、全面的融资租赁业统计制度和评价指标体系；依托企业信用信息公示系统等建立信息共享机制；建立融资租赁业标准化体系，制订融资租赁交易等方面的标准；研究制定我国融资租赁行业景气指数，定期发布行业发展报告。
加强人才队伍建设	加强从业人员职业能力建设和支持高校设置融资租赁相关专业。

资料来源：国务院，万联证券研究所

3.2 基本面边际变化

从租赁行业基本面框架来看，租赁企业的净利润等于ROA乘以资产规模，ROA主要由租赁业务的息差、相应的管理手续费以及减值计提驱动，其中息差是主导因素，也反映出租赁公司和银行具有类似的资本中介运营模式。另一方面，租赁企业的资产规模受资产端增长速度、杠杆率上限和股东权益增资影响，其中杠杆率和股东增资属于外部变量，生息资产端增速是企业利润增长的重要支撑。后文中，我们将针对息差这一盈利核心要素，从资产/资金两端进行分析。

图表33：租赁公司分析框架



资料来源：万联证券研究所

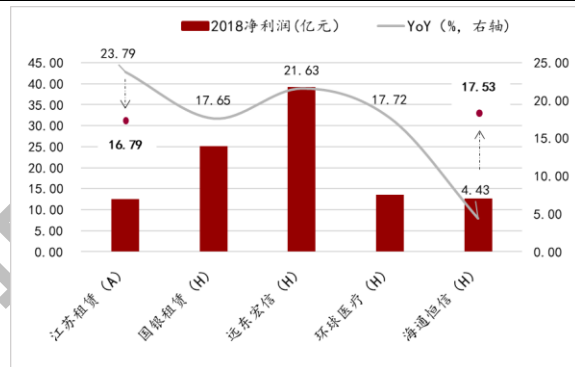
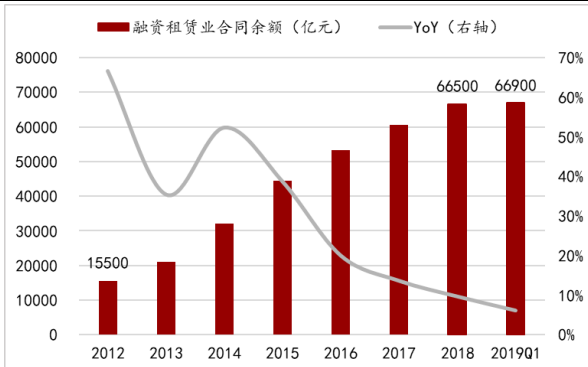
3.2.1 行业规模稳定增长，上市公司业绩向好

受益表内属性，《资管新规》影响有限，租赁规模稳定增长。2012-2018年间租赁合同余额稳定增长，年均复合增长率维持在19.97%。从2016-2018三年来看，新增合同余额分别为8900/7300/5900亿元，年均复合增长率降至11.70%，显现近年行业规模扩张有所趋缓，但考虑到不断提升的基数水平，该增速依旧处于相对高位。此外2019Q1租赁合同余额已经增至6.69万亿元，季度同比增幅受季节效应影响仅为6.19%，预计Q2-Q4仍将走扩。整体来看，租赁行业受益自身表内属性，在近年来受《资管新规》及去通道进的影响有限，业务规模并未出现收缩，整体呈稳定扩张趋势。

业务规模的扩张驱动上市租赁公司净利润维持高增速。上市租赁公司层面来看，考虑到A股租赁公司数量有限，我们选取A/H股五家典型公司作为样本，其中远东宏信、环球医疗和海通恒信为一般融资租赁公司，国银租赁和江苏租赁则为金融租赁公司。2018年来看，5家上市租赁公司的净利润增速中位数为17.72%，业绩平稳快速增长。2019Q1来看，由于H股公司不要求披露一季报，我们仅从江苏租赁（A股）和海通恒信（海通证券子公司）的披露做判断。一季度两家公司净利润增速分别为16.79%和17.53%，基本回归增长中枢，预计在生息资产继续扩张和净息差整体稳定情况下，上市租赁公司2019净利润延续平稳增长。

图表34：租赁合同持续高增长，近年增速逐步放缓

图表35：上市租赁公司业绩平稳快速增长



资料来源：2019第一季度中国融资租赁业发展报告，wind、万联证券研究所

资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所
备注：红点为部分公司2019Q1业绩

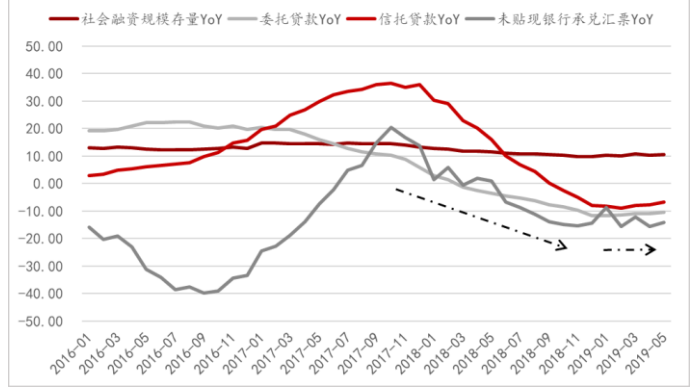
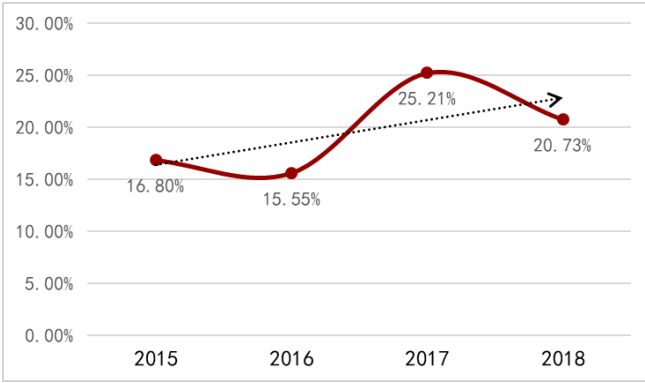
3.2.2 资产端：生息资产扩张，部分受益于社融挤出效应

上市租赁公司生息资产延续高增速，资产端保持扩张。2015-2018年5家上市租赁公司生息资产平均增速的中枢为19.57%，与前述的业务规模/上市公司净利润增速相近，呈同步稳增长态势。而2018年上市公司生息资产增速达到20.73%，虽然较2017年25.21%的高基数水平有所回落，但仍处相对高位，2019年有望延续。

2018年社融、非标下滑带来一定挤出效应，但影响有限。除了内生扩张因素，社融非标低迷也为生息资产的增长带来部分挤出资金。受《资管新规》影响，2018年2月开始委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票三类社融口径陆续进入负增长，显示非标社融规模的快速缩水。与此同时，银行贷款供给偏弱（尤其是上半年监管对表外严格、MPA对表内严格），导致新增贷款规模显著放缓，受此影响部分实体经济融资需求受到挤出，租赁行业有所受益。但值得注意的是，由于租赁与银行/信托的客户结构具有较大差异，租赁行业的受益程度相对有限。举例而言，银行及大部分信托公司普遍偏好政府信用，贷款投向地方政府、国企、房地产的比例较高，大型客户仍占据主导；而租赁则多投向基础设施、飞机、船舶等对设备需求较多的行业，同时兼顾医疗、教育等成长性行业，中小客户占比相对较高。整体来看，租赁与银行/信托客户重叠性不高，仅部分受益挤出效应。

图表36：应收融资租赁款持续高增长

图表37：2018年社融（非标）下滑后，2019逐步企稳



资料来源：公司财报，招股说明书，wind、万联证券研究所

资料来源：中国人民银行，wind、万联证券研究所

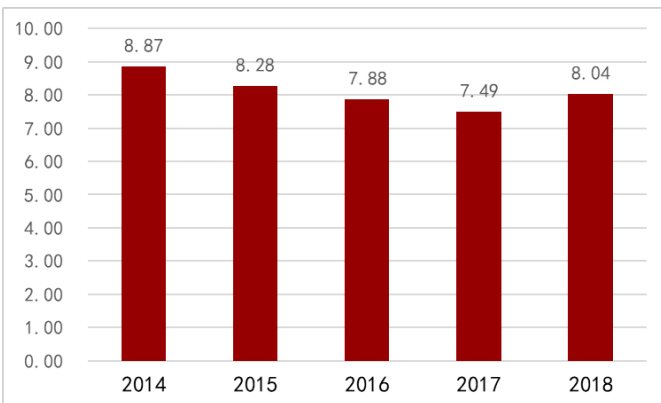
备注：样本为A/H股的5家上市公司

3.2.3 资产端：收益率稳定，议价优势仍在

2018年生息资产收益率稳中有进。从收益率来看，2018年5家上市租赁公司生息资产收益率均值为8.04%，较2017年的7.49%小幅提升，整体表现稳定。其中远东宏信、国银租赁均有较大幅度增长，原因在于两家公司近两年分别在医疗设备和飞机租赁两个高回报领域持续开拓，合同高溢价向收益率的传导作用逐步显现。

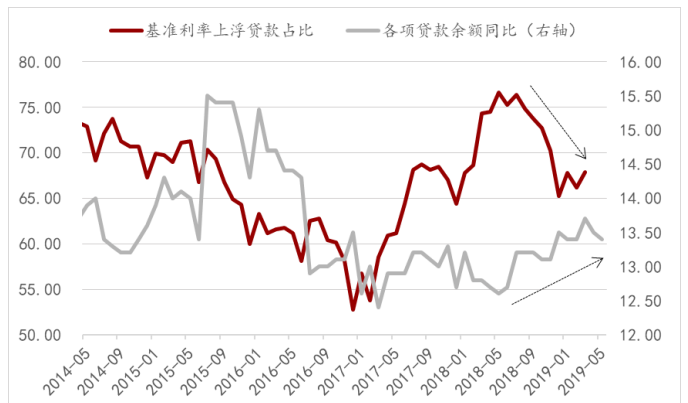
新增信贷下滑驱动租赁资产端议价能力提升。2018年来看，银行贷款上半年偏紧，下半年偏松，基准利率上浮贷款占比在全年表现为先高后低（5月高至76.61%），而各项贷款余额占比则呈由低走高趋势（12.6% → 13.5%）。尽管2018年上半年偏紧的银行放贷及贯穿全年的非标约束并未给租赁行业直接带来资产端的大规模（挤出）扩容，但仍一定程度上提升了租赁公司的资产端议价能力。考虑到融资租赁公司资产端平均久期接近2年，部分融资租赁公司的资产端议价优势将在2019年下半年开始逐步凸显，从而抬升生息资产收益率，并延续至2020年。同时，2018年下半年至今的利率下行走势传导至资产端则需要更长时间，预计于2020年下半年及以后逐渐显现。

图表38：2018上市公司生息资产收益率整体稳定 (%)



资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所

图表39：2018年下半年银行贷款供给逐渐由紧转松



资料来源：中国人民银行，wind、万联证券研究所

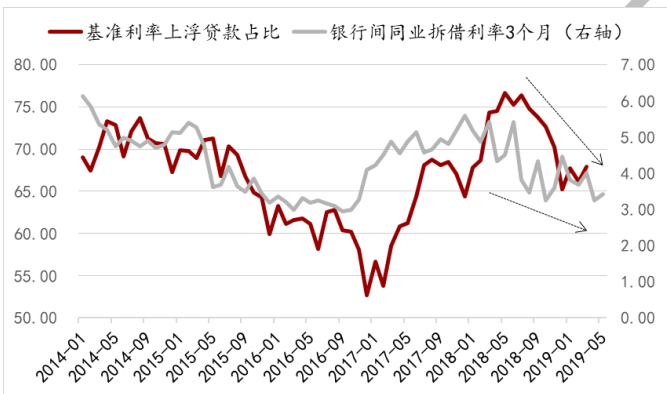
3.2.4 资金端：利率下行，边际利好净息差走扩

市场利率下行，新增负债资金成本下降。从资金端成本率来看，2018年上半年资金面偏紧，银行基准利率上浮贷款占比快速走高，从年初67.80%升至年中76.61%，而银行间同业拆借利率（3个月）也震荡升至相对高位（5.40%），导致融资租赁公司新增融

资成本上升。而进入下半年资金面转松格局下融资成本压力逐步缓释。从2019来看，市场利率继续走低，2019年5月银行间同业拆借利率（3个月）已经降至3.42%，判断新增融资成本整体下行。

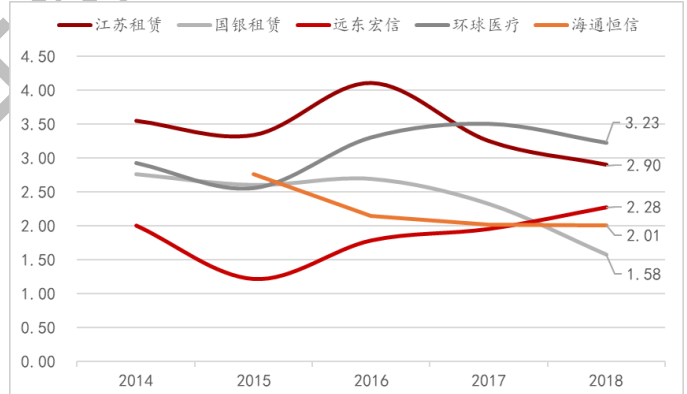
负债久期相对较短，调整灵活，利率下行利好息差扩张。整体来看，租赁公司资产久期长于负债久期，租赁公司资产久期均值约为2年（公司间差异较大，飞机、船舶租赁公司资产久期会超过3年），而负债久期约为1年。同时考虑到产端固定利率合同占比高，收益率相对刚性，我们认为负债端调整较资产端更为灵活。在市场利率下行的背景下，负债端资金成本会比资产端收益率更快实现调整，边际利好净息差走扩。**上市租赁公司在2018年上市租赁公司利差整体平稳，均值维持在2.50%水平。**其中远东宏信利差走扩32BPs至2.28%，主要受益资产端高收益；国银租赁尽管也实现较高收益率，但成本端劣势导致其利差收窄75BPs至1.58%，其他三家公司相对持稳。预计2019年，在利差整体下行的趋势下，上市租赁公司息差有望随行业扩张。

图表40：市场利率整体下行，2019资金端成本有望向好



资料来源：中国人民银行，wind、万联证券研究所

图表41：净息差整体平稳，公司分化，2019年有望走扩



资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所

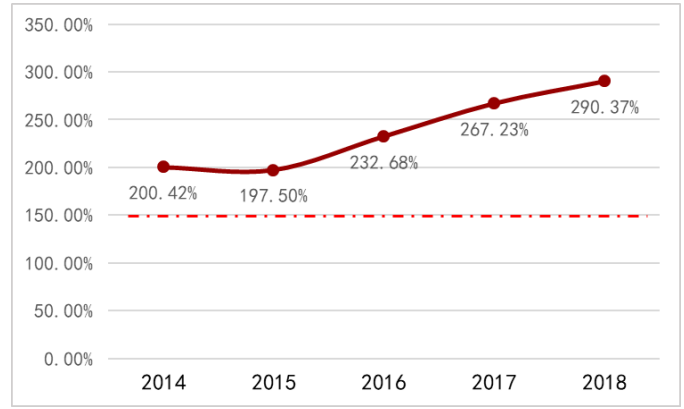
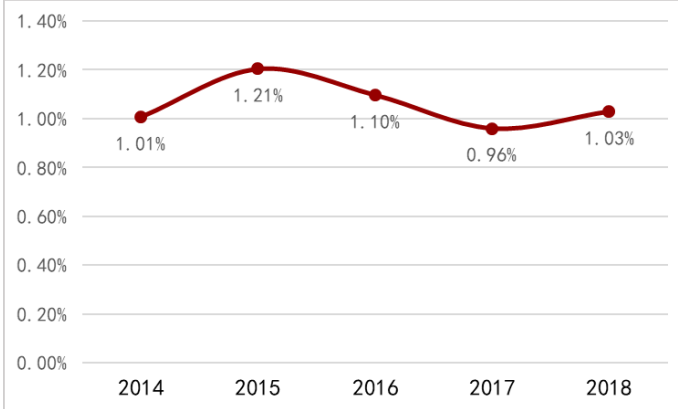
3.2.5 不良率平稳，风险整体可控

不良率整体平稳，拨备覆盖率依旧充足。2018年5家上市公司不良率为1.03%，同比攀升7BPs，但较此前2015年（1.21%）、2016年（1.10%）水平依旧偏低。同时考虑5家公司平均拨备覆盖率达到290.37%，较2017年267.23%水平大幅提升，远高于监管要求的150%红线，整体风险依旧可控。

租赁行业风控优势明显。除了充足的拨备覆盖率，租赁行业还具有两方面的风控优势：1) 租赁公司对于经销商、厂商等具有更强话语权；其主要涉足的行业，包括医疗、教育等行业，具有一定逆/弱周期属性。2) 对比银行风控关注的不动产（房屋、土地）抵押，租赁风控主要聚焦动产（机器、设备等）抵押，且天然具有租赁物所有权和处置权，具有处置灵活、周期短的特点。

图表42：不良率整体平稳

图表43：拨备覆盖率充足



资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所

资料来源：公司财报，wind、万联证券研究所

3.2.6 统一监管提升集中度，龙头显优势

内外资租赁公司划归银保，行业迎统一监管。根据商务部发布的《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，内外资融资租赁公司监管职责移交银保监会，行业正式步入大一统监管时代。此前，我国租赁业一直维持双监管格局，即金融租赁公司作为金融机构受银保监会管辖，而内/外资融资租赁公司作为工商企业受商务部管辖。预计本次监管统一后，资本约束及融资渠道等细分监管差异将进行调整。

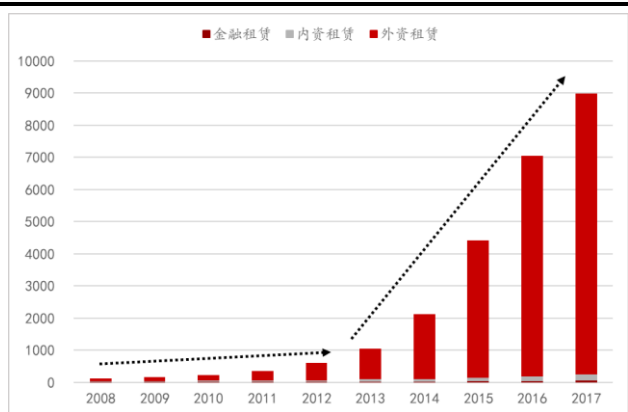
统一监管的新格局行业集中度有望提升。当前来看金租、内/外资租赁公司的竞争格局相对分散，截至2017年末三类公司数量已经分别达到69、276、8745家，其中外资租赁公司注册数量近年来飙升，但质量却参差不齐。预计统一监管后银保监将就部分外资公司在计提拨备、客户集中度等方面的问题作细化监管，并出台相应的规范文件。值得关注的是，根据银保监会披露，2017年行业应收融资租赁款CR10不足20%，行业集中度处于较低水平。我们认为在统一监管背景下，大量壳公司、纯通道公司将会退出，行业集中度有望提升，而资产负债两端具有优势的头部公司将取得更高市占率。

图表44：三类租赁公司迎统一监管

	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
现主管部门	银保监会	银保监会	银保监会
成立要求	需要银监会批准	由省级商务部门推荐试点，由商务部、国家税务总局联合确认	需要商务部门批准
许可经营范围	允许同业拆借	不允许	不允许
资本金要求	有资本充足率要求，资本净额不得低于风险加权资产的8%	风险资产一般不得超过净资产总额的10倍；融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%	风险资产一般不得超过融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的60%
注册资本	1亿	1.7亿	1000万美元
经营杠杆	≤12.5倍	≤10倍	≤10倍
融资途径	资本金；同业拆借；银行借款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等	资本金；银行贷款；发行债券；资产证券化等

资料来源：银保监会、万联证券研究所

图表45：外资公司数量飙升



资料来源：中国租赁联盟，wind、万联证券研究所

3.3 投资建议：推荐A股唯一纯正金租标的

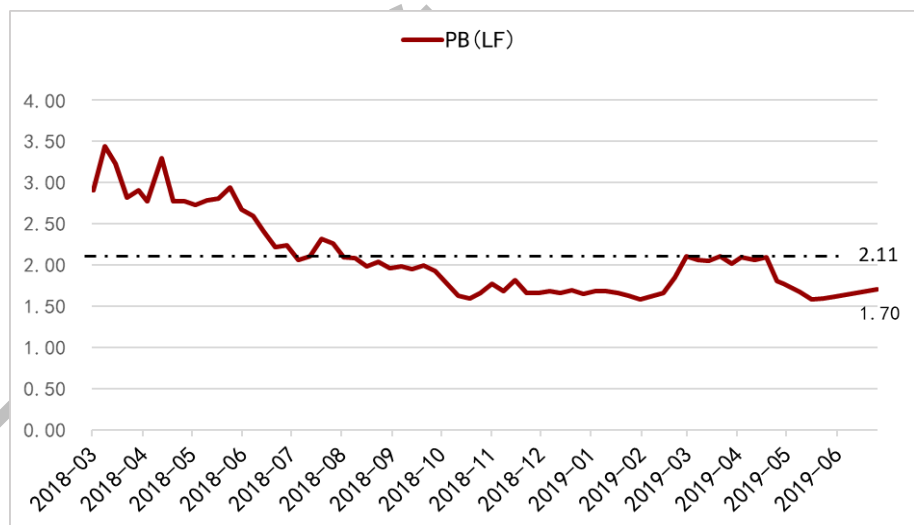
当前我国租赁市场呈现“高增长+低渗透”的特质，伴随着租赁模式的普及与渗透，市场潜在空间将被打开。另一方面，2014年以来政策环境向好，扶持政策不断出台，“四项任务”、“五条措施”对于行业发展有积极推进作用。在市场与政策的双重驱动下，租赁行业同样迎来景气度上行。基本面来看，2019年上市租赁公司生息资产有望

稳健扩张，资产端比较优势也将延续，维持较高收益率水平，同时资金端在利率下行的趋势下将先于资产端调整，边际利好净息差走扩。此外，行业资产质量风险整体可控，而统一监管的新格局有望出清部分壳公司、纯通道公司，提升行业集中度，资产负债两端具有优势的头部公司将取得市占率提升。

个股方面，首推江苏租赁(600901.SH)，主要理由有四：

- 1) 资产端投放均衡，兼顾逆周期与新兴行业，收益率稳定高位
- 2) 资金端成本优势明显，净息差领先上市租赁公司
- 3) “服务中小”战略带来更强资产端议价能力和较优风控能力
- 4) A股金融租赁唯一纯正标的，具备标的稀缺性

图表46：江苏租赁历史估值走势



资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截至2019年6月26日

图表47：江苏租赁盈利预测与估值

江苏租赁(600901.SH)	盈利预测			增持评级
	2017年	2018年	2019E	2020E
营业收入(亿元)	19.43	24.37	31.07	37
增长比率(%)	7.59	25.42	27.53	19.07
净利润(亿元)	10.11	12.51	15.43	18.06
增长比率(%)	22.64	23.79	23.38	16.99
EPS(元)	0.43	0.43	0.52	0.6
PB(倍)	2.94	1.67	1.52	1.37

资料来源：wind，万联证券研究所

备注：数据截至2019年6月26日

4、其他子行业：创投、AMC、征信各有机会

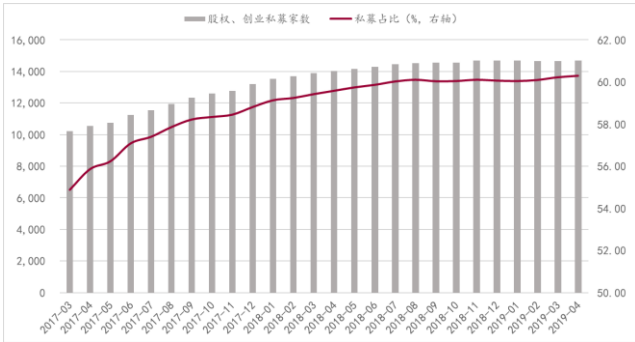
4.1 创投行业：科创东风助力行业发展

创业投资，指针对创业企业进行股权投资，待其发展相对成熟后通过股权转让等方式获得资本增值收益的投资模式。一般而言，创业投资公司主要有两种运作方式，分别是通过自有资金投资和通过私募股权基金投资。

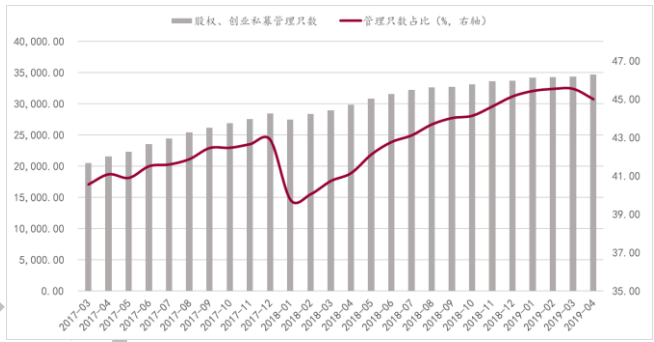
- 1) 行业规模快速扩张：近年来创投行业呈快速发展趋势，机构数量与资本规模同步

扩张。数量上来看，截至2019年4月我国股权、创业类私募已经增至14702家，在私募机构中占比60.29%，该类私募旗下管理的基金也增至34694只，在私募基金中占比44.98%；规模上来看，截至2018年年末，股权和创业投资私募的实缴规模分别为7.52万亿元和0.91万亿元，合计占比68.55%。

图表48：股权、创业私募家数快速上升后企稳



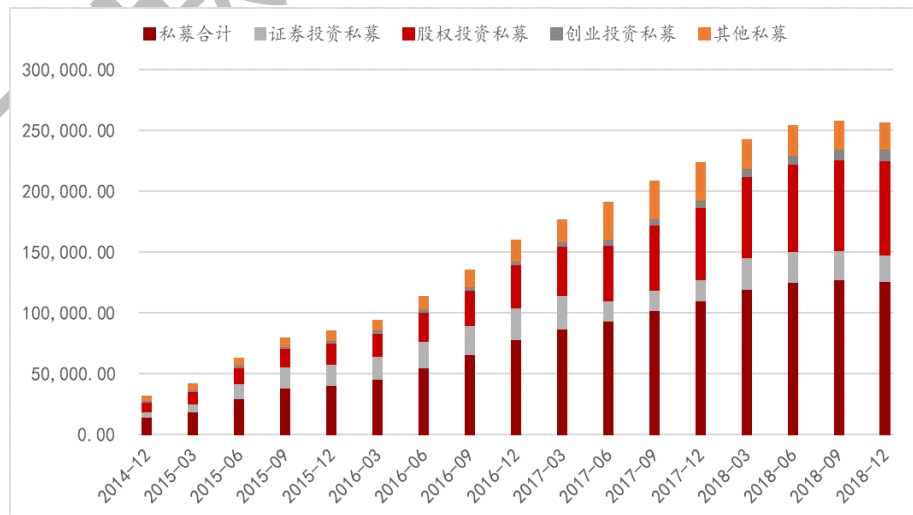
图表49：股权、创业私募管理基金数目整体上行



资料来源：基金业协会，wind，万联证券研究所

资料来源：基金业协会，wind，万联证券研究所

图表50：股权、创业投资私募实缴资本稳步扩张（亿元）



资料来源：基金业协会，wind，万联证券研究所

2) 政策红利催化反向挂钩机制：2018年3月证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，沪深交易所也配套发布了《上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》，行业迎来重磅政策利好。新规贯彻了《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，对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明确的政策支持。新规的核心内容在于创业投资基金投资年限与上市后锁定期的反向挂钩机制：

图表51：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
< 36个月	连续3个月	集中竞价	1%
		大宗交易	2%
≥36个月; <48个月	连续2个月	集中竞价	1%
		大宗交易	2%
≥48个月	连续1个月	集中竞价	1%
		大宗交易	2%

资料来源：证监会，万联证券研究所

值得注意的是，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后才能享受，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。从效果上来看，反向机制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，有效防止了大比例“集中减持”和“过桥减持”。

3) 科创板带来资本市场改革风口：科创板是面向科技创新型企业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。

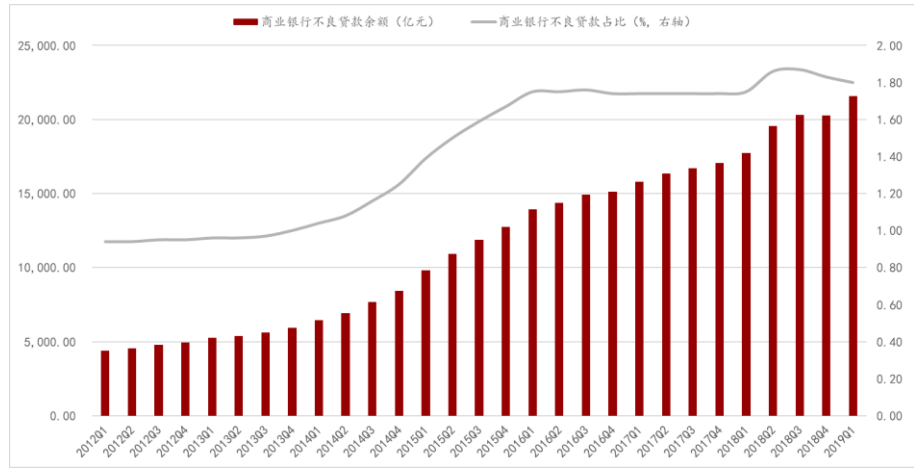
4) 走向专业化发展，马太效应增强：近年来看，在宏观降杠杆的大环境下，创投机构大规模扩张时代结束，随着一二级市场之间的价差逐渐缩窄，以及业内“募投管退”机制的日趋成熟，行业逐渐步入专业化发展阶段。在此背景下，部分有长期项目经验积累的创投机构有望凭借自身更强的综合实力与抗风险能力脱颖而出，而多数中小机构则面临洗牌。我们认为，在马太效应的引导下，市场份额将快速向头部机构集中。

4.2 AMC：根植资产质量问题，受益政策红利

当前我国宏观经济发展处于“新旧动能转换”的关键时期，经济结构调整阵痛导致实体经济面临较大下行压力。在此背景下商业银行、非银行金融机构、非金融企业在资产端均面临着资产质量下降，坏账率上升，应收账款账龄不断延长等问题。各类机构急待处置、盘活的问题资产给不良资产管理行业（AMC）带来巨大业务空间。

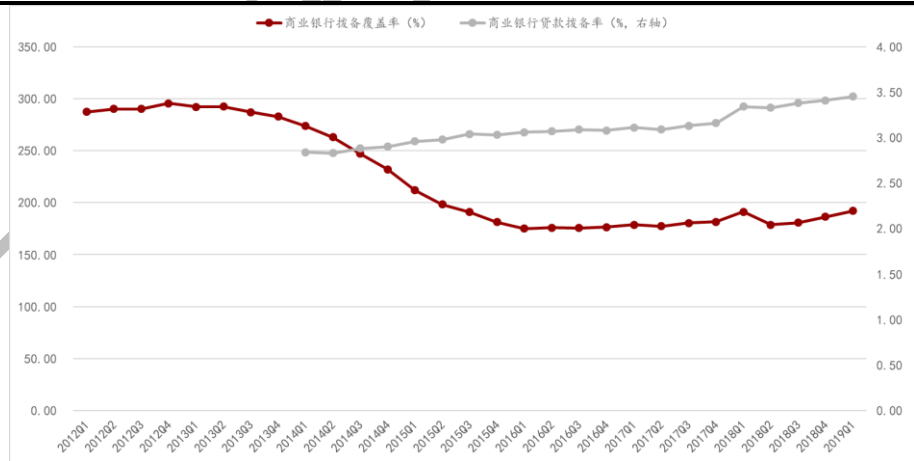
1) 银行资产质量承压孕育行业机会：银行的资产质量问题是行业盈利逻辑的根本。银保监会数据显示，2012年至今银行业整体不良率与不良资产余额呈现双升走势，不良率从2012Q1的0.94%升至2019Q1的1.80%，尽管2019Q1不良率环比下降3BPs，但同比依旧上升5BPs；而2012Q1-2019Q1的不良贷款余额也由4382亿元持续攀升至2.16万亿元。尽管在此期间，银行拨备覆盖率和贷款拨备率逐步企稳，但相较于不良双升的大趋势，银行资产质量依旧承压。

图表52：商业银行不良贷款余额及不良率持续上行



资料来源：银保监会，wind，万联证券研究所

图表53：商业银行拨备覆盖率和贷款拨备率相对稳定



资料来源：银保监会，wind，万联证券研究所

2) 周期行业杠杆仍处相对高位：与银行资产端问题相对应的是，大型周期企业的杠杆问题仍在。wind数据显示，2019Q1上市前十大钢铁企业资产负债率算数平均值58.22%，上市前十大采掘企业资产负债率算数平均值54.55%，反映出部分重资产行业在经历了持续的“去杠杆、去产能”后，其杠杆水平依旧偏高，带来沉重的债务负担，及潜在的非金融企业资产质量风险。

图表54：2019Q1周期行业杠杆率仍有调整空间

钢铁行业Top 10 资产负债率 (%)		采掘行业Top 10 资产负债率 (%)	
宝钢股份	43.75	中国石油	45.84
河钢股份	71.46	中国神华	26.75
包钢股份	63.04	中煤能源	57.94
首钢股份	72.14	兖州煤业	55.47
鞍钢股份	41.51	陕西煤业	41.68
马钢股份	57.91	永泰能源	73.24
华菱钢铁	62.51	中油工程	74.85
山东钢铁	58.28	伊泰B股	52.88
太钢不锈	54.75	中海油服	54.38
本钢板材	66.81	西山煤电	62.46
均值	59.22	均值	54.55

资料来源：公司财报，wind，万联证券研究所

3) 地方AMC松绑，行业发展迎机遇：2012年财政部联合银监会印发《金融企业不良资产批量转让管理办法》，首次提出了设立省级不良资产管理公司。此后在2014年7月银监会下发首批地方金融资产管理公司牌照，不良资产处置行业在15年后首次迎来“四大”之外的其他参与者。此后各省份陆续设立了44家地方资产管理公司，大部分省份保持着“4+1”或“4+2”即“四大”加一至二家地方资产管理公司的竞争格局。2016年10月国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，正式拉开债转股大幕，AMC就此成为此次债转股中的重要一环并获得明显的新业务空间。此次新规为地方AMC松绑，放开了其依法处置不良资产的途径，使其在处置端更为灵活，同时允许其跨省经营处置业务。整体来看，监管政策的逐步落地与债转股的持续推进将成为行业发展的重要催化剂。

4) AMC或为2019年确定性主题：不良资产处置行业是近两年多元金融领域最受关注的子板块之一，而就2019年来看，银行资产端压力不减，供给侧改革与债转股政策的逐步推进将持续为不良资产处置公司带来巨大的业务空间。从基本面和政策面角度，我们看好AMC继续成为贯穿2019的主题。

4.3 征信：广阔应用场景带来巨大发展机遇

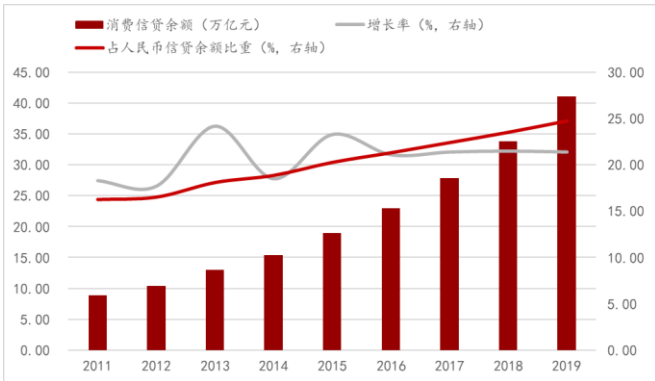
近年来互联网金融行业快速扩张，其发展对于倒逼传统金融转型具有重大意义。而在新兴和传统金融共同发展的过程中，个人征信体系作为配套服务具有桥梁功能。

1) 个人征信作为金融业基础配套服务体系急需建设完善：我国民间投融资需求旺盛，但受限传统渠道，民间资本流动长期受到抑制。而互联网金融提供了高效率、低门槛的投资渠道，随着互联网平台交易机制的日益成熟，P2P网络借贷、第三方支付、互联网理财等投资渠道均呈快速崛起之势。但与此同时我国现有个人征信体系存在诸多局限，投融资双方信息不对称导致在线投资面临着较大的信用风险，很大程度上制约着互联网金融进一步健康发展。因此征信作为促进互联网金融发展的基础设施之一，其发展建设急需推动。

2) 消费信贷规模增长迅速，征信体系滞后：据艾瑞咨询统计预测，我国消费信贷规模由2011年的8.90万亿元增加到了2019年的41.10万亿元，增长超过3倍，整体年均增速维持在20%，占人民币贷款比重升至24.76%。而其中互联网消费金融规模为3.4万亿元，同比将增长75%，尽管增长趋缓，但依旧维持高增，显示消费信贷业务，尤其是互联网消费金融业务蕴藏着巨大的潜力。然而伴随着信贷规模的快速增长，我国个人征信体系的制度缺陷逐渐凸显。由于我国征信体系的资源一直集中在央行的征信中心，民间金融机构以及网贷公司因无法获取个人信用信息需要自行完成信审工作。不仅如此，央行征信中心在金融机构信贷信息之外，并未征集多维度的个人信用信息(网购、

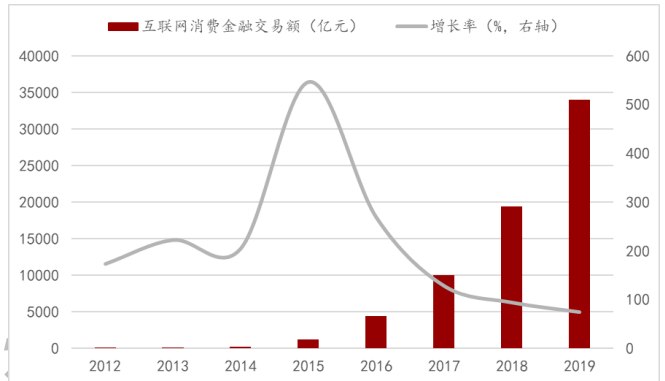
理财、水电煤缴费等)，因而难以满足日益丰富的消费信贷对信用信息的需求，我国商业征信服务急需完善。

图表55：消费信贷规模与占比持续提升



资料来源：艾瑞咨询，ifind，万联证券研究所

图表56：互金消费金融交易额快速提升



资料来源：艾瑞咨询，ifind，万联证券研究所

3) 应用场景广泛，盈利模式多元：就运作模式来看，商业征信机构主要通过从信贷、网购、支付、理财、社交等渠道采集数据，清洗、分析后应用到贷款、理财、担保、租赁、保理等各类授信活动，具有广泛的金融应用场景。一般而言，征信机构的盈利来源主要有三：**a) 提供基础产品与征信服务。**主要包括消费者信用报告和信用评分，是当前征信机构主要收入来源。**b) 提供增值产品与服务。**既可以是针对信用授予方的需求而开发的衍生产品与服务，如帮助客户寻找目标客户和新的业务、帮助客户对其客户进行管理、帮助客户和其客户建立良好的关系等。也可以是针对消费者需求开发的衍生产品与服务，包括身份保护、防欺诈服务等。**c) 提供“征信+”新模式。**即通过对所掌握的个人信用信息进行提取，开创传统征信业务之外的模式，如通过消费性金融机构广告和信贷产品推荐获利。

4) 行业有望迎来快速发展期，互金机构率先介入：整体来看，互联网金融和消费信贷的高速增长都为我国征信行业的发展提供了巨大市场空间。而基础征信服务、增值征信服务与“征信+”服务新模式，形成了征信机构多元的盈利来源。我们认为随着个人征信业务牌照的逐步放开，征信行业将进入高速发展期，前期已经率先介入征信布局的互金公司有望率先受益。

5、投资建议汇总

信托行业：进入2019年，随着宽信用传导逐步完成，国内固定资产投资增速整体向好，同时考虑专项债新政支持下较强的基建加码预期，长周期来看信托主动管理规模增速中枢有望逐步上移，带动行业景气度上行。下半年货币政策周期和金融监管周期仍是主导信托行业阶段性发展的核心因素。货币政策周期来看，当前货币政策松紧适度，流动性环境对信托资金端的影响较为中性，但后续降息预期可能通过传统融资渠道对信托产生挤压影响。金融监管方面，自资管新规细则颁布以来，监管层不断释放边际宽松信号，信托作为影子银行的功能性也被重申，行业有望受益监管超预期放松，在2019年实现主动管理规模扩张与通道收缩放缓。此外，综合考虑信托固有业务的改善趋势，预计上市信托公司将迎来业绩估值双修复。

个股方面，首推**爱建集团 (600643.SH)**，主要理由有四：

1) 主动管理规模扩张迅速，地产信托领域具有相对优势

- 2) 近年信托报酬率仅次于安信信托，处于上市公司前列
- 3) 均瑶入主带来实业资源，航空/消费领域有望产融结合
- 4) 纳入华瑞租赁，租赁版图完善，新利润增长点可期

租赁行业：当前我国租赁市场呈现“高增长+低渗透”的特质，伴随着租赁模式的普及与渗透，市场潜在空间将被打开。另一方面，2014年以来政策环境向好，扶持政策不断出台。在市场与政策的双重驱动下，租赁行业同样迎来景气度上行。基本面来看，2019年上市租赁公司生息资产有望稳健扩张，资产端比较优势也将延续，维持较高收益率水平，同时资金端在利率下行的趋势下将先于资产端调整，边际利好净息差走扩。此外，行业资产质量风险整体可控，而统一监管的新格局有望出清部分壳公司、纯通道公司，提升行业集中度，资产负债两端具有优势的头部公司将取得市占率提升。

个股方面，首推**江苏租赁(600901.SH)**，主要理由有四：

- 1) 资产端投放均衡，兼顾逆周期与新兴行业，收益率稳定高位
- 2) 资金端成本优势明显，净息差领先上市租赁公司
- 3) “服务中小”战略带来更强资产端议价能力和较优风控能力
- 4) A股金融租赁唯一纯正标的，具备标的稀缺性

创投行业：近年来看，在宏观降杠杆的大环境下，创投机构大规模扩张时代结束，随着一二级市场之间的价差逐渐缩窄，以及业内“募投管退”机制的日趋成熟，行业逐渐步入专业化发展阶段。在此背景下，部分有长期项目经验积累的创投机构有望凭借自身更强的综合实力与抗风险能力脱颖而出，而多数中小机构则面临洗牌。我们认为，在马太效应的引导下，市场份额将快速向头部机构集中。此外科创板对于行业亦是长期利好，其设立有助于头部机构完善资金退出渠道，加快收益兑现节奏，从而边际改善业绩。

AMC行业：当前我国宏观经济发展处于“新旧动能转换”的关键时期，经济结构调整阵痛导致实体经济面临较大下行压力。在此背景下商业银行、非银行金融机构、非金融企业的资产质量问题为AMC行业带来了长期盈利逻辑。就2019年来看，银行资产端压力不减的情况下，供给侧改革与债转股政策的逐步推进将持续为不良资产处置公司带来巨大的业务空间。

征信行业：互联网金融和消费信贷的高速增长都为我国征信行业的发展提供了巨大市场空间。而基础征信服务、增值征信服务与“征信+”服务新模式，形成了征信机构多元的盈利来源。我们认为随着个人征信业务牌照的逐步放开，征信行业将进入高速发展期，前期已经率先介入征信布局的互金公司有望率先受益。

6、风险提示

中美贸易摩擦不确定性增加；宏观经济下行压力加剧；影子银行金融监管超预期；信托违约暴雷问题超预期；权益市场波动加剧导致投资收益持续下滑

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06月26日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600643.SH	爱建集团	0.71	0.81	0.94	6.00	9.61	13.46	11.80	10.20	1.60	增持
600901.SH	江苏租赁	0.43	0.52	0.60	3.61	6.15	14.30	11.90	10.17	1.70	增持

资料来源: wind, 万联证券研究所

万联证券

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。研究员任何形式的分享证券投资受益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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