

非银金融:多元金融

报告原因: 中期策略

2019年6月29日

信托行业 2019 中期策略

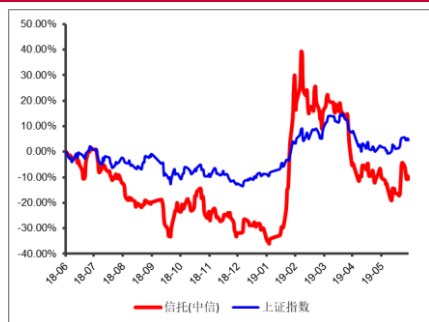
行业格局变革, 回归信托本源, 关注长期改善空间

维持评级

看好

行业研究/深度报告

信托板块近一年市场表现



分析师:

分析师: 刘丽

执业证书编号: S0760511050001

邮箱: liuli2@sxzq.com

分析师: 孙田田

执业证书编号: S0760518030001

邮箱: suntiantian@sxzq.com

电话: 0351-8686900

地址:

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点:

➢ **在负债端, 行业竞争格局深刻变革, 回归信托业务本源。** 资产规模增长与政策推动密切相关, 2017 年以来资管新规影响下, “去杠杆、去通道、控风险”, 行业进入强监管周期, 对资管产品的类型制定统一的监管标准, 最大程度消除监管套利, 通道规模占比较大的信托资产规模下降明显。同时理财子公司加速设立, 接受资管新规统一监管, 深刻改变行业格局。依靠银行股东背景, 不论是先天的业务资源、客户资源和品牌等优势, 还是来自银行的存量业务资源倾斜, 都将极大的压缩信托公司通道业务规模, 它的参与势必对信托的通道需求产生一定的影响。在这种背景下, 信托公司产品创新能力和风险控制能力成为关键。

➢ **随着国内高净值客户的快速增长, 财富传承需求日益迫切。** 创设家族信托成为一种越来越受到关注的财富传承方式。37 号文指出慈善信托、家族信托不适应资管新规规定。家族信托、财产权信托等业务得到监管的支持, 鼓励信托公司回归信托业务本源, 实现各项业务的均衡发展。

➢ **在资产端, 基建投资触底回升, 房地产周期企稳。** 2018 年以来整体投资增速放缓, 特别是基础设施投资增速回落较多, 一些领域和项目存在较大的资金缺口, 作为国家逆周期调节的重要手段, 年初以来基础设施建设投资明显提速, 从 2018 年三季度开始, 基建投资累计同比增速触底回升。房地产方面, 首套房平均贷款利率回落, 商品房销售有所回暖, 企业新开工意愿增强, 房地产企业融资需求或难以降低, 作为房地产企业的重要融资渠道, 房地产信托是信托的重要业务方向。但地产融资压力依然较大, 到期债券规模下半年依然较大, 同时政策严查房地产信托违规项目, 房地产信托业务可能会有所波动。

➢ **加大金融服务实体经济力度, 表外融资触底回暖。** 2019 年新增信托贷款由负转正, 而信托资产新增规模同比增速与新增信托贷款当月同比变化基本同向, 一季度受托资产规模趋于稳定, 集合类占比提升, 信托资产规模有望继续改善。

➢ **信托行业迎来转型阵痛期, 倒逼信托公司转型发展、优化业务结构, 打开新的业务空间。** 服务高净值客户, 发力财富管理, 服务实体经济, 提升发展质量, 这也是资管新规的意见要求。未来行业通道业务收缩速度可能会有所放缓, 行业整体报酬率缓慢提升的过程中, 信托公司业务收入减

少的压力缓解，在这个过程中大型信托公司优势突出，资本实力支撑及领先的业务布局优势明显。

➤ **产品创新能力和风控能力重要性提升。**在资产端，以差异化、专业化的产品设计吸引客户，提升客户体验，在资产端实现对资金的主动管理，逐步提高报酬率，同时提高风控能力是可持续发展的关键。

重点公司推荐：

➤ **经纬纺机：纺机+信托双业务，信托转型实现高增长。**公司主要业务来源为中融信托及纺机业务，2018年中融信托贡献了绝大部分的利润，而受压缩通道业务影响，中融信托受托管理规模下降小幅下降，归母净利润下滑25%。2019年一季度业绩明显改善，实现营业收入26.53亿元，同比增长52%，归母净利润1.82亿元，同比增长36%。预计公司2019-2020年实现归母公司净利润为10.09亿元、12.09亿元、14.30亿元，同比增长28%、20%、18%，对应EPS为1.43、1.72、2.03元，PE为8.68、7.25、6.13倍。

➤ **爱建集团：激励机制深化改革，综合金融信托+租赁。**2018年在行业收入普遍承压的大环境下，公司实现高速增长，营业收入26.54亿元，同比增长14%，归母净利润11.58亿元，同比增长40%，ROE12.84%；2018年爱建信托贡献了96%的利润，同时主动管理规模660亿元，同比增长20%。2019年一季度业绩继续改善，实现营业收入8.57亿元，同比增长86%，归母净利润2.64亿元，同比增长49%。业绩驱动力主要来源于利息净收入和信托业务手续费及佣金收入，分别增长281%和20%。2018年完成对爱建信托的增资，民营背景的股东有望给公司带来市场化的管理机制，提升公司经营效率，助推信托业务转型，看好公司未来发展潜力。预计公司2019-2020年实现归母公司净利润为14.58亿元、17.17亿元、20.74亿元，同比增长25%、17%、20%，对应EPS为0.90、1.06、1.28元，PE为10.65、9.05、7.49倍。

风险提示：

➤ 宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；二级市场大幅波动；监管政策从严风险。

目录

走势回顾：	6
负债端：	7
广义资管：大资管统一监管，竞争格局深刻变革.....	7
银信合作：同业依赖降低，表外难度增加，回归表内.....	9
财富管理：居民财富增长潜力，回归信托业务本源.....	10
资产端：	13
整体规模：下降幅度趋于稳定，集合类占比提高.....	13
资金投向：基建投资触底回升，房地产周期企稳.....	14
（一）基础产业.....	14
（二）房地产.....	15
（三）证券市场.....	16
资产质量：信用风险抬头，信托风险率提升.....	17
政策面：标准统一，行业格局变革	17
行业内生	19
主动管理转型带动报酬率提升	19
上市公司表现整体好于行业	20
重点公司关注	22
经纬纺机：纺机+信托双业务，信托转型实现高增长	22
爱建集团：激励机制深化改革，综合金融信托+租赁	23
投资策略.....	23
风险提示.....	24

图表目录

表 1：信托公司收盘价历史分位	6
表 2：信托公司 PB 历史分位	6
图 1：大资管规模（万亿元）	7
图 2：信托资产余额及环比（万亿元/%）	7
图 3：信托资产环比与新增信托贷款增速（%）	8
图 4：新增信托贷款规模及同比（亿元/%）	8
图 5：信托资产余额占比及较 2018 年变化（%）	10
图 6：信托资产余额存量及环比（亿元/%）	10
图 7：银信合作一般模式	10
图 8：2015-2019 年中国高净值人群境内可投资资产配置比例	11
图 9：未来 1-2 年中国高净值人群各类境内资产的配置变化趋势	12
图 10：平安信托鸿图系列家族信托产品结构	12
图 11：信托资产余额类型占比（%）	13
图 12：信托资产余额资金来源占比（%）	13
图 13：政信合作占比（%）	14
图 14：固定资产投资基建同比（%）	14
图 15：地产销售数据有所回暖（%）	16
图 16：房地产到期债券规模（亿元）	16
图 17：风险率抬头（%）	17
图 18：信托产品到期规模（亿元）	17
表 3：资管新规及相关文件	18
图 19：收入及利润增速企稳（亿元/%）	19



图 20：利润率及综合报酬率回升（%）	19
图 21：收入结构同比增速对比（亿元/%）	20
图 22：收入结构（%）	20
表 4：信托行业集中度	20
表 5：上市信托公司 2018 年业绩表现	21
图 23：一季度营业收入及同比（亿元/%）	21
图 24：一季度净利润及同比（亿元/%）	21
图 25：一季度各业务同比增长（%）	22
图 26：一季度业务结构（%）	22

宏观经济有所企稳，但下行压力仍在，从 2018 年下半年开始政策基调由“强监管、去杠杆”向“稳增长、稳杠杆”转变，更加注重政策的传导机制优化，提高货币政策传导效率，在基础设施领域等领域融资需求回升，信托作为实体企业融资的重要途径，同时叠加政策边际回暖、悲观预期改善、信用风险缓释，2019 年资产规模压缩趋势收敛，行业进入存量竞争期。

资管新规作为金融监管新政的顶层设计，具有里程碑意义，已经正式实行一年多的时间，去通道、控非标、破刚兑取得了阶段性的成效。同时多条政策直指目前广义资管行业存在的问题，同时也为各资管机构的发展划定了新规则，大资管行业将进入统一发展的新时代。信托公司主动压缩通道业务规模，增强主动管理能力，信保合作松绑，政策边际改善，但降杠杆的政策取向没有变，与此同时，信托细则尚未发布，在信托净值化管理、投资者管理等方面还未明确，政策变量或将成为影响行业发展的重要因素。

走势回顾：

中信信托指数年初至今（6 月 28 日）累计上涨 31.29%，行业估值 1.51 倍，处于历史低位。陕国投、五矿资本、安信信托、经纬纺机、爱建集团、江苏国信分别上涨 66.40%、35.49%、15.56%、15.49%、14.30%、11.50%。信托公司 PB 除安信信托外均处于 2 倍以下，经纬纺机估值 1.03 最低。

表 1：信托公司收盘价历史分位

收盘价	安信信托	经纬纺机	爱建集团	陕国投 A	五矿资本	江苏国信
25%	13.23	10.04	8.82	5.81	10.90	8.75
50%	14.90	13.36	10.18	9.61	12.92	12.14
75%	18.90	18.95	12.45	12.32	14.86	15.67
6 月 28 日	5.05	12.45	9.58	4.44	9.43	8.53
所处位置	3.90%	44.70%	40.00%	13.20%	13.00%	12.20%

资料来源：山西证券研究所、Wind

表 2：信托公司 PB 历史分位

PB	信托(中信)	安信信托	经纬纺机	爱建集团	陕国投 A	五矿资本	江苏国信
25%	3.08	4.31	1.58	2.21	2.20	1.82	1.21
50%	3.72	7.70	1.93	2.89	2.70	3.88	1.55
75%	5.85	13.81	2.30	4.50	4.62	4.95	2.02
6 月 28 日	1.51	2.16	1.03	1.60	1.68	1.05	1.27
所处位置	3.40%	5.20%	1.90%	4.00%	12.70%	8.90%	31.70%

资料来源：山西证券研究所、Wind

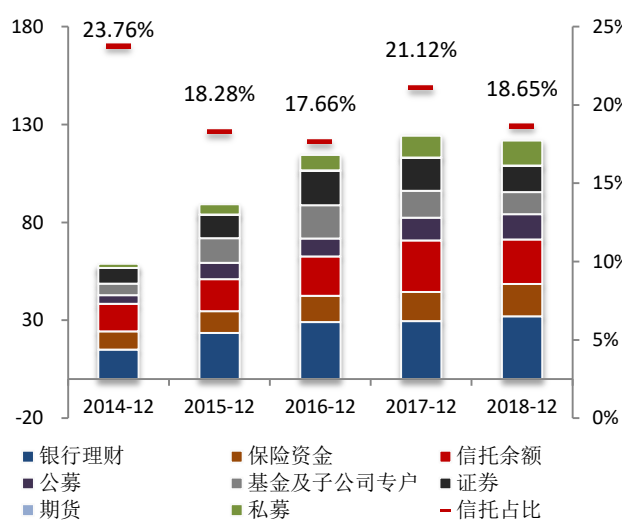
负债端：

从信托资金来源来看，截至 2019 年一季度末，单一资金信托占比为 42.30%，较 2018 年四季度末下降 1.03 个百分点；集合资金信托占比为 42.10%，较 2018 年四季度末上升 1.98 个百分点；管理财产类信托占比为 15.59%，较 2018 年四季度末下降 0.96 个百分点。从负债端看，来自银行的金融同业资金受到银行理财子公司竞争的挤压，未来竞争压力加大。财富管理需求提升，慈善信托家族信托等领域成为新蓝海。

广义资管：大资管统一监管，竞争格局深刻变革

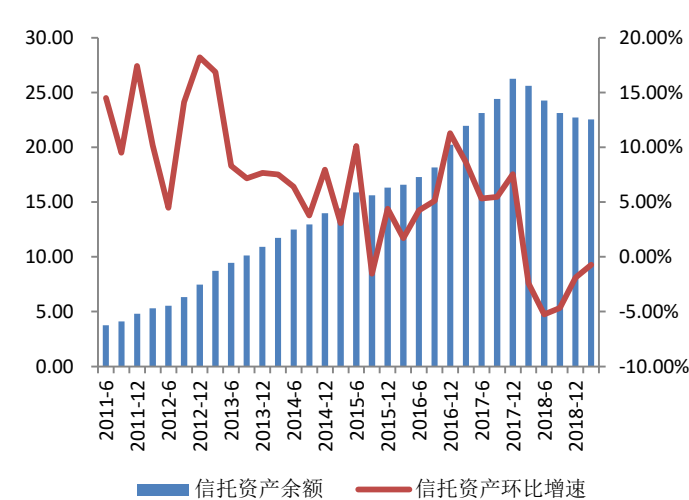
资产规模增长与政策推动密切相关。2009 年房地产及地方政府融资需求增长及银信合作处于监管真空期，带来了信托行业的快速发展，行业资产规模增长保持在较高位置。2012 年，中国进入大资管时代，资管市场迎来了五年的黄金发展期，银行、信托、保险、证券、基金等各类机构同台竞技，券商系资管和基金系资管的竞争下，信托资产余额增速开始下降。2016 年《证券公司风险控制指标管理办法》和《基金管理公司子公司管理规定》等文件要求券商资管和基金子公司实施净资本管理，通道规模的迁移带动信托资产增速规模的增长。2017 年，资管新规发布，“去杠杆、去通道、控风险”，大资管行业进入强监管周期。2018 年 4 月 27 日，央行等多部委的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式出台，按照资管产品的类型制定统一的监管标准。对同类资管业务制定一致性的规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利。

图 1：大资管规模（万亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 2：信托资产余额及环比（万亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

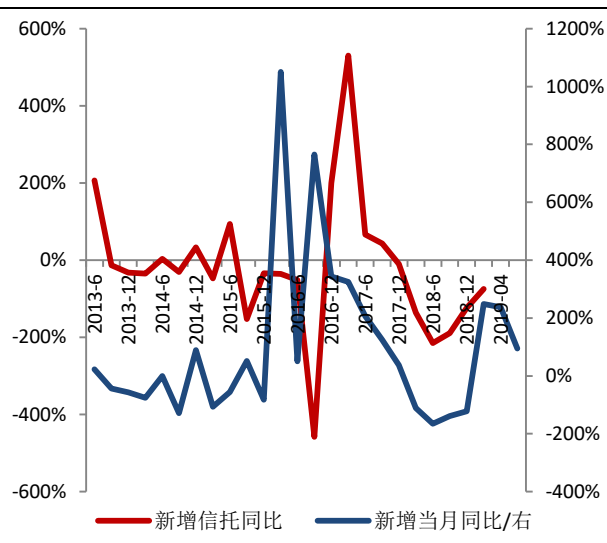
随着 2018 年以来资管新规的统一管理，通道类业务压缩，通道规模占比较大的信托资产规模同时受到

影响。截止 2018 年底，广义资管规模总量 122 万亿，较 2017 年底下降 2.05%，为首次负增长。其中银行理财规模最大，32.10 万亿元，占 26.37% 份额。信托余额 22.70 万亿元，占 18.65% 份额，为第二大类，占比较 2017 年底下降 2.47%。

各类资管机构同台竞技，行业竞争进入新阶段。资产规模下降幅度趋于稳定。截至 2019 年 1 季度末，全国 68 家信托公司受托资产规模为 22.54 万亿元，较 2018 年 4 季度末下降 0.71%，下降幅度进一步缩窄；同比增速较 2018 年 1 季度末的 16.6% 放缓至 -12.0%。环比增速从 2018 年 6 月的 -5.25% 开始触底回升。

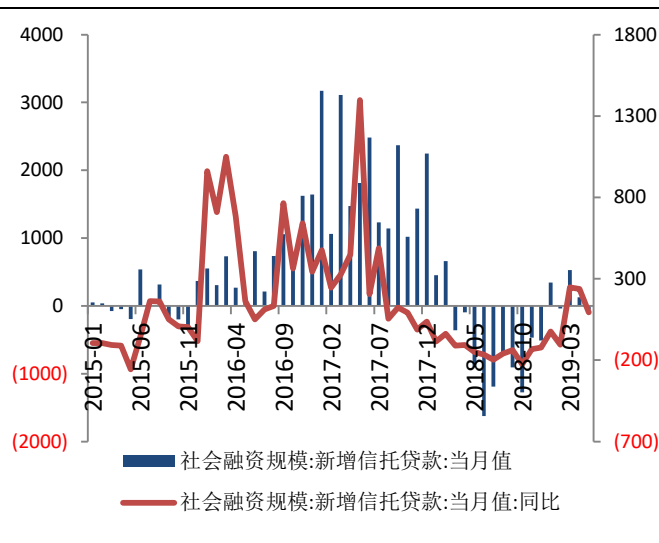
社融数据回暖，预计下一季度信托资产规模将呈现企稳回升态势。2019 年加大金融服务实体经济力度，表外融资触底回暖，新增信托贷款由负转正。2019 年 3 月新增社融数据中新增信托贷款 528.25 亿元，同比增长 248.01%，在连续负增长 14 个月后再回归正增长，虽然 5 月新增信托贷款减少 51.91 亿元，但同比增长 94.26%。2019 年前五个月累计新增信托贷款 913.02 亿元，同比 480.25%。而信托资产新增规模同比增速与新增信托贷款当月同比变化基本同向，信托资产规模有望继续改善。

图 1：信托资产环比与新增信托贷款增速（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 2：新增信托贷款规模及同比（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

理财子公司加速设立，深刻改变行业格局。2018 年 7 月银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”）作为资管新规的配套细则规范银行理财业务，并提出加快理财子公司建设的监管要求。12 月，《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《子公司办法》）正式发布，对子公司开展理财业务进行了全方位的规范，在股权管理、非标限额方面有一定放松，在股票投资集中度、信贷资产投资限制等方面有更严格要求。目前，已有约 30 家银行公告设立理财子公司，其中，建行、工行、交行、中行理财子公司相继开业经营，工行、农行、中行、建行、交行、邮储银行等 6 大国有银行的理财子公司已全部获准筹建。其他银行也陆续提交申请，预计理财子公司会在下半年陆续开业。

商业银行理财子公司加入资管行业之后，将接受资管新规统一监管，与其他资管机构形成竞争。依靠银行股东背景，同时在公募产品认购起点、销售渠道上竞争力更强。不论是先天的业务资源、客户资源和品牌等优势，还是来自银行的存量业务资源倾斜，都将极大的压缩信托公司通道业务规模，进而争抢优质的非标资产、高净值客户等等。它的参与势必对信托的通道需求产生一定的影响。

资管新规建立统一标准的监管，产品创新能力成为关键。在这种背景下，对资管机构和信托公司产品创设端的设立能力形成调整，差异化的满足客户的投资需求，对不同的客户提供有针对性的产品服务和产品设计方案，提升客户体验，成为关键能力。信托公司由于灵活的特性，一直以来产品形式在不断地创新，但更多的是规避监管，而不是以客户需求为根本出发点，在满足客户需求，保证投资收益稳定的前提下，风险控制能力是根本的，在打破刚兑的大环境下，提高项目甄别能力，做好风险控制是另外一个需要重点做好的方面。

银信合作：同业依赖降低，表外难度增加，回归表内

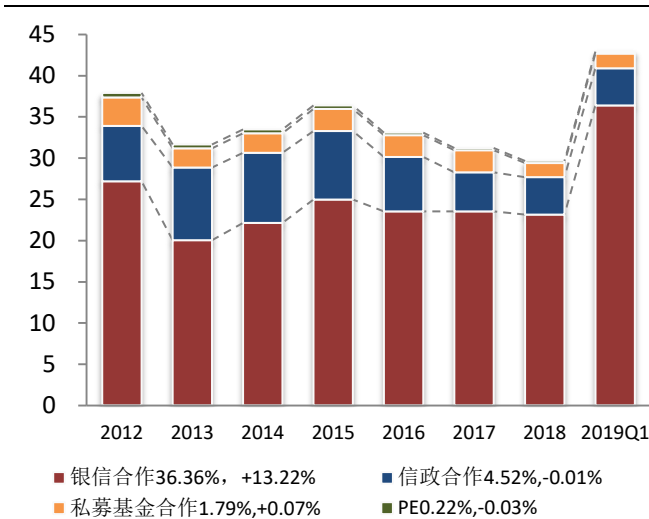
银信合作一直是信托资金来源中的主要部分，在信托资产余额中占比一直处于 20% 以上。2008 年银监会发布《银行和信托公司业务合作指引》为起点，银信合作首次被规范，地方政府基建投资和房地产市场的资金需求拉动了规模增长。2012 年券商资管和基金资管崛起，银信合作规模占比下降。2017 年 12 月发布的《关于规范银信类业务的通知》提出要限制银信业务，强化穿透职责，并提出不得投向房地产、地方融资平台等违规领域，而后多家信托公司表态通道业务未来只减不增，通道信托降幅明显，银信类业务在信托业务中的占比在随后一直处于下降中。在 2019 年一季度开始回升，银信类信托资产余额 2019 年一季度末达到 8.19 万亿元，较 2018 年年底环比增长 56%；在信托资产余额中占比 36.36%，占比较 2018 年年底提升 13.22pct，创历年新高。

银信合作主要有两类，一是银信通道业务，二是信托主动管理型。银信类业务是商业银行作为委托人，将表内外资金或资产（收益权）委托给信托公司，投资或设立资金信托或财产权信托，由信托公司按照信托文件的约定进行管理、运用和处分的行为。银信通道业务，是指在银信类业务中，商业银行作为委托人设立资金信托或财产权信托，信托公司仅作为通道，资产处置和风险管理委托人承担。银行与信托作为金融体系中两大重要支撑，因为同属银监会监管，在业务合作方面有诸多互补，随着金融市场化发展深入，银信业务合作模式也不断深化。

银信合作发展进入新阶段，信托项目的资金来源将受到一定影响。银行理财资金通过信托产品投向房地产、融资平台、过剩产业等限制性行业受到监管政策的限制和压缩，资管新规及补充细则虽然有所放松但整改的大方向没有变，未来非标准化的产品将继续受到压缩。信托公司应积极转变发展方式，通过发挥

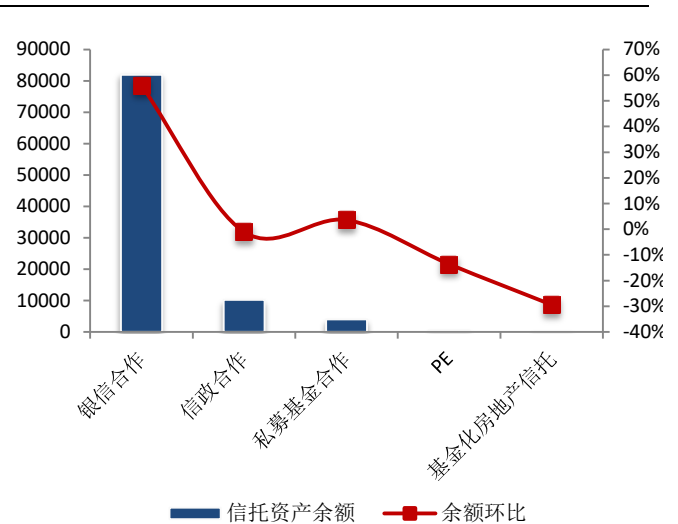
信托制度优势和提高专业管理能力，为委托方银行提供实质金融服务，提高合作的广度和深度，立足信托本源支持实体经济发展。在资产证券化、财产权信托、慈善信托等领域发挥制度优势，为银行盘活存量资产，增加实体经济资金支持；另外在财富管理业务方面，与银行合作对接高净值客户理财资金投资需求，加大信托产品推荐。利用主动管理能力，在投贷联动、优质项目推介、资产管理等领域达成更高层次的合作互补。

图 5：信托资产余额占比及较 2018 年变化（%）



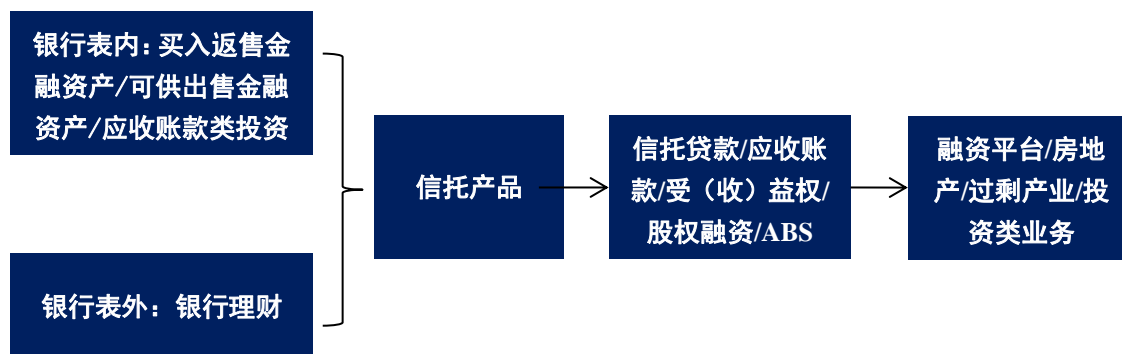
数据来源：山西证券研究所、中国信托业协会

图 6：信托资产余额存量及环比（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、中国信托业协会

图 7：银信合作一般模式



数据来源：山西证券研究所

财富管理：居民财富增长潜力，回归信托业务本源

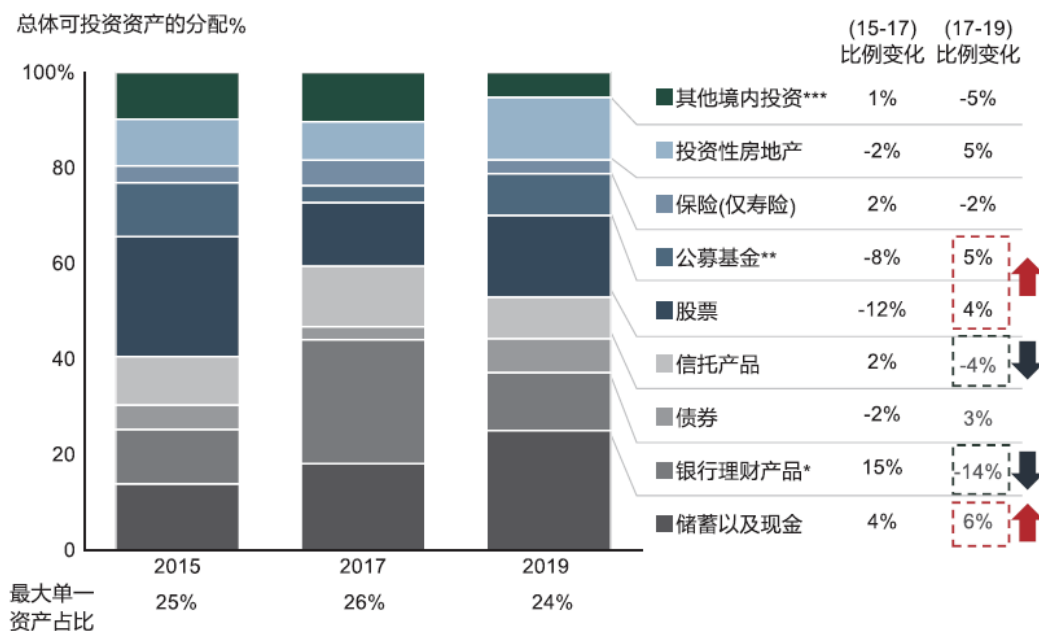
个人可投资资产规模增长。根据招商银行和贝恩公司发布的《2019 中国私人财富报告》，2018 年中国

个人可投资资产总额达 190 万人民币，2016-2018 年年均复合增长率为 7%；可投资资产在 1000 万以上的高净值人群达到 197 万人，2016-2018 年年均复合增长率为 12%；高净值人群人均可投资资产约 3080 万，共持有 61 万亿可投资资产。从资产配置组合上看，高净值人群对单一资产依赖度下降。2015 年高净值人群财富相对集中在股票和公募基金；2017 年财富主要集中在银行理财产品、信托和股票；2019 年，最大单一资产占比进一步下降，高净值人群依据市场情况和监管影响做出分散和调整。信托产品比例下降 4%。信托产品供给收缩，投资者资金回流，高净值人群配置占比由 2017 年的 13% 降至 9%。

家族信托作为财富传承工具受到高净值人群的青睐。随着国内高净值客户的快速增长，财富积累一定阶段后财富传承需求日益迫切，创设家族信托成为一种越来越受到关注的财富传承方式。银保监会信托部向各地银监局下发的《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》（信托函[2018]37 号）（简称“37 号文”）明确家族信托定义，并指出慈善信托、家族信托不适应资管新规规定。

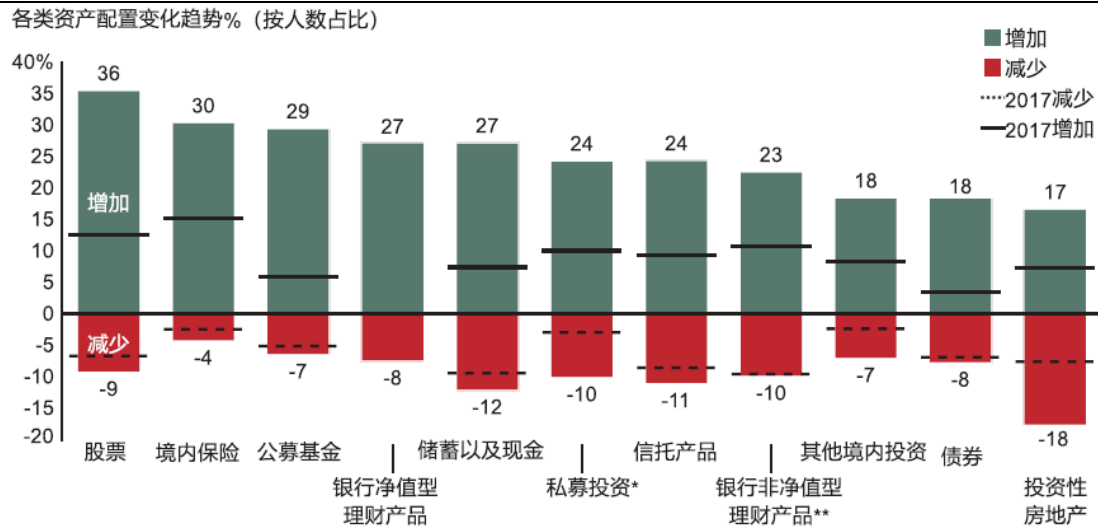
37 号文明确家族信托是指信托公司接受单一个人或者家庭的委托，以家庭财富的保护、传承和管理为主要信托目的，提供财产规划、风险隔离、资产配置、子女教育、家族治理、公益（慈善）事业等定制化事务管理和金融服务的信托业务。近年来，家族信托在各类财富传承安排方式中增长较快，其提及率从 2015 年的 16% 提升至 2019 年的 20%。

图 8：2015-2019 年中国高净值人群境内可投资资产配置比例



数据来源：山西证券研究所、招商银行、贝恩公司《2019 中国私人财富报告》

图 9：未来 1-2 年中国高净值人群各类境内资产的配置变化趋势



数据来源：山西证券研究所、招商银行、贝恩公司《2019 中国私人财富报告》

图 10：平安信托鸿图系列家族信托产品结构



数据来源：山西证券研究所、平安信托

同发达国家相比，我国家族信托还属于新兴产物。家族信托起源于英美等发达国家，经过几十年的经济发展，家族信托已经不断成熟，成为有效实现破产隔离、遗产避税的手段，主要有家族财富传承、家族股权信托、子女教育信托、遗产信托、离婚信托等形式。据统计，英国信托行业中 80% 均为个人信托业务，个人信托业务中又以家族信托业务为主。与海外家族信托的悠久历史相比，国内家族信托显然是近年来经济发展背景下的新兴产物。我国首单家族信托业务于 2013 年发行，规模为 5000 万元，到 2018 年 68 家信

托公司已 34 家开展家族信托业务，管理规模从十几亿到数百亿规模，受托资产类型以现金类资产为主，保单、股权、不动产以及艺术品有所涉猎。但目前家族信托业务发展仍处于初级阶段，管理的资产多以现金为主，还存在客户认知度不高、制度建设不完备、专业化人才稀缺、服务同质化等痛点。

作为财产增值、家族传承的家族信托的重要性日益显现，在规则制度不断完善、财富管理需求增长的背景下，家族信托有望成为信托行业下一个风口。

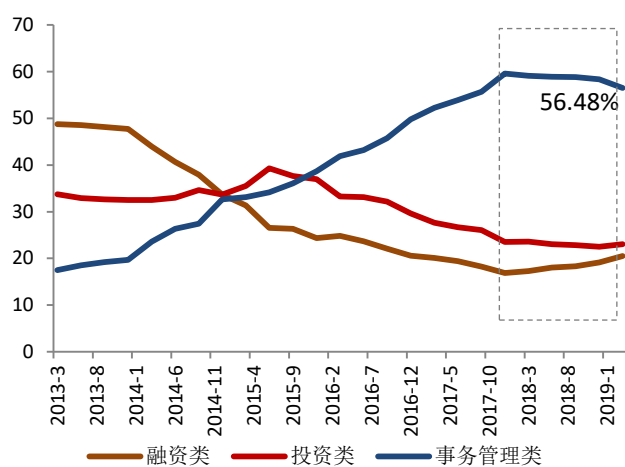
家族信托、财产权信托等业务得到监管的支持，鼓励信托公司回归信托业务本源，实现各项业务的均衡发展。在降杠杆的背景下，信托行业迎来转型阵痛期，倒逼信托公司转型发展、优化业务结构，打开新的业务空间。服务高净值客户，发力财富管理，服务实体经济，提升发展质量，这也是资管新规的意见要求。未来行业通道业务收缩速度可能会有所放缓，行业整体报酬率缓慢提升的过程中，信托公司业务收入减少的压力缓解，在这个过程中大型信托公司优势突出，资本实力支撑及领先的业务布局优势明显。

资产端：

整体规模：下降幅度趋于稳定，集合类占比提高

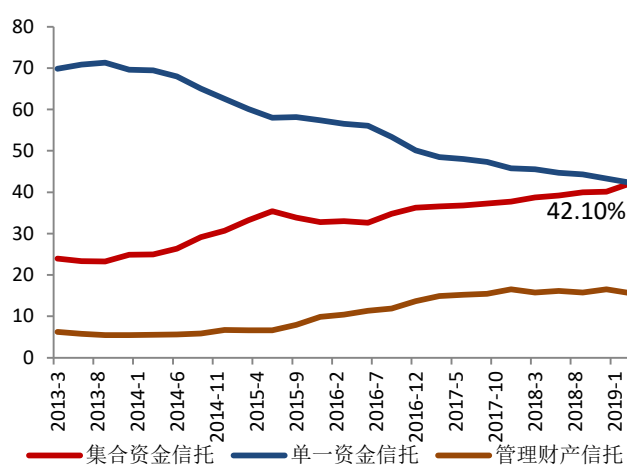
事务管理类信托规模占比回落。一季度末 68 家信托公司受托资产规模 22.54 万亿元，其中，融资类信托规模为 4.62 万亿元，较 2018 年 4 季度末增加约 2710 亿元，占比由 19% 升至 20%；投资类信托规模为 5.19 万亿元，较 2018 年 4 季度末增加 861 亿元，占比由 22% 升至 23%；事务管理类信托规模为 12.73 万亿元，较 2018 年第 4 季度末减少 5191 亿元，尽管占比仍接近 60%，但较 2018 年 4 季度末继续回落 2 个百分点。

图 11：信托资产余额类型占比（%）



数据来源：山西证券研究所、中国信托业协会

图 12：信托资产余额资金来源占比（%）



数据来源：山西证券研究所、中国信托业协会

集合类占比提升。从信托资金来源来看，截至一季度末，单一资金信托占比为 42.30%，较 2018 年 4 季度末下降 1.03 个百分点；集合资金信托占比为 42.10%，较 2018 年 4 季度末上升 1.98 个百分点；管理财产类信托占比为 15.59%，较 2018 年 4 季度末下降 0.96 个百分点。

在当前去通道、去嵌套的严肃监管氛围下，传统银信合作通道业务规模仍在收缩，集合资金信托占比不断提高，信托公司普遍加强财富渠道建设，进行主动管理能力培养，集合资金信托占比有望进一步提升，事务管理类信托占比进一步下降。

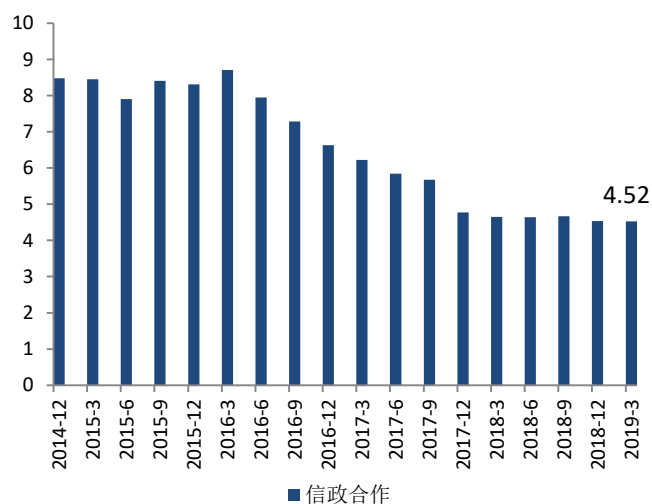
资金投向：基建投资触底回升，房地产周期企稳

从信托资金的投向来看，截至 2019 年 1 季度末，投向工商企业的信托资金占比依然稳居榜首，其后依次为金融机构、基础产业、房地产、证券投资等。相较于 2018 年 4 季度末，投向基础产业与房地产领域的信托资金占比有所上升；投向金融机构与证券投资领域的信托资金占比有所下降。

（一）基础产业

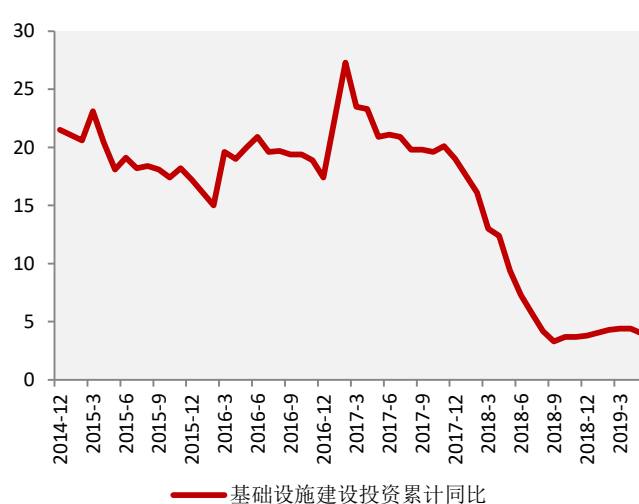
政信合作占比降至低点，基建投资触底回升。政信合作类信托占比降至新低，一季度占比 4.52%，较 2014 年一季度的峰值 9.17% 压缩了近一半。政信合作是信托公司与各级地方政府及融资平台合作，通过信托产品接受单一资金或集合资金，投资项目已各类基建项目为主，中国城镇化进程中，政府融资行为发挥了至关重要的作用，大规模基础建设项目的融资需求也为信托公司带来丰富的业务。

图 13：政信合作占比（%）



数据来源：山西证券研究所、中国信托业协会

图 14：固定资产投资基建同比（%）



数据来源：山西证券研究所、统计局

经济下行压力仍在，基建成为稳增长的重要抓手。2018 年 10 月，国务院办公厅发布《关于保持基础

设施建设领域补短板力度的指导意见》，提示地方政府化解隐性债务风险，防范出现系统性金融风险，增强了金融机构对平台公司融资的信心，信政合作业务迎来政策“拐点”。今年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在较大的投资缺口，亟需聚焦基础设施领域突出短板，确保经济运行在合理区间。6月10日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《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》，《通知》要求，要做好专项债券项目融资工作、进一步完善专项债券管理和配套措施、依法合规推进重大公益性项目（以下称重大项目）融资。

作为国家逆周期调节的重要手段，年初以来基础设施建设投资明显提速，从2018年三季度开始，基建投资累计同比增速触底回升，2019年5月固定资产投资完成额中基础设施建设投资累计同比增速为4%，较4月下降0.4pct，但较低点回升0.7pct，预计未来流向基础产业的信托资金或进一步增加。截至2019年1季度末，投向基础产业的信托资金余额2.81万亿元，较2018年1季度末减少9.57%，占比14.77%，较2018年4季度末上升0.19个百分点。

注意风险防控，加强项目识别。基础建设类信托投资主体多为地方国企或融资平台，多包含政府隐性信用，政信合作中还需注意地方政府债务负担过重，财政收入结构不合理，融资平台经营能力较差等问题，虽然地方政府违约发行的可能性不大，但信托项目应注意风险防控，从信用转化为抵押型，对于负债率较高，现金流回款能力较弱的平台应重点回避。

（二）房地产

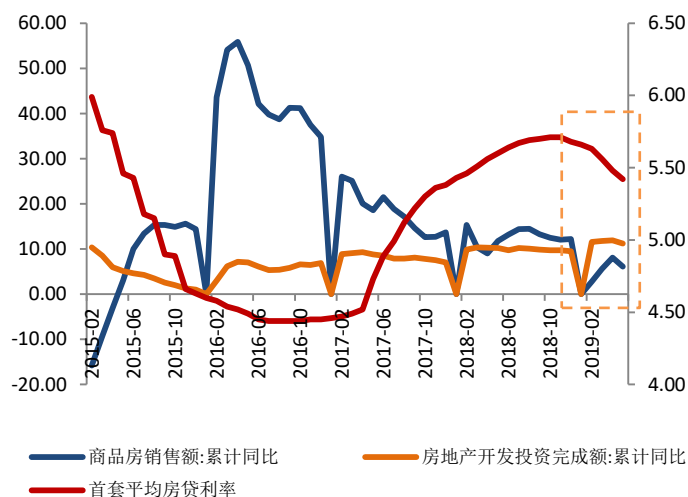
截至2019年1季度末，投向房地产的信托资金余额2.81万亿元，占比14.75%，较2018年4季度末上升0.56个百分点。全国首套房平均贷款利率回落，商品房销售有所回暖，房企新开工意愿增强，房地产企业融资需求或难以降低，作为房地产企业的重要融资渠道，今年，房地产信托将继续是信托的重要业务方向。

地产数据改善，融资需求提升。首套平均房贷利率2019年5月为5.42%，从2018年11月开始已连续六个月回落。房地产开发投资完成额同比持续回暖，2019年3月及4月商品房销售有所改善，商品房销售额累计同比分别为5.6%和8.1%。2019年房地产市场的政策基调是进一步满足有刚需和改善性需求用户的合理住房需求，严格管控投机性购房行为。在房地产金融风险可控的前提下，房地产企业融资需求仍然较大。

融资压力依旧较大，信托输血逐步提升。今年一季度房地产企业新发债券1887.07亿元，同比增长39.57%，4月新发债券规模继续增高，发行923.74亿元，同比增长69.41%。但同时下半年到期债券规模仍然较大，融资压力依然较大，信托仍是房地产企业重要的融资渠道，资金供求关系助推信托产品收益率

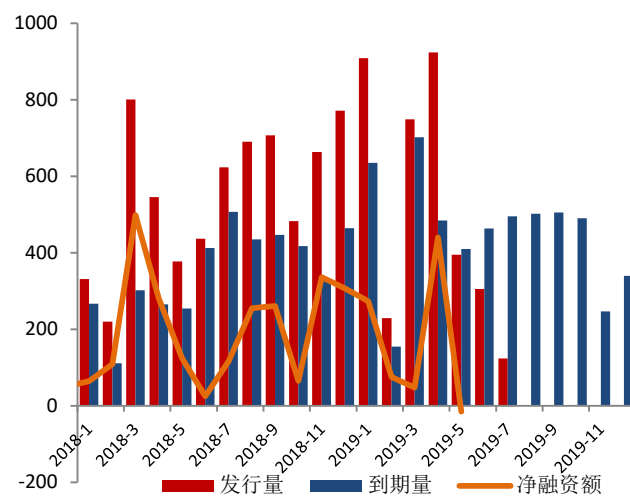
上行。根据用益信托统计，今年 5 月，集合信托成立规模 1400.65 亿元，同比提升 3.31%，其中投向房地产领域 594.32 亿元，占比 42.43%，较去年 5 月同比提升 23.75%，仍保持年初以来的较快增长。

图 15：地产销售数据有所回暖（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 16：房地产到期债券规模（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

5 月 17 日，银保监会发布了《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），强调房地产信托业务摸底，对房地产信托形成一定制约。23 号文对宏观调控政策执行、公司治理、资产质量、非标资金池业务、同业业务和经营管理等六个方面提出要求，主要包含对前端业务开展要求（房地产信托、非标资金池、通道类业务），禁止通过股加债的方式变相提供融资，只能用于开发，不能用于土地款及流贷。房地产项目风险有所暴露，在房地产信托领域强监管下，各地监管局信托项目摸底，房地产信托业务可能会有所波动。

（三）证券市场

今年一季度 A 股市场估值修复，投向股票市场的资金略有增多。截至 2019 年 1 季度末，投向证券投资的信托资金余额 2.14 万亿元，较 2018 年 1 季度末减少 28.40%，占比 11.26%，较 2018 年 4 季度末下降 0.33 个百分点，其中，投向股票的资金占比上升 0.31pct，投向债券的资金占比下降 0.7pct。

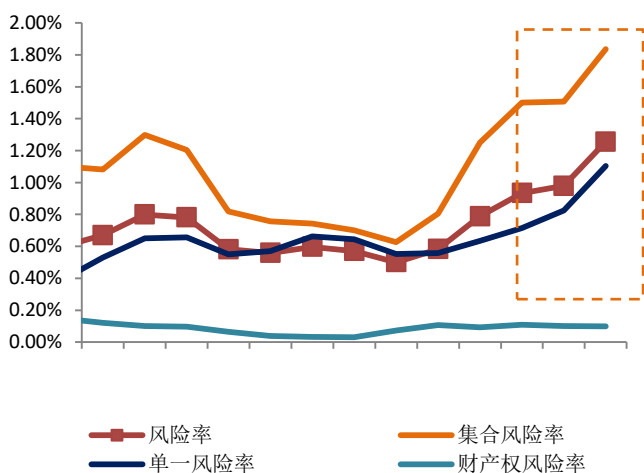
二季度有所回调，截止 2019 年 6 月 28 日上证综指涨幅 19.45%，在经济增长压力和政策托底中不断反复。根据用益信托统计，5 月集合信托产品资金投向证券投资的有 91.51 亿元，占比 5.75%，规模下降 3.7%，占比提升 0.1pct，短期内证券投资领域信托预计不会有大幅增加。

资产质量：信用风险抬头，信托风险率提升

宏观经济运行稳中有变，同时外部环境不确定性较大变化，经济下行压力加大，企业信用风险不断暴露，股票质押业务风险显现，货币政策传导机制有待进一步疏通，信托公司受信用风险暴露的影响风险类提升。截至 2019 年 1 季度末，信托行业风险项目 1006 个，规模为 2830.59 亿元，信托资产风险率为 1.26%，较 2018 年 4 季度末上升 0.28 个百分点。其中，集合类信托占比 61.57%，较去年 4 季度末下降 0.17 个百分点。少数信托公司展业比较激进，信用下沉较大，导致逾期甚至违约事件增多。

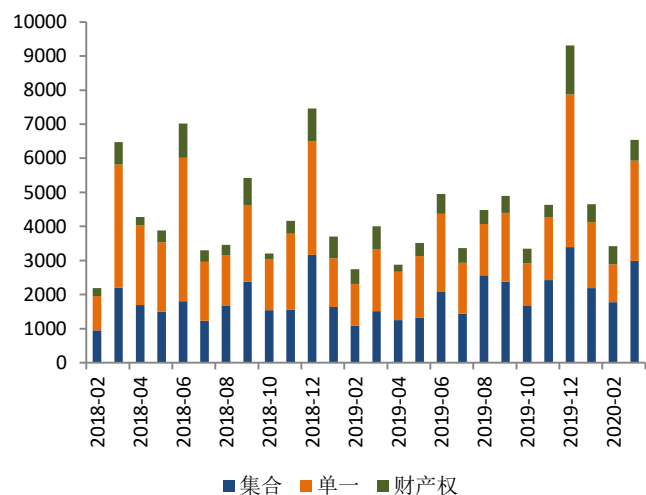
未来一年到期压力小幅提升。在强监管的政策环境下，通道规模压缩，银行表外资金回流，实体经济风险抬头，信托项目整体风险率从 2018 年开始持续抬升，较 2017 年底提高了 0.76pct，集合类项目及单一类项目风险率，较 2017 年 12 月分别提升了 1.21pct 和 0.55pct。2019 年下半年整体到期规模 3.50 万亿元，同比增长 2.80%，但集合类信托到期规模增长 19.28%，信托产品风险防范仍需加强。

图 17：风险率抬头（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 18：信托产品到期规模（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

政策面：标准统一，行业格局变革

作为本轮金融监管的纲领性文件，资管新规的落地执行标志着本轮监管由政策出台真正进入整改实施阶段，虽然资管新规正式稿和后续补充文件从过渡期、公募资产管理的投资范围、过渡期内的估值等方面进行了适度放松，但破刚兑、规范资金池、严控影子银行、实施功能监管和穿透监管的整体方向和思路没有改变，资管新规对资管行业业务模式、行业格局的影响才刚开始。

表 3：资管新规及相关文件

	文件	时间	监管部门	主要内容
指导意见	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	2017. 11	央行、银保监会、证监会、外汇局	规范资管行业纲领性文件，统一同类资产管理产品监管标准，明确过渡期 2020 年；
	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	2018. 04	央行、银保监会、证监会、外汇局	
	《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》	2018. 07	央行	在政策降杠杆大方向不变的基础上，在非标和过渡期的安排上边际放松；
银行理财	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》	2018. 07	银保监会	规范银行理财业务，公募门槛降低，投向边际扩大；
	《商业银行理财子公司管理办法》	2018. 12	银保监会	对子公司开展理财业务进行了全方位的规范，在股权管理、自营投资方面有一定放松；
券商资管	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	2018. 10	证监会	细化指标流程，明确组合投资的“双 20%”比例；明确非标含义，控制非标限额；
	《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》	2018. 11	证监会	对大集合产品对标公募基金、实现规范发展的标准与程序进行细化明确，并给予了合理的规范过渡期；
信托产品	《关于规范银信类业务的通知》	2017. 12	银监会	提出不得通过信托通道将表内资产虚假出表；不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域；
	《信托部关于加强资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》37 号文	2018. 08	银保监会	对信托资管业务的重点工作作出了安排并明确了重要时间节点。

资料来源：山西证券研究所、银保监会、证监会

近日，各地银保监局向辖区内各信托公司下发了《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》，通知要求，保险资金投资集合资金信托应当明确信托公司选择标准，完善持续评价机制，并将执行情况纳入年度内控审计。担任受托人的信托公司应当具备以下条件：（一）具有完善的公司治理、良好的市场信誉和稳定的投资业绩，上年未经审计的净资产不低于 30 亿元人民币；（二）近一年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件，未受监管机构重大行政处罚。与 2014 年 5 月发布的《关于保险资金投资集合资金信托计划有关事项的通知》相比，担任受托人的信托公司近三年公司及高级管理人员未发生重大刑事案件且未受监管机构行政处罚的条件相比，信保合作业务松绑。

37 号文对通道业务的要求更加具体化，明确了监管对通道业务的态度，一定程度上缓释目前行业和市场情绪。给通道业务一定展业空间，有助于打通货币政策传导机制，使资金更加顺利地流向实体经济，尤其是政策鼓励的方向。从大方向上讲，降杠杆的政策取向没有变，在通道业务上的缓和对行业是利好，在未来一段时期内，通道业务规模可能不会像上半年一样下降得那么快，但整体增速还会有放缓趋势。与此同时，信托细则尚未发布，在信托净值化管理、投资者管理等方面还未明确，还需等待进一步的政策落地。

行业内生

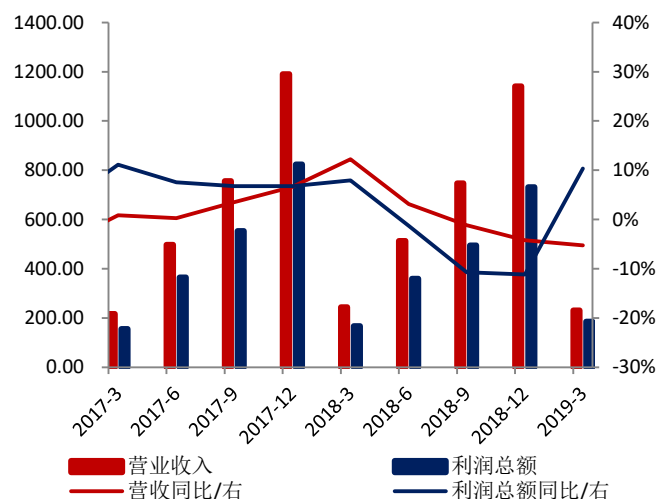
主动管理转型带动报酬率提升

利润总额同比增速大幅提高。2019年一季度，信托业实现经营收入230.58亿元，较2018年1季度减少5.25%，营业收入下降幅度较2018年底-4.20%略有增加；利润总额为184.97亿元，较2018年1季度上增长10.32%，增速较前两个季度明显回升，利润总额在连续三个继续同比下降后在2019年一季度实现正增长。

从收入来源看，信托业务收入168.42亿元，较2018年第1季度减少7.48%，占比73.05%，较2018年第4季度上升4.51个百分点；固有业务收入59.74亿元，较2018年第1季度增长2.00%，占比25.91%，较2018年第4季度下降0.01个百分点，其中投资收益47.15亿元，同比增长4.59%，利息收入12.60亿元，同比减少7.88%。

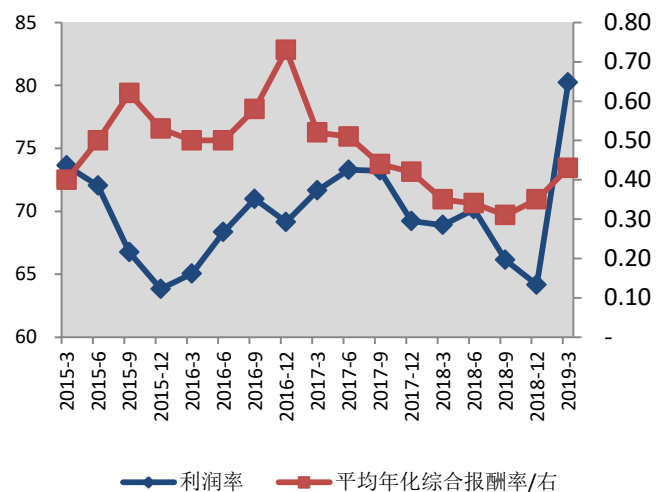
利润率及综合报酬率明显提升。若以利润总额/营业收入来衡量信托行业的盈利能力，一季度利润率大幅回升，达到80.22%，较2018年底提升16.06个百分点，为2013年以来最高位。同时平均年化综合报酬率明显提高，一季度达到0.43%，较2018年底提升0.08个百分点，连续两个季度回升。“资管新规”落地后，通道业务压缩，信托公司被动转型主动管理业务带来的信托业务结构优化，带动信托报酬率提高。

图 19：收入及利润增速企稳（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 20：利润率及综合报酬率回升（%）

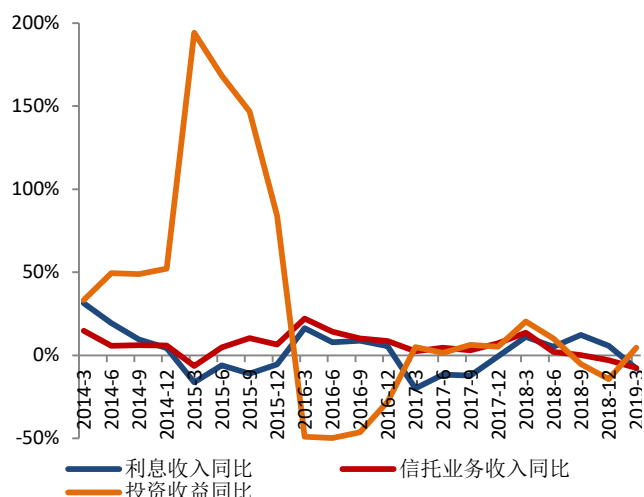


数据来源：山西证券研究所、Wind

二级市场上涨带来投资收益增长。观察历史信托业务、利息收入、投资收益的变化趋势可以看到，投资收益变动幅度较大，主要受二级市场影响，一季度业绩表现回暖的主要归因也在于资本市场表现大幅上

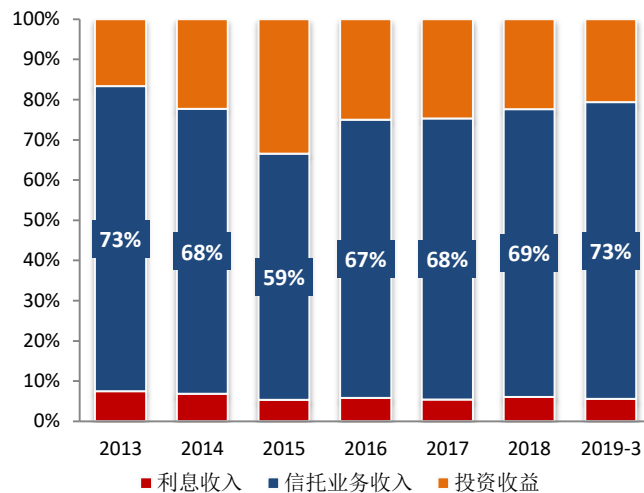
涨带来的投资收益同比增长。而信托业务仍是最主要的收入来源，占比进一步提升，在中央强调金融回归主业的政策导向下，信托公司大力发展信托业务，信托业务收入成为行业利润贡献的主要来源。

图 21：收入结构同比增速对比（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 22：收入结构（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

从人均创利来看，2019 年第 1 季度人均利润 72.21 万元，较 2018 年第 1 季度增长 17.50%。近年来，信托公司纷纷加强公司治理，提升信息化水平，精简中后台人员，优化内部管理流程，不断向精细化与智能化靠拢，行业人均创利有望进一步提高。

2018 年净利润排名前五的信托公司分别为中信信托、平安信托、重庆信托、华能系统、华润信托，净利润合计 139.67 亿元，CR5 为 24.43%，同期证券行业 CR5 为 55.23%，与其他行业对比，集中度整体还偏低。

表 4：信托行业集中度

	前五净利润合计	CR5	前八净利润合计	CR8	前二十净利润合计	CR20
2017	199.72	28%	299.56	42%	445.08	62%
2018	139.67	25%	196.19	36%	357.12	65%

资料来源：山西证券研究所、信托公司年报

上市公司表现整体好于行业

七家上市信托公司中安信信托及陕国投为信托公司直接上市，爱建集团、经纬纺机、五矿资本、江苏国信、中航资本分别为爱建信托、中融信托、五矿信托、江苏信托、中航信托，分别持股 99%、37%、78%、81%和 83%。

2018 年七家公司营业收入同比平均为-8%，净利润同比为-19%，剔除安信信托后营业收入平均增长 7%，净利润平均增长 3%，其中爱建集团净利润增长 40%。

信托公司对上市公司净利润贡献度继续提升。旗下信托公司净利润平均增长 13%（剔除安信），五矿国际信托净利润增长 47%，爱建信托净利润增长 29%，表现亮眼。平均净利润贡献度（信托公司净利润*持股比例/上市公司净利润）从 76% 提升到 81%。

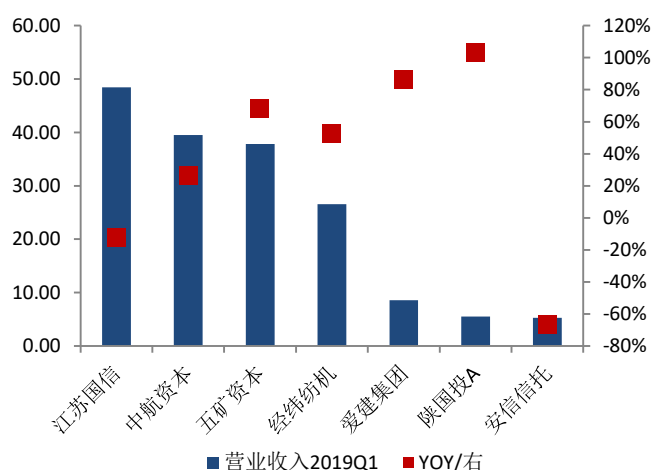
信托行业 2018 年实现营业收入 1140.63 亿元，同比下降 4%，净利润 731.80 亿元，同比下降 11%，在行业净利润普遍下降的环境下，上市信托公司业绩整体好于行业，表现出较强的竞争力。

表 5：上市信托公司 2018 年业绩表现

简称	持股比例	信托公司	营业收入	营收同比	归母净利润	净利润同比	信托公司营业收入	信托公司净利润	净利润贡献 2018	净利润贡献 2017	信托公司净利润同比
安信信托	100%	安信信托	2.05	-96%	-18.33	-150%	2.05	-18.34	100%	100%	-150%
陕国投A	100%	陕国投信托	10.27	-11%	3.19	-9%	10.27	3.19	100%	100%	-9%
经纬纺机	37%	中融信托	101.96	4%	7.83	-35%	58.74	20.63	99%	86%	-25%
爱建集团	99%	爱建信托	26.54	14%	11.58	40%	20.29	11.15	96%	104%	29%
江苏国信	81%	江苏信托	221.35	10%	25.56	17%	23.71	19.67	63%	60%	22%
五矿资本	78%	五矿国际信托	128.90	-4%	22.49	-9%	29.30	17.17	60%	37%	47%
中航资本	83%	中航信托	138.67	27%	31.66	14%	34.00	18.48	48%	48%	13%
平均			629.74 (合计)	-8%	84.00 (合计)	-19%			81%	76%	-10%
平均 (剔除安信)			627.69 (合计)	7%	102.32 (合计)	3%					13%

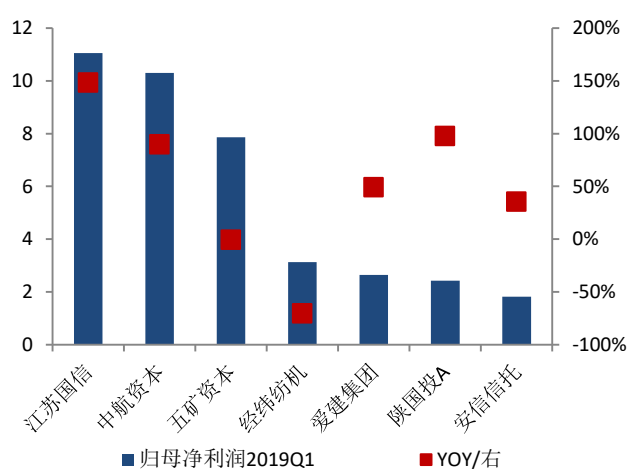
资料来源：山西证券研究所、信托公司年报

图 23：一季度营业收入及同比（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 24：一季度净利润及同比（亿元/%）



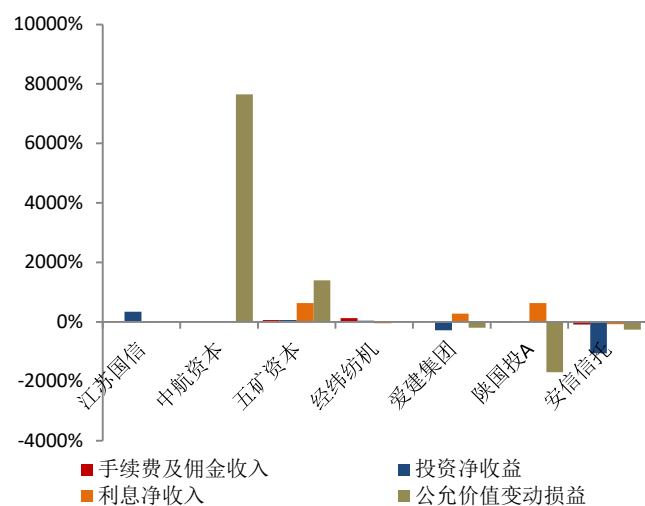
数据来源：山西证券研究所、Wind

2019 年一季度营业收入及净利润均实现大幅提升，营业收入平均增长 37%（剔除安信增长 54%），净利润平均增长 50%（剔除安信增长 70%）。行业一季度营业收入下降 5%，利润总额增长 10%。上市公司公司表现出较强的弹性。从个体来看，一季度净利润增长较快的有江苏国信、陕国投和五矿资本净利润较去

年增长一倍。

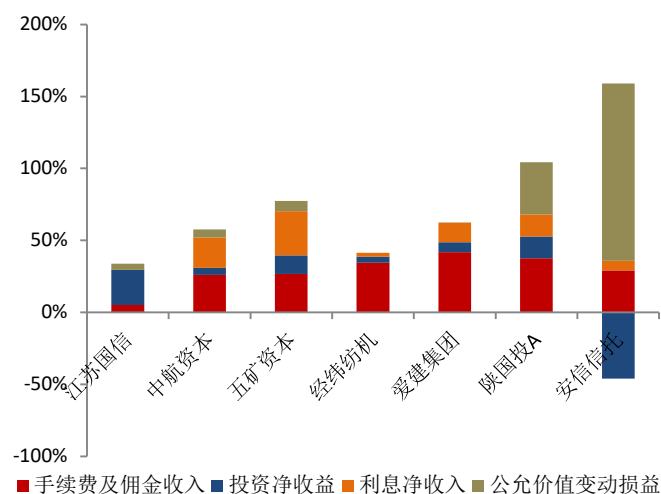
从一季度增长的业绩归因来看，一是证券市场回暖，投向证券市场的金融投资公允价值变动损益和投资收益同比增长；二是发放贷款增加等原因，利息净收入同比增长。信托业务带来的手续费及佣金收入以及固有业务贷款取得的利息收入仍是主要的收入来源。中航资本一季度公允价值变动损益同比增长 76 倍，五矿资本公允价值变动损益增长 14 倍；利息收入方面，五矿资本和陕国投分别增长 6.29 倍和 6.36 倍。

图 25：一季度各业务同比增长（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 26：一季度业务结构（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

重点公司关注

信托资产规模下降幅度收窄，行业进入存量竞争阶段。在负债端，中国高净值客户财富管理需求及同业合作为信托主要资金来源，在资产端信托以其灵活的形式满足实体经济融资需求，在金融体系中具有不可替代的作用。头部公司保持着较强的竞争力，行业转型不断推进，主动管理能力有所提高。在行业回归本源发展的过程中，信托公司发展慈善信托、家族信托、投行业务等业务，拓展新的业务模式，不断适应经济发展需要。随着监管环境回暖，预计信托公司全年业绩有望继续修复。

经纬纺机：纺机+信托双业务，信托转型实现高增长

公司主要业务来源为中融信托及纺机业务。2018 年实现营业收入 101.96 亿元，同比增长 4%，归母净利润 7.83 亿元，同比下降 35%，ROE9.80%；2018 年中融信托贡献了绝大部分的利润，而受压缩通道业务影响，中融信托受托管理规模下降小幅下降，归母净利润下滑 25%。2019 年一季度业绩明显改善，实现营

业收入 26.53 亿元，同比增长 52%，归母净利润 1.82 亿元，同比增长 36%。信托业务手续费及佣金收入增长 128%，投资净收益增长 40%，同时纺机业务表现稳健。预计公司 2019-2020 年实现归母公司净利润为 10.09 亿元、12.09 亿元、14.30 亿元，同比增长 28%、20%、18%，对应 EPS 为 1.43、1.72、2.03 元，PE 为 8.68、7.25、6.13 倍。

爱建集团：激励机制深化改革，综合金融信托+租赁

2018 年在行业收入普遍承压的大环境下，公司实现高速增长，营业收入 26.54 亿元，同比增长 14%，归母净利润 11.58 亿元，同比增长 40%，ROE12.84%；2018 年爱建信托贡献了 96%的利润，同时主动管理规模 660 亿元，同比增长 20%。2019 年一季度业绩继续改善，实现营业收入 8.57 亿元，同比增长 86%，归母净利润 2.64 亿元，同比增长 49%。业绩驱动力主要来源于利息净收入和信托业务手续费及佣金收入，分别增长 281%和 20%。爱建租赁作为公司第二大业务，与信托、证券、资管等金融业务形成公司综合金融平台，2018 年完成对爱建信托的增资，民营背景的股东有望给公司带来市场化的管理机制，提升公司经营效率，助推信托业务转型，看好公司未来发展潜力。预计公司 2019-2020 年实现归母公司净利润为 14.58 亿元、17.17 亿元、20.74 亿元，同比增长 25%、17%、20%，对应 EPS 为 0.90、1.06、1.28 元，PE 为 10.65、9.05、7.49 倍。

投资策略

从负债端看，资产规模增长与政策推动密切相关，2017 年以来资管新规影响下，“去杠杆、去通道、控风险”，行业进入强监管周期，对资管产品的类型制定统一的监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利，通道规模占比较大的信托资产规模下降明显。同时理财子公司加速设立，接受资管新规统一监管，深刻改变行业格局，与其他资管机构形成竞争。依靠银行股东背景，不论是先天的业务资源、客户资源和品牌等优势，还是来自银行的存量业务资源倾斜，都将极大的压缩信托公司通道业务规模，它的参与势必对信托的通道需求产生一定的影响。在这种背景下，信托公司产品创新能力和风险控制能力成为关键。

随着国内高净值客户的快速增长，财富积累一定阶段后财富传承需求日益迫切，创设家族信托成为一种越来越受到关注的财富传承方式。37 号文指出慈善信托、家族信托不适应资管新规规定。家族信托、财产权信托等业务得到监管的支持，鼓励信托公司回归信托业务本源，实现各项业务的均衡发展。

在资产端，2018 年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，一些领域和项目存在

较大的投资缺口，作为国家逆周期调节的重要手段，年初以来基础设施建设投资明显提速，从 2018 年三季度开始，基建投资累计同比增速触底回升。房地产首套房平均贷款利率回落，商品房销售有所回暖，房企新开工意愿增强，房地产企业融资需求或难以降低，作为房地产企业的重要融资渠道，房地产信托是信托的重要业务方向，但地产融资压力依然较大，债券下半年到期规模较大，政策严查房地产信托违规项目，房地产信托业务可能会有所波动。

2019 年加大金融服务实体经济力度，表外融资触底回暖，新增信托贷款由负转正，而信托资产新增规模同比增速与新增信托贷款当月同比变化基本同向，一季度受托资产规模趋于稳定，集合类占比提升，信托资产规模有望继续改善。

在降杠杆的背景下，信托行业迎来转型阵痛期，倒逼信托公司转型发展、优化业务结构，打开新的业务空间。服务高净值客户，发力财富管理，服务实体经济，提升发展质量，这也是资管新规的意见要求。未来行业通道业务收缩速度可能会有所放缓，行业整体报酬率缓慢提升的过程中，信托公司业务收入减少的压力缓解，在这个过程中大型信托公司优势突出，资本实力支撑及领先的业务布局优势明显。

产品创新能力和风控能力重要性提升，在资产端，以差异化、专业化的产品设计吸引客户，提升客户体验，在资产端实现对资金的主动管理，逐步提高报酬率，同时提高风控能力是可持续发展的关键。

风险提示

宏观经济增长不及预期；地产调控政策风险；二级市场大幅波动；监管政策从严风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。