

供给侧加速优化 风险中寻找机遇

多元金融行业2020年度中期投资策略

分析师及联系人

• 周晶晶

(8621)61118727

zhoujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490514070005

• 吴一凡

(8621)61118727

wuyf4@cjsc.com.cn

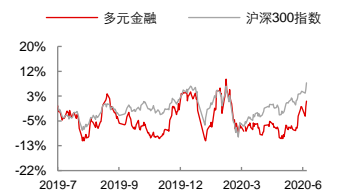
执业证书编号：

S0490519080007

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-07-07
行业研究	深度报告
评级	中性 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《深化投融资改革,孕育内生性成长——证券行业2020年度中期投资策略》2020-06-27
- 《每周—话:关注流动性边际变化,非银配置价值凸显》2020-06-27
- 《每周—话:持续做大做强资本市场,估值底部重视修复机会》2020-06-20

多元金融

供给侧加速优化,风险中寻找机遇——

多元金融行业 2020 年度中期投资策略

● 规模增长和盈利承压,严监管推动多元金融行业加速供给侧优化

2020 年上半年总结多元金融行业规模、利差和盈利主要趋势为:第一受疫情影响部分线下融资业务较难开展,多元金融企业盈利增速普遍下滑;第二在降低实体企业融资成本的导向下,金融机构普遍利差有所收窄;第三在非标及地产融资政策持续收紧,虽有部分地方政府缓冲政策出台但整体降杠杆导向并无放松迹象,新业务开展难度和存量业务风险均处于上升态势。展望下半年,非标收紧节奏仍将延续,多元金融机构在防风险的前提下让利于实体经济,重点关注监管限制下头部企业份额提升和特色化经营企业的成长性。

● 信托行业规模和风险暴露仍将承压,关注业务结构调整下龙头优势

行业规模和风险暴露仍将承压,关注业务结构调整下龙头优势。信托行业三要素—规模、报酬率和风险暴露均有承压。上半年监管规范融资类信托和集合资金信托,信托规模和报酬率双双承压,叠加疫情等影响风险暴露提速,不良率创新高;展望下半年,严监管凸显头部企业的风控能力和调整应对能力,龙头企业市场份额有望进一步提升,部分企业加速创新业务拓展有望获得一定盈利韧性。

● 租赁规模扩张降速资产质量下行,聚焦差异化领域和资金端优势

行业规模扩张降速和资产质量下滑,聚焦差异化领域和资金优势。2020 年上半年受疫情影响租赁资产投放进度减缓,同时资产质量有所下滑;展望下半年,租赁企业出于风控考虑及融资需求变化规模增长审慎,但疫情影响下部分细分领域保持较好增长,流动性宽松环境和信用分层背景下不同公司资金成本分化明显,部分企业凭借差异化竞争领域路径和较低资金成本有望获得盈利韧性。

● 不良资产管理政策红利延续,关注区域性专业化 AMC 机遇

政策鼓励下资产供给储备充分,待周期反转传导至盈利端。2020 年不良资产管理业务和债转股仍是去杠杆大方向中的重要环节,银行不良提升为资产管理公司提供更多资产端选择,负债端在监管鼓励下有了更多元化资金来源,展望下半年行业整体需静待周期反转,不良需求较大的地方 AMC 盈利仍有韧性。

● 期货行业盈利渐回暖,期货品种扩容和成交扩大仍是主基调

行业受益于期货品种扩容和成交扩大。经纪业务和投资影响期货行业盈利背景下,展望下半年期货品种持续扩容,成交明显活跃,看好期货行业盈利改善,金融类期货公司盈利弹性或较为明显。

风险提示:

1. 非标政策进一步收紧;
2. 地产融资政策进一步收紧。

目录

多元金融行业 2020 年度中期策略：供给侧加速优化，风险中寻找机遇	5
信托行业：调整尚未结束，静待积极变化	7
行业盈利能力持续下滑，规模与报酬率均面临压力	7
非标工具持续收紧，直接融资渠道成长显著	8
展望下半年：风险消化优先，积极应对变化	9
融资租赁：行业短期承压，龙头延续强势	13
租赁公司盈利普遍回落	13
行业野蛮生长期已过，监管规范化推进集中度提升	14
不良资产管理：经营管理政策红利延续，关注区域性专业化 AMC 机遇	16
AIC 强势入局债转股，传统 AMC 竞争加剧	16
不良主业仍受制于地产周期	17
资产储备充分静待周期反转，关注区域性机遇	18
期货行业：市场扩容与交易松绑常态化	20

图表目录

图 1：2020 年上半年信托跑输大盘	6
图 2：信托行业资产规模延续下滑趋势	7
图 3：报酬率同样转向下滑	7
图 4：行业盈利承压	7
图 5：ROE 延续下行	7
图 6：信托贷款于社融的贡献逐步降低	9
图 7：直接融资工具在社融中占比快速提升	9
图 8：2017 年以来集合信托替代单一信托	9
图 9：2017 年以来融资类信托替代事务管理类信托	9
图 10：预计到期规模盈利高峰期	10
图 11：集合类信托到期压力较大（单位：亿元）	10
图 12：风险项目规模快速增长	10
图 13：总风险率创下五年高点	10
图 14：信托行业净利润 CR5 和 CR10	12
图 15：信托行业管理规模 CR5 和 CR10	12
图 16：租赁合同余额增长显著放缓	15
图 17：商业银行不良贷款余额（单位：亿元）	18
图 18：商业银行关注类贷款余额（单位：亿元）	18
图 19：商业银行不良率持续攀升	18
图 20：沿海及经济发达区域不良贷款余额较高（单位：亿元）	19
图 21：期货成交额逐渐恢复	21

图 22: 商品期货成交额稳步增长	21
图 23: 金融期货成交额快速增长	21
表 1: 多元金融板块个股多数跑输大盘	5
表 2: 2020 年信托行业延续严监管趋势	8
表 3: 信托公司自营资产配置 (单位: 亿元)	10
表 4: 自营资产不良率近两年有所提升 (单位: 亿元)	11
表 5: 2019 年信托公司管理规模和净资产规模 (单位: 亿元)	11
表 6: 租赁公司 2020 年盈利略有承压	13
表 7: 信用减值损失 (2018 年为资产减值损失) 在营收中占比	14
表 8: 租赁公司不良率有所提升	14
表 9: 融资租赁公司监管规则向金融租赁靠拢	15
表 10: 金融资产投资公司 (AIC) 在债转股领域得到政策鼓励	16
表 11: 债转股业务在传统 AMC 公司中已有一定占比	17
表 12: 收购重组类不良债权资产中房地产占比仍高 (单位: 亿元)	17
表 13: 南华期货和瑞达期货营业利润结构 (单位: 万元)	20
表 14: 期货市场稳步扩容	21

多元金融行业 2020 年度中期策略：供给侧加速优化，风险中寻找机遇

2020 年上半年核心变量主要有三，第一受疫情影响部分线下融资业务较难开展，多元金融企业盈利增速普遍下滑，第二在降低实体企业融资成本的导向下，金融机构普遍利差有所收窄，第三在非标及地产融资政策持续收紧，虽有部分地方政府缓冲政策出台但整体降杠杆导向未变，新业务开展难度和存量业务风险均处于上升态势。因此 2020 年行业景气度预期持续下滑，以信托为主的多元金融板块持续跑输大盘和非银指数。

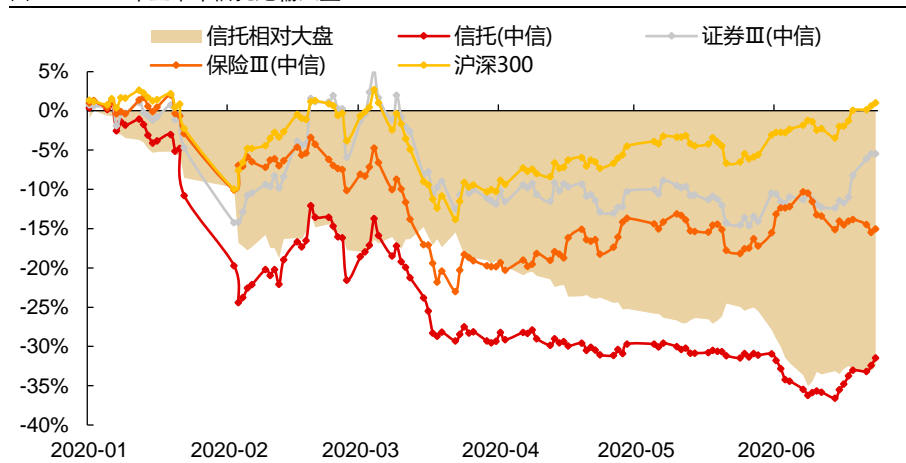
表 1：多元金融板块个股多数跑输大盘

信托	涨跌幅							扣非归母净利润同比	
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月	2019Q1	2020Q1
*ST 安信	-17.9%	-18.8%	-16.4%	0.0%	0.0%	-22.0%	-56.5%	-70.46%	-313.16%
陕国投 A	-6.8%	-8.0%	-7.6%	1.7%	-0.3%	0.9%	-22.3%	102.54%	-11.68%
经纬纺机	-9.0%	8.5%	-16.3%	-4.0%	3.4%	-1.0%	-19.8%	100.05%	-95.73%
中航资本	-6.6%	-6.2%	-7.7%	0.0%	-2.3%	1.1%	-21.2%	5.00%	-5.65%
爱建集团	-6.2%	-8.1%	-4.8%	0.1%	-0.4%	1.8%	-19.1%	33.57%	19.32%
江苏国信	-4.8%	-11.3%	-0.2%	-2.1%	-3.0%	1.0%	-18.7%	21.94%	-10.87%
中粮资本	-8.2%	-1.5%	1.7%	4.6%	1.7%	0.8%	-12.2%	977.22%	-39.16%
中油资本	-10.5%	-2.1%	-8.2%	4.2%	-1.9%	3.4%	-17.1%	7.90%	-8.82%
不良资产管理	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月	2019Q1	2020Q1
吉艾科技	-11.6%	-15.2%	-4.2%	-19.1%	40.4%	-9.8%	-28.0%	30.29%	-262.11%
海德股份	-5.0%	-8.9%	26.4%	-13.1%	39.5%	34.5%	67.5%	46.02%	16.73%
租赁	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月	2019Q1	2020Q1
越秀金控	-6.8%	-6.0%	6.7%	12.6%	17.6%	-2.1%	19.6%	145.28%	-7.27%
渤海租赁	-8.7%	-4.6%	-12.1%	-5.8%	14.9%	-2.6%	-20.8%	-23.98%	-0.42%
江苏租赁	-7.7%	-8.7%	-5.2%	2.7%	4.5%	-0.6%	-16.5%	24.88%	26.19%
期货	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月	2019Q1	2020Q1
瑞达期货	-9.4%	-4.4%	-11.7%	-1.4%	0.8%	3.5%	-24.2%		6.79%
南华期货	-11.6%	-0.9%	-7.2%	-1.8%	1.2%	3.0%	-19.5%		37.10%
沪深 300	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月		
	-1.9%	-1.6%	-6.4%	6.5%	0.0%	3.5%	-1.9%		
非银指数（中信）	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	1-6 月		
	-4.5%	-4.3%	-8.1%	3.7%	-2.5%	3.0%	-13.5%		

资料来源：Wind，长江证券研究所

2020 年上半年，信托板块累计下跌 34.25%，相对同期沪深 300 跑输 31.46%，相对保险和证券指数分别跑输 21.87%和 22.40%。行业盈利预期持续降低主要来自于资管新规的持续推进，资金端募集难度提升，而资产端融资需求降低叠加存量业务信用风险释放加速，加重了市场对于信托行业盈利担忧。

图 1：2020 年上半年信托跑输大盘



资料来源：Wind，长江证券研究所

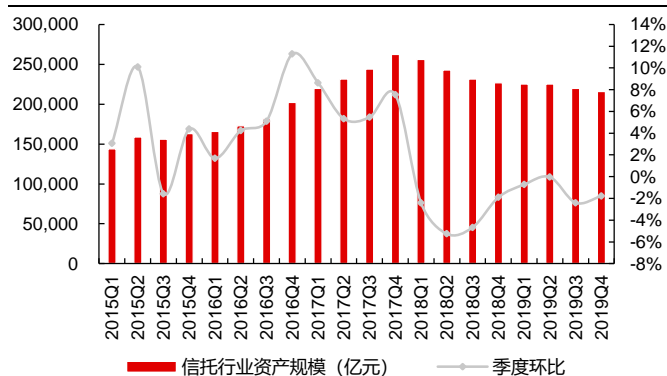
信托行业：调整尚未结束，静待积极变化

2020 年信托行业仍面临较大监管压力，第一随着资管新规的持续推进，股票和债券等直接融资工具作为监管鼓励融资渠道逐步替代非标；第二传统地产融资受限，非标融资需求下滑显著；第三存量业务整改期限临近，风险逐渐暴露，对经营业绩造成侵蚀。值得期待的是在新的监管导向下，资本实力和股东背景重要性提升，盈利集中度有望进一步提升。

行业盈利能力持续下滑，规模与报酬率均面临压力

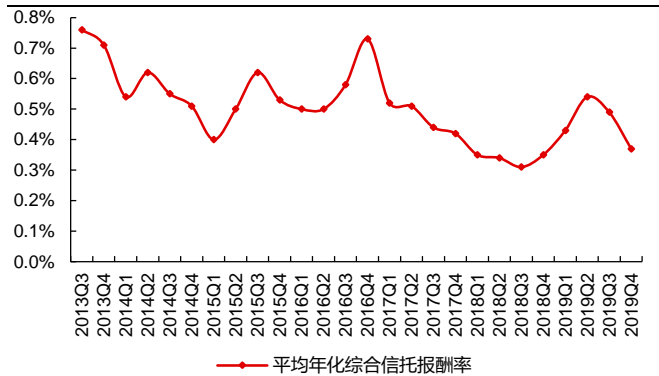
盈利下滑主要来自于规模与报酬率双降，2019 年行业利润总额 727.1 亿元，同比下滑 0.6%，而 ROE 同比下降 0.94 个百分点至 8.86%。2019 年行业资产规模为 21.6 万亿元，同环比分别下降 4.8% 和 1.78%。

图 2：信托行业资产规模延续下滑趋势



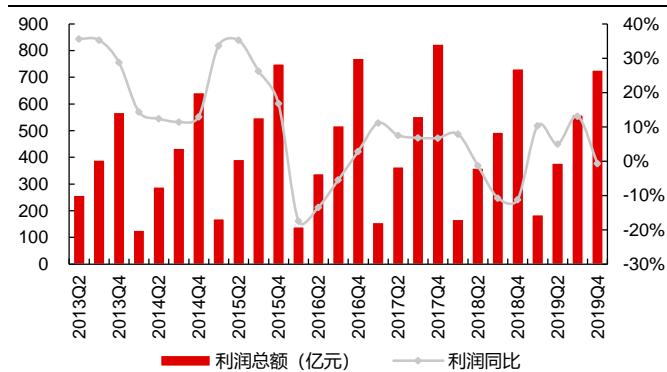
资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 3：报酬率同样转向下滑



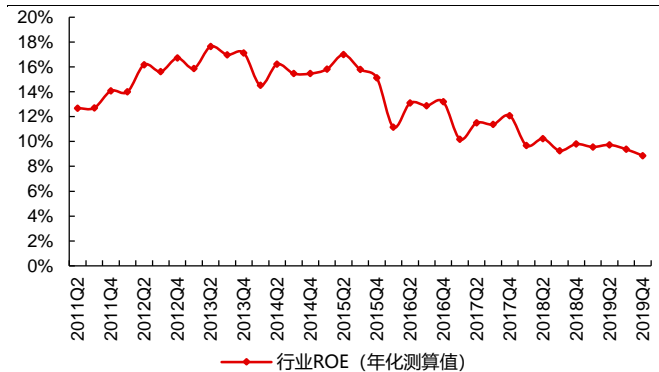
资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 4：行业盈利承压



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 5：ROE 延续下行



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

非标工具持续收紧，直接融资渠道成长显著

2020 年信托监管维持较为严格口径，具体制度设计上以控制风险为主要目标，在资管新规细则上在大方向不变的前提下将资金信托的募集和投资范围等对齐其他资管产品。具体而言，《信托公司股权管理暂行办法》降低了外资入股门槛，同时对信托公司关联交易进行了规范；《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》则详细规定了资金信托不得超过 200 人募集上限，并且对集合信托的非标投资集中度和非标投资比例进行了约束，截至 2019 年末存量资金信托规模为 17.9 万亿元，其中集合类资金信托规模为 9.9 万亿元，预计存量调整压力较大。

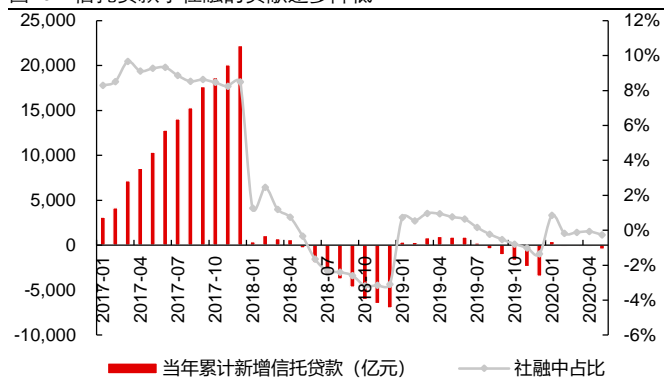
表 2：2020 年信托行业延续严监管趋势

时间	文件	内容
2020/2/6	《信托公司股权管理暂行办法》	1、明确信托公司股东责任与义务，以及股东需满足的资质条件； 2、股东资质条件方面，取消了境外金融机构入股信托公司“总资产不少于 10 亿美元”的要求；明确金融产品可以持有上市信托公司股份，但一致行动人控制的金融产品不得超过 5% 股份； 4、加强关联交易管控，完善关联交易内控机制安排等。
2020/5/9	银保监会就《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见	1、投资者人数不得超过 200 人上限，投向非标债权类的资金信托应封闭式运作； 2、信托公司所有集合信托投资单一融资人及其关联方的非标债权规模不得超过该信托公司 30% 净资产规模； 3、信托公司所有集合信托用于贷款或非标债权的规模不得超过总集合信托规模的 50%； 4、信托公司以自有资金参与单只本公司管理的集合信托份额不得超过总份额的 20%，以自有资金参与本公司管理的所有集合信托规模不得超过净资产的 50%； 5、固收证券类投资业务可以回购形式融入资金； 6、废止 2012 年及以前的银信合作监管文件； 7、服务类信托和慈善信托不纳入资金信托监管范畴。

资料来源：银保监会，长江证券研究所

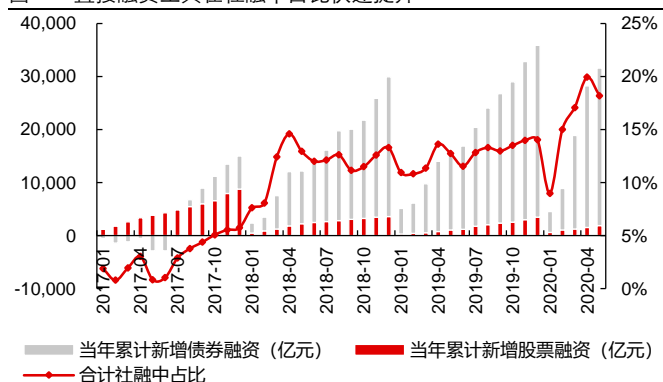
非标监管收紧的同时，直接融资渠道扩容迅速。2020 年前 5 月，社融中信托贷款净下滑 443 亿元，同比多降 1356 亿元，同期非金融企业股票和债券净新增 3.16 万亿元，同比多增 1.62 万亿元，在当期新增社融中的占比提升至 18.2%，从 2017 年以来持续走高。

图 6：信托贷款于社融的贡献逐步降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：直接融资工具在社融中占比快速提升



资料来源：Wind，长江证券研究所

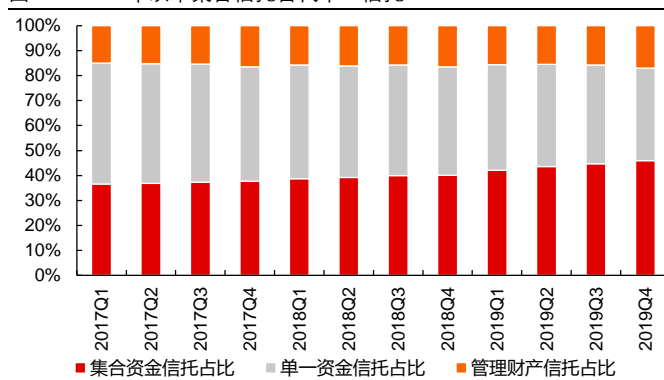
展望下半年：风险消化优先，积极应对变化

展望 2020 年下半年，信托行业总体上风险大于机遇，一方面资管新规过渡期截止在即，大量存续产品面临到期兑付，整改难度较大的产品将无法续期，另一方面信托公司自有资金参与信托产品投资的比例近年来提升显著，信托风险率提升背景下，存在兑付压力从表外传导至表内的可能，进而侵蚀公司经营业绩。机遇角度，行业监管收紧且鼓励专业化经营仍是大势所趋，且新的监管规则下大量公司存在调整压力，调整节奏较快的行业龙头市场份额有望延续提升。

展望一：集合类信托和融资类信托双双承压，非标信托新增困难。

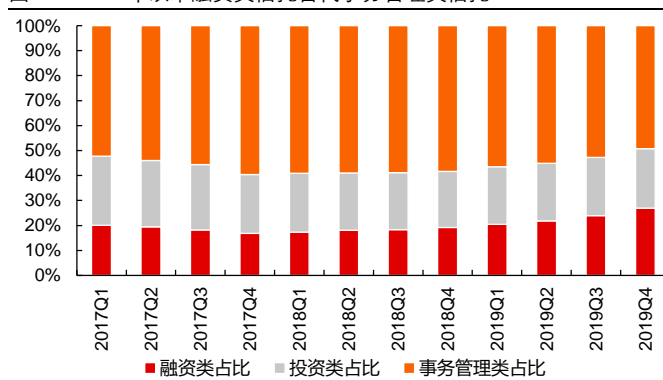
2020 年上半年在资管新规的基调延续下，在去通道后增长较快的融资类信托受到监管压降的指导意见，同样背景下集合类信托近两年高速增长，而资金信托新规对集合类信托进行了较为严格的标准限制。2019 年末，集合类信托和融资类信托占比分别为 45.93% 和 26.99%，相较于 2017 年末分别提升了 8.19 和 10.12 个百分点，成为信托行业资管新规后主要增长动力，2020 年受限后新增难度大幅提升。

图 8：2017 年以来集合信托替代单一信托



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 9：2017 年以来融资类信托替代事务管理类信托

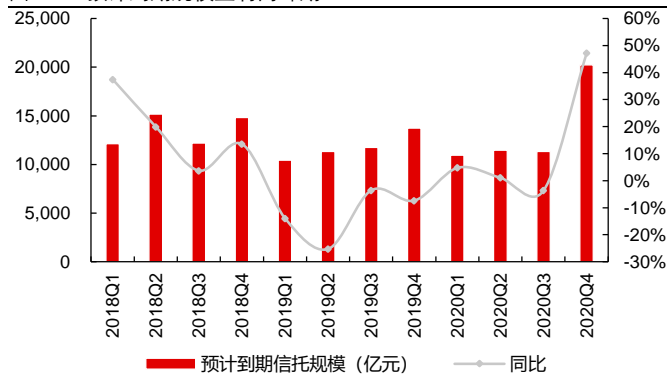


资料来源：信托业协会，长江证券研究所

展望二：资管新规过渡期截止在即，存量到期压力迎来集中释放高峰。

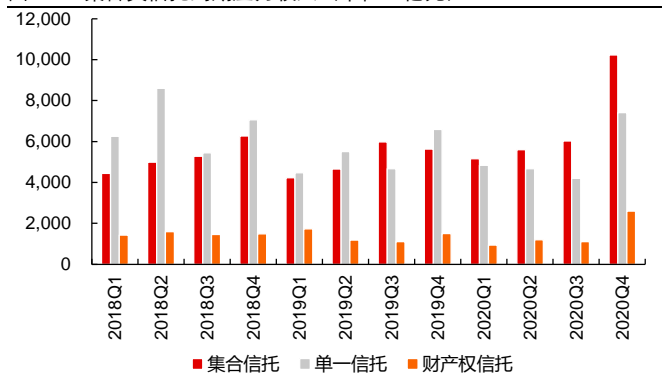
2020 年下半年预计到期信托规模 3.15 万亿元，同比增长 23.8%，其中四季度预计到期规模 2.02 万亿元，达到近五年来峰值。新增渠道受限叠加到期规模上升，兑付压力预计将持续加大。

图 10：预计到期规模盈利高峰期



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 11：集合类信托到期压力较大（单位：亿元）

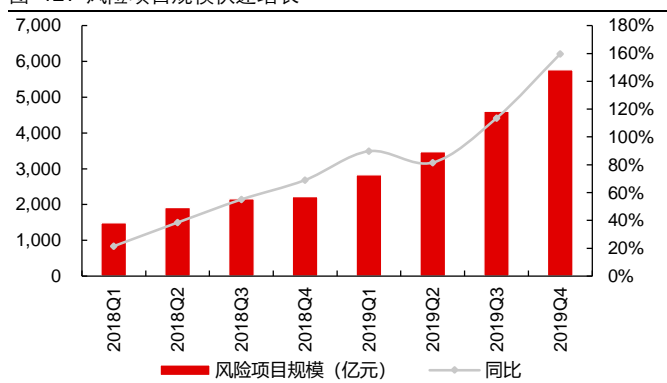


资料来源：信托业协会，长江证券研究所

展望三：关注兑付压力由表外向表内扩散的风险。

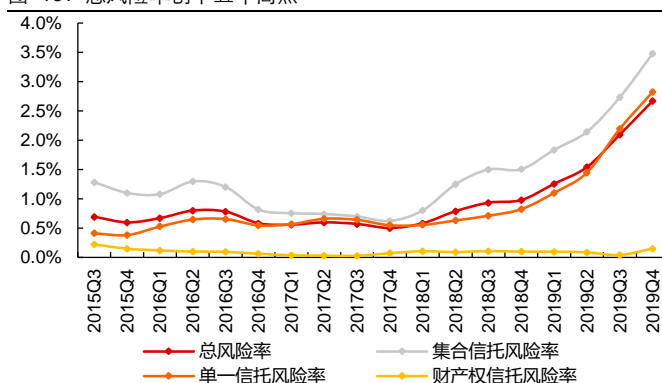
2019 年末风险项目规模达 5770.5 亿元，同比增长 159.7%，风险率达 2.67% 同样为近五年最高，且上升趋势未见放缓。表外风险持续走高的环境中，信托公司自营资金在信托产品的配置比例同样逐年提升，2019 年末其他投资比例达 61.9%，且自营资产不良率上升至 5.5%，也反映出表外压力存在逐渐向表内传导的可能性，2020 年下半年为表外风险集中释放阶段，信托公司压力需及时关注。

图 12：风险项目规模快速增长



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

图 13：总风险率创下五年高点



资料来源：信托业协会，长江证券研究所

表 3：信托公司自营资产配置（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
股票	277.65	293.39	264.65	212.80	187.18

基金	308.09	273.80	330.04	371.27	353.83
债券	49.11	58.81	76.28	94.91	74.99
长期股权投资	706.41	833.03	964.90	1,032.58	1,126.57
其他投资	1,397.65	1,867.64	2,226.43	2,608.61	2,833.46
合计	2,738.91	3,336.79	3,862.31	4,320.17	4,576.04
	2015	2016	2017	2018	2019
股票	10.1%	8.8%	6.9%	4.9%	4.1%
基金	11.2%	8.2%	8.5%	8.6%	7.7%
债券	1.8%	1.8%	2.0%	2.2%	1.6%
长期股权投资	25.8%	25.0%	25.0%	23.9%	24.6%
其他投资	51.0%	56.0%	57.6%	60.4%	61.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司年报，长江证券研究所，2019 年行业数据未统计雪松信托

表 4：自营资产不良率近两年有所提升（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019
自营不良资产合计	74.09	113.46	116.33	170.48	347.74
自营信用风险资产合计	2,751.53	4,045.28	4,863.94	5,780.14	6,274.51
自营不良资产率	2.7%	2.8%	2.4%	2.9%	5.5%

资料来源：公司年报，长江证券研究所，2019 年行业数据未统计雪松信托

展望四：强监管环境中龙头竞争力持续提升。

根据资金信托新规，信托公司集合信托非标债权不得超过 50% 投资比例限制，在 2019 年净资产排名前 20 的公司中，剔除证券市场类信托和股权类信托规模后的信托资产占比仅有两家低于 50%，超过 90% 的公司有 12 家。

另外，集合信托以非标债权形式投资单一融资主体不得超过 30% 公司净资产，2019 年末净资产排名第一的中信信托仅有 296.8 亿元，单一融资主体非标规模不得超过 89.1 亿元。

表 5：2019 年信托公司管理规模和净资产规模（单位：亿元）

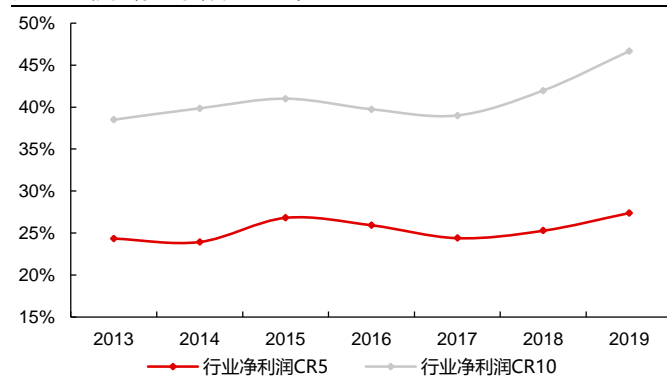
	2019 年末信托资产	其中集合信托规模	其中非标债权占比	2019 年末净资产	单融资主体集合非标上限（30%）
中信信托	15,741.56	7,977.77	84.2%	296.83	89.05
重庆信托	2,124.96	1,638.28	84.3%	248.57	74.57
平安信托	4,426.08	2,687.80	84.7%	233.04	69.91
华润信托	9,548.86	2,510.12	60.1%	221.02	66.31
江苏信托	3,677.23	1,031.67	52.4%	204.86	61.46
华能信托	7,250.47	2,059.13	90.4%	204.31	61.29

建信信托	13,912.32	4,157.70	77.4%	197.77	59.33
中融信托	7,654.52	6,126.53	82.9%	183.15	54.95
外贸信托	4,457.65	3,138.49	47.4%	177.17	53.15
中诚信托	2,493.55	1,155.31	77.7%	176.41	52.92
兴业信托	5,632.91	1,703.59	75.4%	166.88	50.06
上海信托	6,926.52	2,314.02	90.5%	152.28	45.68
五矿信托	8,849.76	6,877.55	96.1%	138.54	41.56
昆仑信托	2,678.18	1,300.35	88.2%	132.02	39.61
渤海信托	5,966.03	1,483.43	90.3%	131.34	39.40
中航信托	6,657.92	4,437.13	76.1%	128.10	38.43
华信信托	615.80	402.28	99.3%	122.89	36.87
交银信托	7,618.50	4,890.23	87.8%	121.00	36.30
陕西国投	2,887.13	1,544.76	72.1%	109.77	32.93
民生信托	1,964.06	1,634.38	81.2%	109.60	32.88

资料来源：公司年报，长江证券研究所，非标债权占比为资产投向中剔除证券市场和股权计算值

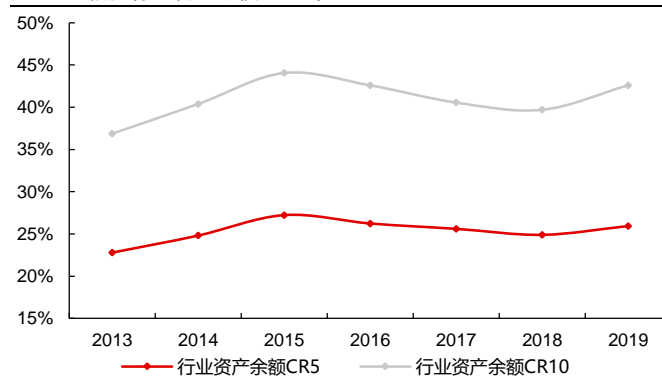
去通道和专业化转型的监管趋势下，信托公司普遍面临较大调整压力，而行业前列的信托公司逆势获得更多市场份额，2019 年末行业净利润 CR5 和 CR10 分别提升至 27.4% 和 46.7%，相较于上一年末增长 2.1 和 4.7 个 pct。

图 14：信托行业净利润 CR5 和 CR10



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 15：信托行业管理规模 CR5 和 CR10



资料来源：公司年报，长江证券研究所

融资租赁：行业短期承压，龙头延续强势

2020 年上半年受疫情影响部分项目融资进度放缓，租赁公司盈利略有承压，但在去杠杆导向下融资需求恢复进程有待观察，且传统租赁资产端质量下滑仍在延续，进一步加剧了市场对租赁公司盈利预期的担忧。

相对积极的是，2020 年 6 月融资租赁监管办法出台后，融资租赁公司监管规则全面对标金融租赁，规范程度欠缺的中小公司将受到一定约束，行业大幅扩张阶段已过，后续将进入集中度提升过程，利好经营规范和风控健全的行业龙头。

租赁公司盈利普遍回落

2020 年一季度，租赁公司盈利增速普遍回落，8 家租赁公司合计实现净利润和营收 35.4 亿元和 158.9 亿元，同比分别下滑 5.28%和 3.3%。资产质量来看，8 家公司 2018 和 2019 年减值损失在营收中的占比连续提升，而披露了最新数据的 7 家租赁公司 2020 年 Q1 和 2019 年的平均不良资产率分别为 1.16%和 1.07%，同样呈连续上升趋势。

表 6：租赁公司 2020 年盈利略有承压

净利润（亿元）	2020Q1	2019Q1	2018Q1	2020Q1 同比	2019Q1 同比
远东租赁	12.08	12.76	11.13	-5.34%	14.68%
平安租赁	6.92	9.67	7.00	-28.38%	38.07%
海通恒信	3.31	3.13	2.66	5.69%	17.53%
中航租赁	3.52	3.84	3.49	-8.31%	9.98%
越秀租赁	2.87	1.86	1.20	54.63%	54.59%
中建投租赁	1.50	1.60	1.46	-6.24%	9.17%
狮桥租赁	0.44	0.73	0.45	-39.69%	63.48%
江苏金租	4.77	3.80	3.25	25.51%	16.79%
合计	35.41	37.38	30.65	-5.28%	21.98%
营业收入（亿元）	2020Q1	2019Q1	2018Q1	2020Q1 同比	2019Q1 同比
远东租赁	43.22	60.73	58.28	-28.85%	4.22%
平安租赁	43.88	43.39	32.36	1.11%	34.09%
海通恒信	18.45	16.11	11.82	14.53%	36.33%
中航租赁	21.51	20.29	14.32	5.97%	41.75%
越秀租赁	8.54	6.16	4.22	38.63%	46.07%
中建投租赁	8.03	6.41	6.46	25.22%	-0.74%
狮桥租赁	6.08	4.47	4.07	36.24%	9.83%
江苏金租	9.20	6.76	6.01	36.17%	12.42%
合计	158.91	164.33	137.53	-3.30%	19.49%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：信用减值损失（2018 年为资产减值损失）在营收中占比

	2020Q1	2019Q1	2018Q1
远东租赁	8.84%	16.62%	19.15%
平安租赁	16.24%	11.68%	5.88%
海通恒信	22.66%	21.49%	17.71%
中航租赁	8.39%	7.36%	3.81%
越秀租赁	0.63%	0.76%	1.66%
中建投租赁	16.22%	0.39%	10.27%
狮桥租赁	7.29%	2.98%	7.55%
江苏金租	22.91%	15.40%	
合计	13.11%	13.00%	12.17%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 8：租赁公司不良率有所提升

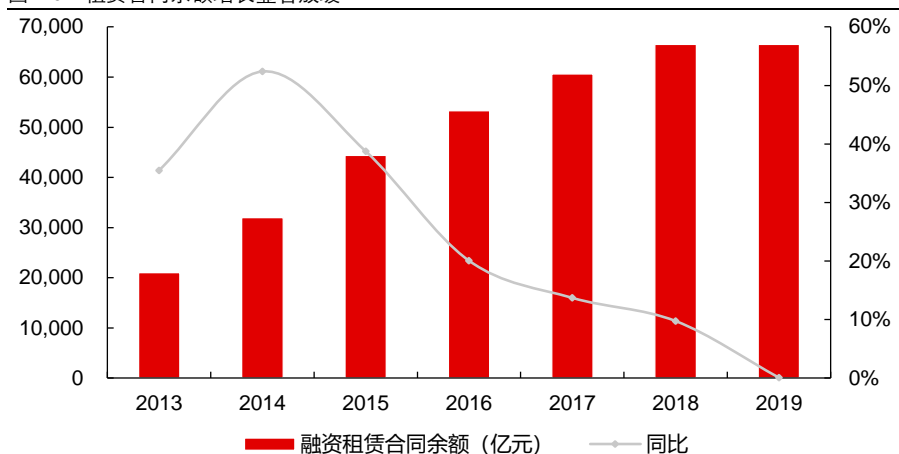
公司名称	2018	2019	2020Q1
平安租赁	0.89%	1.10%	1.43%
海通恒信	0.94%	1.08%	1.19%
大唐租赁	0.00%	1.03%	1.12%
江苏金租	0.79%	0.85%	0.88%
华电租赁	0.98%	1.41%	
浦银金租	0.84%	0.52%	
皖江金租	0.00%	1.51%	
均值	0.63%	1.07%	1.16%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

行业野蛮生长期已过，监管规范化推进集中度提升

行业规模扩张显著放缓，新监管规则下整顿将至。2019 年末融资租赁合同余额 6.65 万亿元，同比微增 0.06%，增速大幅下滑至 2014 年以来最低值。2020 年融资租赁公司监管办法主要降低了杠杆上限，并且规定了租赁业务占比下限，鼓励融资租赁公司更多回归主业，具体监管指标对标金融租赁公司。龙头租赁公司普遍提前调整完毕，中小租赁公司受到限制的情况下头部公司集中度有望持续提升。

图 16：租赁合同余额增长显著放缓



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 9：融资租赁公司监管规则向金融租赁靠拢

时间	文件	内容
2020/6/10	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	1、融资租赁和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%； 2、风险资产总额不得超过净资产的 8 倍（原 10 倍）； 3、开展的固定收益类证券投资业务，不得超过净资产的 20%； 4、客户集中度管理指标（与金融租赁相同）： （一）单一客户融资集中度不得超过净资产的 30%。 （二）单一集团客户融资集中度不得超过净资产的 50%。 （三）单一客户关联度不得超过净资产的 30%。 （四）全部关联度不得超过净资产的 50%。 （五）单一股东融资余额不得超过该股东在融资租赁公司的出资额，且应同时满足单一客户关联度的规定； 5、原则上过渡期不超过三年。

资料来源：银保监会，长江证券研究所

不良资产管理：经营管理政策红利延续，关注区域性专业化 AMC 机遇

2020 年对于不良资产管理行业而言是机遇和挑战并存的一年，资产管理公司成为去杠杆大方针下政策鼓励的正规军，AIC 监管指引快速落地，地方 AMC 鼓励政策加速出台，随之而来的必然是市场竞争的加剧。

另一方面，虽然资产管理公司在层层光环包裹下进行着不良资产处置及债主股业务，但其自身属于强经济周期性行业，在经济增速恢复或拐点之前自身风险把控能力仍远大于盈利需求。目前正处于不良资产管理的前端资产储备阶段，大方向上仍需等待经济周期复苏，但从公司投资层面来看，不妨重点关注处置需求较大区域的地方性 AMC。

AIC 强势入局债转股，传统 AMC 竞争加剧

2018 年银保监会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》，明确了 AIC 的股东应为商业银行，同时对其主营比例、经营范围、监管指标进行了相应的规定，自此对 AIC 进行债转股业务有了政策规范和支持。随后《2019 年降低企业杠杆率工作要点》中从多个方面强调推动 AIC 作为市场化债转股的重要角色，并在合规范围内拓宽其资金来源，2020 年《中国银保监会关于金融资产投资公司（AIC）开展资产管理业务有关事项的通知》则呼应《资管新规》中对于 AIC 债转股计划的资管产品定义，明确了其募集资金来源、投资范围和运行方式等细节。

表 10：金融资产投资公司（AIC）在债转股领域得到政策鼓励

时间	事件	内容
2019/7/26	发改委联合央行、财政部、银保监会发布《2019 年降低企业杠杆率工作要点》	1、推动金融资产投资公司发挥市场化债转股主力军作用； 2、拓宽社会资本参与市场化债转股渠道，出台金融资产投资公司发起设立资管产品备案制度，将市场化债转股资管产品列入保险资金等长期限资金允许投资的白名单，允许在满足一定条件下公募资管产品依法合规参与优质企业债转股； 3、加快推进市场化债转股资产交易，采取多种措施解决市场化债转股资本占用过多问题，鼓励对优质企业开展市场化债转股，支持对民营企业实施市场化债转股。
2020/5/7	《中国银保监会关于金融资产投资公司（AIC）开展资产管理业务有关事项的通知》	1、提高了合格投资者门槛，对于个人投资者，需具有 4 年以上投资经历，且满足家庭金融资产净值不低于 500 万元，或者家庭金融资产不低于 800 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 60 万元；对于机构投资者，最近 1 年末净资产不低于 2000 万元。而且，合格投资者投资单只债转股投资计划的金额不低于 300 万元； 2、明确金融资产投资公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司、金融资产投资公司可用募集资金投资 AIC 资管产品，拓宽资金来源； 3、市场化债转股资产原则上不低于债转股投资计划净资产的 60%； 4、AIC 资管产品应为权益类产品或混合类产品。

资料来源：央行、银保监会等，长江证券研究所

从上市的两大 AMC 不良主业分类中来看，中国信达和中国华融 2019 年债转股收入占比分别达 19.1%和 9.2%。债转股作为近年来不良领域的新兴业务，在各大商业银行入局 AIC 后将迎来该领域竞争加剧，传统不良资产管理公司压力加大。

表 11：债转股业务在传统 AMC 公司已有一定占比

中国信达	2019	2018	2019 占比	2018 占比
收购经营类不良资产	136.02	112.73	36.5%	29.2%
收购重组类不良资产	164.99	193.11	44.3%	50.0%
债转股	71.21	80.75	19.1%	20.9%
不良资产收入合计	372.22	386.59	100.0%	100.0%
中国华融	2019	2018	2019 占比	2018 占比
收购经营类不良资产	98.90	86.53	21.7%	21.2%
收购重组类不良资产	315.35	310.95	69.1%	76.3%
债转股	42.10	9.91	9.2%	2.4%
不良资产收入合计	456.34	407.39	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

不良主业仍受制于地产周期

存量不良处置业务对底层周期依赖度较高，主业增长仍有承压。2019 年末中国信达和中国华融收购重组类不良债权资产所属行业中，房地产占比分别为 49.3%和 51.3%，相较于上一年末均有提升，目前地产调控的主基调下不良处置主业增长仍然承压。

表 12：收购重组类不良债权资产中房地产占比仍高（单位：亿元）

中国信达	2019	2018	2019 占比	2018 占比
房地产业	979.74	1,103.79	49.3%	48.2%
制造业	258.59	264.23	13.0%	11.5%
租赁和商务服务业	107.18	100.66	5.4%	4.4%
建筑业	89.19	96.36	4.5%	4.2%
水利、环境和公共设施管理业	52.31	51.94	2.6%	2.3%
采矿业	126.42	237.28	6.4%	10.4%
交通运输、仓储和邮政业	48.49	86.91	2.4%	3.8%
其他行业	325.24	347.43	16.4%	15.2%
合计	1,987.16	2,288.60	100.0%	100.0%
中国华融	2019	2018	2019 占比	2018 占比
房地产业	1,945.76	1,943.41	51.3%	52.5%
制造业	415.66	414.60	11.0%	11.2%
租赁和商务服务业	293.07	290.58	7.7%	7.8%
建筑业	213.09	271.64	5.6%	7.3%
水利、环境和公共设施管理业	39.65	176.54	1.0%	4.8%
采矿业	308.80	55.46	8.1%	1.5%
交通运输、仓储和邮政业	43.36	47.09	1.1%	1.3%
其他行业	534.73	503.25	14.1%	13.6%

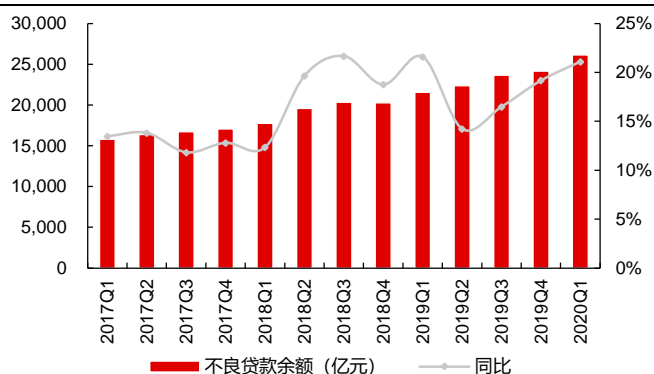
合计	3,794.10	3,702.55	100.0%	100.0%
----	----------	----------	--------	--------

资料来源：公司公告，长江证券研究所

资产储备充分静待周期反转，关注区域性机遇

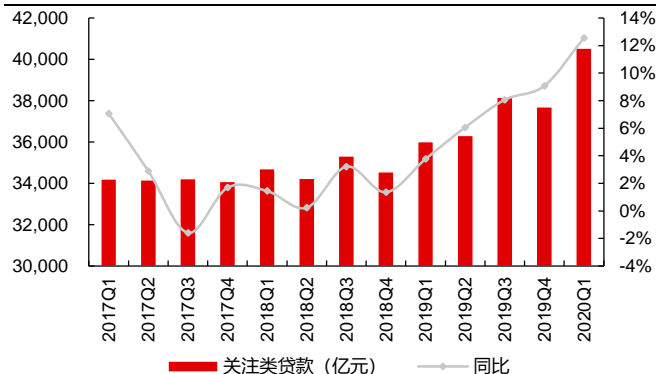
银行不良贷款仍有稳定增长，不良资产供给储备较为充分。2020 年一季度商业银行不良贷款余额和关注类贷款余额分别为 2.61 万亿元和 4.05 万亿元，同比分别增长 21.1% 和 12.6%，不良率达 1.91%，同环比分别提升 0.11pct 和 0.05pct，其中农商行和城商行不良率达 4.09% 和 2.45%，升至近五年新高。

图 17：商业银行不良贷款余额（单位：亿元）



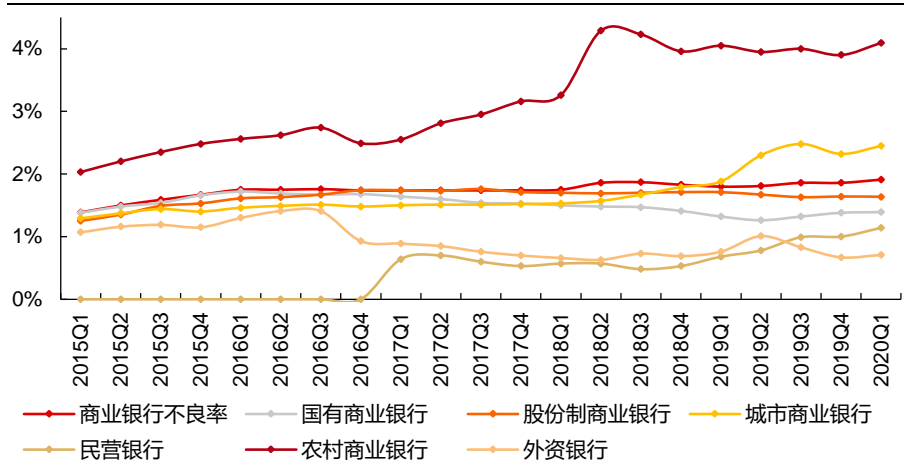
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 18：商业银行关注类贷款余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

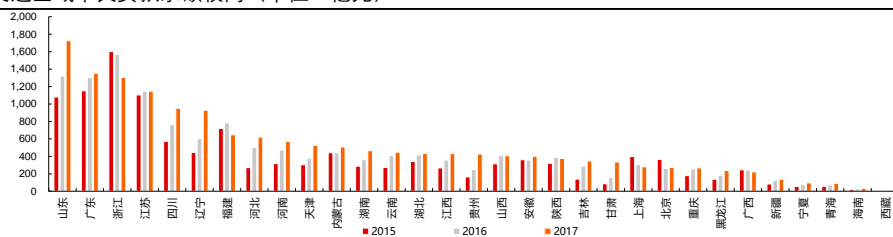
图 19：商业银行不良率持续攀升



资料来源：Wind，长江证券研究所

从区域分布来看，不良贷款余额较高的省份集中在山东、广东、浙江、江苏等沿海或经济发达区域，在 AMC 相关政策逐步完善的背景下，监管持续鼓励地方 AMC 积极参与不良资产化解工作，建议关注近年来处置需求较高区域性的地方 AMC 经营，其从“0”至“1”的过程仍具一定成长性。

图 20：沿海及经济发达区域不良贷款余额较高（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

期货行业：市场扩容与交易松绑常态化

当前经纪业务仍是期货公司盈利的核心来源，成交额的稳步增长将带动手续费收入提升。展望 2020 年下半年，商品期货市场加速扩容和股指期货的松绑常态化仍是行业恢复的主要动能。

从南华期货和瑞达期货的年报来看，经纪业务仍是公司的重要盈利来源，在佣金率下行空间有限的背景下成交额提升是带动其盈利增长的主要因素。

表 13：南华期货和瑞达期货营业利润结构（单位：万元）

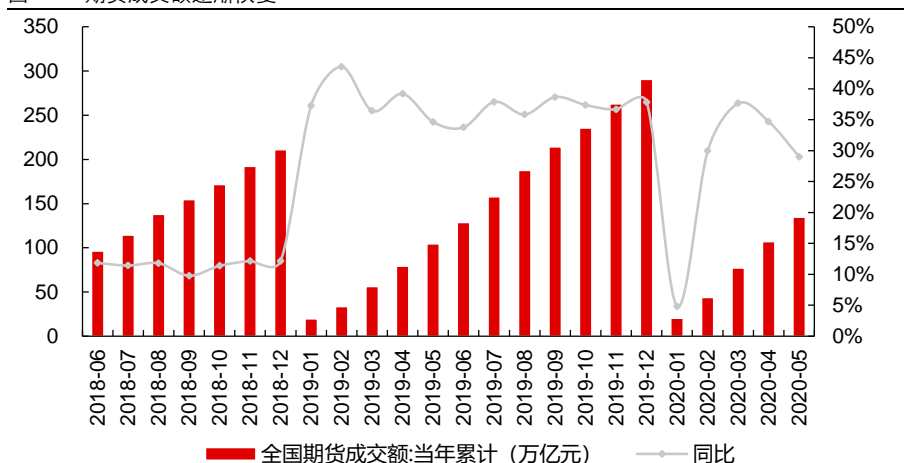
南华期货营业利润	2019	2018	2019 占比	2018 占比
期货经纪业务	2,153.34	9,683.07	18.6%	58.4%
期货投资咨询业务	1,058.87	51.51	9.1%	0.3%
资产管理业务	-647.39	-722.47	-5.6%	-4.4%
风险管理业务	8,356.17	5,681.25	72.2%	34.3%
境外金融服务业务	-337.10	2,750.90	-2.9%	16.6%
公募基金业务	-477.47	-2,222.58	-4.1%	-13.4%
其他业务	1,473.80	1,367.54	12.7%	8.2%
合计	11,580.22	16,585.76	100.0%	100.0%

瑞达期货营业利润	2019	2018	2019 占比	2018 占比
期货经纪业务	13,492.94	15,626.66	84.7%	101.5%
资产管理业务	1,865.95	1,099.13	11.7%	7.1%
风险管理业务	652.63	-1,258.56	4.1%	-8.2%
其他	-77.19	-66.48	-0.5%	-0.4%
合计	15,934.33	15,400.74	100.0%	100.0%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

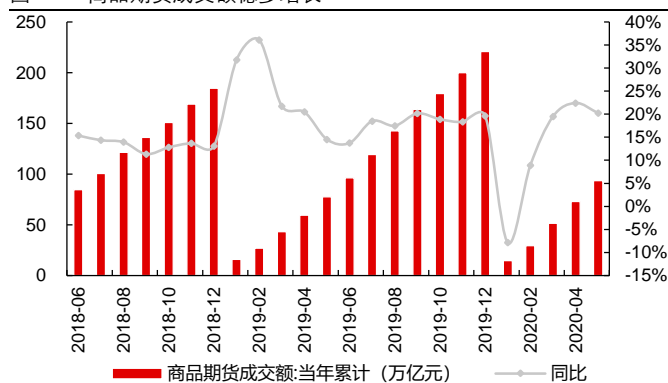
2020 年前 5 月累计期货成交额 134.6 万亿元，同比增长 29.0%，其中商品期货成交额 93.4 万亿元，同比增长 20.2%，金融期货成交额 41.2 万亿元，同比增长 54.5%，贡献主要增量。

图 21：期货成交额逐渐恢复



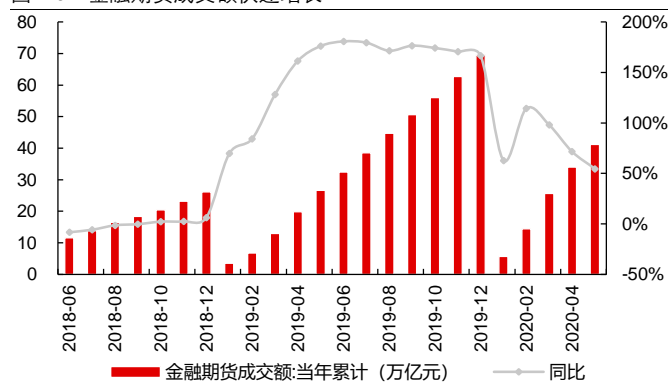
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：商品期货成交额稳步增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：金融期货成交额快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

2018 年以来商品期货和期权新品种上市速度加快，2019 和 2020 年合计上市 25 个品种，超过前四年累计值。预计在期货市场对外开放及鼓励期货市场服务实体经济的政策推动下，未来市场仍将维持高速扩容趋势，进一步带动成交活跃度回暖。

表 14：期货市场稳步扩容

时间	上期所	大商所	郑商所	中金所	能源中心
2011	铅期货	焦炭期货	甲醇期货	-	-
2012	白银期货	-	油菜籽、菜籽粕期货	-	-
2013	石油、沥青期货	胶合板、纤维板、铁矿石、鸡蛋、焦煤期货	动力煤、粳稻期货	5 年期国债期货	-
2014	热轧卷板期货	聚丙烯、玉米淀粉期货	晚籼稻、硅铁、锰硅期货	-	-
2015	镍、锡期货	-		10 年期国债期货、上证 50 股指期货、中证 500 股指期货	-
2017	-	-	白糖、棉纱、苹果期货	-	-
2018	纸浆期货；铜期权	乙二醇期货		2 年期国债期货	原油期货

2019	苯乙烯期货；天 胶、黄金期权	粳米、不锈钢期货；玉米、铁矿石期权	红枣、尿素、纯碱期货；棉花、 PTA、甲醇、菜籽粕期权	-	20 号胶 期货
2020	铝、锌期权	生猪、液化石油气期货；聚丙烯、聚氯乙烯、 线型低密度聚乙烯、液化石油气期权	动力煤期权		低硫燃料 油期货
时间	上期所	大商所	郑商所	中金所	能源中心

资料来源：期货业协会，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于市场

中 性： 相对表现与市场持平

看 淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对大盘涨幅大于 10%

增 持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中 性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add / 浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层

P.C / (200122)

武汉

Add / 武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼

P.C / (430015)

北京

Add / 西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层

P.C / (100032)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼

P.C / (518048)

分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

