

大金融

报告日期：2023年08月13日

# 大金融：信托风波怎么看？

## ——行业专题报告

### 投资要点

□ **引言：**2023年8月10日“中融信托产品暂停兑付”的消息引发市场广泛关注。市场担心中融信托产品逾期有可能引发风险，我们认为中融停兑事件大概率是个别风险的暴露，从全行业来看，信托产品间产生大面积传染风险的可能性较小，短期内产品赎回压力有限。

#### □ 本次中融信托产品停兑的原因？

本次中融信托产品出现逾期兑付的情况，不能排除与地产敞口较高有关。从行业情况来看，地产项目出现问题是信托产品违约的主要原因。根据用益信托对2022年信托产品风险事件的统计，2022年房地产领域的违约产品涉及金额约930亿元，占整体违约规模的75.7%。从中融自身情况来看，22Q4末地产敞口占信托资产10.7%，较行业平均高5pc，不能排除中融本次逾期兑付与地产敞口较高有关。

#### □ 资金信托中地产、证券的敞口？

- ①**地产：**23Q1末地产敞口1.1万亿、占7.4%，较19Q2末减少1.8万亿、下降8pc。
- ②**证券：**23Q1末证券投资4.6万亿、占29.9%，较19Q2末增加2.6万亿、提升20pc。其中，权益资产0.7万亿。23Q1末信托公司重仓流通股34家，其中银行6家、非银7家；34家重仓股多为中小市值上市公司，平均流通市值260亿。

#### □ 信托产品间会产生交叉传染吗？

①**信托公司内的产品会吗？**理论上不会，不排除小范围影响。2018年4月资管新规明确禁止资金池模式、拆除多层嵌套，据此我们判断当前资金池产品规模较小、多为存量。但不能排除小范围连锁反应的可能性，比如资金池共同持有的部分债券、股票等资产可能被处置。

②**不同信托公司之间会吗？**大概率不会，新规禁止多层嵌套。我们认为中融事件大概率是个别风险暴露，全行业信托产品间产生大面积传染风险的可能性低。目前，五矿信托声明未发行资金池类产品，光大信托、中航信托声明产品运行正常。

③**其他金融机构之间会吗？**大概率不会，对银行的影响有限。银行一般持有通道类信托产品，底层资产多由银行自己掌握，与其他资金池产品的资产可形成区分。

#### □ 会出现赎回触发的大幅风险吗？

我们认为不会，赎回压力有限。信托产品以封闭式为主，在产品到期前一般不能提前赎回，若为开放式产品，消费者可在产品开放期选择赎回。据wind不完全统计，当前存续信托产品中，披露产品募集规模的开放式产品仅343亿元，且以净值化管理、安全性更强的证券投资信托为主。我们预计即使个别公司出险导致投资者赎回相关信托产品，全市场的赎回压力可控。

#### □ 继续看好大金融，券商>银行>保险，调整创造机会。

- ①**活跃度+流动性=买券商。** PB估值1.36x，PE估值21.7x，看30%以上空间。
- ②**稳增长+化风险=买银行。** PB估值0.47x，看30%以上空间。
- ③**股市好+顺周期=买保险。** PEV估值0.63x。看20%左右空间。

#### □ 风险提示：房地产风险扩大，个案风险超预期。

### 行业评级：看好(维持)

**分析师：梁凤洁**  
执业证书号：S1230520100001  
021-80108037  
liangfengjie@stocke.com.cn

**分析师：邱冠华**  
执业证书号：S1230520010003  
02180105900  
qiuguanhua@stocke.com.cn

**分析师：洪希柠**  
执业证书号：S1230523070001  
hongxingning@stocke.com.cn

**研究助理：周源**  
zhouyuan01@stocke.com.cn

### 相关报告

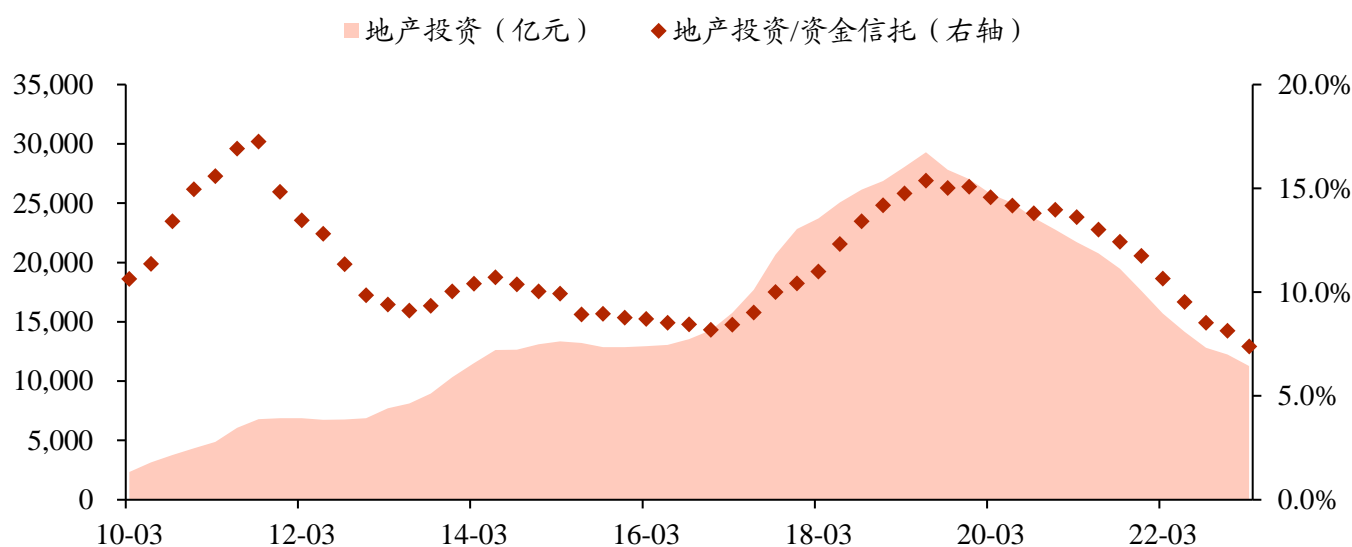
- 1 《信贷底，政策底》  
2023.08.12
- 2 《社融增速有望回升》  
2023.08.05
- 3 《大金融：全面翻多》  
2023.07.30

表1: 2022年信托产品风险事件: 主要集中在地产领域

投资领域	违约产品数量	数量占比	涉及金额(亿元)	规模占比
房地产	115	58%	930.25	75.7%
工商企业	46	23%	234.51	19.1%
金融	26	13%	33.05	2.7%
基础产业	11	6%	30.03	2.4%
其他	2	1%	0.96	0.1%
<b>合计</b>	<b>200</b>	<b>100%</b>	<b>1228.80</b>	<b>100.0%</b>

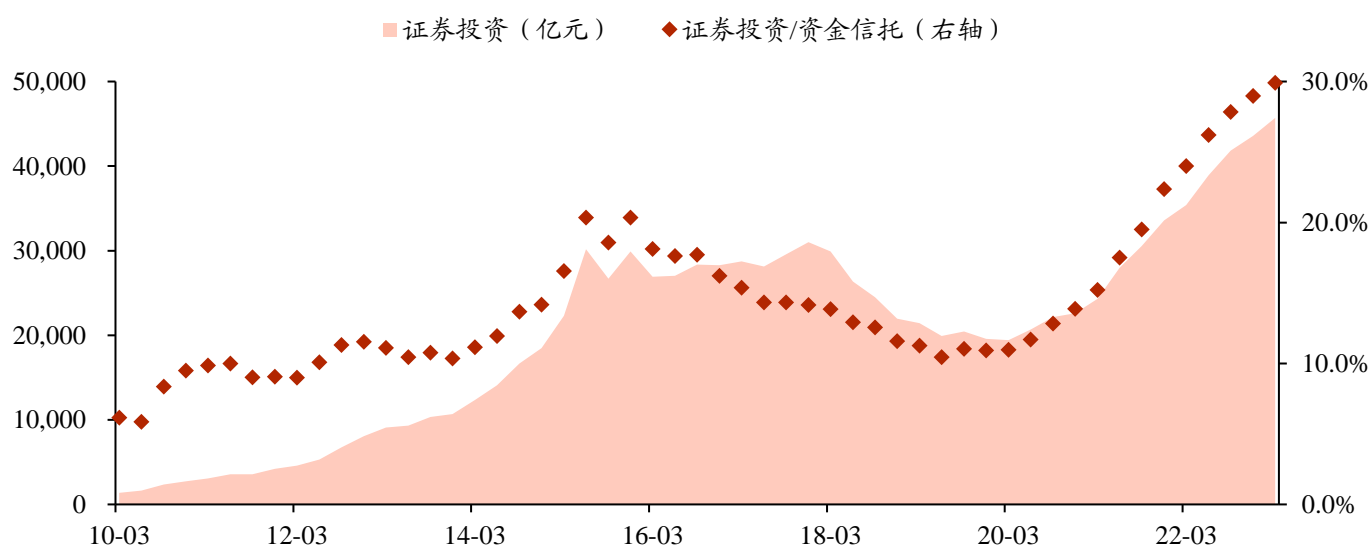
资料来源: 用益信托, 浙商证券研究所。

图1: 23Q1末地产敞口1.1万亿、占资金信托7.4%



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

图2: 23Q1末证券投资4.6万亿、占资金信托29.9%



资料来源: wind, 浙商证券研究所。

**表2: 主要信托公司地产敞口及占比**

信托公司	地产敞口	信托资产	地产敞口/信托资产	地产敞口/净资产
华润深国投信托	145	16,587	0.9%	50%
中信信托	1244	15,409	8.1%	333%
建信信托	130	14,574	0.9%	48%
中国对外经济贸易信托	172	10,774	1.6%	91%
光大兴陇信托	699	9,505	7.4%	421%
英大国际信托	5	7,987	0.1%	4%
五矿国际信托	440	7,455	5.9%	187%
中航信托	619	6,300	9.8%	344%
中融国际信托	673	6,293	10.7%	292%
华能贵诚信托	92	6,214	1.5%	35%
平安信托	255	5,520	4.6%	34%
百瑞信托	435	5,013	8.7%	379%
交银国际信托	238	4,952	4.8%	154%
上海国际信托	198	4,713	4.2%	88%
中原信托	295	4,200	7.0%	344%
华鑫国际信托	244	3,975	6.2%	169%
中诚信托	419	3,787	11.1%	212%
江苏省国际信托	55	3,682	1.5%	21%
渤海国际信托	311	3,536	8.8%	234%
广东粤财信托	85	3,436	2.5%	85%
华宝信托	109	3,405	3.2%	79%
紫金信托	63	3,098	2.0%	76%
国投泰康信托	121	2,986	4.1%	96%
云南国际信托	51	2,949	1.7%	126%
中海信托	36	2,859	1.3%	70%
陕西省国际信托	213	2,833	7.5%	132%
西部信托	148	2,648	5.6%	282%
国民信托	101	2,405	4.2%	278%
山东省国际信托	220	2,095	10.5%	201%
天津信托	41	2,058	2.0%	57%

重庆国际信托	146	1,949	7.5%	33%
兴业国际信托	484	1,855	26.1%	215%
中国金谷国际信托	107	1,674	6.4%	244%
厦门国际信托	171	1,657	10.3%	260%
中粮信托	67	1,595	4.2%	94%
昆仑信托	85	1,520	5.6%	62%
国通信托	244	1,422	17.1%	313%
建元信托	524	1,401	37.4%	6103%
湖南省财信信托	10	1,400	0.7%	15%
北方国际信托	148	1,360	10.9%	270%
陆家嘴国际信托	142	1,283	11.1%	115%
中建投信托	170	1,111	15.3%	204%
中国民生信托	40	984	4.1%	191%
西藏信托	95	922	10.3%	163%
万向信托	521	893	58.4%	1259%
安徽国元信托	14	877	1.5%	14%
华融国际信托	235	836	28.1%	647%
浙商金汇信托	146	799	18.3%	339%
上海爱建信托	359	776	46.3%	469%
东莞信托	88	735	12.0%	129%
国联信托	2	723	0.3%	4%
苏州信托	20	666	3.0%	31%
山西信托	28	650	4.3%	149%
杭州工商信托	217	542	40.0%	437%
大业信托	92	524	17.6%	290%
华澳国际信托	120	295	40.7%	307%
中泰信托	1	147	0.6%	2%
长城新盛信托	30	124	24.5%	303%
华宸信托	3	7	37.8%	23%

资料来源: wind, 浙商证券研究所。注1: 地产敞口=信托资产资金运用中房地产投资规模, 不含自营口径, 单位为亿元。注2: 颜色越红, 代表地产敞口占比越低, 因建元信托、万向信托数值偏离均值幅度过大, 未纳入比较。

### 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>