



上市公司动态研究报告

专用设备

控股中融业绩爆发式增长

估值面临大幅提升

未来经纬纺机的利润贡献将主要来自于中融信托

2010年8月20日,经纬纺机(000666)发布公告,公司收购中融国际信托有限公司36%的股权已经完成,且未来纳入合并报表进行核算。我们认为,在完成收购中融之后,未来公司的业绩将主要依赖于中融信托(80%左右)。

紧缩货币环境利好信托业

目前,宏观经济政策已经做出了调整,2011年预计货币政策将趋于收紧,我们认为这将大大利好于包括信托、租赁、担保、典当业务等在内的新型金融业务的发展。虽然银信合作收缩对信托业的规模影响较大,但对信托业的净利润影响不大。

中融信托业务突发猛进,业绩呈爆发式增长

之前作为民营企业,凭借良好的机制,中融信托07年换发金融许可证后,其规模和收入突飞猛进,行业排名中一直保持在前五名。在金融产品创新方面公司一直居于行业领军地位,行业的第一单政信业务、第一单结构化证券产品、以及私募投资业务,在业内均属首创。根据2009年8月25日发布的《信托理财能力报告》,中融国信在信托资产管理规模指标位于第2位,仅次于中信信托。

经纬纺机3季报中显示,净利润已经达到了1.05亿元,其中仅3季度就实现净利润7600万元,若季报中反映的中融信托业绩是均匀分布的,则中融2010全年业绩将达到10亿元左右。考虑到信托公司的收入确认具有较大的不平衡性,从谨慎角度出发,判断中融信托2010将实现净利润6亿元左右,从而较2009年净利润增长了接近100%左右。

经纬纺机估值提升空间很大

给予2011年信托业务业绩30PE,则中融股权将为经纬纺机每股价值贡献13.8元;预计2011年公司的其他主业仍有进一步恢复性增长,估计可为EPS贡献0.1元左右,按照10倍PE则这部分的价值为6亿元(净资产为27亿元),合每股1元。则经纬纺机合理估值应为14.8元左右,首次给予公司买入评级。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入(百万)	3,571	5,047	5,640	6,326
主营收入增长率	-3.68%	41.33%	11.75%	12.16%
净利润(百万)	-78.89	156.24	342.88	403.82
净利润增长率	-405.12%	-298.05%	119.46%	17.77%
EPS(元)	-0.13	0.26	0.57	0.67
P/E	-74.24	37.49	17.08	14.50

经纬纺机(000666)

首次评级

买入

魏涛

weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号: S1440209080391

发布日期: 2010年11月24日

当前股价: 10.65元

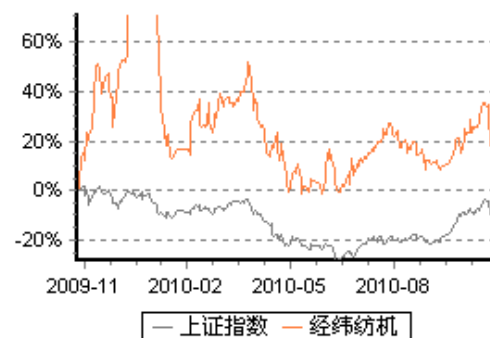
目标价格6个月: 14.8元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1个月	3个月	12个月
-6.4/-2.5	-10.5/-17.0	11.7/25.8
12月最高/最低价(元)		12.32/6.70
总股本(万股)		60,380
流通A股(万股)		22,736
总市值(亿元)		49.09
流通市值(亿元)		18.48
近3月日均成交量(万)		750
主要股东		
香港中央结算(代理人)有限公司		29.82%

股价表现



相关研究报告

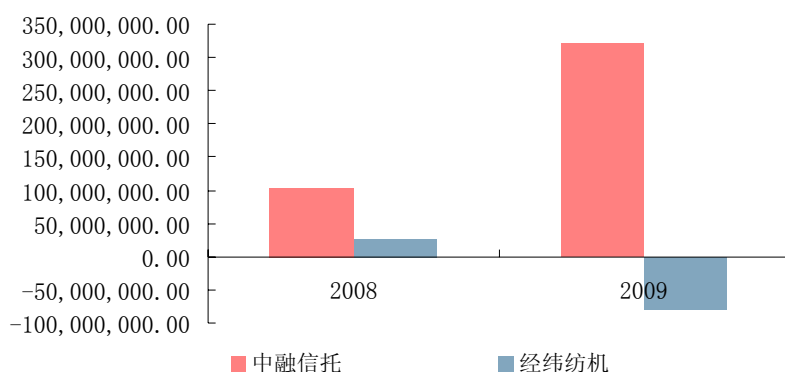


未来经纬纺机的利润贡献将主要来自于中融信托

2010年8月20日，经纬纺机（000666）发布公告，公司收购中融国际信托有限公司36%的股权已经完成，且未来纳入合并报表进行核算。我们认为，在完成收购中融之后，未来公司的业绩将主要依赖于中融信托（接近90%左右）。因此我们重点关注中融信托的业绩及增长情况。

图 1：2008 年和 2009 年经纬纺机和中融信托利润情况

单位：元



资料来源：中信建投证券研究发展部

紧缩货币环境利好信托业

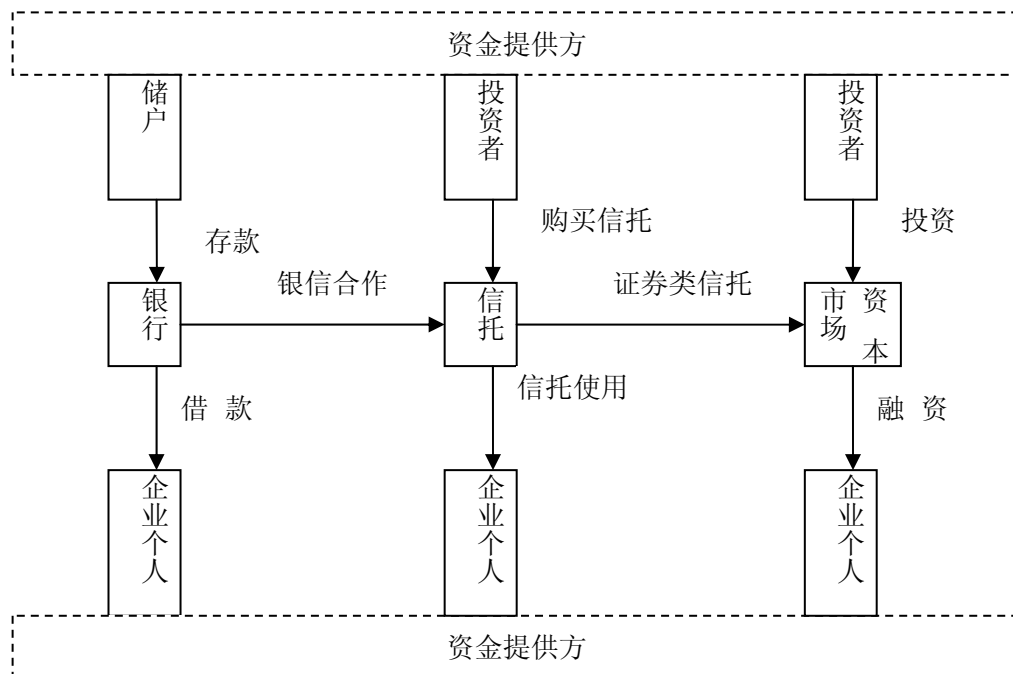
中融信托属于信托业中近年来发展速度迅猛的一家公司。目前，中央的宏观经济政策已经做出了调整，2011年预计货币政策将趋于收紧，我们认为这将大大利好于包括信托、租赁、担保、典当业务等在内的新型金融业务的发展。

从逻辑上看，信托业实际上在一定程度上是银行信贷的一种替代。当货币政策和银行信贷政策趋紧时，企业的融资需求由于无法通过银行借款来解决，于是就转向了包括信托等在内的其他资金来源，需求特别是信托贷款的需求大幅上升；反之如果货币宽松、银行借款容易取得，企业等对信托业的需求就有所下降。当然，对于投向证券市场的信托产品，其需求主要依赖于资本市场的表现。

从历史经验看，信托业资产的规模一般和银行信贷、货币政策呈相反关系。2007年起，我国货币政策转让紧缩，存贷款利率、存款准备金率经历了多次上调，银行业整体新增信贷的增长率也有所下降，但2007年信托业则经历大幅增长，达到了惊人的175.78%；2008年10月由于全球金融危机影响，我国政府采用了宽松的货币和信贷政策，当年新增贷款达到10万亿之巨，利率和准备金率也多次经历了下调，但此时信托业的增长速度有所放慢；进入2010年，货币政策还是由宽松向适度宽松、乃至到偏紧转变，而信托业规模增长又大幅增长，2010上半年折合年增长率达到了85%以上。

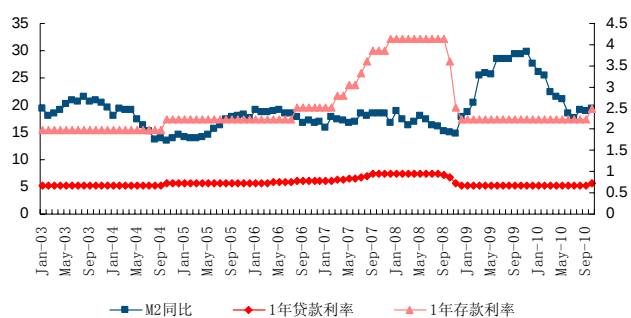


图 2：银行、资本市场和信托业的关系



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 3：货币供应和利率情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 4：存款准备金率情况

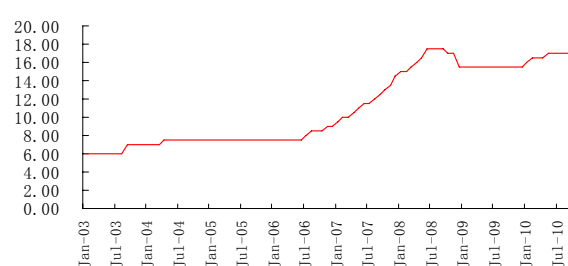




图 5：年新增贷款及增长率情况

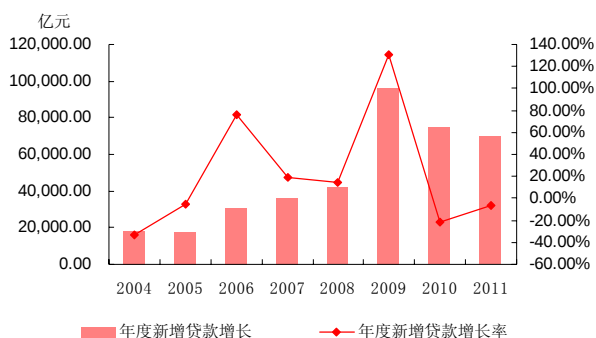
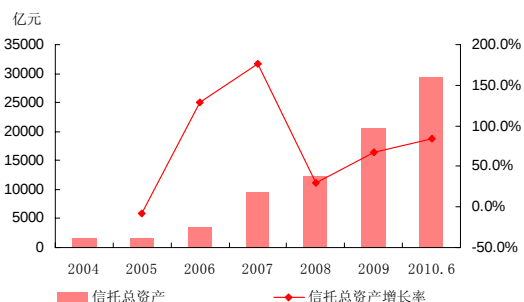


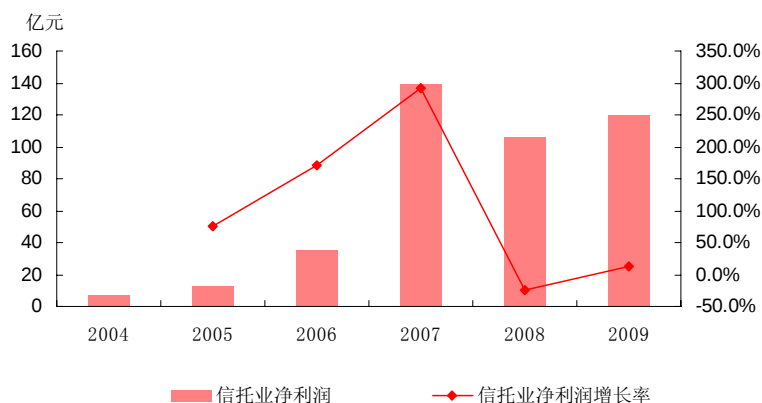
图 6：信托业规模和增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

随着信托业规模的快速增长，行业收入和利润也随之大幅增长。

图 7：信托业利润增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

2010 年以来信托业规模的增长主要是由于银信合作快速增长带来的。由于银行信贷规模受控，银行纷纷通过银信合作的形式，将自身表内的信贷资产转为表外业务，对政府的宏观调控构成了很大挑战。银信合作的进程中银行占有主导地位，而信托公司仅仅起到了通道的被动作用，所得收益也非常小。2010 年中监管层对银信合作进行了规范，特别是中国银监会 2010 年 8 月专门出台了《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》，通知的要点主要有：即融资类业务余额占银信理财合作业务余额的比例不得高于 30%。上述比例已超标的信托公司应立即停止开展该项业务，直至达到规定比例要求；商业银行应严格按照要求将表外资产在今、明两年转入表内，并按照 150% 的拨备覆盖率要求计提拨备，同时大型银行应按照 11.5%、中小银行按照 10% 的资本充足率要求计提资本。

该政策出台后，新增的银信合作项目出现了明显下降。



图 8：银信合作情况

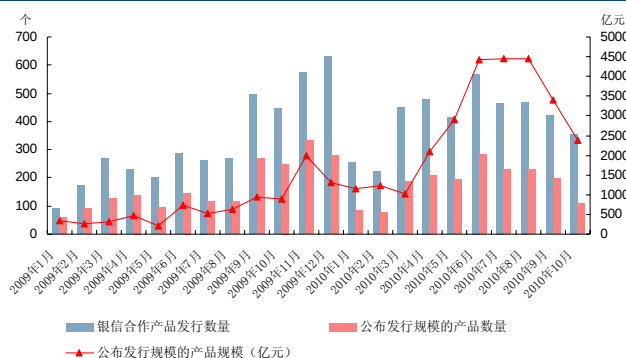
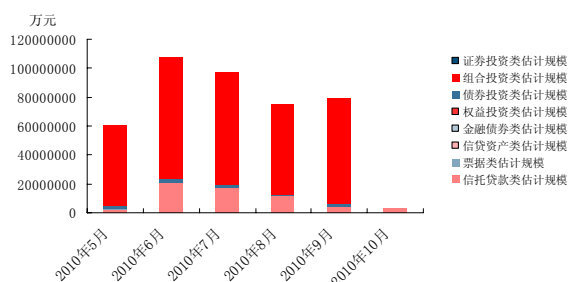
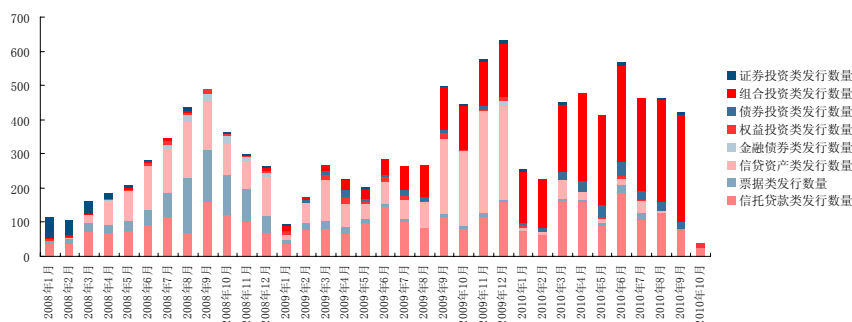


图 9：近期银信合作产品类型情况（根据规模）



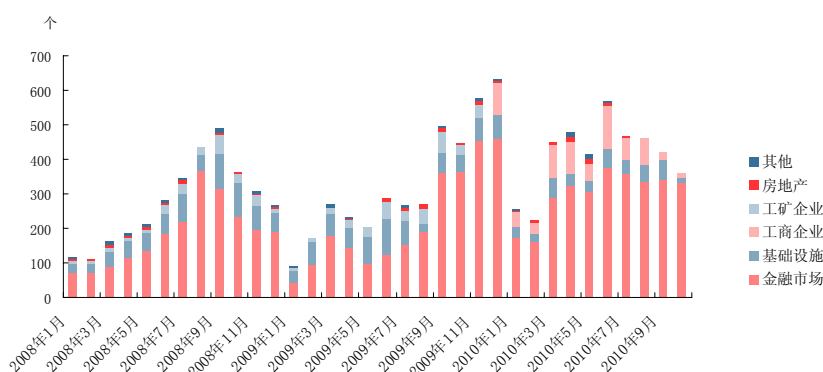
资料来源：中信建投证券研究发展部

图 10：银信合作产品类型情况（根据发行数量）



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 11：银信合作产品投向情况（根据发行数量）



资料来源：中信建投证券研究发展部

但我们认为，虽然银信合作收缩对信托业的规模影响较大，但对信托业的净利润影响不大。银信合作中由于银行占有主导权，因此其信托报酬率大约为千分之 1-2 左右；而信托公司自己发起的主动型信托，其信托报酬率一般是 1%，如果算上业绩报酬，报酬率还更高，利润率可以达到银信合作产品的 10 倍、20 倍以上。



中融信托业务突发猛进，业绩呈爆发式增长

中融信托历史上在信托业中属于竞争地位一般的公司。但公司作为民营企业，凭借良好的机制，在 2007 年换发金融许可证后，积极运用信托工具，开展管理业务，其规模和收入突飞猛进。自 2006 年以来，中融信托在行业排名中一直保持在前五名。在金融产品创新方面公司一直居于行业领军地位，行业的第一单政信业务、第一单结构化证券产品、以及私募投资业务，在业内均属首创。

1、信托规模和收入快速增长

至 2009 年 8 月中融信托存续的信托资产为 856 亿元，其类型主要为信托贷款，股权投资及股权收益权类，信贷资产转让类，证券类，以及包括租金收益权、债权信托、组合投资信托等其他类信托资产。其中主要为信托贷款类，占总额的比例为 38%，其次是股权投资及股权收益权类的占比为 26%，第三是证券投资类产品占比为 14%。2009 年中融信托的信托资产规模达到了 1300 亿元，市场占有率也有较大提升，目前中融信托的资产管理规模稳居行业前 5。

图 12：中融信托管理资产规模及市场占有率情况

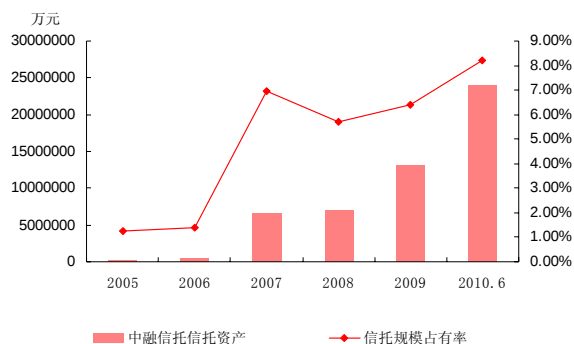
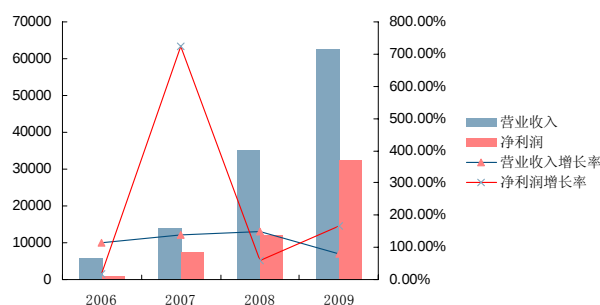
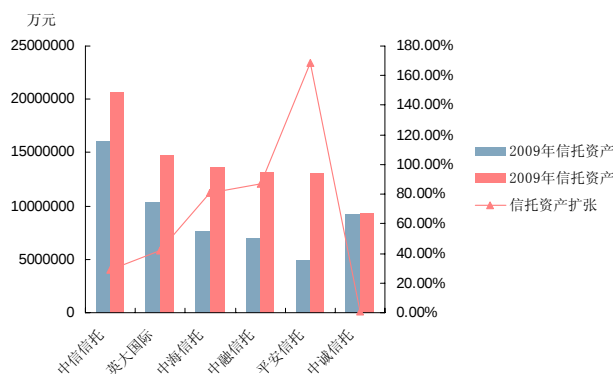


图 13：中融信托营业收入、净利润及其增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部，2010 年中期为预估数据。

图 14：前 6 位信托公司资产规模增长情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

此外，根据 2009 年 8 月 25 日发布的《信托理财能力报告》，中融国信在信托资产管理规模指标位于第 2 位，



仅次于中信信托。

表 1：信托公司资产管理规模情况

信托公司	信托规模排名
中信信托	1
中融国信	2
中海信托	3
北京国信	4
平安信托	5
交银国信	6
华润信托	7
外贸信托	8
中铁信托	9
中诚信托	10

资料来源：公司公告

中融信托业务主要包括开展权益融资类、银行资产转让类、信托贷款类、证券市场投资类、政信合作类、私人股权投资类（即 PE 项目）等六类信托业务。

（1）权益融资类信托产品，最低信托报酬率是 1%。

（2）银行资产转让类信托产品。该类信托产品的服务对象是银行，盈利模式是公司收取信托管理费，最低信托报酬率是 0.1%。

（3）信托贷款类信托产品。该类信托产品的服务对象主要是企业，盈利模式是公司收取信托管理费，最低信托报酬率是 0.5%。

（4）证券市场投资类信托产品。。该类信托产品的服务对象是普通投资人，盈利模式是公司收取信托管理费和业绩报酬，最低信托报酬率是 1%。

（5）政信合作类信托产品。该类信托产品的服务对象是政府融资平台公司，盈利模式是公司收取信托管理费，最低信托报酬率是 1%。

（6）私人股权投资类信托产品（PE 项目）。该类信托产品的服务对象是高增长型的非上市公司，盈利模式是公司收取信托管理费和业绩报酬，最低信托报酬率是 2% 。

2、收入构成以信托本源业务为主，符合信托业发展潮流

中融信托的信托业务收入（手续费收入）大约占营业收入比重为 78%左右，而行业水平为 58%左右，由此可见中融信托的信托业务收入占比更高，符合信托业发展的潮流。



图 15：中融信托收入构成情况

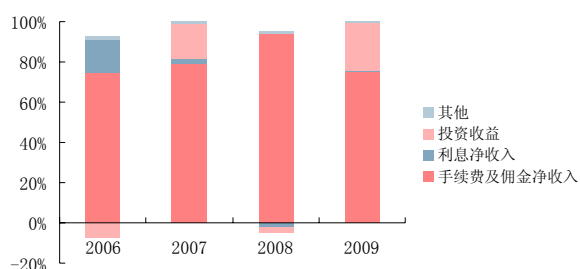


图 16：信托业收入构成情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

3、中融信托新增信托资产项目居于行业领先地位

2009年中融信托新增主动型信托规模为300亿元，据行业第5；新增被动型信托业务1177亿元，据行业第3。进入2010年以来，公司的信托规模仍然保持了高速增长。此外，中融信托的信托资产分布较为平均。

图 17：2009 年新增主动信托管理资产排序

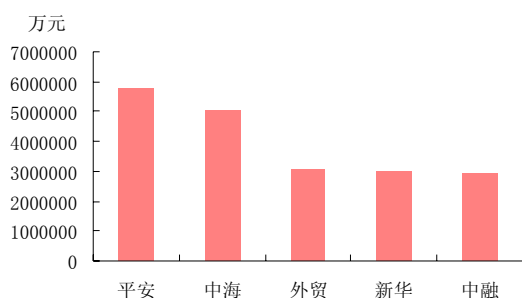
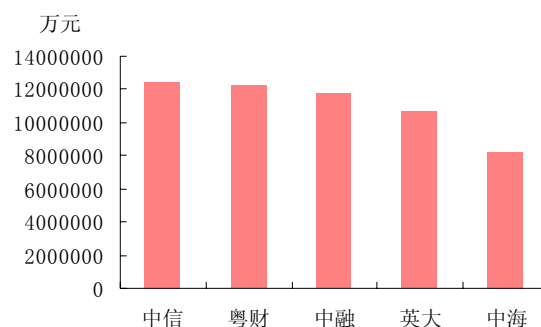
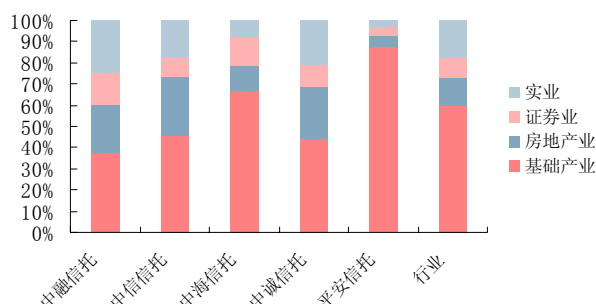


图 18：2009 年新增被动信托管理资产排序



资料来源：中信建投证券研究发展部

图 19：部分代表性公司和行业信托资产投向分布情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

4、公司相比同业而言，具有强大的销售能力。



由于信托公司具有一定高端和私募的特征，加之监管要求信托公司不能公开在媒体进行广告宣传，因此信托公司的销售能力有待检验。而中融信托目前在全国各主要地区均设有产品营销业务，建立了覆盖面较广的销售网络。公司在团队建设方面取得了四个方面的可喜成绩：一是各支团队基本成型，并各具特色，逐步向专业化团队发展；二是各支团队基本成熟，在当地已经站稳了脚跟，并开始区域辐射；三是各支团队基本成势，在当地有较好的影响力和业务开拓力，并培育了一大批客户群；四是各支团队基本成型，管理能力，凝聚力、战斗力不断增强。

强大的销售能力保证了中融信托近年来迅猛飞速发展，在信托业中的排名一再上升。目前，其资产规模已居行业第二。

5、中融信托 2010 净利润增长接近 100%，呈爆发式增长

从经纬纺机公布的中报来看，公司的净利润为 2920 万元，而经纬纺机公布的 3 季报中显示，公司的净利润已经达到了 1.05 亿元，其中仅 3 季度就实现净利润 7600 万元，而 3 季度公司正好合并了中融信托的业绩。

我们以 3 季度单季度未合并中融的利润为 1500 万元计算，则对中融信托合并报表给经纬纺机 3 季度带来的利润贡献为 6100 万元，而经纬纺机 3 季度是从 8 月 15 日左右进行了对中融信托的报表合并。依此计算，则中融信托 2010 全年业绩将达到 10 亿元左右。

目前我国信托行业在收入确认方面一般采用的是按季度确认固定管理费，并在产品到期时确认成功费。但是在实际操作中，信托公司基本采用现金收付制的原则对收入进行确认，其后果是信托手续费收入的确认年度具有一定的弹性。考虑到信托公司的收入确认具有较大的不平衡性，我们从谨慎角度出发，判断中融信托 2010 将实现净利润 6 亿元左右，从而较 2009 年净利润增长了接近 100%左右。

我们对中融信托的业绩预测情况如下：

表 2：中融信托主要财务指标预测情况

单位：元

	2009	2010	2011	2012
营业收入	501,091,024.40	1,414,640,402.90	1,730,321,757.02	2,104,198,547.68
手续费收入	506,664,606.17	1,316,884,425.50	1,490,955,280.55	1,766,556,105.14
净利润	319,882,280.12	629,545,089.60	770,030,011.39	936,413,141.13
总资产	784,152,155.57	1,354,245,998.11	2,124,276,009.50	3,060,689,150.63
净资产	724,700,908.51	1,354,245,998.11	2,124,276,009.50	3,060,689,150.63

以上数据来看，中融信托 2011 年将为经纬纺机 EPS 贡献 0.46 元。

经纬纺机估值提升空间很大

经纬纺机的主业为纺织机械制造，但合并中融信托之后，其利润来源将主要由信托业作出贡献，我们对经纬纺机的估值将分信托和其他业务两部分进行估值。

(1) 信托业务



信托业务的盈利模式类似基金公司，主要收取手续费。但信托业务的业务范围较广泛，具有较好的抗周期性。货币紧缩时，信托业务将受益于贷款、权益和无风险收益类产品发行数量的上升；当货币宽松时，与资本市场相关产品数量的又将上升。从历史经验看，由于信托产品可以跨越多个金融市场，可以有效地规避单一市场风险，因此表现出良好的抗周期特性。

从这个意义上看，信托公司的手续费模式稳定性较好，应该相对于基金公司的估值，也应该高于券商的估值水平。目前，中小券商的动态估值水平在 25 倍左右，我们认为应该给与信托业务 30PE 的估值较为合理。则持有中融信托 36% 股权将为经纬纺机每股贡献 $0.46 \times 30 = 13.8$ 元。

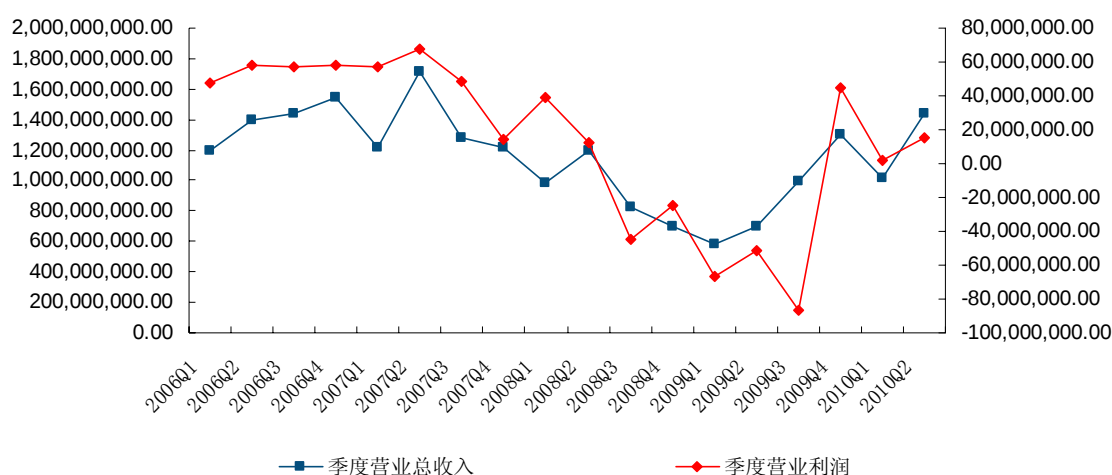
(2) 其他主业

经纬纺机是中国恒天集团（国务院国资委监管的中央企业）纺机业务的骨干力量。2010 年 1~9 月恒天集团主营业务收入同比增长 45.12%；从各事业部完成情况来看，纺机事业部同比增长 95.48%、纺织贸易事业部同比增长 59.05%、重工事业部同比增长 22.34%、新材料事业部同比增长 12.88%，均实现较大幅度增长。2010 年 1~9 月恒天集团实现利润总额完成年度计划的 262.56%；其中，纺机事业部完成年度计划的 349.78%；纺织贸易事业部完成年度计划的 207.65%、重工事业部完成年度计划的 154.74%，保持了较好的增长态势。

由上可见，以经纬纺机为核心的纺机业务收入和净利润在 2010 年都实现了大幅增长。

2008 年以来，由于金融危机的影响，纺机业务的收入，特别是面向出口的纺机业务出现了较大幅度的下降。下表是经纬纺机单季度财务业绩变化情况，可以看出，随着金融危机的发生，经纬纺机的收入和营业利润自 2007 年下半年以来出现了下降，2009 达到了最低，且出现亏损。但 2010 年 Q1 以来，业绩出现较大增长，2010Q2 当季营业利润达到了 1600 万元左右的水平。我们认为，2011 年随着国内经济的逐步回升，经纬纺机的主业业务和净利润也将有一定的恢复性增长，具体见下表。

图 20：经纬纺机纺机制造等其他主业单季度经营业绩情况



资料来源：中信建投证券研究发展部

假设经纬纺机除中融外的其他主业利润贡献为 6000 万元左右，并每年增加 5% 左右，给与 10 倍的 PE，则公司这部分业务的估值为 1 元。实际上我们认为这是比较保守的估计，按照 1 元，则这部分的价值为 6 亿元，



远远低于其 27 亿元左右的净资产。

这两部分加起来，我们认为经纬纺机的合理估值应为 14.8 元左右。首次给予公司买入评级。

盈利预测如下：

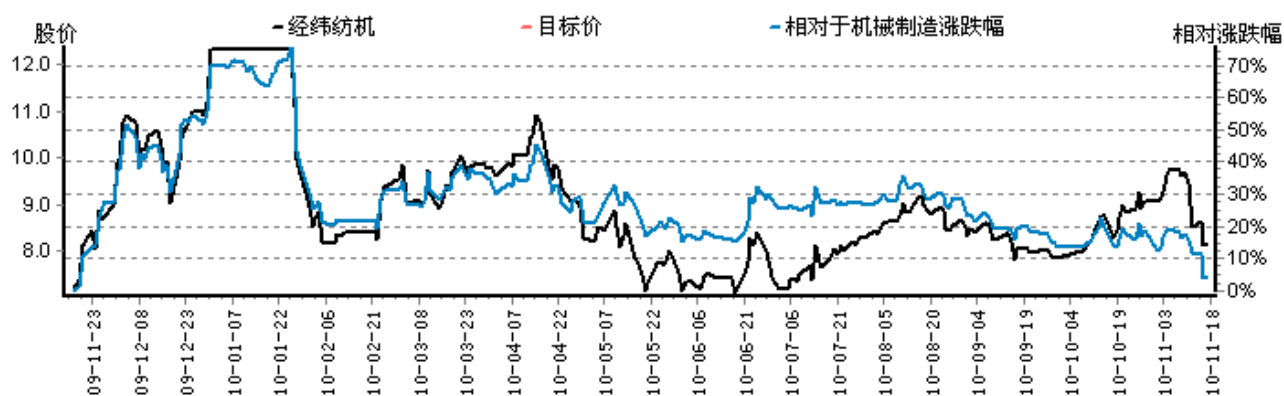
表 3：经纬纺机盈利预测情况

单位：元

	2009	2010	2011	2012
一、营业总收入(元)	3571472295	5047442749	5640419305	6326408470
营业收入(元)	3571472295	3684726542	4053199196	4458519116
利息收入		45831781.35	96264827.85	101333249
手续费及佣金收入	0	1316884426	1490955281	1766556105
二、营业总成本(元)	3819876206	4236222397	4731952589	5287860364
营业成本(元)	3263823105	3245246448	3569771093	3926748202
利息支出	0	0	0	0
营业税金及附加(元)	25061044.84	91465245.13	110781360.2	133549329.5
销售费用(元)	105202194.4	83643292.5	92007621.75	101208383.9
管理费用(元)	378091930.9	797271717.5	937768015.3	1101398264
财务费用(元)	50401230.7	30288051.24	33316856.36	36648542
资产减值损失(元)	-2703299.76	0	0	0
营业总成本调整项目(元)		-11692357.41	-11692357.41	-11692357.41
三、非经营性净收益(元)	88341666.16	59910645.3	150896181.1	243200552.3
公允价值变动净收益(元)	426181.53	10072853.31	23592738.13	30743117.9
投资净收益(元)	87915484.63	49837791.99	127303443	212457434.4
其中：对联营合营企业的投资收益	-189656.79	0	0	0
(元)				
汇兑收益(元)		0	0	0
四、营业利润(元)	-160062244.1	863144548	1050977125	1272943598
加：营业外收入(元)	82581120.04	57797610.5	57797610.5	57797610.5
减：营业外支出(元)	7755795.57	3681606.9	0	0
其中：非流动资产处置净损失(元)	4699320.27	0	0	0
五、利润总额(元)	-85236919.63	917260551.6	1108774736	1330741209
减：所得税费用(元)	26425627.31	223233610	270397184.4	325267183.8
六、净利润(元)	-111662546.9	694026941.6	838377551.1	1005474025
归属于母公司所有者的净利润(元)	-78890775.73	156239512.3	342881409.7	403815346.5
少数股东损益(元)	-32771771.21	405582960.5	495496141.4	601658678.5
每股收益	-0.13	0.26	0.57	0.67



附:





评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

魏 涛：北京大学管理学博士，CPA，中信建投非银行金融业分析师，金融地产组组长。对信托行业本质和证券行业发展趋势有深入了解，擅长在大金融视野内研究各细分金融子行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。