

经纬纺机：羽化成蝶

经纬纺机深度分析报告

报告关键点：

- 股价尚未反映中融信托的净利润有可能翻倍的预期
- 受益于收紧房地产融资渠道
- 背靠央企，会受益于恒天集团的扩张过程
- 给予公司买入-A的投资评级，目标价17元

报告摘要：

- 信托业成为公司主要的盈利来源：**经纬纺机是中国的大型纺织机械制造商，但是近年公司主业成长能力和毛利率水平表现均欠佳，因此公司努力寻求新的增长点。2010年8月份，公司完成收购中融信托36%股权，信托业务成为公司主要的盈利来源。
- 中融信托高歌猛进成为一线信托公司：**信托业务资产规模从2005年的1910亿元迅速增长到目前的近3万亿元，复合增长率达73%。在行业快速发展的趋势下，中融信托更是异军突起，2005年公司信托资产规模在行业中排名35位，但从2007年开始一直稳居行业前5位。
- 受益于收紧房地产融资渠道：**房地产企业借道信托公司进行融资的现象从年初开始受到了监管层的关注。银监会近期发布的《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》引发了市场的担心。同时有媒体报道，包括中融信托、平安信托在内的多家信托公司，已于上周末暂停房地产信托业务。关于此事我们仔细研读了今年以来的两个文件发现，其实最近的文件并未叫停房地产信托业务，同时并未明显提高房地产信托的要求。通过草根调研，我们认为该文件并不会对房地产信托业务构成明显影响，虽然有可能会暂停该业务，但很可能只是在今年年底1个月左右的时间内，明年该项业务应该能够得到正常的恢复，因此对行业的影响应该很小。
- 看好经纬纺机的理由：**1、目前公司股价仍低于去年年末，尚未反映中融信托的净利润有可能翻倍的预期，尚未反映在此区间中小盘股创出新高的市场环境；2、地产融资收紧的局面会持续半年以上的时间，在此区间信托公司是房地产行业为数极少的可以融资的渠道，信托行业将会受益于地产融资的收紧；3、据媒体报道，中信信托借壳安信信托很有可能会获批，这将带动信托股的重估；4、公司背靠央企，将会受益于恒天集团的扩张过程；5、估值上具备足够的安全边际，目前股价对应2010年备考净利润的市盈率仅为20%，考虑到信托行业过去迅猛的发展速度和未来介入财富管理行业的发展空间，我们认为20倍是有足够安全边际的，事实上最近在美国纽交所上市的诺亚财富的2010年市盈率超过了100倍，与目前已上市的信托公司相比公司的估值也存在明显折价。
- 给予公司买入-A的投资评级和17元的目标价：**我们预计经纬纺机2010-2012年的EPS分别为0.52元（备考利润）、0.67元和0.79元，给予公司2011年25倍的市盈率，目标价17元，给予买入-A的投资评级。

财务和估值数据摘要

| 百万元 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 信托资产 | 70,300 | 131,500 | 220,000 | 220,000 | 286,000 |
| 营业收入 | 281 | 627 | 1,172 | 1,662 | 2,024 |
| 营业利润 | 101 | 425 | 785 | 1,080 | 1,316 |
| 减：所得税费用 | -3 | -99 | -196 | -270 | -329 |
| 净利润 | 103 | 324 | 589 | 810 | 987 |
| 归属于经纬纺机 | | | 212 | 292 | 355 |
| 经纬纺机净利润 | 26 | -79 | 312 | 402 | 475 |
| 每股净利润 | 0.04 | -0.13 | 0.52 | 0.67 | 0.79 |

敬请参阅报告结尾处免责声明

首次评级

工业机械/装备制造

评级： 买入-A

上次评级：

目标价格： 17.00 元

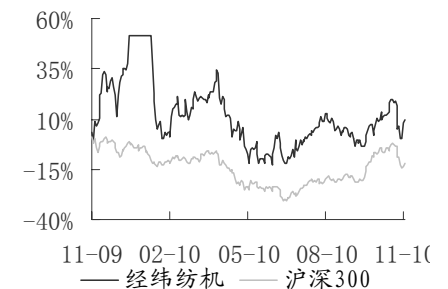
期限： 6个月 上次预测：
现价： 10.65元

报告日期： 2010-11-23

市场数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 5,373.82 |
| 流通市值(百万元) | 2,023.36 |
| 总股本(百万股) | 603.80 |
| 流通股本(百万股) | 227.34 |
| 12个月最高/最低 | 6.70/12.32 元 |
| 十大流通股东(%) | 48.03% |
| 股东户数 | 39,990 |

12个月股价表现



| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|------|--------|--------|-------|
| 相对收益 | 4.69 | (8.24) | 21.95 |
| 绝对收益 | (1.11) | 1.44 | 9.50 |

研究员

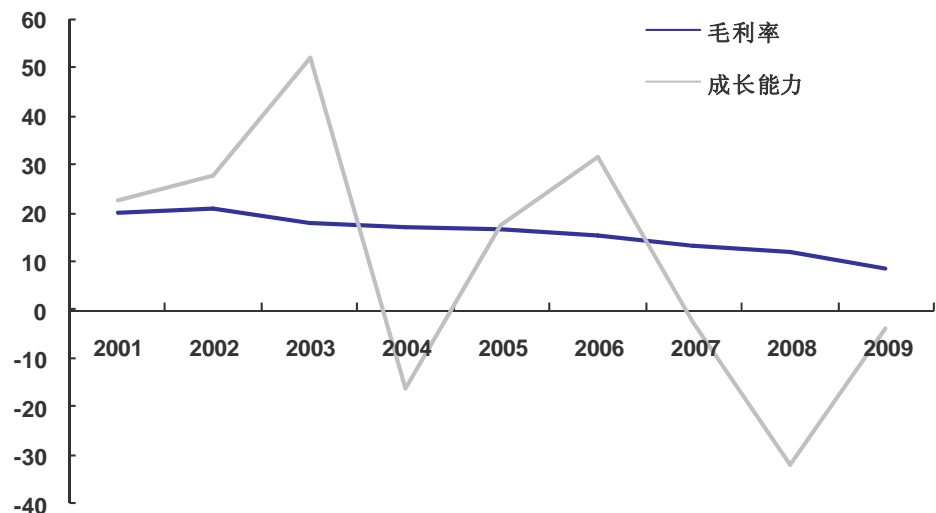
杨建海 首席行业分析师
021-68765375 yangjh@essence.com.cn
证书编号 S1450209100294

1. 羽化成蝶

1.1. 原有业务瓶颈明显

经纬纺机是中国的大型纺织机械制造商，国资委控制下的中国纺织机械（集团）有限公司是公司第一大股东，持有其 33.83% 的股权。但是近年来纺织机械市场需求疲弱，公司主营业务的盈利能力受到较大影响。从公司历年数据来看，经纬纺机主业的成长能力较弱，近 2 年由于金融危机的影响，营业收入呈负增长。在成长能力较弱的同时，毛利率水平也在不断下行。2001 年公司毛利率水平在 20%，但到 2009 年已经收窄至不足 10% 的水平。作为背靠央企的上市公司，经纬纺机迫切需要找到新的盈利增长点。

图 1 经纬纺机主业成长性不足且盈利能力逐年下降（%）



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2. 控股中融信托驶入快车道

2010 年 1 月，公司董事会审议通过了收购中融国际信托有限公司 36% 股权的事项，此次收购事宜在 2010 年 6 月获银监会批复并在 2010 年 8 月 17 日完成收购的全部事项。收购完成后，公司成为中融信托的第一大股东，且从 2010 年 3 季报开始合并中融信托进入公司报表。

随着收购中融信托 36% 股权的完成，中融信托以其良好的盈利能力成为经纬纺机的主要利润来源，信托成为公司的主业。从 3 季报中我们观察到，公司 3 季度单季的少数股东权益为 1.3 亿元，而此前公司的少数股东权益一项非常小，因此 3 季度的少数股东权益主要来自于持有中融信托 64% 股权的少数股东，由此我们可以推算出中融信托 3 季度单季的净利润应该为 2.03 亿元，归属于经纬纺机的利润为 7300 万元，占经纬纺机前 9 个月利润的 69%。

中融信托成长性非常好，2009 年末受托资产规模为 1315 亿元，是 2005 年的 69 倍，2009 年的净利润为 3.24 亿元，是 2005 年的 41 倍。

表 1 经纬纺机收购中融信托股权时间表

| 日期 | 内容 |
|-----------------|--------------------|
| 2010 年 1 月 27 日 | 发布收购中融信托 36% 股权的公告 |
| 2010 年 6 月 30 日 | 获银监会批复 |
| 2010 年 7 月 14 日 | 变更登记申请获得核准 |
| 2010 年 8 月 17 日 | 工商变更手续全部完成 |

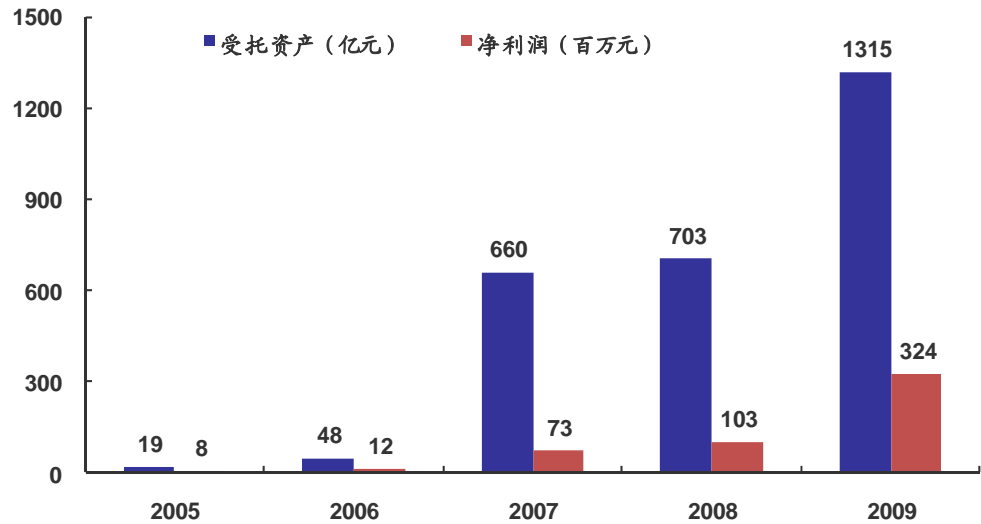
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2 收购完成后中融信托的股权结构

| 股 东 | 持股比例 |
|---------------|--------|
| 经纬纺机 | 36.00% |
| 哈尔滨经济开发投资公司 | 31.70% |
| 中植企业集团有限公司 | 24.61% |
| 大连新星房地产开发有限公司 | 7.69% |

数据来源：中融信托年报、公司公告，安信证券研究中心

图 2 中融信托受托资产和净利润快速增长



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 3 经纬纺机历年的财务表现 (百万元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010H | 2010M9 | 2010Q3 |
|-------------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入 | 5,433 | 3,708 | 3,571 | 2,456 | 4,607 | 2,151 |
| 净利润 | 176 | 28 | -112 | 30 | 236 | 206 |
| 其中归属于母公司净利润 | 162 | 26 | -79 | 29 | 105 | 76 |
| 其中少数股东权益 | 13 | 2 | -33 | 1 | 131 | 130 |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 4 中融信托成为经纬纺机利润的主要来源 (百万元)

| 项 目 | 测算数值 |
|-------------------|------|
| 经纬纺机拥有的中融信托股权 | 36% |
| 少数股东拥有的中融信托股权 | 64% |
| 中融 3 季度单季利润测算 | 203 |
| 其中归属于经纬纺机的利润 | 73 |
| 前 9 个月利润来自中融信托的比例 | 69% |

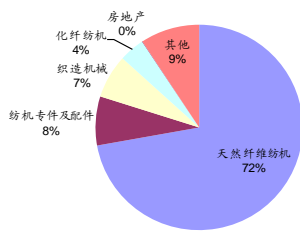
数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2. 经纬纺机：背靠央企大树 潜力不容小觑

2.1. 业务介绍

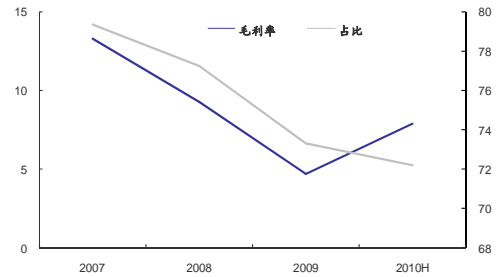
公司原来的主业是纺织机械，按照 2010 年中报数据天然纤维纺机是最主要的收入来源，占比达到 72%，其次是纺机专件和配件，再次是织造机械。天然纤维纺机的占比在过去几年中有所下降，从 2007 年的 80% 左右下降至 72%。今年上半年开始，行业从金融危机的阴影中开始走出来，毛利率有所回升。

图 3 2010H 收入构成



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

图 4 天然纤维纺机的毛利率和占比 (%)

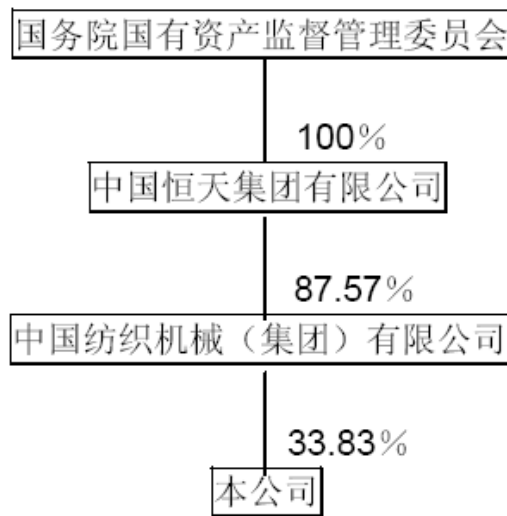


数据来源：公司资料，安信证券研究中心

2.2. 股东介绍

经纬纺机的直接控股股东是中国纺织机械(集团)有限公司,最终控股股东是中国恒天集团有限公司,而中国恒天集团有限公司是国资委管理的 123 家央企之一。由于国资委的最终想法是将央企数量控制在 100 家之内,或将一部分央企放在国新资产管理公司中运作,恒天集团在自身主业受限的情况下必然要寻找新的出路。经纬纺机是恒天集团旗下净利润最多,市值最大的上市公司,在恒天集团扩张过程中受益的程度有可能是最大的,因此央企的背景可以一定程度上享有溢价。

图 5 公司实际控制人是国资委管理的 123 家央企之一



数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3. 中融信托：高歌猛进的一线信托公司

3.1. 信托行业发展迅猛

从公开数据我们看到,信托行业的资产规模和盈利能力在过去几年中突飞猛进,特别是盈利能力处在不断抬升的通道之中。

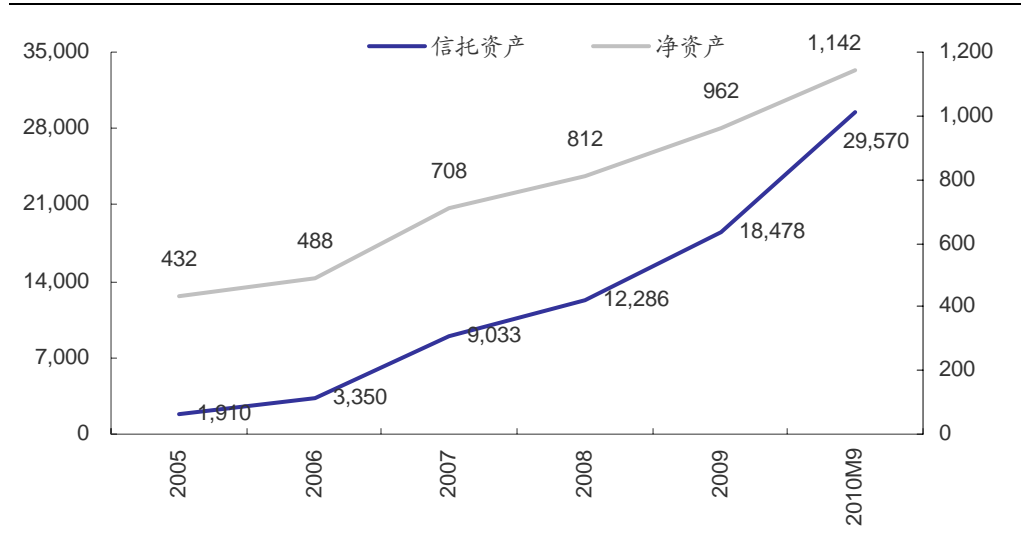
从资产规模看,信托业务资产规模从 2005 年的 1910 亿元迅速增长到目前的近 3 万亿元,复合增长率达 73%;信托公司的净资产规模也从 2005 年的 432 亿元增长至 1142 亿元(截至 2010 年 9 月),复合增长率达 21%。

在资产规模迅速扩张的同时,信托公司的营业收入和净利润也相应地有了大幅度的提升。信托公司的 2005 年的营业收入只有 44 亿元,到 2009 年已增长至 300 亿元,增长了大约 7 倍;净利润 2005 年只有 12 亿元,但 2009 年已达到 125 亿元,增长了 10 倍;2010 年前 9 个月信托公司的营业收入和净利润已经分别实现了 245 亿元和 168 亿元,预计 2010 年全年的营业收入和净利润将分别在 300 亿元和 200 亿元以上,

净利润的同比增速大约在 60% 以上。

不仅营业收入和净利润本身有较快的增长，信托公司的净利润率（净利润/营业收入）也处于一个快速上升的通道中。2005 年信托行业的净利润率只有 28%，而 2010 年前 9 个月的净利润率提升至高达 69%，比 2009 年提升了近 30 个百分点，2005 年以来也只有 2007 年的净利润率达到过这个水平，而 2007 年的背景是大牛市，今年的市场环境与大牛市自然不可同日而语，因此信托行业净利润率的提高说明信托行业的盈利能力确实是在突飞猛进。

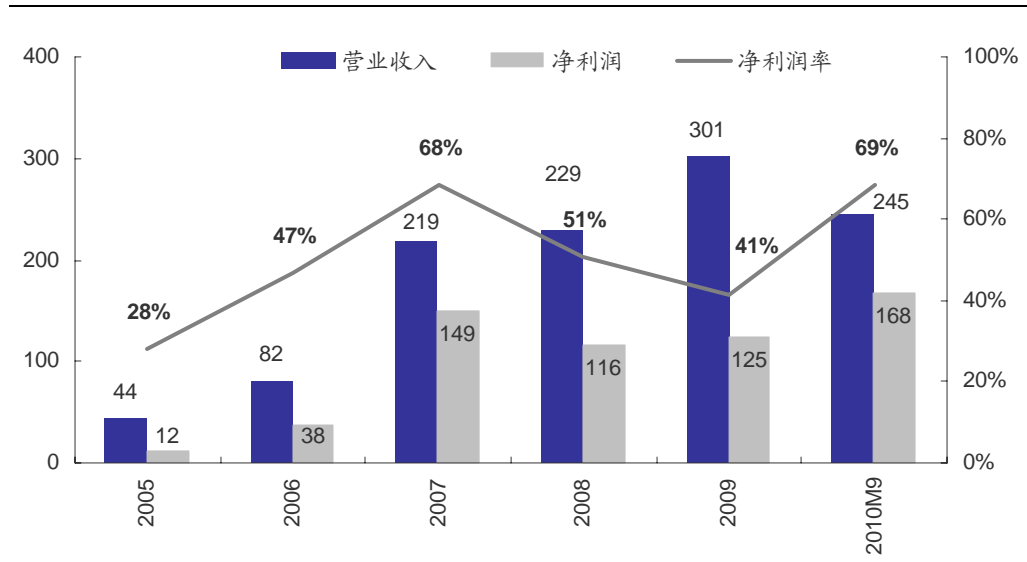
图 6 信托行业的资产规模迅速扩张（亿元）



数据来源：Wind 资讯，信托业协会，安信证券研究中心

注：此数据为 wind 统计 2005-2009 年的 45 家信托公司（囊括了主要的信托公司，因此具有参考价值），2010 年的数据来自信托业协会

图 7 信托行业的利润增长迅猛（亿元）



数据来源：Wind 资讯，信托业协会，安信证券研究中心

注：此数据为 wind 统计 2005-2009 年的 45 家信托公司（囊括了主要的信托公司，因此具有参考价值），2010 年的数据来自信托业协会

3.2. 锐意进取 突出重围

中融信托前身是哈尔滨国际信托投资公司，2007 年 7 月更名为中融国际信托有限公司，注册资本 3.25 亿元（2010 年已将注册资本转增至 5.8 亿元）。

2005 年公司信托资产规模在行业中排名 35 位，只是一个名不见经传的区域性信

托公司。2006 年以来，随着资本市场的好转以及富裕阶层的不断增多，信托公司开始崛起，各个信托公司纷纷走出属地，业务开展迅猛发展。借助这一机遇中融信托开始发力。公司主要指标在行业中的排名是一年上一个台阶：信托资产规模在 2007 年跃居第 3，此后保持在行业前 5；营业收入和净利润排名逐步提升，2009 年在行业排名 10 名左右。

2005 年到 2009 年，公司实现了从盈亏平衡到大幅盈利的转变，2009 年公司实现净利润 3.24 亿元，行业排名第 12 位。公司净利润的大幅增长主要来自中融信托的内生性增长。我们对比了中融信托和整个行业的信托资产规模增速和净利润的增速，发现无论是信托资产规模增速还是净利润增速，中融信托都高出行业许多，中融信托的迅速成长既有行业的因素，但更多的是来自内生的品质。

表 5 中融信托历年的主要财务指标在行业中的排名迅速提升

| 日期 | 信托资产 | 营业收入 | 净利润 |
|------|------|------|-----|
| 2005 | 35 | 40 | 29 |
| 2006 | 27 | 36 | 42 |
| 2007 | 3 | 27 | 36 |
| 2008 | 5 | 18 | 26 |
| 2009 | 4 | 10 | 12 |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

注：比较的对象为 Wind 资讯有披露财务信息的 45 家左右的信托公司，这些信托公司包括绝大多数信托公司，因此排名具有参考价值

表 6 中融信托的盈利能力成长极为迅速

| 日期 | 信托资产规模 | 营业收入 | 净利润 | 净资产 | 利润率 |
|------|--------|------|-----|-----|-----|
| 2005 | 19 | 27 | 8 | 344 | 29% |
| 2006 | 48 | 52 | 12 | 311 | 23% |
| 2007 | 660 | 172 | 73 | 393 | 42% |
| 2008 | 703 | 281 | 103 | 349 | 37% |
| 2009 | 1315 | 627 | 324 | 675 | 52% |

数据来源：Wind 资讯，公司资料，安信证券研究中心

单位：除信托资产规模外单位为亿元，其它均为百万元

表 7 中融信托与行业的指标增速对比

| | 信托资产 | | 净利润 | |
|------|-------|------|------|------|
| | 中融 | 行业 | 中融 | 行业 |
| 2006 | 154% | 75% | 47% | 209% |
| 2007 | 1284% | 170% | 523% | 292% |
| 2008 | 7% | 36% | 42% | -22% |
| 2009 | 87% | 50% | 213% | 7% |

数据来源：Wind 资讯，公司资料，安信证券研究中心

3.3. 受益于收紧房地产融资

3.3.1. 银信新政后的信托业转型

2008 年底开始，银监会开始关注银信合作，并发布了《银行与信托公司业务合作指引》，对银信合作持支持态度，并制定了银信合作的基本要求。从 2008 年开始，银信合作开始爆发式增长，到 2010 年 3 季度末银信合作规模已经达到了 1.1 万亿元。由于银信合作规模迅速膨胀，冲击了货币政策的有效性，银监会于 2010 年 8 月 5 日发布了《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》，其中主要规定有：1、信托公司开展银信理财合作业务，信托产品期限均不得低于一年；2、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%，此比例已超标的信托公司应立即停止开展该项业务，直至达到要求；3、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。

由于银行必须要把银信合作转入表内核算，银行没有积极性再开展银信合作，因此银信业务后续规模会出现一定程度的萎缩。从用益信托网的数据来看，2010 年 10 月份，新发行信托产品中银信合作的占比已经从 2010 年 6 月份的 94% 下降至 89% 的水平。信托业协会的数据显示 2010 年 3 季度单一信托的占比下降至 79%，比上季度下降了 4 个百分点，而单一信托是银信合作的主要形式。

我们预计银信合作对信托公司受托资产规模会有一定程度的冲击，但由于银信合作的信托报酬率很低，一般只有 20bp 左右，而在紧缩的背景下信托业发行的主动型信托的信托报酬率往往很高，因此银信合作的萎缩并不会影响信托公司的利润状况。

表 8 近年来主要银信合作法规

| 时间 | 文件名称 | 内容 | 解读 |
|------------------|--------------------------------|---|--------------------------------|
| 2008 年 12 月 4 日 | 《银行与信托公司业务合作指引》 | (1) 引领银行、信托公司依法创新，促进银信合作健康、有序发展；(2) 信托公司投资于银行所持的信贷资产、票据资产等资产的，应当采取买断方式，且银行不得以任何形式回购；(3) 银行不得为银信理财合作涉及的信托产品及该信托产品项下财产运用对象等提供任何形式担保；(4) 未经严格测算并提供测算依据和测算方式，理财计划推介中不得使用“预期收益率”、“最高收益率”或意思相近的表述；(5) 信托公司可以将信托财产投资于金融机构股权。 | 监管层对银信合作持支持态度，制定了银信合作的基本要求 |
| 2009 年 7 月 6 日 | 《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》 | (1) 理财资金用于向单一借款人及其关联企业发放信托贷款的总额不得超过发售银行资本净额 10%；(2) 理财资金用于投资集合资金信托计划，其目标客户的选择应参照《信托公司集合资金信托计划管理办法》对合格投资者的规定； | 规范银行理财资金用于信托贷款及集合资金计划的细节 |
| 2009 年 9 月 3 日 | 《关于信托公司开展项目融资业务涉及项目资本金有关问题的通知》 | (1) 信托公司要严格执行国家固定资产投资项目资本金管理制度，加强对项目资本金来源及到位真实性的审查认定；(2) 信托公司不得将债务性集合信托计划资金用于补充项目资本金，以达到国家规定的最低项目资本金要求 | |
| 2009 年 12 月 14 日 | 《关于进一步规范银信合作有关问题的通知》 | (1) 银信合作产品投资于权益类金融产品或具备权益类特征的金融产品的，商业银行理财产品的投资者应执行《信托公司集合资金信托计划管理办法》第六条确定的合格投资者标准；(2) 在银信合作受让银行信贷资产、票据资产以及发放信托贷款等融资类业务中，信托公司不得将资产管理职能委托给资产出让方或理财产品发行银行。 | 明确投资者的门槛要求；封堵银行腾挪信贷资产的通道 |
| 2010 年 8 月 5 日 | 《关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》 | (1) 信托公司开展银信理财合作业务，信托产品期限均不得低于一年；(2) 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%，此比例已超标的信托公司应立即停止开展该项业务，直至达到要求；(3) 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。 | 对银信合作实行余额比例管理，大幅压缩了目前阶段银信合作的空间 |

数据来源：银监会，安信证券研究中心

图 8 银信发行规模占比开始下降

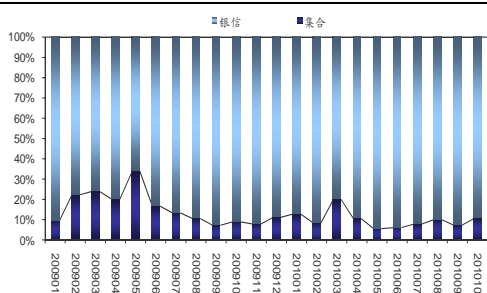
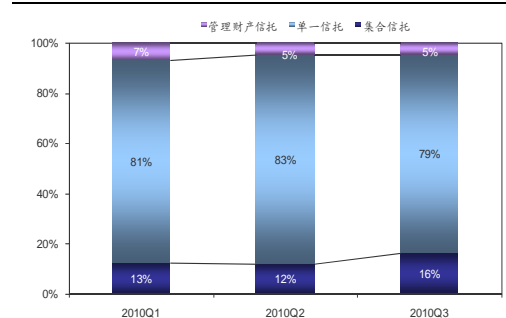


图 9 单一信托占比开始下降



数据来源：用益信托网，安信证券研究中心
注：该处数据为每月新增发行规模。

数据来源：信托业协会，安信证券研究中心
注：图中数据为信托业协会公布的信托余额数

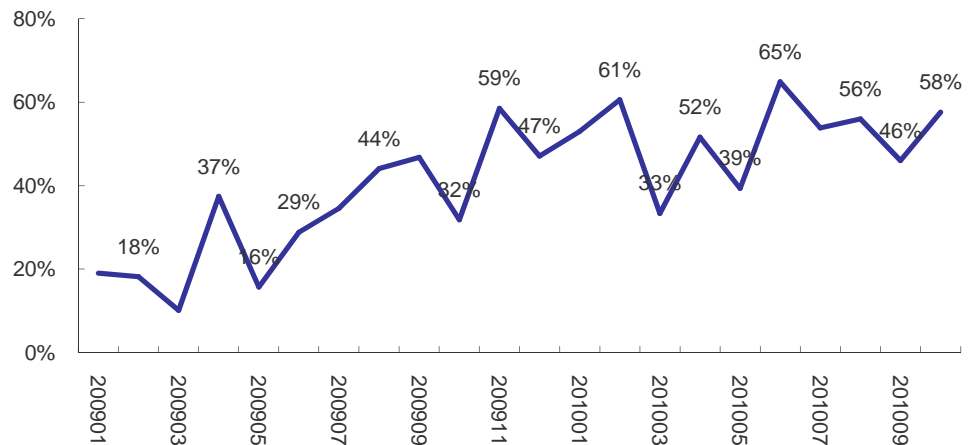
3.3.2. 受益于收紧房地产融资

房地产企业借道信托公司进行融资的现象从年初开始受到了监管层的关注。今年以来一共发布了 2 个关于房地产信托业务的通知，分别是 2010 年 2 月 11 日的《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》和 2010 年 11 月 19 日的《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》，特别是第二个通知引发了市场的担心，担心房地产信托的调控是否会使得信托公司又一重要盈利来源消失。2010 年 11 月 23 日有媒体报道，包括中融信托、平安信托在内的多家信托公司，已于上周末暂停自家的房地产信托业务，回应银监会上周对信托公司自查房地产信托业务的要求。

关于此事我们仔细研读了今年以来的两个文件发现，其实最近的文件并未叫停房地产信托业务，同时并未明显提高房地产信托的要求。通过草根调研，我们认为该文件并不会对房地产信托业务构成明显影响，虽然有可能会暂停该业务，但很可能只是在今年年底 1 个月左右的时间内，明年该项业务应该能够得到正常的恢复，因此对行业的影响应该很小。

我们预计房地产融资收紧的局面会持续半年以上的时间，在此区间信托公司是房地产行业为数极少的可以融资的渠道，该渠道的价值非常显著，预计房地产信托会成为信托业重要的盈利来源。

图 10 集合信托中房地产投资比例开始提高



数据来源：用益信托网，安信证券研究中心
注：该比例为新发行信托产品中房地产信托的占比。

表 9 2009 年以来主要房地产信托法规

| 时间 | 文件名称 | 信托公司发放房地产项目贷款的条件 | 解读 |
|------------------|----------------------------|---|------------------------|
| 2009 年 3 月 25 日 | 《关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》 | (1) 信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东必须具备二级资质，但发放贷款的信托公司最近一年监管评级为 2C 级（含）以上、经营稳健、风险管理水平良好的除外；(2) 申请贷款的房地产开发项目资本金比例应不低于 35%（经济适用房除外） | 为刺激经济给予房地产信托较大空间 |
| 2010 年 2 月 11 日 | 《关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》 | (1) 信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四证”齐全、开发商或其控股股东必须具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件；(2) 信托公司以结构化方式设计房地产集合资金信托计划的，其优先和劣后受益权配比比例不得高于 3:1；(3) 商业银行个人理财资金投资于房地产信托产品的，理财客户应符合《信托公司集合资金信托计划管理办法》中有关合格投资者的规定 | 监管层开始关注并控制信托公司房地产项目的风险 |
| 2010 年 11 月 19 日 | 《关于信托公司房地产信 | 信托公司发放贷款的房地产开发项目必须满足“四 | 只是要求信托 |

托业务风险提示的通知》

证”齐全、开发商或其控股股东必须具备二级资质、项目资本金比例达到国家最低要求等条件

公司开展自查，比预期的调控措施更宽松

数据来源：银监会，安信证券研究中心

3.3.3. 中融信托的信托资产结构

2006 年以来中融信托开始走出属地全国性扩张，一开始可做的业务种类不多，主要就是发行打新股的信托产品，在此过程中与银行建立了良好的合作关系。2008 年开始，公司开始帮助银行做信贷资产转移。2009 年开始与银行合作票据业务。打新、信贷资产转移、票据业务都属于银信合作，通过银信合作，公司的信托资产规模迅速膨胀，并在 2010 年中期银监会叫停之前达到高潮。但由于银信业务利润率低，公司在 2009 年底公司开始考虑业务转型，并开始做房地产信托项目。

按照公司公布的数据，2009 年末公司主动类信托占比为 26%，比 2008 年提高了 10 个百分点，根据公司披露的信息，主动型信托的信托报酬率要高出被动型信托 50 - 100bp。所有信托资产中融资类信托占比最高，达到了 66%，和 2008 年相比下降了 9 个百分点，股权投资类信托的占比明显提升了 9 个百分点。所有信托资产中单一信托占比最高，达到了 87%，和 2008 年相比下降了 4 个百分点。

表 10 中融信托信托资产结构（万元）

| | 2008 | 2009 | 2008 | 2009 |
|-------|-----------|------------|------|------|
| 主动类 | 1,124,832 | 3,378,479 | 16% | 26% |
| 证券投资类 | 134,856 | 657,755 | 2% | 5% |
| 股权投资类 | 660,815 | 1,596,950 | 9% | 12% |
| 融资类 | 180,809 | 1,083,763 | 3% | 8% |
| 事务管理类 | 41,655 | 8,080 | 1% | 0% |
| 被动类 | 5,907,499 | 9,774,824 | 84% | 74% |
| 证券投资类 | 675,260 | 876,713 | 10% | 7% |
| 股权投资类 | 63,808 | 876,857 | 1% | 7% |
| 融资类 | 5,110,801 | 7,618,860 | 73% | 58% |
| 事务管理类 | 15,480 | 352,395 | 0% | 3% |
| 合计 | 7,032,331 | 13,153,303 | 100% | 100% |
| 证券投资类 | 810,116 | 1,534,468 | 12% | 12% |
| 股权投资类 | 724,623 | 2,473,807 | 10% | 19% |
| 融资类 | 5,291,610 | 8,702,623 | 75% | 66% |
| 事务管理类 | 57,135 | 360,475 | 1% | 3% |
| 集合 | 549,664 | 1,394,367 | 8% | 11% |
| 单一 | 6,425,532 | 11,398,462 | 91% | 87% |
| 财产权 | 57,135 | 360,474 | 1% | 3% |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

表 11 2009 年中融信托各类业务的信托报酬率

| | 主动型 | 被动型 |
|-------|-------|-------|
| 证券投资类 | 1.10% | 0.66% |
| 股权投资类 | 0.38% | — |
| 融资类 | 1.30% | 0.22% |
| 事务管理类 | 0.19% | 0.13% |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

3.4. 净资本管理办法的影响

银监会于 2010 年 9 月出台了《信托公司净资本管理办法》，核心的内容是要求信托公司的管理资产与信托公司自身的净资本挂钩。具体来说有三点：（1）信托公司净资本不得低于人民币 2 亿元；（2）净资本不得低于各项风险资本之和的 100%；（3）净资本不得低于净资产的 40%。

表 12 信托公司风险资本系数表

| | 单一信托 (不含银信) | 新规前银信 | 集合信托(不含银信)和新规后银信 |
|---------|----------------|-------|------------------|
| 投资类 | | | |
| 金融产品投资 | | | |
| 有公开市场价格 | 0.3% | 0.5% | 0.5% |
| 其他 | 0.5% | 1.0% | 1.0% |
| 股权投资类业务 | 0.8% | 1.5% | 1.5% |
| 其他投资类业务 | 0.8% | 1.5% | 1.5% |
| 融资类信托业务 | | | |
| 房地产类融资 | 1.0% | 2.0% | 3.0% |
| 其他融资类业务 | 0.8% | 1.0% | 2.0% |
| 事务类信托业务 | 0.3% | —— | 0.5% |

数据来源：银监会，安信证券研究中心

《信托公司净资本管理办法》出台以后，由于中融信托的信托管理资产与自身的净资本差距较大（2009 年的信托管理资产为 1315 亿元，净资产为 6.7 亿元），因此受到市场的广泛关注，但是我们认为，《信托公司净资本管理办法》不会对中融信托的盈利能力和业务开展形成实质性的困扰。

我们认为监管机构对一个行业实行较为重大的监管措施时，往往会给予监管对象一个过渡期，比如国务院 2008 年 4 月出台的《证券公司监督管理条例》要求同一股东控股及参股证券公司的数量分别不超过一家（即“一参一控”），就给予了两年半的期限（2010 年 12 月 31 日前达标）。我们相信，银监会也会给信托公司一个逐步符合的净资本管理办法的过渡期，而且这个过渡期还不会太短，或许是 1 年或者更久。

在过渡期内，我们认为中融信托能够通过自身的盈利补充资本金，如果不够以中融信托的盈利能力预计增发对老股东的摊薄效应不会很明显。根据中融信托 2009 年报披露的数据，信托资产合计为 1315 亿元，其中证券投资类平均风险系数为 0.4%，股权投资类平均风险系数为 1.3%，融资类平均风险系数为 1.6%，事务管理类平均风险系数为 0.4%，这样算下来按照 2009 年末的信托资产公司需要的风险资本为 18 亿元，如果今年信托资产规模增长到 2200 亿元，预计风险资本规模为 30 亿元。中融信托 2009 年末净资产接近 6.75 亿元，预计 2010 年全年盈利为 5.89 亿元，2011 年全年盈利为 8.1 亿元，那么 2010 年末公司通过内生盈利净资产能达到 21 亿元，与所需风险资本的差异不大，即使需要再融资对老股东的摊薄也不会很显著。

表 13 中融信托风险资本需求测算（万元）

| | 信托资产 | 风险系数 | 风险资本 |
|--------|------------|-------|---------|
| 信托资产总计 | 13,153,303 | 1.40% | 178,981 |
| 证券投资类 | 1,534,468 | 0.40% | 6,138 |
| 股权投资类 | 2,473,807 | 1.30% | 32,159 |
| 融资类 | 8,702,623 | 1.60% | 139,242 |
| 事务管理类 | 360,475 | 0.40% | 1,442 |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

4. 盈利预测及估值

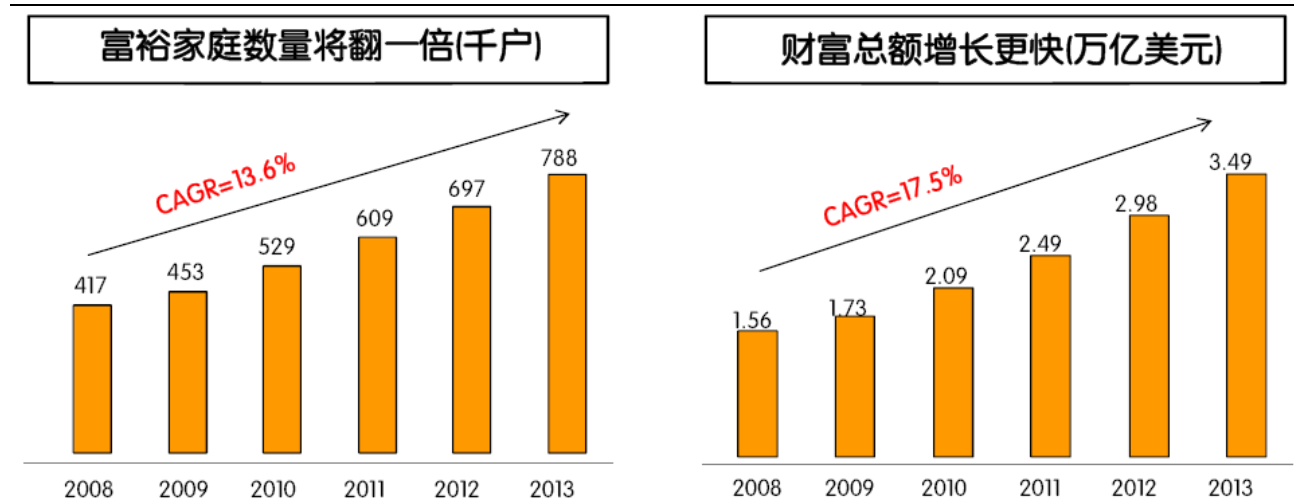
4.1. 诺亚财富的启示

诺亚财富管理中心成立于 2003 年，是一家独立的第三方理财机构，专注于为中国高净值资产客户提供全方位理财规划顾问服务。诺亚面向整个金融市场筛选产品，并持续管理产品存续期间风险。遵循“金融精品店”式的服务理念，诺亚采用严格的产品品质管控及金融供应商合作制度，确保每一项产品所挂钩的基础资产都经过专业团队的深度了解，并持续沟通。

中国财富管理市场目前还处在起步阶段，未来有着巨大的成长空间，根据 BCG 预测未来 5 年富裕家庭数量复合成长率为 13.6%，财富总额复合成长率为 17.5%。

基于对财富管理市场潜力的美好预期和诺亚财富自身的成长能力，本月初在美国纽交所上市的诺亚财富，目前市值 11 亿美元，对应 2010 年市盈率达到 140 倍。本质上，诺亚财富从事的行业与信托业非常类似，两者之间的成长性也应该较为类似，信托业甚至更好一些，毕竟信托业是有牌照的，相当于有了政府的背书。

图 11 中国财富管理业的潜力巨大



数据来源: BCG, 安信证券研究中心

表 14 诺亚财富利润情况 (美元)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2009H1 | 2010H1 |
|-------|-----------|-----------|------------|-----------|------------|
| 总营收 | 3,387,156 | 8,870,491 | 15,402,582 | 6,130,720 | 14,497,698 |
| 第三方营收 | 3,387,156 | 7,825,544 | 14,257,047 | 5,550,526 | 12,629,495 |
| 相关营收 | 0 | 1,044,947 | 1,145,535 | 580,194 | 1,868,203 |
| 净营收 | 3,209,549 | 8,377,776 | 14,564,232 | 5,809,699 | 13,657,985 |
| 毛利润 | 2,955,266 | 7,148,553 | 12,055,371 | 4,835,192 | 11,481,491 |
| 运营利率 | 854,802 | 1,581,959 | 4,682,310 | 1,920,105 | 5,263,035 |
| 净利润 | 346,043 | -402,078 | 3,648,413 | 894,749 | 4,144,234 |

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表 15 诺亚财富配置资产规模和结构 (百万美元)

| | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010H | |
|-------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
| | 数值 | 占比 | 数值 | 占比 | 数值 | 占比 | 数值 | 占比 |
| 固定收益产品 | 195 | 19.2 | 1,978 | 62.7 | 3,612 | 64.8 | 1,733 | 78.4 |
| 私募股权基金产品 | 24 | 2.3 | 772 | 24.5 | 1,594 | 28.6 | 326 | 14.8 |
| 私募投资基金及保险产品 | 799 | 78.5 | 404 | 12.8 | 368 | 6.6 | 150 | 6.8 |
| 所有产品 | 1,018 | 100 | 3,154 | 100 | 5,574 | 100 | 2,209 | 100 |

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

表 16 诺亚财富客户数

| | 2007 | | 2008 | | 2009 | | 2010H | |
|-------|------|----------|------|----------|------|----------|-------|----------|
| | 数据 | 年变化率 (%) | 数据 | 年变化率 (%) | 数据 | 年变化率 (%) | 数据 | 年变化率 (%) |
| 注册客户数 | 3089 | 70.1 | 6606 | 113.9 | 9641 | 45.9 | 12353 | 48.1 |
| 活跃客户数 | 926 | 180.6 | 1065 | 15 | 1235 | 16 | 779 | 26.7 |

数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

4.2. 经纬纺机的盈利预测与估值

经纬纺机收购中融信托 36% 的股权以后，盈利能力大幅提升，顺利实现了羽化成蝶。我们看好经纬纺机基于以下几个理由：1、目前公司股价仍低于去年年末，尚未反映中融信托的净利润有可能翻倍的预期，尚未反映在此区间中小盘股创出新高的市场环境；2、地产融资收紧的局面会持续半年以上的时间，在此区间信托公司是房地产行业为数极少的可以融资的渠道，信托行业将会受益于地产融资的收紧；3、据媒体报道，中信信托借壳安信信托很有可能会获批，这将带动信托股的重估；4、公司背靠央企，将会受益于恒天集团的扩张过程；5、估值上具备足够的安全边际，目前股价对应 2010 年备考净利润的市盈率仅为 20%，考虑到信托行业过去迅猛的发展速度和未来介入财富管理行业的发展空间，我们认为 20 倍是有足够安全边际的，事实上最近在美国纽交所上市的诺亚财富的 2010 年市盈率超过了 100 倍，与目前已上市的信托公司相比公司的估值也存在明显折价（见表×）。

我们预计经纬纺机 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.67 元和 0.79 元，给予公司 2011 年 25 倍的市盈率，目标价 17 元，给予买入 - A 的投资评级。

表 17 经纬纺机盈利预测（百万元）

| | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 信托资产 | 70,300 | 131,500 | 220,000 | 220,000 | 286,000 |
| 手续费率 | 0.43% | 0.42% | 0.60% | 0.68% | 0.72% |
| 手续费净收入 | 293 | 427 | 1,055 | 1,496 | 1,822 |
| 营业收入 | 281 | 627 | 1,172 | 1,662 | 2,024 |
| 营业支出 | -179 | -202 | -387 | -582 | -708 |
| 费用率 | -64% | -32% | -33% | -35% | -35% |
| 营业利润 | 101 | 425 | 785 | 1,080 | 1,316 |
| 减：所得税费用 | -3 | -99 | -196 | -270 | -329 |
| 净利润 | 103 | 324 | 589 | 810 | 987 |
| 归属于经纬纺机 | | | 212 | 292 | 355 |
| 经纬纺机其他业务 | 26 | -79 | 100 | 110 | 120 |
| 经纬纺机净利润 | 26 | -79 | 312 | 402 | 475 |
| 每股净利润 | 0.04 | -0.13 | 0.52 | 0.67 | 0.79 |

数据来源：公司资料，安信证券研究中心

注：2010 年净利润为备考利润，即假设从今年年初开始合并中融信托。

表 18 上市信托公司市值管理资产比（亿元）

| 公司 | 管理资产 | 市值 | 市值/管理资产 |
|-----------|-------|-------|---------|
| 中信信托（合并后） | 2,198 | 247 | 11% |
| 陕国投 | 124 | 19.8 | 16% |
| 中融信托 | 1,315 | 111.3 | 8% |

数据来源：信托业协会，安信证券研究中心

注：管理资产同一使用 2009 年的数据，市值为 2010 年 11 月 22 日的最新数据。中信信托的市值为合并后的市值，陕国投由于有房地产业务我们按照目前市值除以 2，中融信托的市值按照经纬纺机的市值扣除主业后倒推。

作者简介

杨建海, CFA, 非银行金融行业首席分析师, 毕业于北京大学, 经济学硕士。2007.4 加盟安信证券研究中心。2008 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第三名。2009 年度获“新财富最佳分析师”非银行金融行业第四名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

| | | | |
|---------------|-------------------------|---------------|-------------------------|
| 梁涛 | 上海联系人 | 凌洁 | 上海联系人 |
| 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| 黄方禅 | 上海联系人 | 朱贤 | 上海联系人 |
| 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn | 021-68765293 | zhuxian@essence.com.cn |
| 张勤 | 上海联系人 | 潘艳 | 上海联系人 |
| 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 李昕 | 北京联系人 | 周蓉 | 北京联系人 |
| 010-59113565 | lixin@essence.com.cn | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| 潘冬亮 | 北京联系人 | 马正南 | 北京联系人 |
| 010-59113590 | pandl@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| 李国瑞 | 深圳联系人 | 律焱 | 深圳联系人 |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn | 0755-82558076 | lyye@essence.com.cn |
| 曹加 | 深圳联系人 | 胡珍 | 深圳联系人 |
| 0755-82558045 | caojia@essence.com.cn | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034