

經緯紡織機械 (350 HK, HK\$4.89, 未評級) - 估值低廉的信託公司

❖ **2011年信託業務高速增長。**2010年初，經緯紡機以12億元(人民幣·下同)收購中融信託36%股份成為第一大股東後，信託業務成為公司的主要利潤來源。中融信託目前是國內僅次於中信信託的第二大信託公司(以資產管理規模計)，2008-2010年，公司管理的資產規模分別為708億元、1323億元和1799億元，呈現高速增長態勢。2011年，受地產信託井噴的帶動，中融信託淨利潤由2010年的6.95億元增長51.5%至10.53億元，為經緯紡機貢獻利潤3.85億元。中融信託自2009年以來ROE一直維持在45%左右，2006年以來，其收入和利潤的複合增長率一直遠遠高於行業平均水平。

❖ **2012年信託行業出現實質性風險的可能性較低。**去年四季度，受到嚴控地產信託的影響，中融信託的收入和利潤下滑比較明顯。房地產信託將在今年迎來兌付高峰，市場認為存在較大風險。然而，我們認為，目前房地產市場已經出現一些積極的信號。由於房地產信託的抵押率一般都高於40%，而我們認為房價大幅下跌的可能性較低。因此，房地產信託面臨的更多是流動性風險而非實質性風險。長遠來看，我們估計中融信託在業內仍將維持領先地位，強大的銷售能力和完善的產品線將幫助公司實現穩健的增長。

❖ **紡織機械主業也將貢獻穩定利潤。**2008年金融危機後，公司的紡機業務一度受到嚴重影響。隨著一系列刺激政策的出臺，行業快速復蘇。根據公司發佈的業績預告，2011年紡機業務預計貢獻利潤0.95-1.35億元。目前紡機業務毛利率維持在14%左右，由於成本上升，未來毛利率提升潛力不大。紡織行業雖屬夕陽行業，但我們預計中國未來仍將是世界紡織業大國，紡織行業的投資不會出現急劇下降。雖然缺乏增長潛力，但預計未來紡機業務仍將為公司貢獻穩定利潤。

❖ **根據公司的業績預報，2011年經緯紡機實現歸屬股東淨利潤為4.8-5.2億元，較2010年增長96-112%，每股收益人民幣0.79-0.86元，折合0.97-1.06港元。我們以均值1.02港元計算，目前股價對應2011年4.8倍市盈率。在A股上市的另外兩家信託公司安信信託(600816.SH)和陝國投(000563.SZ)的市盈率則分別為39.1倍和28.8倍。我們認為，公司估值低廉，值得關注。**

經緯紡織機械 (350 HK)

評級	未評級
收市價	HK\$4.89
目標價	n.a.
市值(港幣百萬)	6,649
過去3月平均交易(港幣百萬)	4.62
52周高/低(港幣)	8.53/3.36
發行股數(百萬股)	604
主要股東	中紡集團(33.8%)

來源: HKEx, 彭博

股價表現

	絕對	相對
1月	32.5%	23.2%
3月	23.4%	8.2%
6月	3.5%	-2.0%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至12月31日)	FY07A	FY08A	FY09A	FY10A	FY11E
營業額(人民幣百萬元)	5,370	3,646	3,217	6,988	10,552
淨利潤(人民幣百萬元)	162	26	(79)	245	501
每股收益(人民幣)	0.27	0.04	(0.13)	0.41	0.83
每股收益變動(%)	(12.9)	(85.2)	(425.0)	n.a.	104.5
市盈率(x)	15.2	102.8	n.a.	10.0	4.8
市帳率(x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
股息率(%)	0.2	0.2	n.a.	1.7	2.0
權益收益率(%)	5.9	0.9	(2.8)	8.4	14.9
淨財務杠杆率(%)	8.2	19.2	9.9	淨現金	淨現金

來源: 公司及招銀國際研究部

免责声明及披露**分析员声明**

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。