

# 经纬纺机 (000666.SZ)

## 股权与业务结构调整，金融板块持续发力

### 核心观点:

- **“纺机+金融”为核心的双主业格局。**公司为国内纺机制造业的龙头企业，在国内纺织行业运行整体下滑大背景下，积极转型布局金融、汽车重工业等新业务板块。金融板块已持续作为公司主营业务收入的主要来源，2016年营收占比57%。2016年内公司进行了股权结构及业务板块的多步调整，形成双主业。
- **各版块业务情况：1) 中融信托主业结构优化，盈利水平提升，**2016年实现净利润27亿元，信托规模6830亿元，主动管理占比稳步回升至71%。此外积极通过设立子公司布局股权投资、资产管理等专业领域，推动业务转型创新。**2) 恒天财富发展势头迅猛，盈利能力较强，**2016全年恒天财富实现净利润4.57亿元，同比+98%。伴随居民可支配收入及财富储蓄的不断增长，财富管理的需求将持续释放。**3) 汽车业务剥离完成，**同业竞争问题得以解决，业务处置后增厚一季度合并报表投资收益约1.5亿元。同时利于公司集中资金与资源发展主业，发挥优势。**4) 纺机业务专业实力强，**但受累于行业持续下滑，积极响应国家号召处置僵尸企业，实现减负止损。
- **年内股权调整，股东背景得以强化。**1) 私有化H股完成，为资本运作留足了空间。截至2017年2月14日，恒天控股已持有公司全部退市H股95.4%。私有化完成后，恒天集团及一致行动人持股比例提升至近58%。2) 恒天集团整体划拨至国机集团，股东资源更为丰富。2016年11月，公司公告恒天集团将整体划入国机集团。国机集团为大型央企，资产规模约为恒天集团3倍，产业布局广泛，有望发挥协同效应。
- **盈利预测：**预计公司2017-2019年收入为101、103、106亿元，同比增速为-3%、2%、3%，归属净利润为6.8、7.2、7.5亿元，同比增速为25%、6%、6%，EPS为0.97、1.02、1.06，对应2017年PE为22.3，给予“买入”评级。
- **风险提示：**非金融业务经营严重恶化、资管新规严厉性超预期等

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,013	10,395	10,426	10,082	10,314	10,623
增长率(%)	-5.2%	3.8%	0.3%	-3.3%	2.3%	3.0%
净利润(百万元)	542	458	545	680	716	747
增长率(%)	-8.4%	-15.5%	18.9%	24.8%	5.8%	6.1%
EPS(元/股)	0.77	0.65	0.77	0.97	1.02	1.06
市盈率(P/E)	28.0	33.1	27.8	22.3	21.1	20.3
市净率(P/B)	2.71	2.50	2.26	2.21	2.12	2.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格 19.48元

报告日期 2017-05-22

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	704/294
流通A股市值(百万元)	13,716
每股净资产(元)	9.55
资产负债率(%)	55.08
一年内最高/最低(元)	25.17/16.77

### 相对市场表现



分析师: 陈福 S0260517050001

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

### 相关研究:

联系人: 陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

## 目录索引

一、从纺机机械龙头到“纺机+金融”双主业发力 .....	4
二、信托业务：结构优化，盈利水平提升 .....	5
1、中融信托主业表现稳健，业务结构持续优化.....	5
2、信托资产体量庞大，利润空间待进一步释放.....	6
3、固有业务层面积极开展业务创新.....	7
三、财富管理业务：发展势头迅猛 .....	8
四、汽车板块：完成剥离，减少非金融业务亏损 .....	9
1、避免同业竞争问题，向股东出售整体汽车业务.....	9
2、板块剥离利于止损及集中业务资源 .....	10
五、纺机制造：受累于行业下坡，减负止损.....	11
1、专业能力强，业绩表现受累于行业不振.....	11
2、积极处置僵尸企业，实现止损减负 .....	11
六、年内股权调整，股东背景强化.....	12
1、H股退市，私有化完成 .....	12
2、大股东股权划拨，股东背景得到强化 .....	13
盈利预测 .....	15
中性假设.....	15
买入评级.....	15
风险提示 .....	16

## 图表索引

图 1: 经纬纺机营收及净利润 .....	4
图 2: 经纬纺机 ROE .....	4
图 3: 公司年报披露主营业务收入构成情况 .....	5
图 4: 中融信托 2016 年部分指标行业排名 .....	5
图 5: 中融信托营收及净利润 .....	5
图 6: 中融信托的信托资产规模与信托报酬率 .....	6
图 7: 中融信托资产配置优于行业水平(2016 数据) .....	6
图 8: 中融信托固有资产运用情况 .....	7
图 9: 中融信托固有资产分布情况 .....	7
图 10: 中融信托的信托资产运用情况 .....	8
图 11: 中融信托的信托资产分布情况 .....	8
图 12: 恒天财富与可比公司销售净利率对比 .....	8
图 13: 中国人均财富攀升迅速 .....	9
图 14: 中国人均净值较高 .....	9
图 15: 纺机业务营收及毛利率 .....	11
图 16: 纺机业务净利润推算 .....	11
图 17: 恒天集团持股(直接+间接)经纬纺机情况 .....	13
图 18: 国机集团旗下上市公司 .....	14
表 1: 公司前十大股东持股情况表 .....	4
表 2: 信托公司指标对比 .....	6
表 3: 恒天财富财务情况 .....	8
表 4: 经纬纺机持股汽车企业情况 .....	10
表 5: 经纬纺机持股汽车企业业绩表现情况(单位: 亿元) .....	10
表 6: 经纬纺机持股汽车企业情况(单位: 万元) .....	10
表 7: 恒天集团收购经纬纺机过程 .....	12
表 8: 最终收购经纬纺机 H 股价值比较 .....	12
表 9: 国机集团近年主要业务指标 .....	13
表 10: 国机集团旗下金融与投资业务子公司情况 .....	14
表 11: 国机集团与恒天集团对比实力强劲 .....	15

## 一、从纺机机械龙头到“纺机+金融”双主业发力

公司前身为原经纬纺织机械厂，至今已有60余年发展历史，为国内纺机制造业的龙头企业。公司于1996年分别在深港两地交易所上市，2017年一季报披露公司第一大股东为中国纺织机械集团，实质控制人为大型央企中国恒天集团。

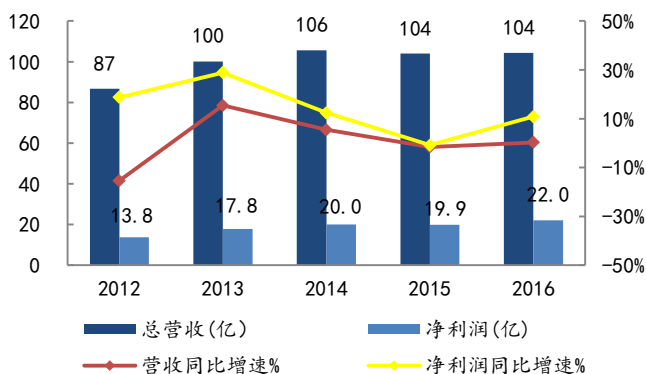
表 1: 公司前十大股东持股情况表

排名	股东名称	持股数量(股)	17Q1 持股情况	16Q4 持股情况
1	中国纺织机械(集团)有限公司	219,194,674	31.13%	31.13%
2	中国恒天控股有限公司	172,407,491	24.49%	23.90%
3	中国恒天集团有限公司	19,012,505	2.70%	2.70%
4	中国工商银行股份有限公司-华夏领先股票型证券投资基金	8,909,476	1.27%	1.37%
5	香港中央结算(代理人)有限公司	8,146,107	1.16%	1.17%
6	郑卫良	5,821,190	0.83%	0.61%
7	中国工商银行-广发聚丰混合型证券投资基金	5,506,699	0.78%	0.57%
8	徐功荣	5,435,900	0.77%	0.58%
9	全国社保基金一零七组合	4,599,655	0.65%	0.65%
10	全国社保基金四零三组合	3,231,560	0.46%	
	合计	452,265,257	64.24%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

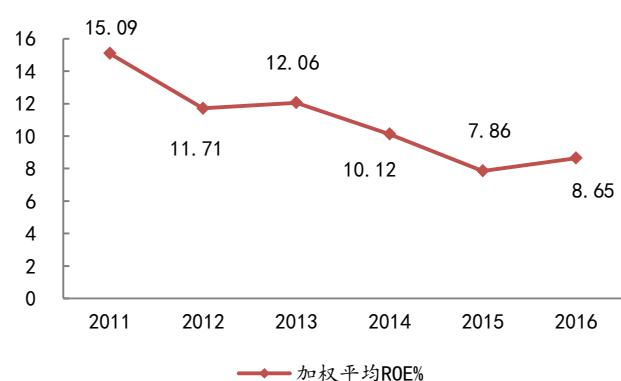
公司主营业务可分为金融板块(主要由信托与财富管理组成)及非金融板块(主要为纺机业务)。公司传统主业为纺织机械制造，在行业内占有主导地位。在国内纺织行业运行整体下滑、产能过剩大背景下，公司积极转型布局金融、汽车重工业等新业务板块。

图1: 经纬纺机营收及净利润



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

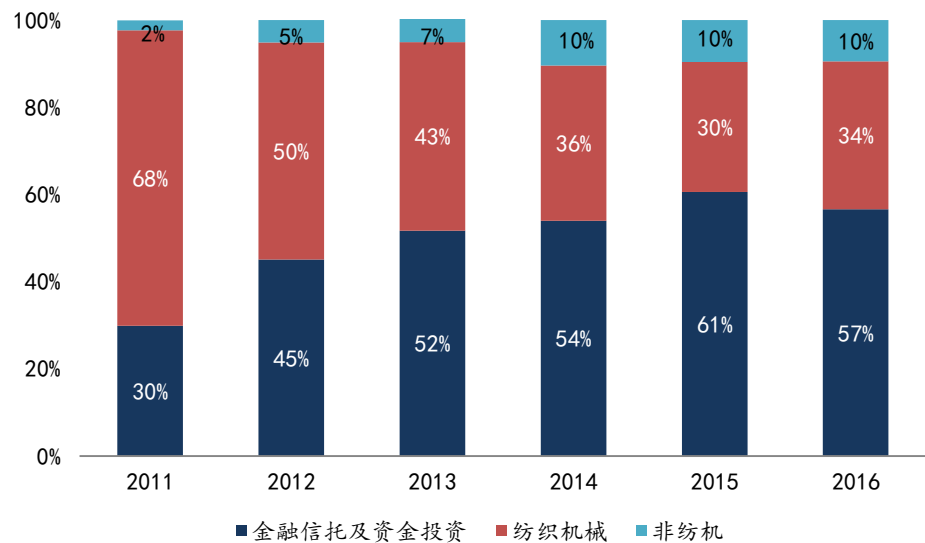
图2: 经纬纺机ROE



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

积极转型下，公司主营收入实现从单一传统纺机业务转为由纺织机械板块、金融信托及资金投资板块、及以汽车业务为核心的非纺机业板块多元构成。2016年报披露三大板块主营业务收入占比分别为34%、57%与10%，金融板块已持续作为公司主营业务收入的主要来源。2016年内公司进行了股权结构及业务板块的多步调整，股东背景得以强化，并形成“纺机+金融”为核心的双主业格局。

图 3: 公司年报披露主营业务收入构成情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心整理

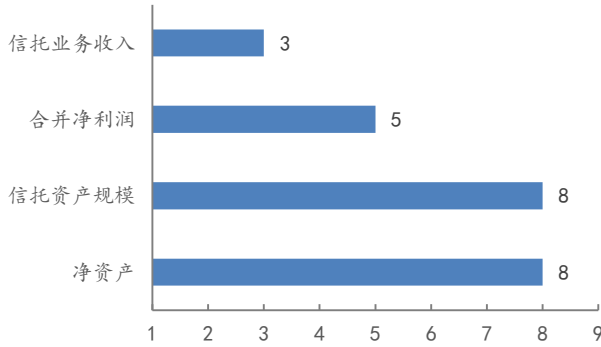
## 二、信托业务：结构优化，盈利水平提升

### 1、中融信托主业表现稳健，业务结构持续优化

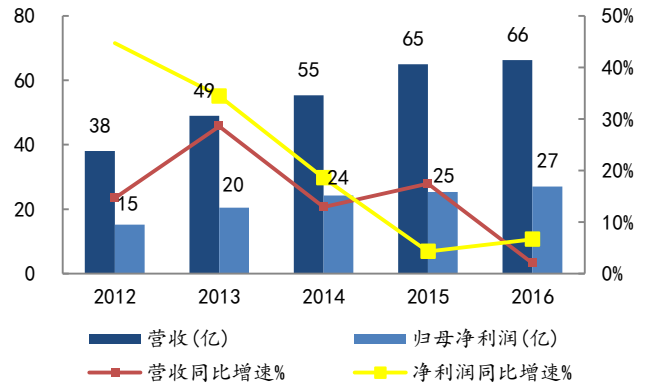
2010年公司通过股权收购获得中融信托36%股权，并先后六次对中融信托增资，持股比例提升至当前37.47%，为中融信托第一大股东。中融信托主业规模及盈利均位居行业前列，发展稳健。2016年末中融信托存续信托规模6830亿元，排名行业第七，实现净利润27亿元，排名行业第五位，为公司主要盈利来源。

图4: 中融信托2016年部分指标行业排名

图5: 中融信托营收及净利润



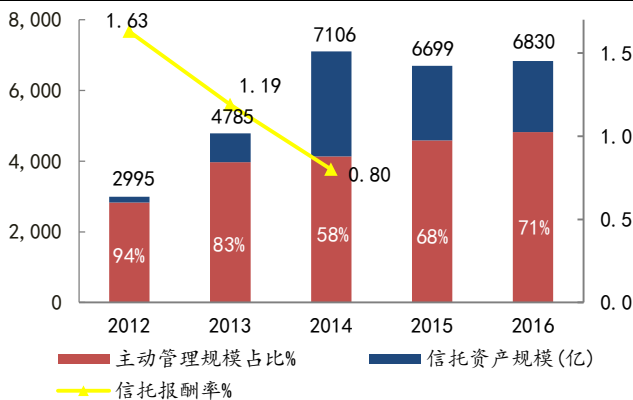
数据来源：用益信托网、广发证券发展研究中心整理



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

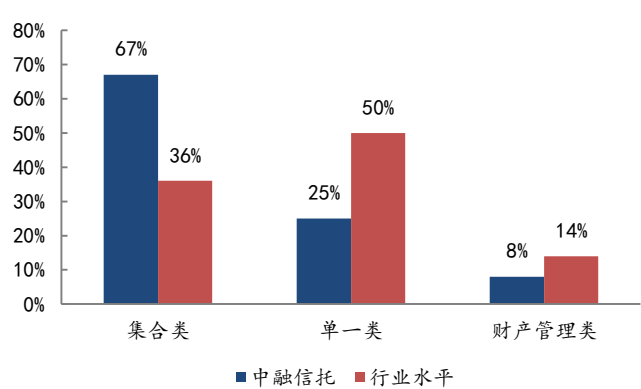
**信托主业结构优化。**2014年中融信托提出要“从单纯的资金提供者转型成为集私募投行、资产管理和财富管理于一体的综合性金融服务提供者”，主动控规模调结构。信托资产规模增速显著放缓，2015、2016两年增速分别为-6%与+2%，但资产配置有所优化。从信托资产配置情况看，配置在货币资产与贷款的比例有所下降，对应配置在投资类业务（长期股权投资、可交易性金融资产等）占比上升。此外，集合类信托占比持续上升：2016年公司集合资金类信托规模占比67%，单一资金类信托占比25%，财产管理类信托占比8%，优于行业结构水平，主动管理占比稳步回升。

图 6：中融信托的信托资产规模与信托报酬率



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

图 7：中融信托资产配置优于行业水平(2016 数据)



数据来源：信托业协会、公司公告、广发证券发展研究中心整理

## 2、信托资产体量庞大，利润空间待进一步释放

与安信信托、陕国投两家上市公司对比，中融信托资本金充足，信托资产体量庞大，且存续与新增信托资产主动占比均较高。当前净利润未完全反映信托资产规模及质地优势，转型与调结构推进下，将进一步提升利润释放空间。

表2：信托公司指标对比

	安信信托			陕国投			中融信托		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016



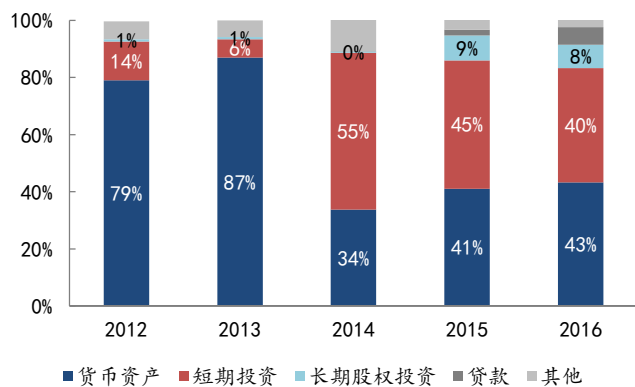
净资产(亿元)	18	63	137	38	76	77	98	119	140
净利润(亿元)	10.2	17.2	30.3	3.5	4.5	5.2	24.3	25.4	27.0
信托资产规模(亿元)	1512	2359	2350	1243	1868	2538	7106	6699	6830
信托业务收入(亿元)	16	23	45	4	5	6	44	46	40
存续项目主动管理占比	27%	45%	60%	69%	47%	53%	58%	68%	71%
新增信托主动管理占比	15%	31%	70%	33%	28%	58%	54%	62%	69%
信托报酬率%	1.02	1.00	1.55	0.43	0.28	0.29	0.80	未披露	未披露

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### 3、固有业务层积极开展业务创新

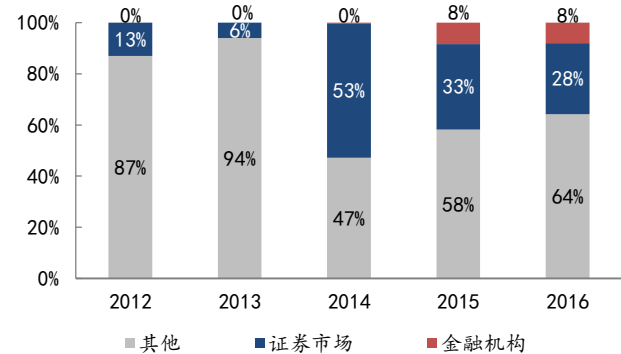
在固有业务运用上，中融信托原持有货币资产比例较高，保持较高流动性水平，近年实施转型战略后，投资于交易性金融资产及可供出售资产占比有所提高。

图8：中融信托固有资产运用情况



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心；注：短期投资为交易性金融资产与可供出售金融资产合计

图9：中融信托固有资产分布情况

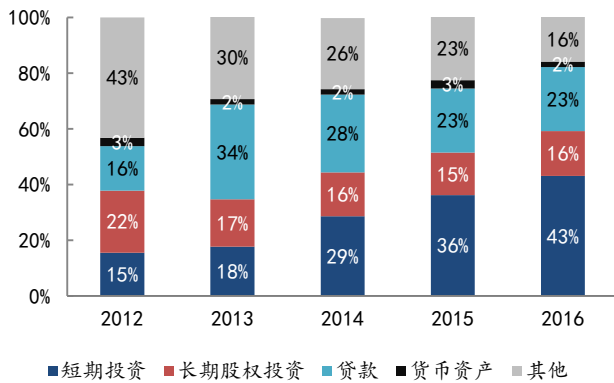


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

通过设立子公司布局股权投资、资产管理等专业领域，推动业务转型创新。涉及领域包括PE股权投资、上市公司并购与再融资、参与商业地产投资、主动管理类资产证券化等。以子公司中融鼎新为例，其主营项目投资与资产管理，表现出色。孵化和出售成熟的下属子公司获益为其盈利模式之一：2017年3月公司公告中融鼎新拟以4亿元底价挂牌转让子公司中融国富80%股权，评估增值率近30倍。由于中融信托全资持有中融鼎新，完成转让后将增厚公司净利润约1.5亿元。

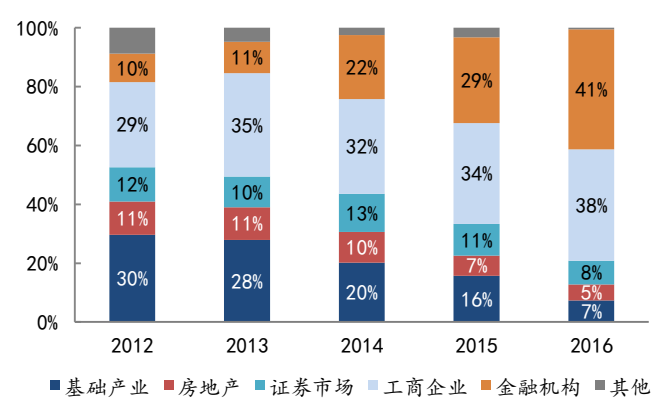
此外，中融鼎新在房地产投资业务上有积极尝试，旗下多家资管子公司有涉及房地产投资业务，包括中融丝路（主营业务包括养老地产业务）、中融资本（通过其境内外地产投资基金开展房地产投资业务）、长河资本（定位为公司的房地产并购基金平台）等。2017年3月公司公告中融鼎新与嘉华控股签署股权转让合作协议，拟以其所依法管理的基金和产品受让不超过万通投资控股股份有限公司总股本35%的股权，受让完成后将直接或间接持有上市公司万通地产10%左右股权。

图10: 中融信托的信托资产运用情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心; 注: 短期投资为交易性金融资产与可供出售金融资产合计

图11: 中融信托的信托资产分布情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 三、财富管理业务: 发展势头迅猛

2011、2014年公司分别出资参与北京恒天财富与天津恒天财富的发起设立, 持股比例均为20%。另原通过中融信托持股新湖财富9.38%股权, 但已于2016年10月股东会通过股权转让议案, 年末增加其他资本公积68.6万元。

恒天财富属于第三方财富管理公司, 业务范围囊括财富管理、资产管理、理财教育等。2016年度资产配置规模达1800亿元, 截至2017年一季度, 资产配置规模累计超过5300亿元, 在财富管理市场上具有较强竞争力。

**主营业务收入来源为佣金收入。**2016全年恒天财富(合并北京恒天财富与天津恒天财富)合计实现营收25.42亿元, 同比+16%, 实现净利润4.57亿元, 同比+98%, 净资产同比+24%, 发展势头迅猛。

表 3: 恒天财富财务情况

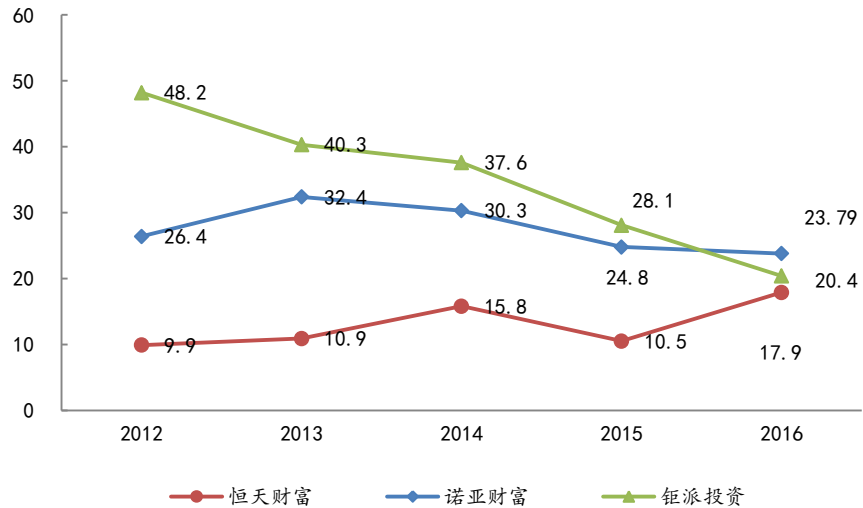
	2014 年报	同比	2015 年报	同比	2016 年报	同比
总资产	5.1	54%	10.1	97%	21.9	117%
净资产	2.5	177%	5.7	128%	7.1	24%
营业收入	10.1	1%	21.9	117%	25.4	16%
净利润	1.6	45%	2.3	44%	4.6	98%
净利润/营收	15.8%	-	10.5%	-	18.1%	-

资料来源: 公司公告、广发证券发展研究中心整理; 注: 2015 年始合并天津恒天财富

与诺亚财富与钜派投资等同样具有竞争力的第三方财富管理公司对比, 恒天财富的销售净利率与净利润水平较低, 盈利能力仍有较大提升空间。

图12: 恒天财富与可比公司销售净利率对比



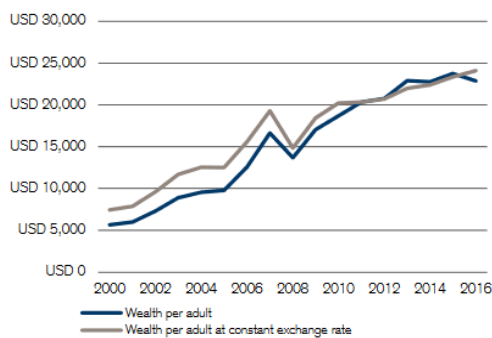


资料来源: Wind、公司公告、广发证券发展研究中心整理;

而伴随居民可支配收入及财富储蓄的不断增长,我国居民对财富管理的需求将持续释放,财富管理市场将长期稳定增长。根据瑞士信贷集团(Credit Suisse)2016年发布的《Global Wealth Report 2016》,截止2016年6月底,我国居民财富总量已达23万亿美元,在全球位列第三,仅次于美国与日本。我国成年人人均财富已从2000年5670美元增长至22864美元,CAGR达9.1%。个人财富在100万美元以上的人数超过160万人,人均净值已与日本相当。

图13: 中国人均财富攀升迅速

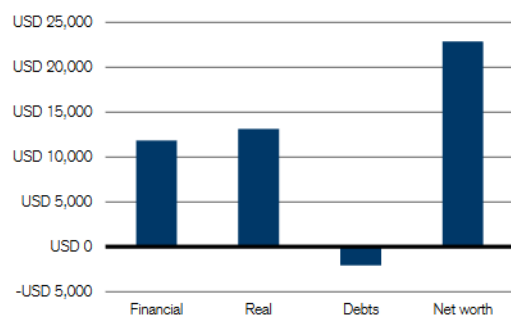
Wealth per adult over time



数据来源:《Global Wealth Report 2016》、广发证券发展研究中心整理

图14: 中国人均净值较高

Composition of wealth per adult



数据来源:《Global Wealth Report 2016》、广发证券发展研究中心整理

## 四、汽车板块: 完成剥离, 减少非金融业务亏损

### 1、避免同业竞争问题, 向股东出售整体汽车业务

公司2016年12月10日公告称,为解决和避免公司与股东恒天集团商业汽车业务

的同业竞争问题，将向其及其指定下属企业整体出售汽车业务。

由于纺机行业近年表现低迷，公司为推进业务结构调整，在2010、2011与2014年分别通过出资收购股份与设立子公司的方式，结合自身机械制造优势开拓汽车业务。截止2016年12月，公司持有新楚风、北京恒天鑫能、TAM-EUROPE、恒天汽车四家公司股份。

**表 4: 经纬纺机持股汽车企业情况**

项目	注册资金	持股比例	出资方式与出资金额
新楚风	4.63 亿元	80.3%	合共出资 3.72 亿元
北京恒天鑫能	6000 万元	40%	合共出资 2400 万元
TAM-EUROPE	1160 万欧元	97.76%	全资子公司出资 1134 万欧元
恒天汽车	5000 万元	公司直接持股 5%， 通过控股子公司新楚风持股 95%	公司出资 0.025 亿元，通过控股子公司出资 0.475 亿元

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理；

## 2、板块剥离利于止损及集中业务资源

截至板块出售公告日，汽车板块始终未实现转盈，仍处于亏损状态。截至2016年8月，四家公司总资产合共14.2亿元，净资产合共2.57亿元。2015年四家公司合计亏损约1.8亿元，2016年初至8月份合计亏损1.45亿元，按持股比例折算计入合并报表后拖累公司业绩表现。

**表 5: 经纬纺机持股汽车企业业绩表现情况 (单位: 亿元)**

	截至 2015 年 12 月 31 日		2015 年度		截至 2016 年 8 月 30 日		2016 年 1-8 月	
	总资产	净资产	营收	净利润	总资产	净资产	营收	净利润
新楚风	8.80	1.00	3.51	-1.24	9.80	1.58	2.39	-0.95
北京恒天鑫能	1.53	0.61	0.31	0.01	1.56	0.48	0.10	-0.12
TAM-EUROPE	2.02	-0.03	1.31	-0.21	1.94	0.08	0.74	-0.38
恒天汽车	0.43	0.43	0.00	-0.04	0.93	0.43	0.01	0.00

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

2017年1月3日起汽车业务剥离出公司，全部股权转让对价为2.48亿元。出售后持续亏损汽车板块营收将不再合并入报表，短期实现止损并获得资金流入。据公司公告测算，以2016年8月31日为基准日，汽车业务出售对公司母公司利润总额当期损益影响为亏损1.6亿元。业务处置后2017年一季度合并报表实现投资收益约1.5亿元。另一方面亦利于公司集中资金与资源发展主业，发挥优势。

**表 6: 经纬纺机持股汽车企业情况 (单位: 万元)**

项目	评估值	持股比例	股权价值
持股新楚风	25,922.20	80.3%	20,810.34
持股北京恒天鑫能	6,845.96	40%	2,738.38
持股 TAM-EUROPE	1,007.97	97.76%	985.39
持股恒天汽车	4,341.23	公司直接持股 5%	217.06
合计	38,117.36	-	24,751.17

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

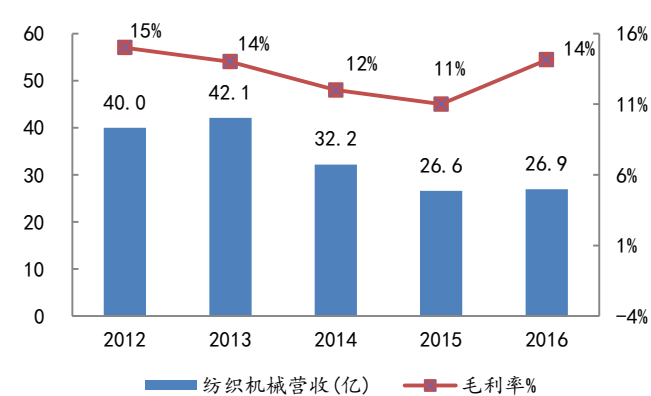
## 五、纺机制造：受累于行业下坡，减负止损

### 1、专业能力强，业绩表现受累于行业不振

公司为全球卓越的全流程棉纺成套设备供应商，拥有工艺先进、制造精良的生产制造体系，强大的营销网络及完善的售后服务系统，多次获评选“中国制造业500强”、“首都文明单位”等称号。公司建立有完善研发体系，并持有多项专利技术，专业实力强。

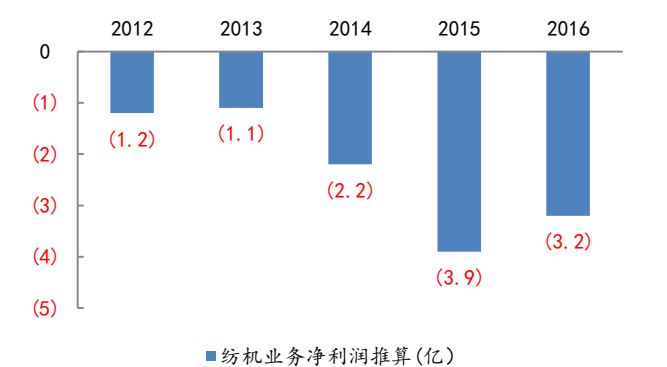
但近年纺织行业整体运行下滑，产能过剩，2016年纺织行业主营收入4.1万亿，同比增速从2013年12.3%持续三年快速下滑至2016年的4%，行业毛利率仅10.6%。公司纺机业务增长受制，2016年，公司纺织主业取得收入26.9亿，同比微增1.25%，毛利率14.14%，较往年相比略有好转。

图15：纺机业务营收及毛利率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心整理

图16：纺机业务净利润推算



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心整理

### 2、积极处置僵尸企业，实现止损减负

公司响应中央提出国有企业“瘦身强身、提质增效”号召，积极推进旗下企业改革改制，并获得财政部1.17亿元以处置僵尸企业的职工分流安置工作的预拨付款。2017年一季度公司披露因转回申请破产子公司咸阳经纬纺织机械有限公司以前年度超额亏损，当期投资收益同比显著增加。由于2016年公司完成4家僵尸企业处置与1家特困企业治理，预计年内仍将有处置企业后实现的短期转回。

## 六、年内股权调整，股东背景强化

### 1、H股退市，私有化完成

经纬纺机于1996年分别在深港两地交易所上市，H股首发1.81亿股，初始发行价格1.29港元，募集资金约2.33亿港元；A股首发0.23亿股，初始发行价格4.5元人民币，募集资金约1.04亿元。

**恒天集团要约收购，H股退市改私有化完成。**2012年公司进行定增，此前恒天集团下控股二级企业中国纺织机械（集团有限公司）为公司控股股东，持股比例为33.83%，完成定增后恒天集团与中国纺机集团合共持股33.83%，恒天集团仍为公司实际控制人。2013年底公司公告恒天集团筹划对公司H股实行要约收购，2015年12月全面要约完成，公司H股于2015年12月28日从香港联交所退市。

**表 7：恒天集团收购经纬纺机过程**

公告时间	公告事项
2014/03/21	公司实际控制人恒天集团正考虑对全部已发行 H 股提出全面收购要约，计划收购价格为每股 H 股港币 7.891 元，较停牌前一日收盘价溢价 30%
2015/07/29	中国恒天将对其 H 股以每股不低于 12 港元的现金价格进行可能要约；已取得与本次可能要约所需要的中国政府部门的审批或许可
2015/11/17	股东大会审议通过自愿撤销本公司 H 股在香港联交所的上市地位等议案
2015/12/21	恒天集团于合计持有（直接或间接）已发行 H 股的约 86.5%
2015/12/22	恒天集团通过其全资子公司恒天控股全面要约收购公司已发行 H 股，持股数占公司总股本比例由 33.83%变为 56.04%，本次要约收购完成后，公司的实际控制人仍为恒天集团
2015/12/28	公司 H 股从香港联交所退市

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

**较原计划溢价52%完成收购，公司资本实力得到强化。**2015年8月14日，公司公告披露恒天集团拟委托子公司恒天控股以每股12港元价格悉数收购公司全部发行1.808亿H股，合计金额约21.7亿港元。新收购计划与原计划每股7.891港元收购价相比，每股溢价约52%，收购溢价占2015年末净资产5%。与第一次相关事项停牌日收市价每股6.07港元相比，新收购价溢价约98%。

**表 8：最终收购经纬纺机 H 股价值比较**

对比	溢价情况
与第一个相关交易日收市价每股 6.07 港元对比	溢价 97.7%
与最后相关交易日收市价每股 11.1 港元对比	溢价 8.1%
与最后交易日前 90 个交易日平均收市价每股 11.26 港元对比	溢价 6.6%

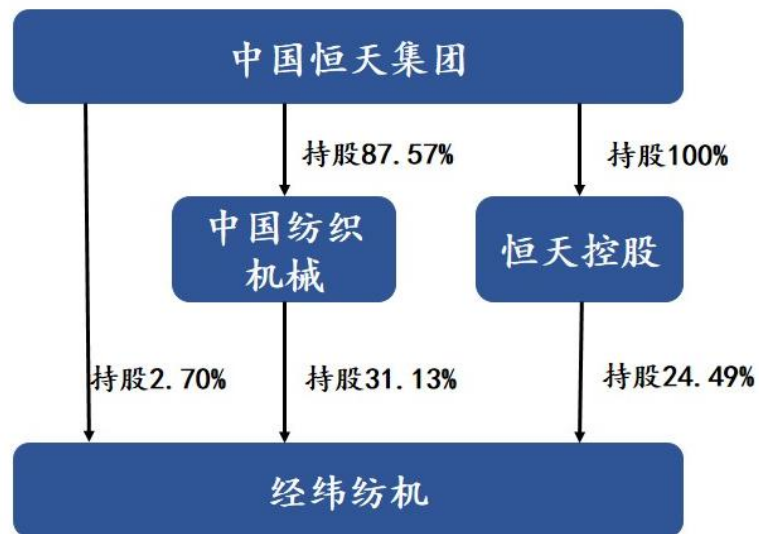
与原计划收购价格每股 7.891 港元对比

溢价 52.1%

资料来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

截至2017年2月14日，恒天控股已持有公司全部退市H股95.4%，并完成过户手续，完成收购计划。中国纺织机械、恒天控股与恒天集团为一致行动人，根据2017年一季度数据披露，三者合共持有公司总股本约58.32%（其中退市H股占公司总股本24.5%）。

图17：恒天集团持股（直接+间接）经纬纺机情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心整理

## 2、大股东股权划拨，股东背景得到强化

2016年10月，公司公告实际控制人中国恒天集团与中国机械工业集团签署重组协议，恒天集团整体产权将无偿划转进入国机集团，成为国机集团全资子公司。划拨后公司实质控制人将变为国机集团，但最终控制人仍为国资委不变。

国机集团为中央直接管理的国有重要骨干企业，实力雄厚。国机集团是国内机械工业行业内规模最大、业务链最完善、研发能力最强的大型央企集团。2016年世界五百强中排名293位，中国企业五百强中排名62位。工业主营业务涵盖机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务、金融与投资四大主业，涉及多个国民经济重要产业领域。2016年国机集团实现营业收入2148亿元，同比增长%；利润总额86.6亿元，为历史新高，同比增长4.2%。

表 9：国机集团近年主要业务指标

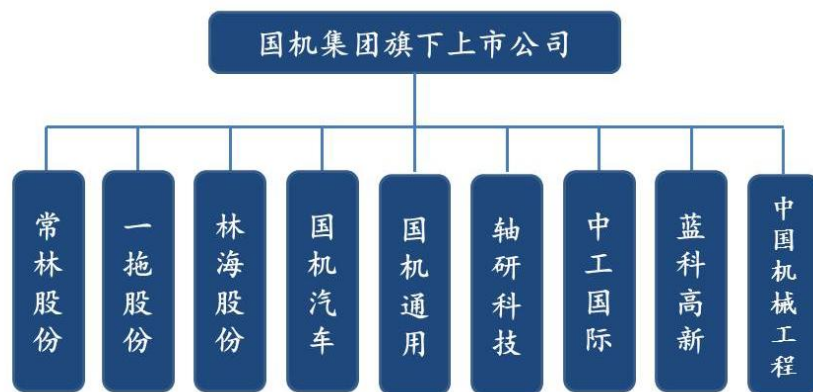
项目	2015 年度	2016 年度	2016 年同比增速
营业收入	2227 亿元人民币	2148 亿元人民币	-3.5%
利润总额	83.1 亿元人民币	86.6 亿元人民币	+4.2%

新签合同额 - 439 亿美元 -

资料来源：公司官网、广发证券发展研究中心整理

国机集团旗下共有40家全资及控股子公司，9家上市公司，上市公司总市值近800亿元人民币。集团所属企业中，主营金融业务的包括国机资本控股有限公司（国机资本）、国机资产管理公司（国机资产）、国机财务有限责任公司（国机财务），依托集团产业资源丰富的优势建立起积极服务集团内部、并主动寻找外部机会的金融与投资板块。

图 18: 国机集团旗下上市公司



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表 10: 国机集团旗下金融与投资业务子公司情况

公司	成立时间	业务范围
国机资本	2015 年	兼并重组及资源整合、产业投资、多元化金融服务，成为产业借力发展的专业投资平台、金融服务和资本控股平台
国机资产	2011 年	国机集团的资产管理平台，以资产管理、资产运营、资产投资为核心业务，涵盖国际贸易、产权经纪等增值业务
国际财务	2003 年	具有独立法人资格的非银行金融机构，对成员单位提供担保、同业拆借、融资租赁、吸纳存款等金融服务，及股权投资、承销债券等

资料来源：公司官网、广发证券发展研究中心整理；

中国恒天集团主营业务涵盖纺织机械、商用汽车与纺织及贸易三大主业，其中，纺机业务综合实力国内排名前列，业务规模全球排名首位，属行业龙头。新能源汽车业务亦发展较快。2016年，中国恒天实现营业总收入433亿元，同比增长5.87%；利润总额30.3亿元，同比增长12.35%。

与恒天集团相比，国机集团资产规模约为其三倍，资本实力强，旗下子公司更



多，涉及产业更广。股权划拨后，对公司而言，一方面股东背景得以强化，另一方面，中国恒天与国机集团两者专业业务能力与规模位行业前列，且国机集团在金融与投资业务已有基础，合并将有利于整合资源，进一步增强综合实力，发挥协同作用，利好公司发展。

表 11: 国机集团与恒天集团对比实力强劲

项目	国机集团	恒天集团
总资产	约 2700 亿元	约 740 亿元
净资产	约 580 亿元	约 260 亿元
营业收入	2148 亿元	433 亿元
利润总和	87 亿元	30 亿元
旗下员工	11 万人	5 万人
子公司	40 家全资及控股子公司，9 家上市公司	21 家全资及控股子公司，3 家上市公司
共同业务单元	包括机械装备制造、轻工/纺织、汽车、贸易与服务、金融与投资等	

资料来源：公司官网、广发证券发展研究中心整理；注：均为 2016 年度数据

## 盈利预测

### 中性假设

1) 信托业务：近两年来中融信托主动控规模调结构，风险控制收效明显，2015 年信托规模增速为负，2016 年增速止跌回升 2 个百分点。由于公司战略以转型创新为核心，持续调整并优化业务结构，收缩传统融资类业务，判断中融信托 2017 年公司信托管理规模增速仍将放缓，中性假设下预测 AUM 增速为 5%。

近年中融信托 ROE 处于下滑，2016 年 ROE 为 21.08%，2015 年全年为 23.78%，2014 年为 28.38%。考虑公司处于探索开展新型业务的转型期，预测 2017 年 ROE 仍将略有下降。

2) 财富管理业务：与诺亚财富与钜派投资的销售净利率与净利润水平相比，恒天财富盈利能力仍有较大提升空间，预计恒天财富 2017 年营收同比增加 30%。

3) 纺机业务：公司非金融板块主要为纺机制造与汽车业务，汽车板块出售后，非金融板块中主要为母公司的纺机业务。近年行业不景气导致纺机经营欠佳，加之财务费用负担，板块整体处于亏损。去年汽车板块剥离实现止和及约 1 亿元短期现金流入，及公司去年积极处置僵尸企业，一季度实现大额转回。预计今年仍有企业处置实现止损与短期转回，对冲部分亏损，判断 2017 年非金融业务板块表现优于去年。

### 买入评级

预计公司 2017-2019 年收入为 101、103、106 亿元，同比增速为 -3%、2%、3%，归

属净利润为6.8、7.2、7.5亿元，同比增速为25%、6%、6%，EPS为0.97、1.02、1.06，对应2017年PE为22.3，给予“买入”评级。

## 风险提示

非金融业务经营严重恶化、资管新规严厉性超预期等。

## 附表

## 资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>19,571</b>	<b>21,573</b>	<b>24,424</b>	<b>28,457</b>	<b>29,214</b>
货币资金	8,641	11,841	13,963	16,062	17,346
应收及预付	2,477	2,568	2,577	2,318	2,707
其他流动资产	2,000	2,830	3,025	3,378	3,161
<b>非流动资产</b>	<b>8,495</b>	<b>13,747</b>	<b>14,304</b>	<b>14,558</b>	<b>15,811</b>
长期股权投资	1,990	3,087	3,687	4,387	5,187
其他长期资产	6,505	10,660	10,617	10,171	10,624
<b>资产总计</b>	<b>28,066</b>	<b>35,320</b>	<b>39,268</b>	<b>43,015</b>	<b>45,025</b>
<b>流动负债</b>	<b>11,471</b>	<b>12,281</b>	<b>13,024</b>	<b>15,184</b>	<b>11,970</b>
短期借款	3,095	3,113	2,700	3,500	3,600
应付及预收	2,170	1,574	1,670	1,591	1,554
其他流动负债	6,206	7,593	8,655	10,093	6,816
<b>非流动负债</b>	<b>2,839</b>	<b>7,175</b>	<b>9,905</b>	<b>12,605</b>	<b>16,735</b>
长期借款	2,642	6,861	9,871	12,171	16,241
其他非流动负债	197	314	374	434	494
<b>负债合计</b>	<b>14,310</b>	<b>19,456</b>	<b>23,269</b>	<b>27,289</b>	<b>28,705</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>28,066</b>	<b>35,320</b>	<b>39,268</b>	<b>43,015</b>	<b>45,025</b>

## 利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>10395</b>	<b>10426</b>	<b>10082</b>	<b>10314</b>	<b>10623</b>
<b>营业总成本</b>	<b>3470</b>	<b>3301</b>	<b>3025</b>	<b>3094</b>	<b>3187</b>
<b>营业利润</b>	<b>2412</b>	<b>2629</b>	<b>3303</b>	<b>3452</b>	<b>3674</b>
<b>利润总额</b>	<b>2756</b>	<b>3031</b>	<b>3343</b>	<b>3522</b>	<b>3674</b>
所得税费用	770	830	836	880	918
<b>归属净利润</b>	<b>458</b>	<b>545</b>	<b>680</b>	<b>716</b>	<b>747</b>

## 现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2890</b>	<b>(4232)</b>	<b>1776</b>	<b>1950</b>	<b>(2811)</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1762)</b>	<b>1648</b>	<b>(1705)</b>	<b>(2040)</b>	<b>(140)</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2281</b>	<b>5784</b>	<b>2051</b>	<b>2189</b>	<b>4235</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>3409</b>	<b>3200</b>	<b>2122</b>	<b>2100</b>	<b>1284</b>
期初现金余额	5232	8641	11841	13963	16062
期末现金余额	8641	11841	13963	16026	17346
总股本(亿股)	704	704	704	704	704

## 广发非银行金融行业研究小组

曹恒乾：资深分析师，英国达勒姆大学（University of Durham）金融学硕士，2008年进入广发证券发展研究中心。2012年至2013年获“新财富”非银行金融第一名（团队）。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。