

经纬纺机 (000666)

强烈推荐

行业：多元金融

信托转型渐入佳境，创新优势缓冲监管趋严

投资要点：

✧ **汽车业务剥离，聚焦金融思路清晰** 经纬纺机前身是原经纬纺织机械厂，是国内纺机制造业的龙头企业。公司09年涉足汽车，2010年购买中融信托36%的股权形成纺织机械、金融信托及商用汽车三类业务。为解决公司与中国恒天同业竞争问题，从2017年起公司全部汽车业务进入中国恒天。此项交易对公司17年合并报表归母净利润提升2.5亿元左右(1.5亿的投资收益加上16年汽车板块亏损1个亿)。更进一步，我们认为此举表明公司对聚焦金融路线的决心，公司另一块纺机业务长期以来对公司的盈利能力形成拖累，未来有望比照汽车板块处理。

✧ **搭乘央企航母，金融平台战略地位凸显。**2016年11月10日公司控股股东中国恒天与中国机械工业集团有限公司签署了重组协议。按照该协议，中国恒天整体产权将无偿划转进入国机集团。目前该协议离正式实施仅差国资委批准，重组后公司实际控制人可能由中国恒天变为国机集团。国机集团是中国机械工业规模最大、覆盖面最广、业务链最完善、研发能力最强的大型中央企业集团。主营业务包括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，集团17年实现营收2148亿元，利润总额达87亿元。如果重组成功，经纬纺机有望成为国机旗下唯一金融上市平台，凸显战略地位。

✧ **中融信托转型渐入佳境，创新优势缓冲监管趋严** 公司主要盈利贡献来自中融信托，目前市场上对信托行业关注的重点一是担忧投向房地产规模受限。二是担忧银信合作受阻，同业业务受阻。我们认为中融信托主动管理能力及创新能力优势有望起到缓冲作用，使得中融信托受监管负面影响较小。中融信托于14年开始便有意压缩房地产业务，投向房地产比例从13年的11.09%降至16年的5.44%。另一方面自身从传统的融资角色向资产管理、私募投行、财富管理角色转换，体现为公司收入的多元化对信托手续费的依赖降低。

✧ **投资建议：公司多元化金融转型成效，公司对房地产领域的低依赖性将使得公司相比同行而言更加适应于目前的严监管环境。**此外公司持有第三方财富管理龙头恒天财富20%的股权，未来将受益于居民财富积累，老龄化带来的财富管理需求等因素将持续刺激中国资产管理市场规模增长。

✧ **我们采用分部估值法得到公司总市值190.56亿元，对应目标价27.06元。**预计公司17至19年EPS分别为1.23、1.39、1.57元，目标价对应PE分别为22.00、19.47、17.24倍。给与**强烈推荐**评级。

✧ **风险提示：监管风险（政策层去通道对公司信托业务不利影响、政策层进行房地产调控对公司信托业务不利影响）、国机集团重组失败风险、宏观环境下行风险、经营环境恶化、坏账爆发风险。**

作者

署名：张镔

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：喻慧子

S0960116090004

0755-88320867

yuhuizi@china-invs.cn

6-12个月目标价：27.06

当前股价：20.04

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	704
流通股本(百万股)	302
总市值(亿元)	141
流通市值(亿元)	61
成交量(百万股)	4.61
成交额(百万元)	92.48

股价表现



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10426	10739	11813	12994
收入同比(%)	0%	3%	10%	10%
归属母公司净利润	545	864	977	1105
净利润同比(%)	19%	59%	13%	13%
毛利率(%)	68.3%	75.0%	75.0%	75.0%
ROE(%)	8.1%	11.4%	11.5%	11.6%
每股收益(元)	0.77	1.23	1.39	1.57
P/E	25.91	16.33	14.44	12.77
P/B	2.10	1.86	1.66	1.48
EV/EBITDA	2	2	1	1

资料来源：中国中投证券财富研究部

目 录

一、剥离汽车业务，聚焦金融路线明晰	5
1. 业务结构：信托业务是主要盈利点.....	5
2. 搭乘央企航母,聚焦金融路线明晰.....	5
二 中融信托转型渐入佳境，创新优势缓冲监管趋严	7
1. 去杠杆导向下，信托业发展呈现分化趋势.....	7
2. 中融信托——长期业内领头羊，但近年转型背景下发展稍显迟滞.....	8
■ 中融信托创新能力突出，长期业内领头羊.....	8
■ 转型背景下业务扩张显迟滞，但结构优化料应对监管无忧.....	9
三 受益于金融人才优势卓越，其他金融板块亦发展迅猛	11
1. 理财需求激增，恒天财富近年发展迅猛.....	11
2. 中融鼎新孵化业务成亮点，大量优质子公司认知不足.....	12
四 盈利预测及投资建议	13
1. 盈利预测.....	13
2. 公司估值.....	13
五 风险提示	14
1. 监管风险.....	14
2. 国机集团重组失败风险.....	14
3. 经营风险.....	14

图目录

图 1 营收占比.....	5
图 2 毛利占比.....	5
图 3 股权变更前后.....	6
图 4 业务调整前后.....	6
图 5 国机集团旗下上市公司.....	6
图 6 信托资产规模增速 VS 行业.....	8
图 7 利润总额 VS 行业.....	8
图 8 收入结构（投资、利息、手续费）.....	10
图 9 信托投向变化（金融逐渐增多）.....	10
图 10 集合信托占比稳步提升.....	10
图 11 主动管理转型成效显著.....	10
图 12 中国资产管理规模预测.....	11
图 14 恒天财富 VS 诺亚财富营业收入.....	12
图 15 恒天财富 VS 诺亚财富净利润.....	12

表目录

表 1 经纬纺机股权及业务变更历程	7
表 2 17 年对信托行业监管导向	7
表 3 中融信托规模行业居前	9
表 4 中融信托创新事件	9
表 5 中融信托控股子公司	12
表 6 盈利预测	13
表 7 分部估值表	14

一、剥离汽车业务，聚焦金融路线明晰

1. 业务结构：信托业务是主要盈利点

经纬纺机前身是原经纬纺织机械厂,直致力于推动中国纺织工业的发展,建有完善的产品开发、工艺技术、生产制造、市场营销、经营管理体系,是国内纺机制造业的龙头企业。公司 2010 年购买中融信托 36%的股权形成纺织机械、金融信托及商用汽车三类业务。为解决和避免公司与中国恒天及其下属企业间商用汽车业务潜在的同业竞争问题,从 2017 年起公司全部汽车业务进入中国恒天。目前公司形成“纺机+金融”为核心的双主业格局。截至 2016 年底,公司总资产 353 亿、净资产 159 亿;16 年全年公司实现营业收入 104 亿、归母净利润 5.45 亿。其中利润主要贡献来自控股子公司中融信托,16 年占到母公司归母净利润 186%。

图 1 营收占比

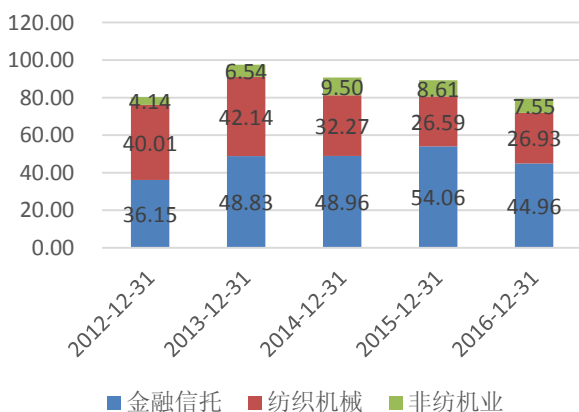
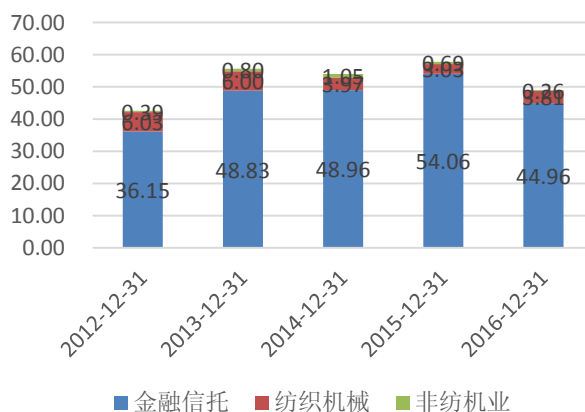


图 2 毛利占比



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 搭乘央企航母,聚焦金融路线明晰

股权方面两次大跨步:

第一次大跨步：H 股要约收购完成，恒天持股加强。2015 年 12 月 22 日恒天控股对公司 H 股的全面要约完成后,公司 H 股于 2015 年 12 月 28 日从香港联交所退市,根据退市 H 股小股东要求及恒天控股进一步的收购计划,恒天控股继续收购公司退市 H 股剩余股份 16,035,671 股,完成后恒天控股持有公司退市 H 股达到 172,407,491 股,约占公司全部退市 H 股的 95.36%,约占公司股份总数的 24.49%,中国恒天及其子公司合计股权占比达到 59.5%,控股比例提升利好公司后续国改进程。

第二次大跨步：恒天并入国机集团有望实现产融结合。2016 年 11 月 10 日中国恒天与中国机械工业集团有限公司签署了重组协议。按照该协议,中国恒天整体产权将无偿划转进入国机集团,中国恒天成为国机集团的全资子公司。目前该协议离正式实施仅差国资委批准,重组后公司实际控制人可能由中国恒天变为国机集团。

图 3 股权变更前

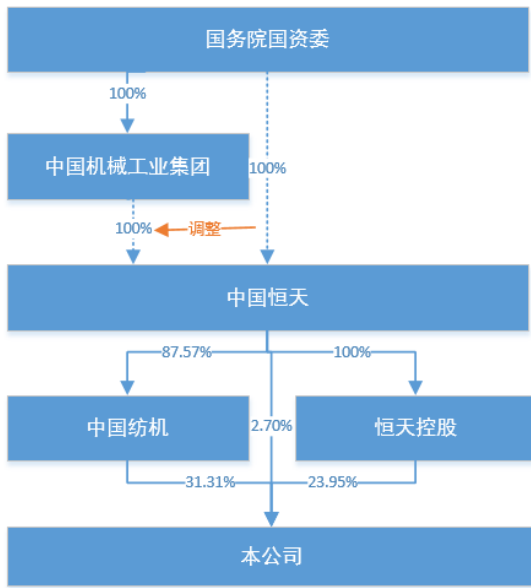
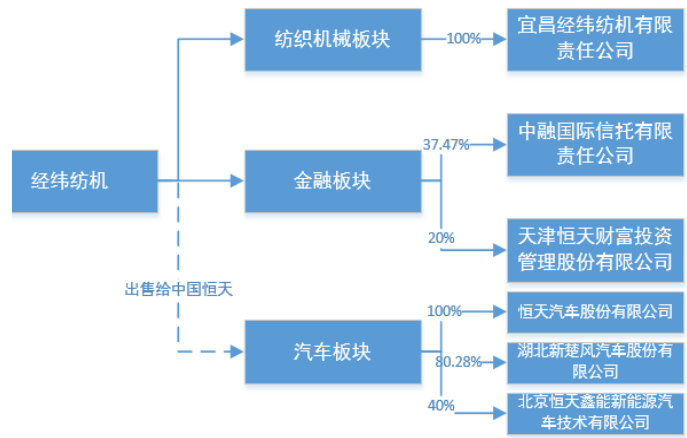


图 4 业务调整前后



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

中国机械工业集团有限公司成立于 1997 年 1 月，是由中央直接管理的国有重要骨干企业，是中国机械工业规模最大、覆盖面最广、业务链最完善、研发能力最强的大型中央企业集团。主营业务包括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，涉及机械、电力、冶金、农林、交通、建筑、汽车、船舶、轻工、电子、能源、环保、航空航天等国民经济重要产业领域，市场遍布全球 170 多个国家和地区。目前集团拥有 40 家全资及控股子公司，9 家上市公司，180 多家海外服务机构。集团 17 年实现营收 2148 亿元，利润总额达 87 亿元。**如果重组成功，经纬纺机有望成为国机旗下唯一金融上市平台，凸显战略地位。**

图 5 国机集团旗下上市公司

	(SH600710) 常林股份		(HK00038) 第一拖拉机 (SH601038) 一拖股份		(SH600099) 林海股份
	(SH600335) 国机汽车		(SH600444) 国机通用		(SZ002046) 轴研科技
	(SZ002051) 中工国际		(HK01829) 中国机械工程		(SH601798) 蓝科高新

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

业务方面：转移汽车板块利于公司专注自身优势金融领域 为理顺产业结构，集中力量做强公司核心主业，解决和避免公司与中国恒天及其下属企业间商用汽车业务潜在的同业竞争问题，按期履行上市公司实际控制人的有关承诺，经纬纺机于 2016 年 12 月 9 日与控股股东中国恒天签署了《股权转让协议》，公司向中国恒天及其指定子公司

整体转让所持汽车业务公司股权，根据股权转让协议的安排，从 2017 年起公司将全部汽车业务剥离给中国恒天。本次交易所出售的汽车业务总体经营亏损，交易完成后，将终止其亏损对公司效益的影响，此项交易对公司 17 年合并报表归母净利润提升 2.5 亿元左右(1.5 亿的投资收益加上 16 年汽车板块亏损 1 个亿)。**更进一步，我们认为此举表明公司对聚焦金融路线的决心，公司另一块纺机业务长期以来对公司的盈利能力形成拖累，未来有望比照汽车业务处理。**

表 1 经纬纺机股权及业务变更历程

时间	事件
2009 年之前	公司主营业务为以纺机为核心
2009 年	公司逐步切入重工业务，投资设立湖北新楚风汽车股份公司、北京恒天鑫能源汽车技术有限公司
2010 年	公司以总价 12 亿元收购中融国际信托 36% 股权，正式切入金融领域
2014 年	公司实际控制人中国恒天从 2014 年起逐步回购公司全部境外 H 股
2015 年	恒天控股作为要约人于 2015 年 12 月 22 日就撤销经纬纺机 H 股上市刊发了公告，经纬纺机 H 股于 2015 年 12 月 28 日从香港联交所退市。
2016 年	中国恒天与国机集团签订重组协议，中国恒天整体产权无偿划转进入国机集团
2016 年	公司将汽车业务整体出售给实际控制人中国恒天

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

二、中融信托转型渐入佳境，创新优势缓冲监管趋严

1. 去杠杆导向下，信托业发展呈现分化趋势

目前市场上对信托行业关注的重点在于去杠杆影响，一是担忧投向房地产规模受限。二是担忧银信合作受阻，同业业务受阻。

主动管理能力强，思路开阔的信托公司受负面影响较小

但我们调研了解的情况，去杠杆政策对于信托业内的影响不一。一部分信托公司明显感受到政策压力。窗口指导对高利率的房地产进行限制导致规模和收益下降。但同时有信托公司表示并没有感受这方面的压制。此类信托公司特点一方面是人才优势，业务手段较为灵活，反而在其他口子锁紧的时候拿到更高的收益。另一方面则是较早期间便从传统放贷的信托业务形式向 ABS，股权信托，PPP 等业务模式转型。目前受监管影响较小。

表 2 17 年对信托行业监管导向

时间	事件	影响
2017 年 2 月	2 月 21 日，央行牵头、一行三会共同参与制定的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》显示主要内容共 30 条，核心包括打破刚性兑付，限定杠杆倍数，消除多层嵌套，	从监管范围来看是囊括了所有金融机构的资产管理业务。预计未来随着统一监管的施行，基于监管套利的通道业务将逐渐消失。

	强化资本约束和风险准备金计提要求等。	
2017年4月	46号文——《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕46号）	令信托通道业务直接承压，银行将降低与信托开展纯粹的事务管理类通道业务的动力。
2017年5月	5月19日的证监会召开的新闻发布会上，发言人张晓军表示，各证券投资基金管理机构从事资管业务要坚持资管业务本源，审慎勤勉履行管理人职责， 不得存在让渡管理责任的通道业务 ，证监会将对经营混乱、合规失效、风险外溢的机构从严监管。	点明只要“让渡管理责任”即属于监管层打压的通道业务范围。
2017年5月	近期银监会向各银监局下发《2017年信托公司现场检查要点》。	该文件显示：违规开展房地产信托业务被列入2017年信托公司现场检查要点。范围包括： 1、通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务。 2、“股+债”项目中是否存在不真实的股权或债权，是否存在房地产企业以股东借款充当劣后受益人的情况，是否以归还股东借款名义变相发放流动资金贷款。

资料来源：中国中投证券财富研究部

2. 中融信托——长期业内领头羊，但近年转型背景下发展稍显迟滞

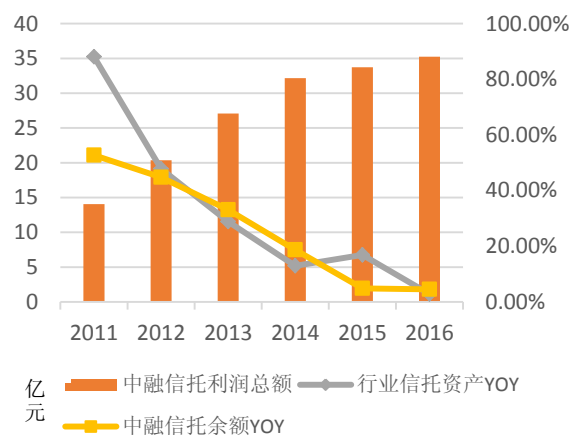
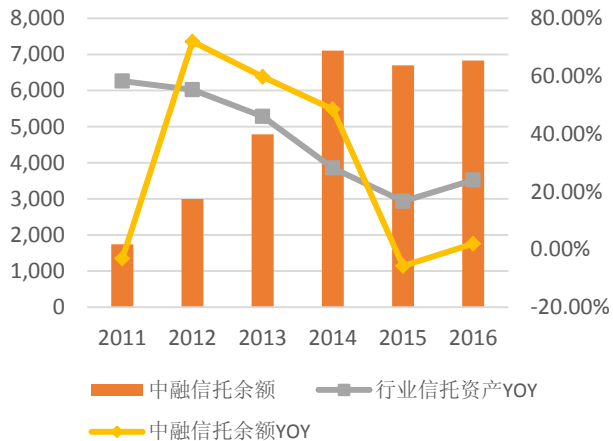
中融信托创新能力突出，长期业内领头羊

中融国际信托有限公司是经中国银监会批准设立的金融机构，前身为哈尔滨国际信托投资公司，成立于1987年。公司目前注册资本80亿元，经纬纺机、中植企业集团有限公司、哈尔滨投资集团有限责任公司及沈阳安泰达商贸有限公司分别持股37.47%、32.99%、21.54%和8.01%。公司主营业务主要包括证券投资信托、房地产信托、基础设施投融资业务、股权收益权信托、私募股权投资信托、矿产能源类信托、另类创新业务、银信合作、高端客户财富管理。

2016年中融信托实现营业总收入66.29亿元，较去年同期增加1.37亿元，同比增长2.11%；实现利润总额35.25亿元；实现净利润27.04亿元；净资本充足率持续达标。

图6 信托资产规模增速 VS 行业

图7 利润总额 VS 行业



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

中融信托无论经营规模还是经营效率都处于行业前列，2016 年公司信托规模达到 6830 亿元，在全行业 68 家信托公司中排名第八。此外公司的信托业务收入、净利润规模以及能够彰显公司受托管理能力的资本利润率都处于行业前列。

表 3 中融信托规模行业居前

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
信托资产运用合计	9	4	3	2	5	8
信托业务收入	8	3	2	1	1	7
资本利润率	3	7	7	8	7	10
净利润	5	4	2	4	5	5

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

中融信托长期以来持续探索新兴信托领域，在海外信托、家族信托及房贷证券化方面较早布局，相较于同业而言在这些领域已经获得了一定经验。未来随着新兴信托的监管放开及社会认知提升，新兴信托有望成为中融信托业绩发力点。

表 4 中融信托创新事件

时间	事件
海外信托	中融信托于 2014 年获得 QDII 额度 3 亿美元，规模在目前 14 名获得 QDII 额度的信托公司中排名第七。目前为仅有的 14 家拥有 QDII 资格和额度的信托公司之一。
家族信托	2015 年 4 月 23 日，中融信托在京发布了标准化家族信托产品。该款产品可以满足客户资产保护、子女教育、婚姻保障、退休赡养、财富传承、全权委托等六大需求。该产品由中融信托家族办公室设计、发布、运营，同时聘请长期从事家族信托、税务、婚姻继承等领域理论与实践的台湾专家团队提供咨询服务，旨在为更多的中国家庭提供专业的家族信托服务
房贷证券化 (MBS)	2017 年 1 月 17 日中融国际信托有限责任公司推出国内首单“商业 + 住宅”购房按揭尾款信托受益权资产证券化项目。该项目名为“中融 - 宏金 63 号单一资金信托”

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

转型背景下业务扩张显迟滞，但结构优化料应对监管无忧

出于控制风险的角度，中融信托于14年开始便有意压缩房地产业务。一方面自身从传统的融资角色向资产管理、私募投行、财富管理角色转换，另一方面积极推进业务模式创新，在标准化证券投资、消费金融、房地产直投、资产证券化等创新业务方面积极探索。如上图6所示在转型的过程中由于中融主动压缩房地产业务正好导致错过了近两年房地产的小高潮行情，直接导致14、15年连续公司信托规模增速落后于行业水准(中融15、16年信托同比增速-5.72%、1.95%，同期行业同比为16.62%、24.01%)。但从好的方面来看，如下图8、图9所示中融信托的转型成效明显体现在：收入的多元化——体现为营业收入及其他业务收入(两者为中融旗下子公司产生)的抬升，体现了公司向综合金融的角色演变，以及信托投向房地产比例控制在低位——从13年的11.09%降至16年的5.44%。

图8 收入结构(投资、利息、手续费)

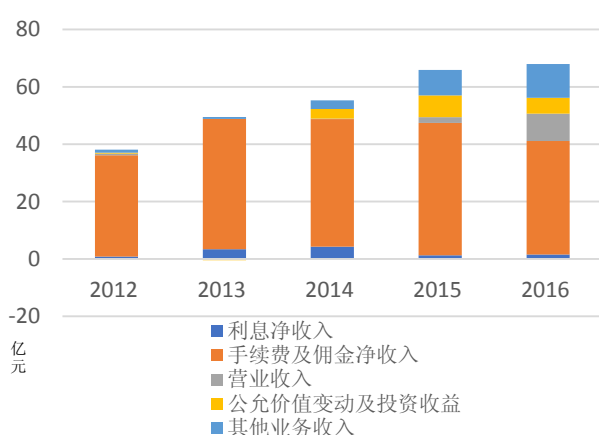
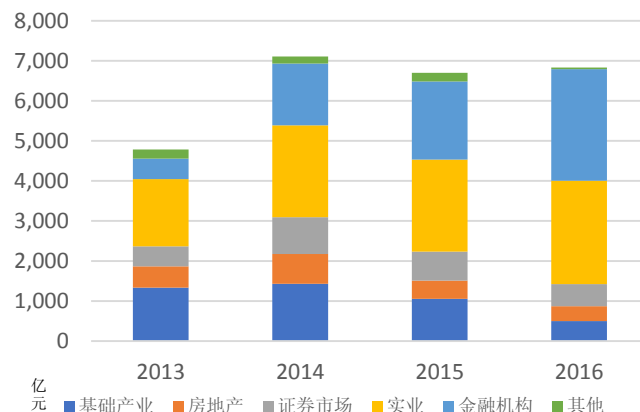


图9 信托投向变化(金融逐渐增多)



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

16年经纬投向金融机构占比较大，但无需多虑。由于房地产业务的压缩导致中融金融同业业务占比明显提升——从13年的10.70%升至14年的40.80%。同业业务大概率将受到监管层去通道的负面影响，但是我们认为反映到公司的整体业绩影响较小。原因是监管层禁止的通道业务明显标志为“责任未转移”，对于信托业务中的被动管理信托业务。由于被动与为主动的信托报酬率是1:10的关系。因此即便此块业务完全收缩(中融15年被动占比仅为29.42%)传导到业绩仅为-3%。

图10 集合信托占比稳步提升

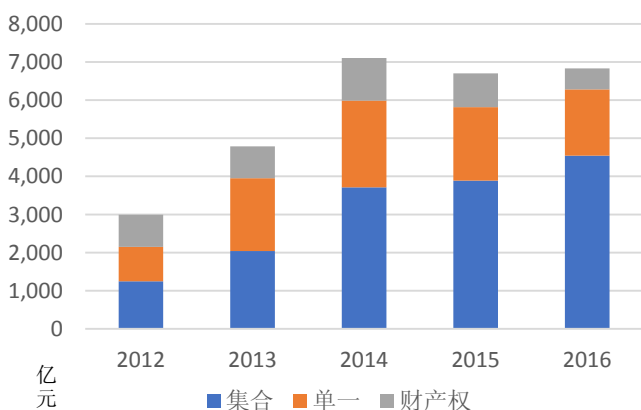
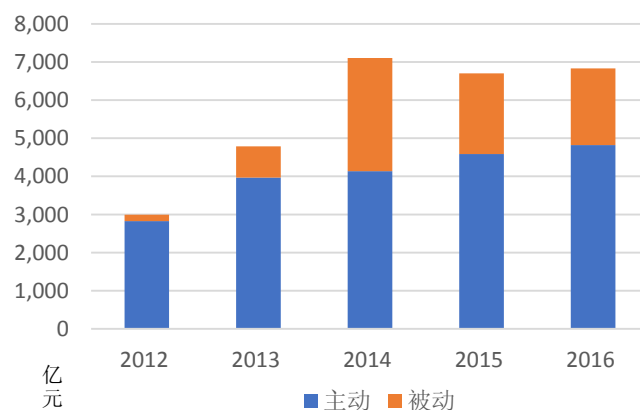


图11 主动管理转型成效显著



资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

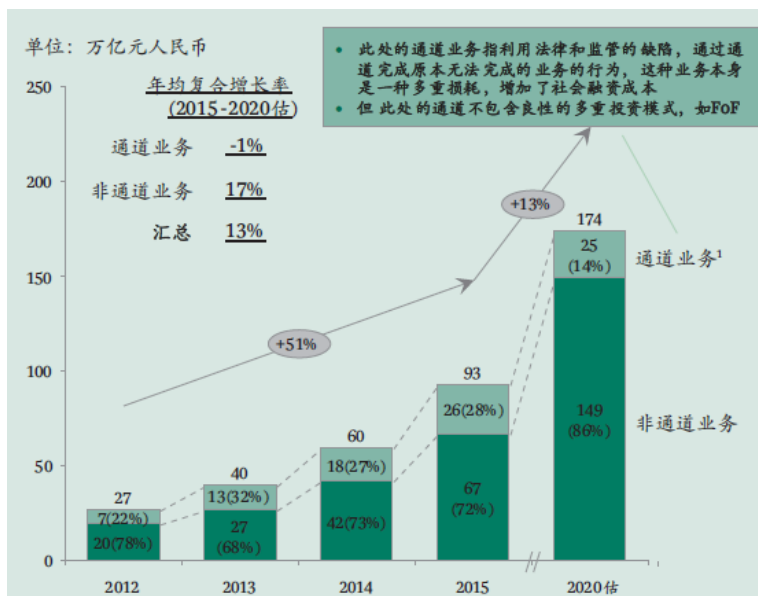
从信托业务结构来看，中融主动管理转型效果显著。尽管公司近三年总体信托规模增长迟滞，但公司主动管理占比由 14 年的 58.23% 升至 16 年的 70.58%。集合占比从 14 年 52.21% 升至 16 年 66.53%。公司 17 年仍将持续调整并优化业务结构，进一步收缩传统融资类业务，围绕资本市场重点拓展以下四方面业务，一是参与优质企业的 PE 股权投资；二是开展上市公司定向增发、并购重组等业务；三是参与一二线城市的商业地产投资；四是与商业银行、资产管理公司等金融机构合作，开展主动管理型资产证券化业务。我们看好公司转型成效，公司对房地产领域的低依赖性将使得公司相比同行而言更加适应于目前的严监管环境。

三、受益于金融人才优势卓越，其他金融板块亦发展迅猛

1. 理财需求激增，恒天财富近年发展迅猛

恒天财富 2011 年 3 月成立，公司总部设立于北京 CBD，注册资本金 1 亿元。主要股东包括央企中国恒天集团旗下上市子公司经纬纺机、老牌私募股权投资机构 KKR、境内知名金融控股集团中植集团。目前恒天财富已拥有 130 家分支机构和近 3400 名专业人员，在财富管理、资产管理、理财教育等多个领域提供专业服务。2015 年资产配置规模 1200 亿、2016 年度资产配置规模达到 1800 亿人民币。连续两年均保持 32% 以上的增长速度。截止到 17 年 1 季度，恒天财富已为六万多个高净值家庭进行了资产配置，累计突破 5300 亿元人民币。

图 12 中国资产管理规模预测

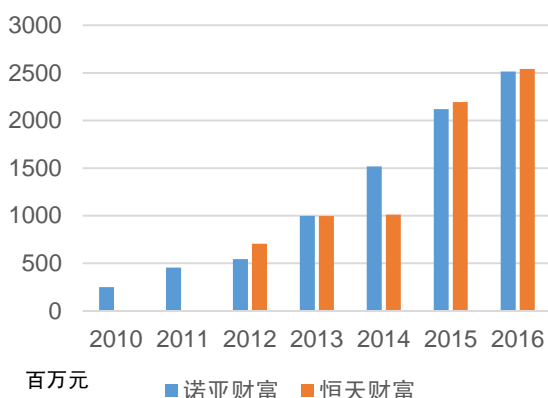
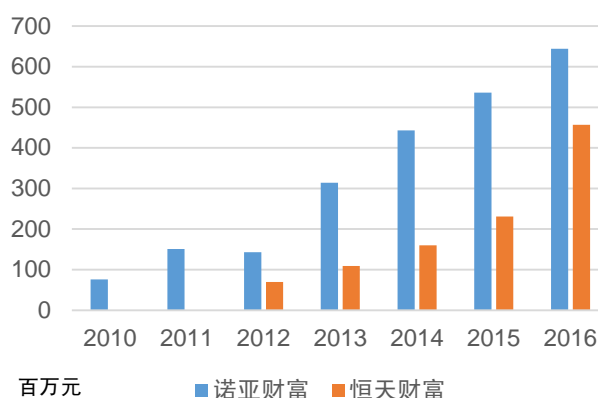


资料来源：波士顿咨询公司《中国资产管理市场 2015》、中国中投证券财富研究部

居民财富积累，财富配置向金融资产倾斜以及老龄化带来的财富管理需求等因素将刺激中国资产管理市场规模增长。根据波士顿咨询公司预测 16 至 20 年中国资产管理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

的规模年均复合增长率达 13%，非通道业务复合增长达 17%。

图 13 恒天财富 VS 诺亚财富营业收入

图 14 恒天财富 VS 诺亚财富净利润


资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部***恒天财富包括天津恒天及北京恒天

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部***恒天财富包括天津恒天及北京恒天

2. 中融鼎新孵化业务成亮点，大量优质子公司认知不足

此前，中融信托响应监管层鼓励信托公司设立专业投资子公司的政策导向，全资设立了中融鼎新作为旗下投资业务平台。公司为中融鼎新实际控制人。中融鼎新一方面通过证券投资基金业协会备案获取了私募证券投资基金管理人资质，以发行私募基金的方式进军资本市场投资领域；另一方面，中融鼎新在中融信托的引导下，依据细分专业领域及市场，下设中融长河资本、中融汇智、上海隆山投资、中融国际资本等全资控股专业子公司，在房地产并购、人力资源管理、境外资本市场投资、境外资产管理等业务领域进行探索。

中融鼎新创造新盈利增长点 中融信托 3 月 4 日公告称全资子公司北京中融鼎新投资管理有限公司拟通过产权交易所公开挂牌方式以评估价人民币 400,49.272 万元为底价，转让其持有的中融国富投资管理有限公司 80% 的股权。经沃克森（北京）国际资产评估有限公司评估，中融国富在评估基准日 2017 年 1 月 31 日的股东全部权益评估值为人民币 50,061.59 万元，其 80% 股权相对应的股权评估价值为人民币 400,49.272 万元。本次交易完成后，中融国富将不再纳入公司合并报表范围。假设交易价格按照公开挂牌底价进行测算，扣除相关税费后将可能为中融鼎新带来约人民币 29,064.43 万元的收益。**通过孵化和出售成熟的下属公司获得收益，是中融鼎新的盈利模式之一。**

表 5 中融信托控股子公司

名称	业务性质	注册资本（万元）	实际投资额（万元）	母公司所持有的权益性资本的比例（%）
北京中融鼎新投资管理有限公司	投资管理	150000	122000	100
中融基金管理有限公司	基金管理	75000	75000	51
中融（北京）资产管理有限公司	资产管理	30000	30000	51
上海隆山投资管理有限公司	资产管理	30000	30000	100
中融国际控股有限公司	资产管理	美元 4400 万	28083.78	100
中融国际资本管理有限公司	资产管理	港元 9451.10	7473.27	100
中融长河资本投资管理有限公司	资产管理	10000	8000	100

北京中融汇智人力资源有限公司	资产管理	1000	1000	100
上海长昆投资管理有限公司	资产管理	5000	500	80
中融汇兴资产管理有限公司	资产管理	5000	890	80
中融大有资本投资管理有限公司	资产管理	10000	1000	80
深圳中融丝路资产管理有限公司	资产管理	5000	1000	80
中融汇今资产管理有限公司	资产管理	10000	1000	80
中融鼎兴资产管理有限公司	资产管理	5000	500	80
瑞敦投资管理(上海)有限公司	资产管理	5000	500	80
中融亿成资产管理有限公司	资产管理	10000	500	80

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

四、盈利预测及投资建议

1. 盈利预测

主要假设：

中融信托：预计信托资产未来三年复合增长率为 10%。营收及利润未来三年内复合增速为 13%；

恒天财富预计营收利润未来三年内复合增速达 16%；

其他板块（主要包括纺织机械及汽车板块）在剥离掉前期亏损的汽车业务之后，随着纺机业务景气度回升，预计未来可实现收支持平。

表 6 盈利预测

百万	2015	2016	2017	2018	2019
中融信托					
信托资产规模预计	637,228	642,006	706,206	776,827	854,510
手续费及佣金净收入	0	4,247	4,800	5,280	5,809
利息净收入	124	154	169	186	205
投资	759	550	577	606	636
其他	1,087	2,134	2,561	3,073	3,688
净利润	2,605	2,704	3,081	3,475	3,928
恒天财富					
营业收入	2,194	2,542	2,947	3,536	4,066
净利润	231	457	530	636	732
其他					
净利润	-666	-594	0	0	0
合并报表净利润加总	1,986	2,201	3,187	3,603	4,075

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

2. 公司估值

中融信托：预计 17 年实现净利润 30.81 亿，总体给与 15 倍 PB，整体估值 462.15 亿元，公司持有 37.47% 的股权，对应 173.17 亿市值。

恒天财富：借鉴可比对象诺亚财富（同为第三方理财平台），诺亚财富 PE 为 16 倍，市净率为 3 倍。我们给与恒天财富 10 倍 PE 估值水平。预计 17 年实现净利润 5.30 亿，总市值 53.04 亿，公司拥有 20% 的股权，对应 10.61 亿市值。

其他业务采用 1 倍 PB 估值，对应市值 6.78 亿元。

总市值 190.56 亿元，对应目标价 27.06 元。

表 7 分部估值表

单位（百万元）	净资产	16 年净利润	预计 17 年净利润	估值法	估值倍数	市值	持有比例	调整后市值
中融国际信托有限公司	13,994	2,704	3,081	PE	15.00	46,215	37.47%	17,317
恒天财富（包括天津恒天财富及北京恒天财富）	709	457	530	PE	10.00	5,304	20.00%	1,061
其他	678	-594	0	PB	1.00	—	100.00%	678
总市值								19,056
股本（百万股）								704
每股价格（元）								27.06

资料来源：公司公告、中国中投证券财富研究部

五、风险提示

1. 监管风险

政策层去通道对公司信托业务不利影响、政策层进行房地产调控对公司信托业务不利影响。

2. 国机集团重组失败风险

中国恒天与中国机械工业集团有限公司签署了重组协议尚未获得国资委正式批准存在不确定性。

3. 经营风险

宏观环境下行风险、经营环境恶化、坏账爆发风险。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21573	21882	25445	28727
现金	11841	11381	12614	13148
应收账款	1053	1104	1197	1327
其它应收款	726	607	745	777
预付账款	257	241	248	282
存货	823	939	1015	1016
其他	6873	7611	9625	12176
非流动资产	13747	18530	22612	27885
长期投资	3087	3875	4650	5580
固定资产	1670	1638	1593	1537
无形资产	470	379	255	147
其他	8520	12639	16114	20621
资产总计	35320	40413	48057	56612
流动负债	12281	12345	13754	14838
短期借款	1711	1711	1711	1711
应付账款	1264	1526	1831	2197
其他	9305	9108	10212	10930
非流动负债	7175	9016	11708	15172
长期借款	70	140	210	280
其他	7105	8876	11498	14892
负债合计	19456	21361	25462	30010
少数股东权益	9142	11465	14091	17061
股本	704	704	704	704
资本公积	1906	1906	1906	1906
留存收益	3631	4976	5893	6930
归属母公司股东权益	6722	7587	8503	9540
负债和股东权益	35320	40413	48057	56612

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	407	4042	3959	4051
净利润	2201	3187	3603	4076
折旧摊销	233	217	230	236
财务费用	459	378	539	744
投资损失	-355	-776	-797	-1056
营运资金变动	-2392	757	455	217
其它	261	278	-71	-166
投资活动现金流	-741	-6339	-5142	-6558
资本支出	158	100	100	100
长期投资	833	5149	3938	5042
其他	250	-1090	-1104	-1416
筹资活动现金流	3641	1837	2416	3041
短期借款	-1175	0	0	0
长期借款	70	70	70	70
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-3	0	0	0
其他	4748	1767	2346	2971
现金净增加额	3400	-460	1234	534

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10426	10739	11813	12994
营业成本	3301	2685	2953	3249
营业税金及附加	159	257	232	283
营业费用	188	199	216	239
管理费用	3841	3544	3662	3898
财务费用	459	378	539	744
资产减值损失	203	203	203	203
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	355	776	797	1056
营业利润	2629	4249	4804	5434
营业外收入	453	0	0	0
营业外支出	50	0	0	0
利润总额	3031	4249	4804	5434
所得税	830	1062	1201	1359
净利润	2201	3187	3603	4076
少数股东损益	1657	2323	2626	2970
归属母公司净利润	545	864	977	1105
EBITDA	3320	4844	5573	6414
EPS (元)	0.77	1.23	1.39	1.57

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	0.3%	3.0%	10.0%	10.0%
营业利润	9.0%	61.6%	13.1%	13.1%
归属于母公司净利润	18.9%	58.7%	13.1%	13.1%
获利能力				
毛利率	68.3%	75.0%	75.0%	75.0%
净利率	5.2%	8.0%	8.3%	8.5%
ROE	8.1%	11.4%	11.5%	11.6%
ROIC	-2699.1	-481.1	-317.4	-316.2
偿债能力				
资产负债率	55.1%	52.9%	53.0%	53.0%
净负债比率	16.36%	16.54%	15.47%	14.71%
流动比率	1.76	1.77	1.85	1.94
速动比率	1.67	1.68	1.76	1.85
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.28	0.27	0.25
应收账款周转率	9	9	9	9
应付账款周转率	2.13	1.92	1.76	1.61
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.77	1.23	1.39	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	5.74	5.62	5.75
每股净资产(最新摊薄)	9.55	10.77	12.08	13.55
估值比率				
P/E	25.91	16.33	14.44	12.77
P/B	2.10	1.86	1.66	1.48
EV/EBITDA	2	2	1	1

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

喻慧子,中投证券非银金融研究员,香港理工大学金融学硕士

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关转载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部

公司网站：

<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434