



山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

证券研究报告：个股深度报告

评级：买入

目标价：35.15 元

2017 年 7 月 20 日

分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

Tel: 0351-8686794

E-mail: liuli2@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

更多研究报告请访问山西证券主页

<http://www.i618.com.cn>

或搜索“山西证券研究所”微信公众号

金融业务转型，央企混改落地

——经纬纺机（000666.SZ）深度报告

投资逻辑：

- 金融业务转型升级。**经纬纺机目前为“金融+纺织”的双主业格局，金融业务依托中融信托和恒天财富。中融信托注册资本 80 亿元，行业排名第 5，经过 2012-2014 年的快速扩张后，2015、2016 年业务转型，结构逐步优化。恒天财富是第三方理财行业龙头，在财富管理、资产管理、理财教育等多个领域提供专业服务。
- 央企混改落地，入主国机集团。**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、综合研发能力最强的大型中央企业集团。拥有 11 万员工，40 家全资及控股子公司，3 家金融板块的二级子公司，9 家上市公司，180 多家海外服务机构。
- 成功剥离亏损的汽车业务。**公司向原控股股东中国恒天及其指定子公司整体转让总体经营亏损的汽车业务公司股权，终止其亏损对公司效益的影响；转让股权所得股权款和债权款，可直接增加公司现金流，降低公司资产负债率。
预计公司 2017-2019 年归母净利分别为 8.77 亿元、9.31 亿元和 10.17 亿元，同比增长 61.08%、6%、9.31%。对应的每股收益分别为 1.25 元、1.32 元、1.44 元。首次深度覆盖，给予“买入”评级，给予公司目标价 35.15 元。

风险：二级市场大幅下滑

报告目录

一、“纺织+金融”的双主业格局	3
二、央企混改落地，控股股东为国机集团	3
三、中融信托——信托行业领跑者	6
四、恒天财富——第三方理财行业龙头	11
五、亏损的汽车业务成功剥离	11
六、投资建议	12

图表目录

图表 1：2016 年底经纬纺机主营业务构成情况	3
图表 2：重组完成后公司的控股股东变为国机集团	4
图表 3：国机集团行业地位	5
图表 4：国机集团 3 家金融板块的二级子公司	5
图表 5：国机集团持有的 5%以上的金融类公司	5
图表 6：国机集团旗下的 9 家上市公司	5
图表 7：中融信托历史沿革	6
图表 8：中融信托实际控制人为经纬纺机	6
图表 9：中融信托董事、监事及所推举的股东名称	7
图表 10：中融信托 2016 年底管理资产情况	7
图表 11：2011—2016 年中融信托信托资产运用及增长率情况	8
图表 12：2016 年底中融信托信托资产运用与分布表 单位：亿元	8
图表 13：2016 年底中融信托自营资产运用与分布表 单位：亿元	9
图表 14：2011—2016 年中融信托营业收入和净利润节节攀升	9
图表 15：2011—2016 年中融信托总资产占比不断提高	10
图表 16：2016 年中融信托纳入合并报表的主要子公司名录 单位：亿元	10
图表 17：经纬纺机财务预测表	12

一、“纺织+金融”的双主业格局

经纬纺织机械股份有限公司（以下简称“公司”）前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，是国内纺机制造业的龙头企业，在国内及国际上享有良好的声誉。公司从 2010 年开始涉足金融业务，目前形成了以“纺机+金融”为核心的双主业格局，营业利润主要来源于金融板块。

图表 1：2016 年底经纬纺机主营业务构成情况

	主营业务收入	主营业务成本	毛利率
纺织机械	26.93	23.12	14.14%
金融信托及资金投资	44.96		100.00%
非纺机	7.55	7.29	3.41%
合计	79.43	30.41	61.72%

来源：公司年报，山西证券研究所

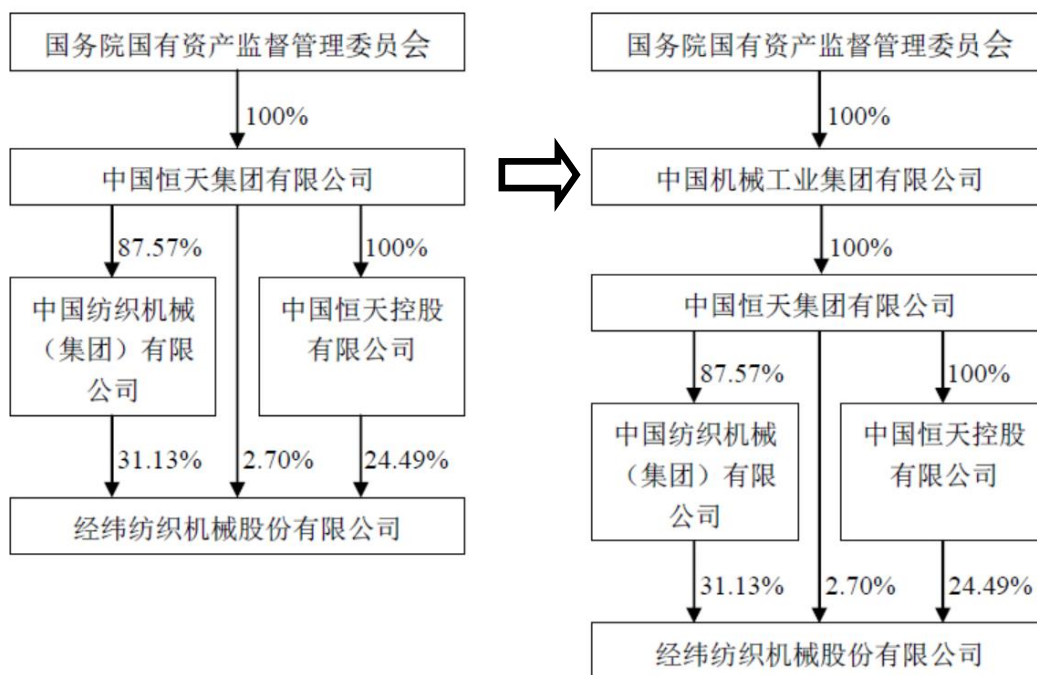
二、央企混改落地，控股股东为国机集团

2016 年 11 月，公司收到实际控制人中国恒天集团有限公司（以下简称“中国恒天”）的《关于恒天集团筹划重组事项的通知》，中国恒天与中国机械工业集团有限公司（以下简称“国机集团”）拟实施重组。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。

本次重组是中央企业层面的重组，国机集团系国资委直接监管的中央企业。本次战略重组完成后，公司实际控制人将由中国恒天变更为国机集团，但国资委仍是最终

控制人。

图表 2：重组完成后公司的控股股东变为国机集团



来源：公司公告，山西证券研究所

国机集团成立于 1988 年 5 月，注册资本为 168 亿元，是国资委持有的国有独资公司，是中央直接管理的国有重要骨干企业，是一家多元化、国际化的综合性装备工业集团，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，是中国机械工业规模最大、覆盖面最广、业务链最完善、综合研发能力最强的大型中央企业集团。拥有 11 万员工，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。

图表 3：国机集团行业地位

国机集团	美国《工程新闻记录》(ENR)公布的“全球最大国际承包商250强” 第23位
	美国《工程新闻记录》(ENR)公布的“国际工程设计公司225强” 第58位
	国资委中央企业业绩考核A级企业 (连续第8年)
	中国对外贸易企业500强 第14位
	中国企业500强 第62位
	中国机械工业企业百强 第1位
	《财富》杂志发布“2016年世界500强企业” 第293位
	中国机械工业最大的进出口贸易企业 (第1名)
	中国最大的汽车贸易和服务商 (第1名)

来源：公司官网，山西证券研究所

截至 2016 年底，国机集团拥有 52 家二级子公司，其中属于金融板块有 3 家公司，3 家持股 5%以上的金融类公司，9 家上市公司。

图表 4：国机集团 3 家金融板块的二级子公司

公司名称	注册资本	国机集团所持股份	主要业务
国机财务有限责任公司	11.0	84.47%	中国银监会批准的非银行性金融业务
国际资本控股有限公司	23.7	76.73%	项目投资，咨询管理
国机资产管理公司	4.7	100%	资产管理

来源：公司公告，山西证券研究所

图表 5：国机集团持有的 5%以上的金融类公司

公司名称	注册资 本	国机集团所持股 份	主要业务
国机财务有限责任公司	11.0	84.47%	中国银监会批准的非银行性金融业务
上银基金管理有限公司	3.0	10%	基金募集，基金销售等
中国一拖集团财务有限责任公 司	5.0	100%	顾问担保、消费信贷及融资租赁等业务

来源：公司公告，山西证券研究所

图表 6：国机集团旗下的 9 家上市公司

 (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

来源：公司公告，山西证券研究所

三、中融信托——信托行业领跑者

公司金融业务的主要承担者为中融信托，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。

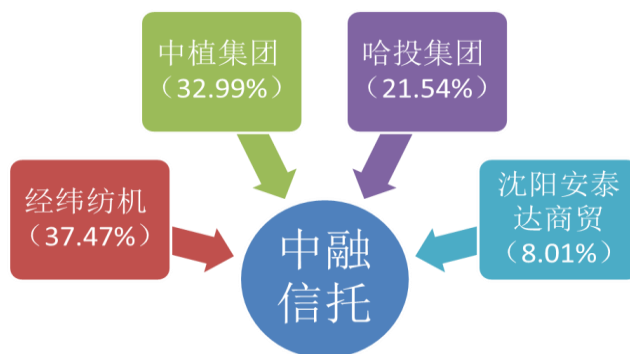
图表 7：中融信托历史沿革



来源：公司公告，山西证券研究所

中融信托股权结构如下：

图表 8：中融信托实际控制人为经纬纺机



来源：公司官网，山西证券研究所

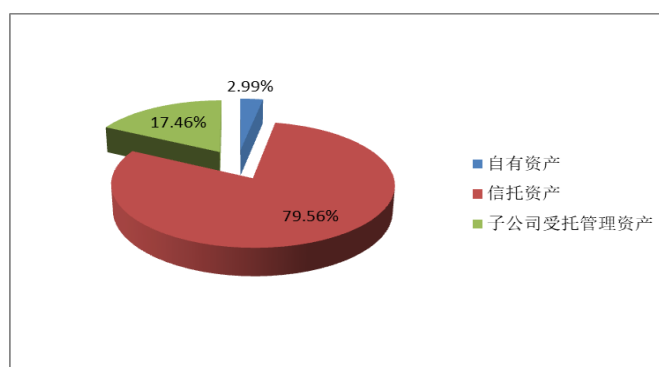
图表 9：中融信托董事、监事及所推举的股东名称

姓名	职务	性别	年龄	选任日期	所推举的股东名称	所推举的股东 持股比例 (%)
刘洋	董事长	男	41	2016年3月	经纬纺织机械股份有限公司	37.47%
姚育明	副董事长	男	55	2010年7月	经纬纺织机械股份有限公司	37.47%
张向晖	副董事长	女	39	2015年12月	经纬纺织机械股份有限公司	37.47%
张东	董事	男	44	2015年5月	经纬纺织机械股份有限公司	37.47%
张宪军	董事	男	42	2015年1月	哈尔滨投资集团有限责任公司	21.54%
张磊	监事长	男	45	2016年3月	中植企业集团有限公司	32.99%
毛发青	监事	男	47	2010年7月	经纬纺织机械股份有限公司	37.47%
侯春琳	监事	女	41	2016年3月	职工监事	-

来源：公司官网，山西证券研究所

目前中融信托注册资本人民币 80 亿元，行业排名第五。2016 年末，中融信托合并管理资产 8584.72 亿元，其中，自有资产 256.51 亿元，占 2.99%；信托资产 6,829.67 亿元，占 79.56%；子公司受托管理资产 1,498.54 亿元，占 17.46%。

图表 10：中融信托 2016 年底管理资产情况



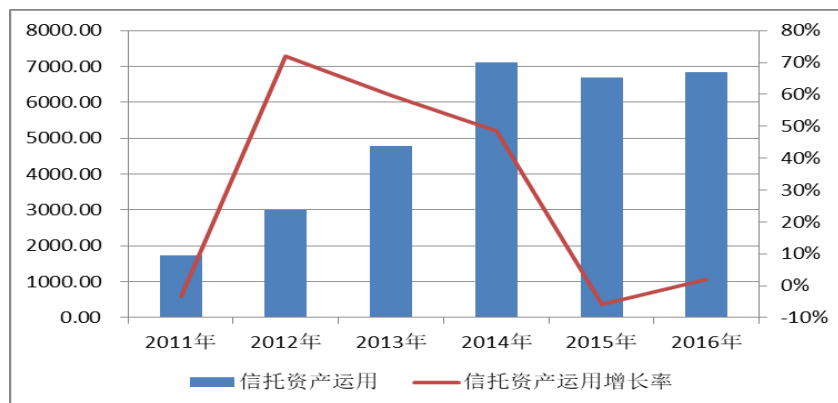
来源：公司公告，山西证券研究所

2016 年中融信托实现营业总收入 67.96 亿元。公司净资产 128.10 亿元，净资本 113.28 亿元，净资本充足率 159.01%，净资本盈余 42.04 亿元。

中融信托主要业务类型有信托业务和自营业务两类。

中融信托的信托资产运用规模在 2012-2014 年之间发展迅速，2014 年底正式启动转型战略，确定了新的中长期发展目标，即从单纯的资金提供者转型为集私募投行、资产管理和财富管理于一体的综合性金融服务提供者。2015 年和 2016 年业务逐步优化。在中国信托业行业协会组织的行业评级中获评为 A 级。目前主要是四个方向：PE 股权投资；上市公司定向增发、并购重组；一二线城市的商业地产；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。

图表 11：2011—2016 年中融信托信托资产运用及增长率情况



来源：wind，山西证券研究所

中融信托信托资产主要是贷款可可供出售金融资产投资，分布于实业和金融机构。

图表 12：2016 年底中融信托信托资产运用与分布表

单位：亿元

资产运用	金额	占比	资产分布	金额	占比
货币资产	137.06	2.01%	基础产业	499.53	7.31%
贷款	1540.06	22.55%	房地产	371.59	5.44%
交易性金融资产投资	482.32	7.06%	证券市场	553.10	8.10%
可供出售金融资产投资	2459.13	36.01%	实业	2581.30	37.80%

持有至到期投资	-	-	金融机构	2786.44	40.80%
长期股权投资	1100.94	16.12%	其他	37.71	0.55%
其他	1110.15	16.25%			
信托资产总计	6829.67	100.00%	信托资产总计	6829.67	100.00%

来源：公司公告，山西证券研究所

中融信托自有资金主要以高流动性的资产形式管理，主要用于交易性金融产品及可供出售金融产品的投资。

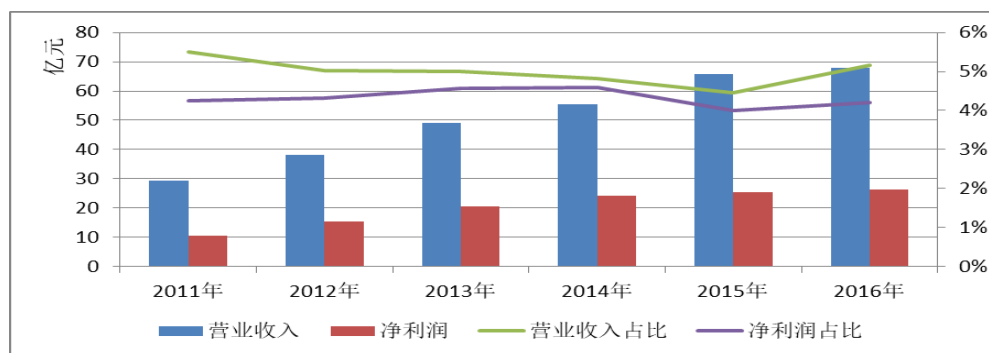
图表 13：2016 年底中融信托自营资产运用与分布表

单位：亿元

资产运用	金额	占比	资产分布	金额	占比
货币资产	111.00	43.27%	基础产业		
贷款及应收款	15.86	6.18%	房地产业		
交易性金融资产投资	40.87	15.93%	证券市场	71.39	27.83%
可供出售金融资产投资	60.28	23.50%	实业		
持有至到期投资	0.00	0.00%	金融机构	20.60	8.03%
长期股权投资	21.01	8.19%	其他	164.52	64.14%
其他	7.50	2.92%			
资产总计	256.51	100.00%	资产总计	256.51	100.00%

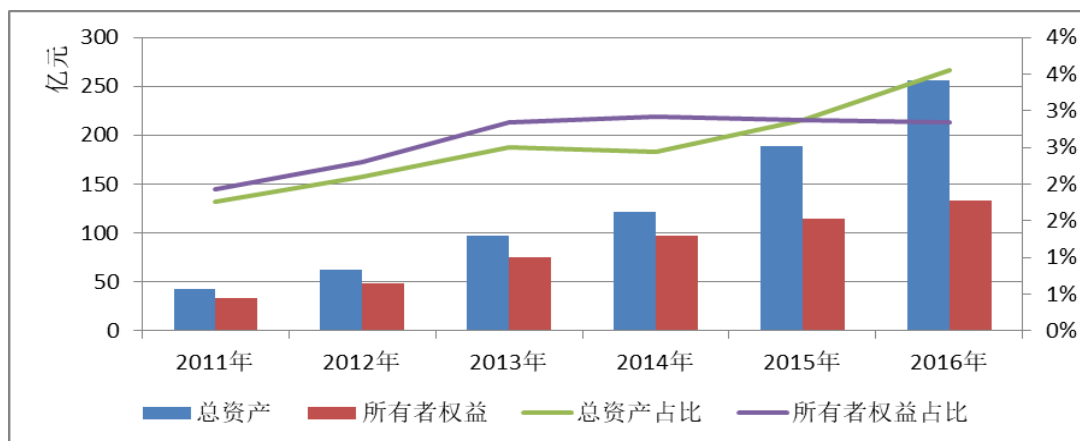
2011 年到 2016 年中融信托营业收入和净利润节节攀升，营业收入和净利润占比维持稳定水平。

图表 14：2011—2016 年中融信托营业收入和净利润节节攀升



来源：wind，山西证券研究所

图表 15：2011-2016 年中融信托总资产占比不断提高



来源：wind，山西证券研究所

中融信托还有众多的子公司从事投资管理、基金管理、资产管理。

图表 16：2016 年中融信托纳入合并报表的主要子公司名录

单位：亿元

序号	名称	注册地	业务性质	注册资本	实际投资额	母公司所持有的权益性资本的比例
1	北京中融鼎新投资管理有限公司	北京	投资管理	150000	122000	100
2	中融基金管理有限公司	深圳	基金管理	75000	75000	51
3	中融（北京）资产管理有限公司	深圳	资产管理	30000	30000	51
4	上海隆山投资管理有限公司	上海	资产管理	30000	30000	100
5	中融国际控股有限公司	维尔京群岛	资产管理	美元 4400 万	28083.78	100
6	中融国际资本管理有限公司	香港	资产管理	港元 9451.10	7473.27	100
7	中融长河资本投资管理有限公司	上海	资产管理	10000	8000	100
8	北京中融汇智人力资源有限公司	北京	资产管理	1000	1000	100
9	上海长昆投资管理有限公司	上海	资产管理	5000	500	80
10	中融汇兴资产管理有限公司	北京	资产管理	5000	890	80
11	中融大有资本投资管理有限公司	上海	资产管理	10000	1000	80
12	深圳中融丝路资产管理有限公司	深圳	资产管理	5000	1000	80
13	中融汇今资产管理有限公司	上海	资产管理	10000	1000	80
14	中融鼎兴资产管理有限公司	上海	资产管理	5000	500	80
15	珺敦投资管理（上海）有限公司	上海	资产管理	5000	500	80
16	中融亿成资产管理有限公司	上海	资产管理	10000	500	80

来源：公司公告，山西证券研究所

四、 恒天财富—第三方理财行业龙头

恒天财富全名为恒天财富投资管理股份有限公司，2011年3月成立，从中融信托的私人银行部脱胎成长为国内领先的大型金融服务集团。注册资本金1亿元。主要股东有经纬纺机（持股20%）、老牌私募股权投资机构KKR、中植集团。目前拥有130家分支机构和近3600名专业人员，现已在财富管理、资产管理、理财教育等多个领域提供专业服务。截止到2016年底，恒天财富已为六万多个高净值家庭进行了资产配置，2016年度资产配置规模达到1800亿人民币，截止2017年上半年，累计突破5800亿元人民币。

五、 亏损的汽车业务成功剥离

2016年，公司业务主要包括纺织机械、金融信托及商用汽车三类。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，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，包括公司及公司控股子公司新楚风所持有的恒天汽车100%的股权、公司持有新楚风80.28%的股权、公司持有北京恒天鑫能新能源汽车技术有限公司40%的股权和公司全资子公司香港华明持有TAM-EUROPE 0.0.97.76%的股权。本次交易目标股权转让价值合计人民币2.48亿元。

从 2017 年起公司全部汽车业务进入中国恒天。根据转让方案，这 4 家企业不再纳入公司合并报表范围。

本次交易所出售的汽车业务总体经营亏损，交易完成后，终止其亏损对公司效益的影响；转让股权所得股权款和债权款，可直接增加公司现金流，降低公司资产负债率。

六、投资建议

预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 116.35 亿元、124.58 亿元，133.78 亿元；归母净利分别为 8.77 亿元、9.31 亿元和 10.17 亿元，同比增长 61.08%、6%、9.31%。对应的每股收益分别为 1.25 元、1.32 元、1.44 元。首次深度覆盖，给予“买入”评级，给予公司目标价 35.15 元。

图表 17：经纬纺机财务预测表

财务和估值数据				
单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10426.24	11634.67	12458.31	13378.17
增长率(%)	11.68%	11.59%	7.08%	7.38%
归属母公司股东净利润	544.55	877.15	930.63	1017.24
增长率(%)	18.91%	61.08%	6.10%	9.31%
每股收益(EPS)	0.773	1.246	1.322	1.445
净资产收益率(ROE)	8.10%	11.66%	11.12%	10.95%
投入资本回报率(ROIC)	42.06%	61.64%	53.93%	59.69%
市盈率(P/E)	28.21	17.52	16.51	15.10
市净率(P/B)	2.29	2.04	1.84	1.65
报表预测				
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	10426.24	11634.67	12458.31	13378.17
其中: 营业收入	6314.04	7051.55	7875.19	8795.05

减: 营业成本	3301.17	3686.75	4117.38	4598.30
营业税金及附加	159.41	178.04	198.83	222.05
营业费用	188.44	210.45	235.04	262.49
管理费用	3840.90	4289.53	4790.57	5350.12
财务费用	459.21	311.11	349.39	376.93
资产减值损失	203.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	354.63	658.44	1035.69	1551.80
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	4112.20	4583.12	4583.12	4583.12
营业利润	2628.58	3617.22	3802.80	4120.06
加: 其他非经营损益	402.17	402.17	402.17	402.17
利润总额	3030.76	4019.39	4204.97	4522.23
减: 所得税	829.58	504.14	475.39	445.57
净利润	2201.17	3515.25	3729.58	4076.67
减: 少数股东损益	1656.62	2638.10	2798.95	3059.43
归属母公司股东净利润	544.55	877.15	930.63	1017.24

资产负债表

	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7974.27	8456.23	12144.26	14135.22
应收和预付款项	2824.84	3933.13	3614.19	4814.68
存货	823.05	2040.63	1157.54	2414.19
其他流动资产	4346.90	4346.90	4346.90	4346.90
长期股权投资	3087.46	3087.46	3087.46	3087.46
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1690.16	1370.65	1051.14	731.63
无形资产和开发支出	1314.73	1247.32	1179.90	1112.49
其他非流动资产	6961.75	6941.38	6921.00	6921.00
资产总计	29023.16	31423.68	33502.39	37563.56
短期借款	1711.23	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2485.91	3791.97	3102.11	4480.15
长期借款	6860.61	6860.61	6860.61	6860.61
其他负债	2843.19	2843.19	2843.19	2843.19
负债合计	13900.95	13495.78	12805.91	14183.95
股本	704.13	704.13	704.13	704.13
资本公积	1906.37	1906.37	1906.37	1906.37
留存收益	4111.93	4909.70	5756.12	6681.30
归属母公司股东权益	6722.43	7520.20	8366.61	9291.80
少数股东权益	9142.31	11780.41	14579.36	17638.79
股东权益合计	15864.74	19300.62	22945.98	26930.59
负债和股东权益合计	29765.69	32796.39	35751.89	41114.54

现金流量表

	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	422.55	2186.48	3593.81	1840.69
投资性现金净流量	-741.04	341.85	341.85	341.85

个股深度报告

筹资性现金净流量	3641.31	-2046.37	-247.63	-191.58
现金流量净额	3416.25	481.96	3688.03	1990.96

来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的6个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入：相对强于市场表现20%以上

增持：相对强于市场表现5~20%

中性：相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持：相对弱于市场表现5%以下

——行业投资评级标准：

看好：行业超越市场整体表现

中性：行业与整体市场表现基本持平

看淡：行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必阅读正文之后的特别声明部分