



买入 **41% ↑**
目标价格: 人民币 22.00

000666.CH

价格: 人民币 15.56

目标价格基础: 20倍15年市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 恒天金控平台的终极映射?
- 中植集团——共享混合所有制金控盛宴?

我们的观点有何不同?

- 信托业绩平稳, 业务转型成为行业亮点
- 资本运作或将打开信托业盈利空间

主要催化剂/事件

- 混合所有制改革进程

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	60.85	10.51	45.63	74.82
相对富时A50指数	61.01	12.54	45.99	76.67

发行股数(百万)	704.13
流通股(%)	67.35
流通股市值(人民币 百万)	7379
3个月日均交易额(人民币 百万)	115.36
净负债比率(%) (2014E)	61.42
主要股东(%)	
中国纺织机械(集团)有限公司	31.13

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年10月28日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

金融: 多元金融

魏涛

(8610) 66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

经纬纺机

大格局成就大梦想

经纬纺机在获得中融信托股权后实现了业绩的大反转, 中融信托灵活的经营管理和激励机制也为央企注入活力, 中植“类金控”的运作经验和平台资源也都将助力经纬纺机金控平台的打造。我们看好公司在混合所有制改革中的发展和机遇, 首次覆盖给予经纬纺机买入评级, 目标价为22.00元, 距目前股价有40%以上的上升空间, 强烈推荐。

支撑评级的要点

- 恒天金控平台的终极映射? 2013年底, 公司H股私有化启动, 如果恒天集团将H股私有化收购, 持股比例将上升至59.51%, 绝对控股公司, 为公司未来资本运作打开想象空间。H股私有化正处于境外融资收购H股阶段, 我们预计今年底或明年年初可以完成, 将成为公司股价新一轮上涨的重要时间窗口。
- 信托业绩平稳, 业务转型与资本运作或将打开盈利空间。今年受非金融主业盈利下滑的影响, 公司业绩同比回落的可能性较大。但是, 如果按照我们的判断, 公司明年能够H股私有化完成, 业务转型, 聚焦金融业, 以及进行金控平台的重点打造, 盈利将有显著的增幅。

评级面临的主要风险

- H股私有化、业务转型, 及后续金控平台资本运作未能实现;
- 现有业务盈利表现大幅低于预期。

估值

■ 目前A股中信托公司估值水平较低, 14年为19倍左右, 而金控平台类公司估值较高, 14年为38倍左右, 公司14年预测市盈率为21倍, 金控平台发展思路已逐步清晰, 估值还有较大提升空间。我们假设公司2015年完成H股私有化、业务转型和金控平台的相关资本运作, 2015年, 金控类A股预测市盈率平均34倍, 如果非常保守给予20倍估值水平, 合理股价应在22.00元左右。因此, 我们首次覆盖给予经纬纺机买入评级, 目标价为22.00元, 距目前股价有40%以上的上升空间, 强烈推荐。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(人民币 百万)	8,677	10,558	10,761	12,326	13,516
变动(%)	(15)	22	2	15	10
归母净利润(人民币 百万)	430	592	496	763	1,269
变动(%)	0	0	0	1	1
净资产收益率(%)	11	17	16	17	16
全面摊薄每股收益(人民币)	0.7	0.84	0.71	1.08	1.80
变动(%)	(14)	20	(16)	54	66
全面摊薄市盈率(倍)	12.50	9.08	21.89	14.24	8.56
每股净资产(人民币)	6.68	7.26	7.97	9.05	10.86
价格/每股净资产(倍)	2.33	1.05	1.96	1.73	1.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	1.97	1.52	3.32	2.78	1.97

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

经纬纺机—恒天金控平台的终极映射?	3
中植集团—共享混合所有制金控盛宴?	8
业绩：信托业绩平稳，业务转型与资本运作或将打开盈利空间	13
估值及投资建议	15
研究报告中所提及的有关上市公司	17

经纬纺机——恒天金控平台的终极映射？

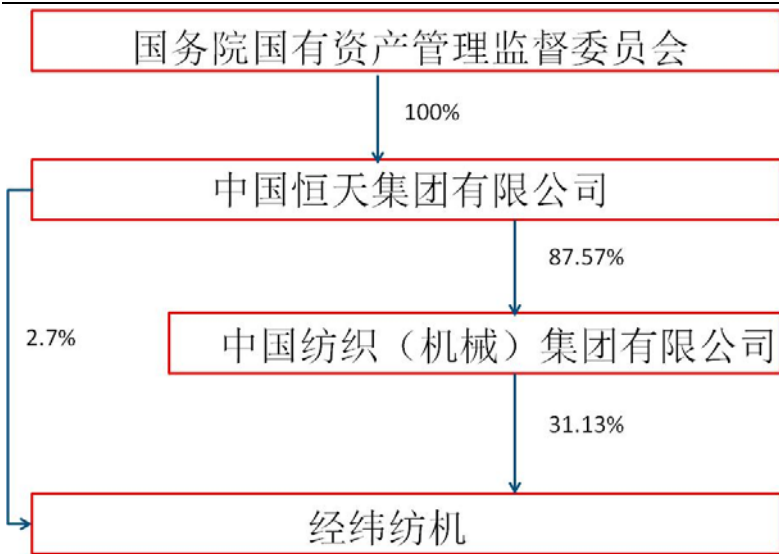
金控平台发展思路日渐清晰

公司概况

经纬纺机是一家以纺织机械为主业，兼营商用汽车、医疗设备、农用机械以及金融信托的国家高新技术企业，是中国最大的棉纺织成套设备供应商。在做强做优纺机主业的同时，公司还积极拓展新业务领域，2010年7月受让中融信托36%股权，开始进军金融业务，目前已形成了以纺机主业为核心、非纺机械（商用汽车、医疗设备、农用机械）、金融信托及股权投资共同发展的业务格局。截至2014年中期，公司总资产达199.3亿，净资产52.52亿，实现营业收入和净利润24.27亿和2.17亿。

恒天集团及其控股公司中国纺织（机械）集团共持有经纬纺机33.83%股权，是经纬纺机实际控制人。恒天集团是国资委监管的国有独资大型企业集团，注册资本27.59亿元，以纺织机械、纺织品服装和贸易为主业，拥有直属二级子公司10家；三级以上全资及控股企业88家，其中5家为A、B、H股上市公司。因此，经纬纺机是央企控股的上市公司。这一背景也在公司收购中融信托股权中起到重要作用。

图表 1.经纬纺机股东结构图



资料来源：公司公告，中银国际研究

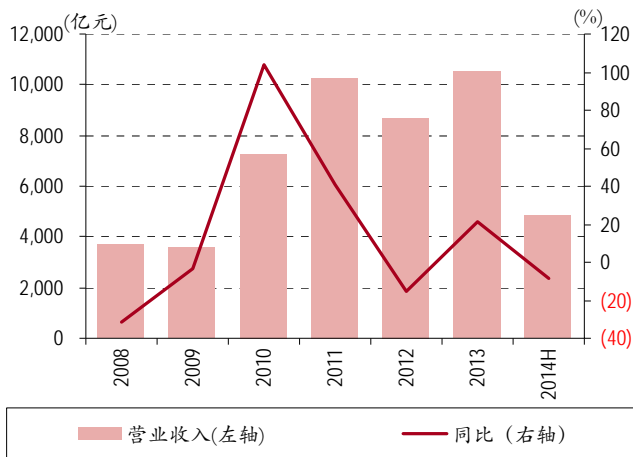
非金融主业景气下滑，倒逼企业加速转型

2008年金融危机对国内纺织业造成了较大负面冲击，作为纺织业下游的纺机行业市场需求疲软，2009年公司营业收入和营业利润都陷入低谷。金融危机后，国内一系列刺激政策的出台，使得纺机业务有过短暂的回暖，但是11年以后再度走弱，并出现亏损，由于承担了收购中融信托增加的财务费用，亏损幅度加大。除纺机外，公司汽车等其他非金融业务发展暂时也没有形成有效的盈利增长点。下表是我们粗略估计的历年各业务板块对公司利润贡献情况，仅供参考。

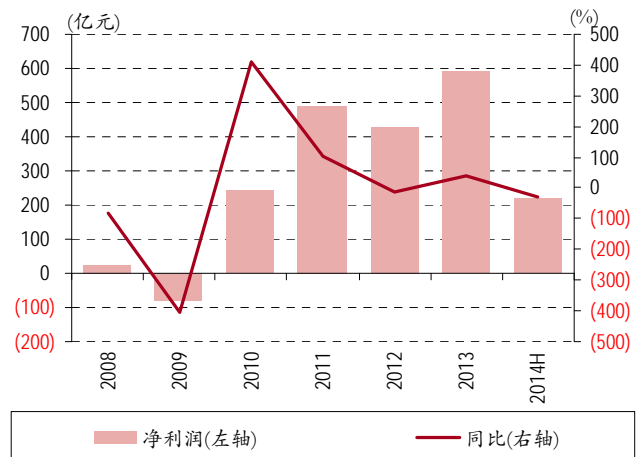
图表 2.各业务板块对净利润贡献情况

(人民币, 百万)	2011	2012	2013	2014 年上半年
经纬纺机净利润	490.79	430.24	591.78	217.13
中融信托净利润	1,053.16	1,524.31	2,048.95	1,107.67
中融信托业绩贡献	379.14	557.90	749.92	415.04
非金融业绩贡献	111.65	(127.66)	(158.14)	(197.91)
经纬纺机财务费用	73.77	140.15	148.56	99.85
剔除财务费用的非金融业绩贡献	166.98	(22.54)	(46.72)	(123.03)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究估算

图表 3.经纬纺机历年收入及增速


资料来源: 万得, 中银国际研究

图表 4.经纬纺机历年净利润及增速


从中国经济转型的大趋势判断, 公司的非金融主业在未来较长一段时期内, 景气难以显著回升, 或将倒逼公司加速业务转型的步伐。继 10 年收购中融后, 中融信托又先后与中植集团子公司、道富环球投资管理亚洲有限公司合作设立了恒天财富、道富基金管理有限公司, 随后道富基金又出资设立了全资子公司道富资产管理有限公司, 在金融业务上布局更趋多元化, 金融控股平台雏形若隐若现。

图表 5.公司在金融业务领域的拓展情况

取得时间	公司名称	取得方式	股权比例 (%)	主营业务	2013 年净利润 (百万元)
2010 年 1 月	中融信托	收购	36	信托业务	2,048.95
2011 年 4 月	恒天财富	新设参股	20	第三方理财	109.27
2012 年 11 月	道富基金管理有限公司	新设控股	51	基金管理	(63.95)
2012 年 11 月	道富资产管理有限公司	新设控股	100	资产管理	(0.77)

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

以锦龙股份金控之路为样本, 后续聚焦金融主业可能性增大

锦龙股份最近十余年的发展顺着两条主线推进: 剥离、吸纳。简单的两个策略彰显公司经营的大智慧: 及时吸纳帮助公司在沿革路上充分分享各阶段高收益主题的行业红利, 未雨绸缪的高点剥离保障了公司产业升级与资产优化的充裕资金来源。

剥离之路——把握周期，低买高卖

2000年，东莞市新世纪科教拓展公司作为新控股股东入驻；2006年3月27日，公司实施股权改革方案，其后稳步推进公司的战略转型和资产优化升级。

2001年末，公司经营范围变更为纺织、化纤长丝生产以及房地产开发。在充分分享纺织业高速增长利益的同时，极具前瞻性的开始涉足房地产业。

2004年末，公司经营范围变更为实业投资及房地产开发。公司整体转战房地产市场。同时，开展自来水业务，控股清远市3家自来水公司，参股2家自来水供水、安装工程公司。

时至2007年，公司主营业务分布为房地产开发、自来水生产和供应、化纤长丝生产销售及酒店业务等。此后，公司战略转型拉开帷幕，低效资产剥离积极推进。公司判断到房地产行业景气转向，于2008年底溢价转让东莞市金舜房地产投资公司及清远市锦龙正达置业有限公司各51%股权，借此，公司资本实力进一步加大，为进军金融业初备粮草。

2008年-2009年，进一步转让锦龙正荣房地产开发有限公司和锦龙正达置业有限公司股权。

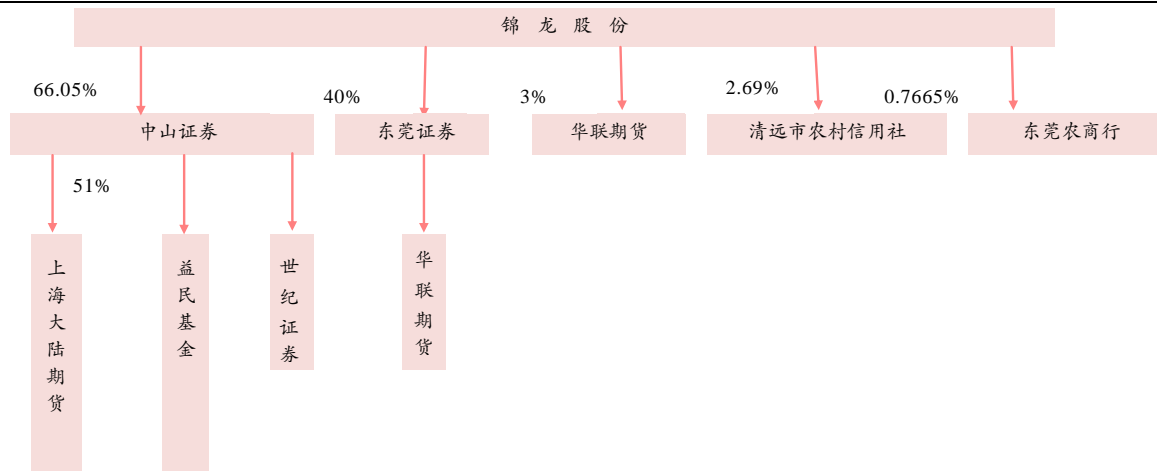
2014年，公司如火如荼进军金融业的同时，开始新一轮剥离资产，3月公告，拟将所持有的清远市自来水有限责任公司80%股权转让给控股股东东莞市弘舜实业发展有限公司，回笼资金3.16亿元。公司专注金融主业的战略思路更加清晰。

吸纳之旅——确定目标，坚定推进

从公司近几年的公开财报显示，公司一直具备通过收购金融股权的方式以整合金融资产的目标动机，期间即使遭遇波动与搁浅，仍坚定不移，最终稳步推进，战略布局俨然成型。

2007年中期，公司开始逐步收购东莞证券股权，单此方案几经周折，最终于2009年得以通过，获得东莞证券40%股权，其作为优质地方性券商，成长性优异，资质不俗，盈利能力高于公司此前业务。东莞证券于2007年还收购了华联期货经纪有限公司49%股权。此外，公司于2009年4月份从东莞市顺通实业投资有限公司受让3%华联期货股权。锦龙股份直接及间接控制华联期货24.85%股权。

2013年3月，公司发布公告，以259,550万元现金收购中山证券66.0517%的股权，以16,120万元现金收购东莞农商行0.7665%的股权。2013年9月底，公司收购中山证券控股权完成。本次收购与剥离，公司又一次实现了转身，目前已具金融控股公司雏形，成为以证券（中山证券）业务为主，银行、期货等业务为辅的综合金融平台。

图表 6. 锦龙股份金融子公司结构


资料来源：公司公告，中银国际研究

以锦龙股份的发展之路为样本，我们认为，经纬纺机的金控之路也很有可能通过业务转型，继续收购金融资产来实现，届时，公司获得在手资金进一步充实，盈利情况也将得到明显改善，建议投资者密切关注。

变身金控平台，估值上升空间打开

由于 10 年收购中融以后，公司净利润基本由中融信托贡献，市场一般将公司定位为信托公司。A 股同类公司还有安信信托、陕国投 A、爱建股份等。

近年来，信托业刚性兑付的“潜规则”引发了信托业的爆发式增长，但随着行业规模不断扩大，刚性兑付难以长期持续，未来依靠配套机制并通过市场的力量，打破刚性兑付是大势所趋。而信托行业集中度低、竞争激烈，行业发展正面临瓶颈，二级市场估值难于提升。

而市场上几家金控模式或金控预期的公司估值水平总体高于信托公司水平，如锦龙股份、中航资本、宏源证券。经纬纺机今年金控发展思路逐步清晰，因而股价稳步上涨，估值较往年有显著提升。但是就目前的水平而言，仍有上升空间，特别是与发展思路相近的锦龙股份还有较大的差距。

图表 7.A 股同类公司估值比较

(倍)	市盈率 (14 预测)	市净率 (最新)
经纬纺机 (中银国际预测)	21	1.89
安信信托	14.75	7.97
陕国投 A	22.52	2.70
爱建股份	19.95	2.60
信托平均	19.07	4.42
锦龙股份	45.19	7.12
中航资本	19.34	2.99
宏源证券	50.24	3.46
金控平均	38.25	4.52

资料来源：万得，中银国际研究

H 股私有化为打造金控平台腾挪资本运作空间

H 股私有化方案简介

2013 年 12 月 11 日，公司因重大事项停牌，并于 2014 年 3 月 21 日公告复牌。

公司公告，公司实际控制人恒天集团正认真考虑通过一家已有或新设境外子公司（下称“恒天境外公司”）对公司全部已发行 H 股提出全面收购要约。目前公司共有发行在外 H 股 1.808 亿股，公司实际控制人和大股东不持有任何 H 股。

收购价格：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%。

资金来源：境外融资。

H 股私有化后安排：若本次要约收购最终得以完成且公司 H 股退市，则公司 H 股股份性质变更为国有公司（恒天集团）控股的境外公司（恒天境外公司）持有的退市外资股份。恒天集团仍在考虑本次要约收购完成后对该等股份的安排，恒天集团预计短期内仍由恒天境外公司持续持有该等外资股份，并将择机根据届时有效的法律法规进行妥善安排。

恒天集团绝对控股，资本运作想象空间加大

恒天集团通过其持股 87.57% 股权的中国纺机持有公司 A 股股票 238,207,179 股，占公司全部已发行 A 股的 45.52%，及公司已发行股本总额约 33.83%。恒天集团及中国纺机不直接或间接拥有任何 H 股权益。

如果恒天集团将 H 股私有化收购，恒天集团及其附属公司合计持有公司的总股数将由 238,207,179 股上升为 419,007,179 股，持股比例将由 33.83% 上升至 59.51%，绝对控股公司。

而且，恒天集团为本次收购支付了约 12 亿人民币（含各种中介费和融资成本），高额收购成本也为公司未来资本运作打开想象空间。

公司股权比例提升，在后续资本运作中也更加游刃有余，可以减少持股比例稀释导致控制权流失的风险。

图表 8. 如 H 私有化成功，公司前后股权比例对比

股份持有者	本次要约前股权结构			本次要约后股权结构		
	A 股股数	H 股股数	占总股本比例(%)	A 股股数	H 股股数	占总股本比例(%)
中国恒天集团有限公司	19,012,505		2.70	19,012,505		2.70
中国纺织机械（集团）有限公司	219,194,674		31.13	219,194,674		31.13
恒天境外公司					180,800,000	25.68
其他流通股东	285,122,821	180,800,000	66.17	285,122,821		40.49
合计	523,330,000	180,800,000	100	523,330,000	180,800,000	100

资料来源：公司公告，中银国际证券研究部

H 股高折价消除，估值提升动力十足

公司在 H 股和 A 股同时上市，公司总股本 7.0413 亿股，其中 H 股（简称经纬纺织机械，代码 0350）1.808 亿股，A 股 5.2333 亿股。受 H 股流动性、投资者对公司行业定位等因素影响，长期以来，公司 H 股和 A 股之间的差价高达 50% 左右。H 股的高比例折价在较大程度上抑制了 A 股股价的上涨空间。因此，H 股的私有化也将成为公司 A 股股价和估值提升的又一动力源泉。

目前，H 股私有化正处于境外融资收购 H 股阶段，我们预计今年底或明年年初可以完成。H 股私有化的完成，意味着公司全面打造金控平台的开始，意义重大，将成为公司股价新一轮上涨的重要时间窗口。

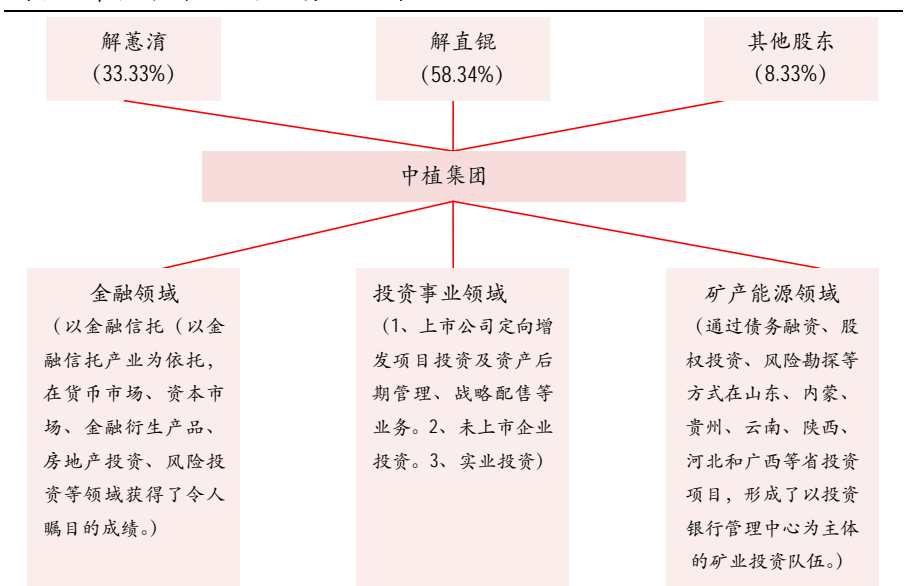
中植集团——共享混合所有制金控盛宴？

以“中融信托”为资本纽带的民营金融企业集团

业务概况

中植集团创建于1995年4月，是一家多元化经营的大型民营企业集团。中植集团注册资本12亿元，目前资产达191.6亿元，主要从事金融、投资、矿业能源三大产业。近年来随着不断发展，中植集团实力持续壮大，在全国有30多个全资子公司和控股公司，业务遍布北京、上海、山东、辽宁、云南、黑龙江、河南、安徽、内蒙古、广西等省市。

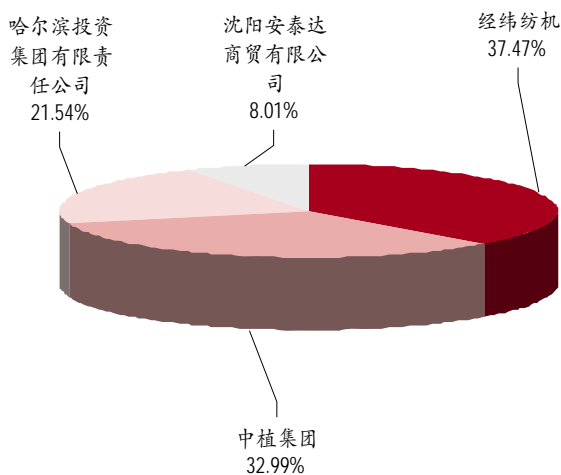
图表 9. 中植集团股权和业务结构图



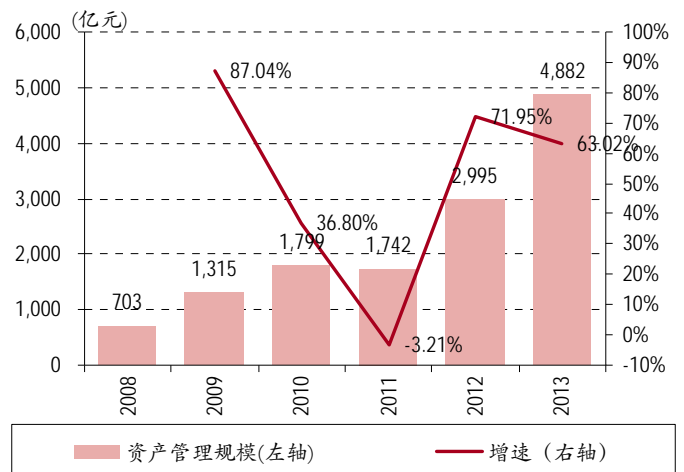
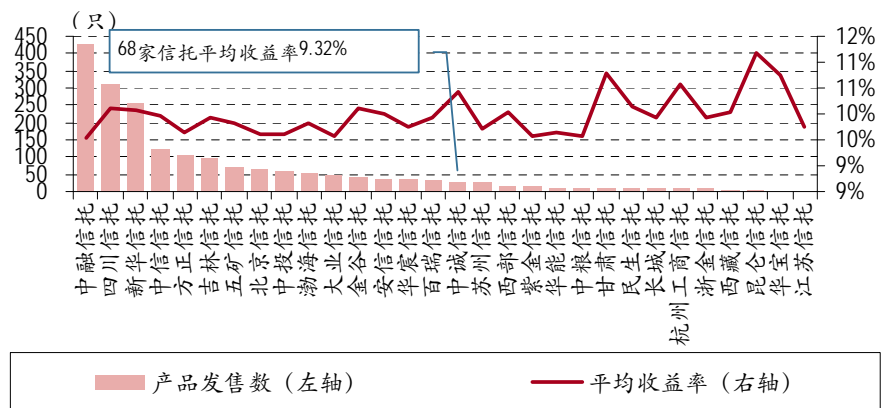
资料来源：中银国际研究

根据中植总裁王伟近期在参加21世纪传媒集团举办的“金融与互联网融合”大会上的介绍，中植集团在资产管理业务上布局广泛，共分为并购、信托、财富管理、矿业、新金融、基金六大板块。

信托板块是公司历史最长的板块。核心资产是中融信托，原为民营企业中植集团（全称“中植企业集团有限公司”）的绝对控股公司，中植集团持有中融信托67.69%的股权。2010年，中植集团将36%的股权转让给经纬纺机，公司成为中融信托的第一大股东，中植集团股权比例32.986%，位居第二。中融信托以产品创新能力强与较高的风控水平著称，2012年和2013年都实现了60-70%的高速扩张，目前资产规模达到5,800亿元左右，占全国总规模约4.65%，在信托行业排名第二。据格上理财网站统计，中融信托是产品发售只数最多的公司，其平均收益率水平也高于行业平均水平。

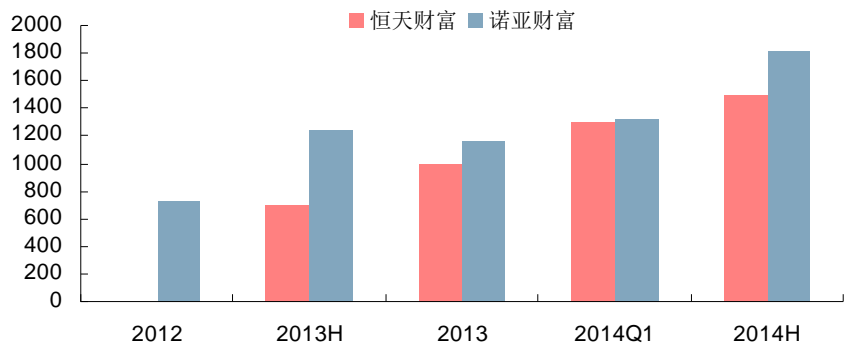
图表 10. 中融信托股权结构


资料来源：万得，中银国际研究

图表 11. 中融历年资产管理规模及增速

图表 12. 格上理财信托公司排名情况 (产品发售只数前 30 名)


资料来源：格上理财网，中银国际研究部

财富管理板块最早是与诺亚财富合作的，后来中植集团先后成立了恒天财富、大唐财富、新湖财富和高晟财富 4 家第三方财富管理公司，2013 年总共发行规模 1,700 亿，基本上占据了国内第三方理财产品市场 50% 以上的份额。其中的恒天财富由中融信托私人银行部转制而来，2011 年成立，注册资本金 5,000 万元，股东包括经纬纺机（持股 20%）、北京祥泰源控股有限公司（中植集团控股子公司，持股 20%）、管理层股东（35%）、国际知名投资银行 KKR（持股 18%）。成立以来，资产管理规模扩张非常快，是中植集团资产管理规模最大的财富管理公司，目前已经可比肩行业老大诺亚财富。截至 2014 年 2 季度末，恒天财富已为近 30,000 个高净值家庭提供了平均年化收益率超过 10% 的投资机会，各类理财产品均实现按期、足额兑付，兑付率 100%；累计管理资产规模突破 1,500 亿元人民币，受到逾 60 万名高端客户的持续关注。

图表 13.恒天财富与诺亚财富资产管理规模比较 (亿元)


资料来源：公司公告，中银国际研究

并购板块主要业务包括收购与兼并、直投等，不仅为未上市企业解决了在发展过程中的融资难题，而且通过资本市场的并购重组和产业整合，为优势企业的产业扩张、产业升级提供了便捷的条件和平台。公司并购业务 08 年开始起步，近两年进入快速发展阶段，我们从媒体报道中也不难发现，多宗并购案例中都有中植集团的身影。

新金融板块主要分成四类：一是短融平台，目前主要是典当业，中植在 08 年创立了中泰创展控股有限公司，致力于在中国做典当连锁经营，目前已经拥有了 37 家典当行，成为全国典当行业龙头企业，目前正在谋求香港 IPO；二是融资融券，业务方向包括政府公共资产的盘活、国有资产负债率的降低、用投行的手段解决境内外资产的配比三方面，中植集团近两年在积极与各地方政府、企业集团合作区域租赁业务，依托与央企、国企的长期合作积累，公司在融资租赁领域业务前景乐观；三是保理业务，目前已经有两家保理公司，正在筹备第三家，主要是通过保理公司来盘活应收帐款的周转率，与电商合作较多，如京东、携程等，会伴随电商快速发展而显现出良好的成长性；四是期货，公司目前致力于期货融资、期货理财方面。

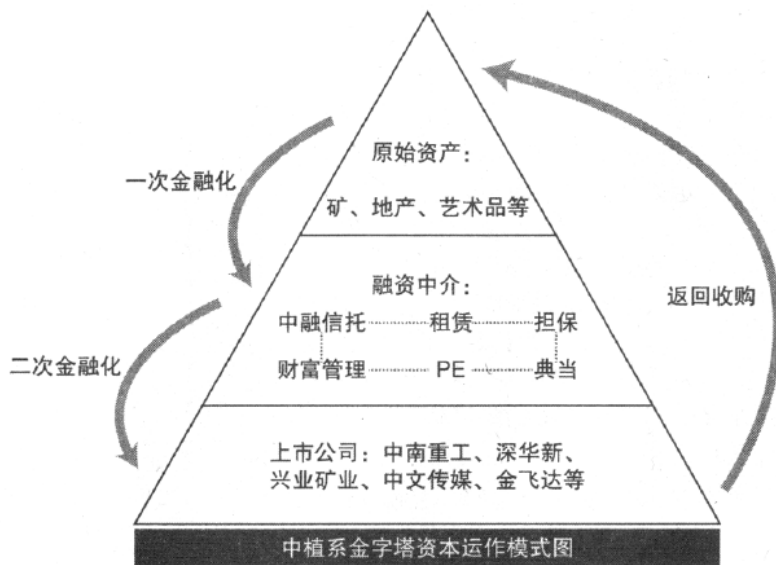
基金管理板块，分为公募基金和私募基金，公募基金正处于初步发展阶段，私募基金主要是做 A 股定增。

矿业板块，主要是以金矿、铜矿和稀有金属矿风险勘探为业务模式，财务投资为方向。

中融信托之于中植集团——资本纽带，业务协同

中融信托之于中植集团并不仅仅是一个信托业务载体和利润贡献者，更为重要的是，运用信托产品工具，充当着原始资产金融化，以及集团资本运作的融资平台，起到资本中介的作用，同时也与租赁、典当、财富管理等其他融资中介业务形成了良好的协同作用，呈现“金字塔”式的资本图谱。当然，这一循环模式并不是全封闭的，中植集团在业务拓展上，非常注重与政府部门、有实力的企业集团合作运营，比如与恒天集团、经纬纺机在中融信托上的股权与业务合作；财富管理方面与经纬纺机、大唐国际发电、新湖集团的合作；融资租赁方面与华西集团及其他地方政府的合作等等，不断为中植资本循环体系输送“新鲜血液”。鉴于中融信托在中植集团业务运营中的关键性作用，我们认为，对中融信托的相对控制权仍将是中植集团未来业务开展中不可或缺的部份。

图表 14. 中植系“金字塔”资本运作模式图



资料来源:《上海证券报》“解构中植系”, 中银国际研究

与经纬的“亲密接触”与“不了情”

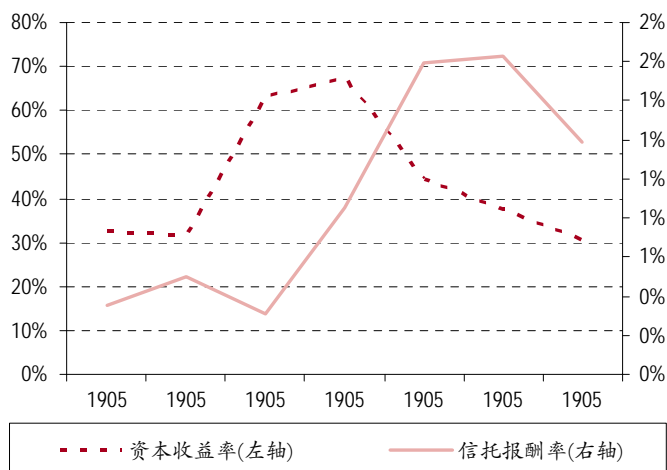
2010年, 中植集团让出对中融信托的绝对控股地位, 将36%的股权转让给经纬纺机, 自身持股比例降至32%, 曾引起市场的特别关注和猜测。转让后中融的发展和相关资本运作印证了中植本次决策的合理性: 1、尽管控制权归属经纬纺机, 但是中融信托的核心管理层仍由中植集团派出, 经营管理思路和激励机制(民营背景机制灵活, 其项目承包制、合伙人制度一直为业界称道)保持一贯性, 同时, 双方股权比例较为接近, 两方权力趋于平衡, 经营管理层的独立性和中立性得到满足, 有助于更好发挥其专业性, 从而推动业务发展; 2、中融信托归入恒天集团麾下, 央企背景下项目资源更为充沛, 同时, 其信托产品获得央企“背书”, 竞争力将明显提升, 更加有利于中植“金字塔”的多业务协同; 3、中融信托的可持续发展也需要强大的资本支持, 经纬纺机的上市公司平台, 也为中融提供了有效的融资途径。

图表 15. 中融信托资产及盈利从初创爆发增长过度到平稳快速增长



资料来源: 万得, 中银国际研

图表 16. 中融信托收益质量总体稳中有升



而对于经纬纺机来说，也是收获颇丰：1、金融危机爆发，纺机主业一直走下坡路，08、09年出现大幅亏损（扣非后），提升业绩和转型需求迫切，而中融信托业绩一直稳步增长，注入后实现了业绩的大反转；二是中融信托灵活的经营管理和激励机制，也为央企注入活力，起到示范和带动作用；三是中植“类金控”的运作经验，平台资源都将助力经纬纺机金控平台的打造。

从上文的分析中不难看出，中植集团与经纬纺机在业务上的密切合作对双方金融平台的打造均有积极意义，因而，经纬纺机在后续打造金控平台的道路上，或将始终伴随着中植集团的身影。从中植集团以往资本运作的习性，以及经纬纺机金控平台打造的方式来推测，股权交易仍可能是双方合作的主要路径。而“中融信托”作为双方金控和“类金控”发展的核心载体和纽带，或将在后续的资金运作中充当最为重要的角色。

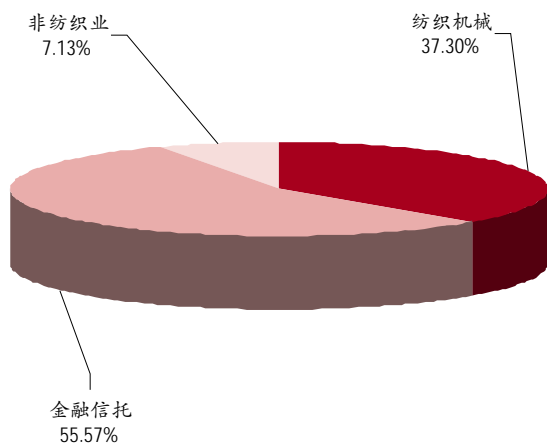
信托业在经过高速发展后，随着竞争的加剧、监管的加强和风险预期的加大，原有“类贷款”发展模式已经遭遇到发展瓶颈，亟待转型。就经纬纺机来说，2010年以来，信托业绩的成长速度也在下降，拓展多元金融业态，分散信托业风险是必由之路。目前中植集团金融业态较全面，在财富管理、租赁等领域双方均有各自的业务基础，相互融合难度小，很有可能成为经纬纺机未来资本运作，实现业务拓展的目标业务领域，后续相关资产注入值得期待。

业绩：信托业绩平稳，业务转型与资本运作或将打开盈利空间

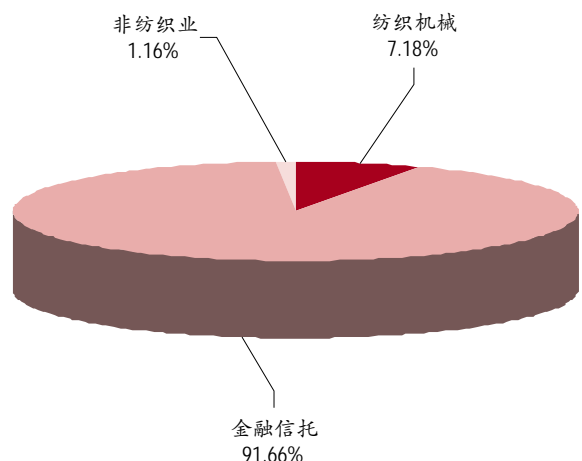
2014 年上半年业绩分析：信托盈利平稳，非金融业务亏损加剧

2014 年中期，经纬纺机实现营业收入 48.8 亿元，同比下降 8.66%；归属于母公司净利润 217 亿元，同比下降 28.62%；基本每股收益 0.31 元。公司现有非金融和信托两大主业，随着这两年纺机业务收入的下滑和中融信托收入的持续增长，两大业务就收入而言已差别不大。中融信托收入平稳，上半年实现净利润 11.08 亿元，同比增长 1.54%；但纺机等非金融业务受到生产成本相对刚性，及财务费用上涨的拖累，亏损有扩大的趋势。下半年中融信托预计业绩仍可保持平稳，全年有望保持在 20 亿元以上，而纺机、汽车等业绩（不考虑非经常性损益的情况下）虽已筑底，但是未来大幅增长的希望不大，**公司全面转型金融主业的愿望将更加迫切。**

图表 17.2014 年中期各业务板块收入占比



图表 18.2014 年中期各业务板块毛利占比



资料来源：万得，中银国际研究

盈利预测

由于未来资本运作具有不确定性，且没有具体的目标企业和盈利参考，我们本次盈利预测只考虑假设公司在 2015 年完成转型的情况，我们得到业绩预测如下：

图表 19 经纬纺机盈利预测

(人民币, 百万)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	8,677.40	10,558.28	10,760.81	12,326.29	13,516.34
增速(%)	(30.40)	21.68	1.92	14.55	9.65
营业总成本	7,005.23	8,143.16	8,164.53	9,045.30	9,984.31
增速(%)	(18.67)	16.24	0.26	10.79	10.38
净利润	430.24	591.78	496.44	763.14	1,269.86
增速(%)	(12.34)	37.55	(16.11)	53.72	66.40
每股收益(元)	0.700	0.840	0.705	1.084	1.803
市盈率(倍)	20.07	16.73	21.40	13.92	8.37
市净率(倍)	2.10	1.93	1.89	1.67	1.39

资料来源：公司公告，中银国际研究

此外，我们对中融信托的盈利预测如下表：

图表 20. 中融信托盈利预测（单位：人民币，百万）

信托业务假设	2012	2013	2014E	2015E	2016E
信托规模	299,486	488,232	600,000	690,000	759,000
手续费及佣金净收入	3,533.81	4,540.00	4,897.04	5,805.00	5,796.00
增速(%)	22.62	28.47	7.86	18.54	(0.16)
利息净收入	80.83	340.74	474.27	592.84	724.58
增速(%)	(15.11)	321.55	39.19	25.00	22.22
营业收入	3,808.93	4,897.46	5,369.11	6,395.41	6,517.91
增速(%)	30.16	28.58	9.63	19.11	1.92
净利润	1,524.31	2,048.95	2,237.08	2,714.86	2,814.62
增速(%)	44.74	34.42	9.18	21.36	3.67

资料来源：公司公告，中银国际研究

可以看到，今年受非金融主业盈利下滑的影响，公司业绩同比回落的可能性较大，如果未来不进行业务转型，业绩增长难以大幅提升，且财务费用负担上升也有可能加剧业绩增长趋弱。但是，如果按照我们的判断，公司明年能够H股私有化完成，业务转型，聚焦金融业，以及进行金控平台的重点打造，盈利将有显著的增幅。

估值及投资建议

根据我们上文的分析，目前A股中信托公司估值水平较低，14年为19倍左右，而金控平台类公司估值较高，14年为38倍左右，公司14年预测市盈率为21倍，金控平台发展思路已逐步清晰，估值有较大提升空间。我们假设**公司2015年完成H股私有化、业务转型和金控平台的相关资本运作**，2015年，金控类A股预测市盈率平均34倍，我们非常保守给予20倍估值水平，合理股价应在22.00元左右。因此，我们首次给予经纬纺机**买入**评级，目标价为22.00元，距目前股价有40%以上的上升空间，继续强烈推荐。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	8,677	10,558	10,761	12,326	13,516
减: 营业成本	4,198	4,815	4,745	5,160	5,949
减: 营业税金及附加	232	285	318	345	353
减: 营业费用	192	187	168	202	229
减: 管理费用	2,183	2,683	2,778	3,175	3,282
减: 财务费用	140	149	156	164	172
利息支出	0	0	0	0	0
减: 利息收入	0	0	0	0	0
加: 其他财务费用	140	149	156	164	172
减: 资产减值损失	58	25	0	0	0
加: 公允价值变动净收益	44	(11)	0	0	0
加: 投资净收益	73	(7)	(2)	(2)	(3)
其中: 对联营合营企业	1	38	(2)	(2)	(3)
投资收益					
营业利润	1,789	2,395	2,594	3,279	3,529
加: 营业外收入	121	91	0	0	0
减: 营业外支出	15	11	0	0	0
利润总额	1,895	2,475	2,594	3,279	3,529
减: 所得税	513	694	700	820	882
净利润	1,382	1,781	1,894	2,459	2,647
息税前利润	1,895	2,475	2,594	3,279	3,529
折旧摊销	166	201	175	203	214
息税折摊前利润	2,061	2,677	2,769	3,482	3,743
减: 少数股东损益	952	1,189	1,398	1,696	1,378
归属母公司所有者净利润	430	592	496	763	1,269
每股收益 (摊薄)	0.61	0.84	0.70	1.08	1.80
分红	70	70	25	38	63
NOPLAT	1,382	1,781	1,894	2,459	2,647
摊薄每股收益 (前复权)	0.61	0.84	0.70	1.08	1.80

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	11,165	14,370	15,714	18,399	21,043
现金	6,549	9,486	10,967	11,947	15,479
应收账款	699	779	465	1,130	594
其它应收款	463	311	279	422	335
预付账款	463	341	525	492	585
存货	1,485	1,620	1,100	2,197	1,474
其他	1,507	1,833	2,379	2,211	2,576
非流动资产	4,388	4,494	4,317	4,540	4,629
长期投资	218	172	170	167	165
固定资产	1,658	1,817	1,743	1,893	1,951
无形资产	506	581	568	627	663
其他	2,006	1,924	1,836	1,853	1,851
资产总计	15,553	18,863	20,031	22,939	25,672
流动负债	6,088	7,275	6,817	7,556	7,918
短期借款	1,456	1,946	1,706	1,702	1,784
应付账款	1,731	1,756	1,858	2,211	2,293
其他	2,902	3,574	3,253	3,642	3,841
非流动负债	1,399	1,388	1,191	926	688
长期借款	1,200	1,200	950	717	475
其他	199	188	241	209	213
负债合计	7,487	8,663	8,008	8,481	8,605
少数股东权益	3,366	5,086	6,484	8,180	9,558
归属母公司股东权益	4,700	5,114	5,540	6,277	7,508
负债和股东权益	15,553	18,863	20,031	22,939	25,672

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

锦龙股份 (000712.CH/人民币 18.57, 未有评级)

以 2014 年 10 月 28 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371