



买入

30% ↑
目标价格:人民币 25.00

经纬纺机

000666.CH

价格:人民币 19.25

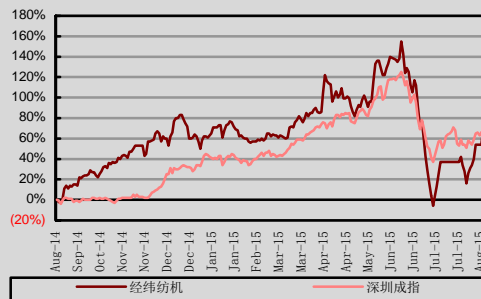
目标价格基础:市盈率

板块评级:增持

本报告要点

- H股私有化重新起锚
- 纺机主业下半年有望反转。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.8	23.6	(16.3)	71.3
相对深证成指	(11.9)	18.0	(5.8)	3.4

发行股数(百万)	704
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	5,649
3个月日均交易额(人民币 百万)	475
净负债比率(%) (2015E)	净现金
主要股东(%)	
中国纺织机械(集团)有限公司	31

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2015年8月14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

非银金融: 多元金融

魏涛, CPA

(8610)66229364

tao.wei@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514080004

郭晓露

(8610)66229361

xiaolu.guobj@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514120001

H股私有化再起锚, 纺机主业或迎反转

由于纺机主业下半年业绩可能反转, 我们认为公司今年有望实现 40%左右的业绩增长, 同时, 随着 H 股收购完成及后续资本运作的启动, 未来公司业绩增长空间巨大, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司近日连续发布控股股东中国恒天全面要约收购 H 股公告, 回购价格为 12 港元/股。本次新推出的要约收购方案, 收购价格较 2013 年的方案提升了 50%, 但是相较目前 A 股 19.25 元人民币的价格, 仍然折价近 50%。因此, 目前的收购对恒天来说仍具有较大的可操作性。另一方面, 随着 A 股市场、港股市场均已进入调整期, 我们认为也比较有助于收购的顺利推进。收购后恒天持股比例将提升到 59.51%, 绝对控股公司。一方面体现了恒天对公司发展的信心, 另一方面, 也让市场对后续可能的资本运作有更高的预期。
- 公司目前持有中融信托 37.47% 股权, 对公司盈利贡献度超过 100%。中融信托是信托行业龙头公司, 估计目前资产管理规模已接近 9,000 亿, 近两年信托行业景气度下降, 但中融信托业绩保持了稳步增长态势, 同时积极布局转型, 在财富管理、资产管理等方面成长较快, “金控平台”发展模式格局已现, 提升中长期竞争力。因而, 公司非常重视和支持中融信托的发展, 不排除在提升中融信托控制力上有更高的诉求。恒天对公司 H 股收购完成后, 中融信托依然有可能成为下一步资本运作中的重要角色, 建议投资者密切关注。
- 7 月公司签订《阿克苏华孚恒天色纺工业园项目投资协议》, 项目达产可实现产能为 20 万吨色纺纱线。预计 2015 年至 2019 年度期间涉及公司产品销售合计总金额大约在 12 亿左右, 约占公司 2014 年度经审计营业收入总额的 11.98%。同时, 随着公司纺机主业市场份额的不断提升, 整体订单情况有明显改善, 预计下半年也会体现在业绩中, 我们判断公司纺机主业虽然上半年出现较大亏损, 下半年将有扭亏可能。

评级面临的主要风险

- H 股收购不成功; 纺机主业下半年盈利表现低于预期。

估值及投资建议

- 我们预测, 2015~2017 年公司每股收益分别为 1.08 元、1.8 元、1.94 元, 15 年对应市盈率 17.82 倍, 与同类公司相比有估值优势。继续看好经纬纺机以中融信托为纽带的转型之路, 建议继续关注公司 H 股私有化进程, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(人民币, 百万)	10,558	10,013	10,975	12,508	13,946
同比(%)	22	(5)	10	14	12
归属母公司净利润(人民币, 百万)	592	542	757.86	1,268	1,428
同比(%)	38	(8)	40	67	13
净资产收益率(%)	12	10	12	17	16
每股收益(元)	0.84	0.77	1.08	1.80	2.03
每股净资产(元)	7.26	7.94	9.05	10.86	12.85
市盈率(倍)	22.92	25	17.82	10.69	9.48
市净率(倍)	2.65	2.42	2.13	1.77	1.50

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

H股私有化再起錨

公司近日连续发布公告，UBS代表公司控股股东中国恒天控股有限公司（下称“恒天”）就公司全部已发行H股提出附条件自愿全面要约，回购价格为12港元/股。从2013年底开始酝酿的H股私有化，一直受制于融资推进缓慢、港股价格持续上涨等因素，未能推出，这也成为去年以来压制公司股价的重要原因。2015年6月中旬以来，伴随市场大跌，公司A/H股价格均出现大幅调整，H股最低跌至4.71港元，为再度启动H股收购提供了大好机会。本次新推出的要约收购方案，收购价格较2013年的方案提升了50%，但是相较目前A股19.25元人民币的价格，仍然折价近50%。因此，目前的收购对恒天来说仍具有较大的可操作性。另一方面，随着A股市场、港股市场均已进入调整期，我们认为也比较有助于收购的顺利推进。

如果恒天将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。按照12港元/股的收购价计算，恒天本次收购成本达21.72亿港元（相当于约17.38亿元人民币），较原方案提高近50%。恒天愿意以较高成本继续收购公司H股，我们认为一方面体现了恒天对公司发展的信心，另一方面，也让市场对后续可能的资本运作有更高的预期。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。

中融信托平台价值可观

公司目前持有中融信托37.47%股权，对公司盈利贡献度超过100%。中融信托是信托行业龙头公司，估计目前资产管理规模已接近9,000亿，近两年信托行业景气度下降，但中融信托业绩保持了稳步增长态势，同时积极布局转型，在财富管理、资产管理等方面成长较快，“金控平台”发展模式格局已现，提升中长期竞争力。因而，公司非常重视和支持中融信托的发展，不排除在提升中融信托控制力上有更高的诉求。恒天对公司H股收购完成后，中融信托依然有可能成为下一步资本运作中的重要角色，建议投资者密切关注。

纺机主业下半年或显著复苏

今年7月17日，公司实际控制人恒天集团与华孚色纺股份有限公司（下称“华孚色纺”）、阿克苏地区行政公署三方签订《阿克苏华孚恒天色纺工业园项目投资协议》，项目规模为100万锭色纺纱及6万吨棉花染色，达产可实现产能为20万吨色纺纱线。根据协议本项目分三期建设，其中一期建设12万锭纺纱工厂已建成，二期建设36万锭纺纱及三期建设55万锭纺纱预计总投资额为38亿元人民币。预计2015年至2019年度期间涉及公司产品销售合计总金额大约在12亿左右，约占公司2014年度经审计营业收入总额的11.98%，且根据产品线配置的不同还有变化。从项目规划来看，预计2015年即可为公司贡献收入。

此外，随着公司纺机主业市场份额的不断提升，整体订单情况有明显改善，预计下半年也会体现在业绩中，我们判断公司纺机主业虽然上半年出现较大亏损，下半年将有扭亏可能。

中银国际观点：业绩快速增长可期，H股私有化打开资本运作空间

我们预测，2015~2017年公司每股收益分别为1.08元、1.8元、1.94元，15年对应市盈率17.82倍，与同类公司相比有估值优势。继续看好经纬纺机以中融信托为纽带的转型之路，建议继续关注公司H股私有化进程，维持**买入**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	10,558.30	10,013.39	10,974.98	12,507.51	13,945.90
营业成本	4,815.12	4,211.03	4,132.50	4,876.35	5,541.83
营业税金及附加	285.09	294.60	330.11	367.15	397.65
营业费用	186.51	218.77	184.15	217.02	260.50
管理费用	2,682.74	2,693.25	2,933.17	3,218.22	3,465.51
财务费用	148.56	207.04	217.39	228.26	239.67
资产减值损失	25.14	50.93	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(11.12)	117.2	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(7.03)	276.86	97.16	106.87	117.56
营业利润	2,394.89	2,733.11	3,177.65	3,600.49	4,040.73
营业外收入	91.11	70.62	135.00	160.00	150
营业外支出	10.55	13.63	0.00	0.00	0.00
利润总额	2,475.45	2,790.1	3,312.65	3,760.49	4,190.73
所得税	694.29	787.59	932.10	1,059.81	1,180.12
净利润	1,781.16	2,002.51	2,380.55	2,700.68	3,010.62
少数股东损益	1,189.38	1,460.67	1,622.69	1,432.64	1,582.23
归属母公司净利润	591.78	541.84	757.86	1,268.04	1,428.39
每股收益(摊薄)(元)	0.84	0.77	1.08	1.80	2.03

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	14,369.88	15,599.67	18,171.93	19,047.53	19,713.11
现金	9,486.46	5,232.10	7,089.10	7,269.22	6,530.14
应收账款	778.56	769.99	749.11	765.89	761.66
其它应收款	311.44	329.10	308.16	316.23	317.83
预付账款	341.12	527.09	443.79	437.33	469.41
存货	1,619.57	1,542.27	1,548.81	1,570.22	1,553.76
其他	0.33	30.81	10.56	13.90	18.42
非流动资产	4,493.61	5,714.95	5,648.93	5,770.21	5,847.89
长期投资	239.29	337.78	337.78	337.78	337.78
固定资产	1,816.94	1,857.06	1,777.39	1,817.13	1,817.19
无形资产	566.51	589.48	589.48	589.48	589.48
其他		750.00	750.00	750.00	750.00
资产总计	18,863.49	21,314.62	23,820.86	24,817.74	25,560.99
流动负债	7,275.34	7,710.24	7,688.62	8,105.44	8,368.61
短期借款	1,945.50	2,344.85	2,579.34	2,837.27	3,121.00
应付账款	1,755.53	1,439.10	1,641.78	1,612.14	1,564.34
其他	329.99	305.61	326.62	320.74	317.66
非流动负债	1,387.88	1,584.89	1,608.38	1,600.47	1,597.91
长期借款		200.00	200.00	200.00	200.00
其他	112.07				
负债合计	8,663.22	9,295.13	9,297.00	9,705.91	9,966.53
少数股东权益	5,086.20	6,428.57	7,944.78	7,051.57	5,872.72
归属母公司股东权益	5,114.07	5,590.92	6,579.08	8,060.25	9,721.74
益					
负债和股东权益	18,863.49	21,314.62	23,820.86	24,817.74	25,560.99

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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，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