

# 离开 H 股，成就更好的自己 买入（首次）

2015 年 12 月 9 日

## 投资要点

- **纺织机械传统主业低迷推动公司转型升级。**公司以纺织机械为传统主业，兼营金融信托、商用汽车业务。构建三大板块多元化业务格局。随着国内纺机市场整体规模下滑，公司 2010 年从中植企业集团有限公司受让中融国际信托 37.47% 的股权，成为其实际控制人正式进入金融信托行业。公司传统纺织业自 2012 年以来持续亏损，目前公司主要盈利点来自信托业务，利润贡献超 100%。
- **信托牌照再次凸显价值，中融信托率先转型规模领先。**信托行业 11-12 年经历快速成长，但 13 年开始券商资管与基金子公司的创新进程明显加快规模大增，分食信托业务，信托规模增速大幅下降。然而今年 7 月股市大跌以来，伴随市场由加杠杆进程转向降杠杆，券商创新基本停滞。未来一段时间券商等金融机构合规风控是主旋律，监管趋紧。在此背景下信托牌照再次凸显价值，信托可开展业务范围广泛，几乎涵盖全部金融业务，迎来新的发展契机。中融信托率先向综合资产管理转型，2014 年末信托规模为 7106 亿，全国排名第二，15 上半年信托资管规模增长 29.3%，远超行业平均。
- **H 股回购后恒天集团绝对控股，加强资本运作潜力。**公司实际控制人恒天集团自 2014 年 3 月公司公告提出 H 股回购以来，经历了长达一年半的不懈努力，经纬纺机 H 股回购终于在 2015 年 11 月获得股东大会通过。我们认为公司进行 H 股回购主要出于两方面的考虑：一是 H 股价格长期低于 A 股；二是回购 H 股股权后，经纬纺机实际控制人恒天集团持股比例将增加至 59.51%，绝对控股地位加强后续资本运作潜力。

## 盈利预测及投资建议

预计 15、16、17 年归属上市公司净利润分别为 7.03、8.18、9.31 亿，对应 EPS1.00、1.16、1.32 元。公司目前信托业务业绩贡献超过 100%，预计 2016 中融信托净利润 31.85 亿元，按目前经纬纺机持股比例贡献业绩 11.9 亿元。不考虑传统纺机业务亏损拖累，仅信托业务部分目前估值仅 14 倍 16PE，已接近目前中小银行 10 倍左右 PE，估值提升空间显著。首次覆盖给予“买入”评级，给予 20 倍目标 16PE（仅信托业务），对应目标价 34 元。

## 风险提示

信托行业政策监管趋紧；中融信托业务转型未达预期；H 股收购进程不顺利。

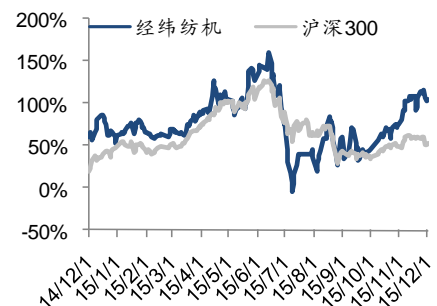
首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001  
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业资格证书号码: S0600515050002  
wangwy@dwzq.com.cn

## 行业走势



## 市场数据 (12月7日)

收盘价 (元)	23.68
一年最低价/最高价	9.60 / 29.68
市盈率	20.00
流通 A 股市值 (百万元)	6949.8

## 基础数据

每股净资产 (元)	8.50
资本负债率 (%)	49.07
总股本 (百万股)	704.13
流通 A 股 (百万股)	293.49

## 目录

<b>1. 经纬纺机：多元化经营转型可期</b> .....	<b>4</b>
1.1. 纺机龙头转型多元经营 .....	4
1.2. 传统纺机业务或迎业绩拐点 .....	6
1.3. 实际控制人资本运作能力强劲 .....	7
<b>2. 信托牌照再次凸显价值，中融信托率先转型规模领先</b> .....	<b>8</b>
2.1. 信托行业：迎来发展新契机 .....	8
2.2. 中融信托：平稳中孕育转型 .....	10
<b>3. H 股回购：成就更好的自己</b> .....	<b>15</b>
3.1. 实际控制人开启 H 股私有化之路 .....	15
3.2. 释放估值潜力，彰显股东信心 .....	16
3.3. 积极探索混改，未来转型可期 .....	16
<b>4. 盈利预测</b> .....	<b>17</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

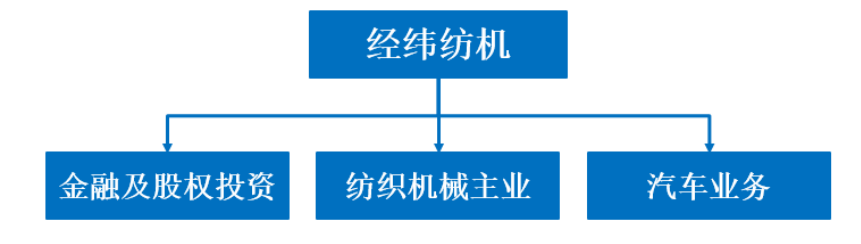
图表 1 : 经纬纺机业务结构 .....	4
图表 2 : 经纬纺机股权结构 .....	4
图表 3 : 2011-2014 年纺织机械行业收入 (单位: 亿元) .....	5
图表 4 : 经纬纺机转型路径 .....	5
图表 5 : 2011-2015.1H 公司营业收入结构 (单位: 亿元) .....	6
图表 6 : 2011-2015.1H 公司净利润构成 (单位: 亿元) .....	6
图表 7 : 2012-2014 年国产纺机出口额 (单位: 亿元) .....	7
图表 8 : 中国恒天旗下上市公司简介 .....	7
图表 9 : 11.Q1-15.Q3 信托资产及其同比增速 .....	8
图表 10 : 2012.Q1-2015.Q3 信托全行业经营收入及其同比增速 .....	9
图表 11 : 12.Q1-15.Q3 利润总额及其同比增速 .....	9
图表 12 : 中融信托四大股东介绍 .....	10
图表 13 : 中融信托主营业务介绍 .....	11
图表 14 : 注册资本 50 亿以上的信托公司排名 .....	11
图表 15 : 2014 年信托公司信托资产排行 TOP10 .....	11
图表 16 : 2010-2015.1H 公司营业收入及净利润 (单位: 亿元) .....	12
图表 17 : 中融信托 2014 年信托资产分布 .....	12
图表 18 : 2015-2017 年推动公司业务转型的三大板块 .....	13
图表 19 : 2014 年末中融信托子公司的基本情况 .....	14
图表 20 : 公司 H 股回购进程 .....	15
图表 21 : H 股私有化完成后公司股权结构图 .....	16
图表 22 : 2011 年以来经纬纺机 A 股、H 股股价走势及 H 股折价率 ..	16
图表 23 : 中国恒天近年来混合所有制改革实践 .....	17
图表 24 : 中融信托盈利预测 .....	17
图表 25 : 经纬纺机盈利预测 .....	17

## 1. 经纬纺机：多元化经营转型可期

### 1.1. 纺机龙头转型多元经营

经纬纺机是中国大型纺织机械制造商，以纺织机械为传统主业，兼营金融信托、商用汽车业务。公司通过构建“三大板块”（纺织机械、金融信托、商用汽车）和“六大单元”（棉纺机械、织造机械、纺机专件、捻线机械、经编机械、染整机械）的多元化业务格局，成为集科、工、贸、金融等多种经营为一体的企业集团。

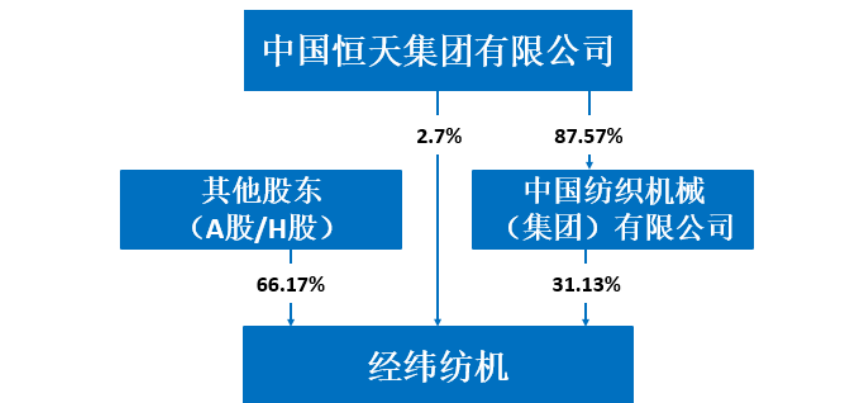
图表 1: 经纬纺机业务结构



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股票同时在 A 股、H 股市场上市（H 股即将退市），实际控制人为中国恒天集团有限公司（简称“中国恒天”），目前持股比例为 33.83%。公司下属主要子公司为中融国际信托有限公司，持股比例为 37.47%。

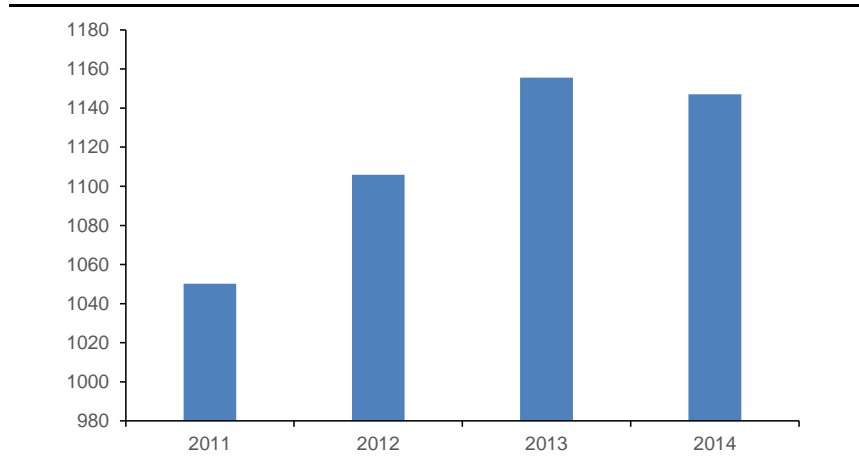
图表 2: 经纬纺机股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**纺织机械行业步入调整期。**我国纺机行业在经历了前几年的快速发展之后，逐步进入了市场低迷期。纺机行业整体收入在 2013 年达到顶峰的 1155.6 亿元后，开始回落。在经济转型的大环境下，要求纺机业能够在节能高效，信息化与环保等方面提供助力。

图表 3: 2011-2014 年纺织机械行业收入 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

**传统主业低迷推动公司转型升级。**随着国内纺机市场整体规模下滑,公司开启转型之路。2010 年,公司以 12 亿元从中植企业集团有限公司受让中融国际信托 37.47% 的股权,成为其实际控制人,正式进入金融信托行业。2013 年,公司完成对斯洛文尼亚 DURABUS 公司 51% 的股权收购以及对荷兰 GINAF 重卡项目的收购,迈出了拓展汽车业务板块重要一步。

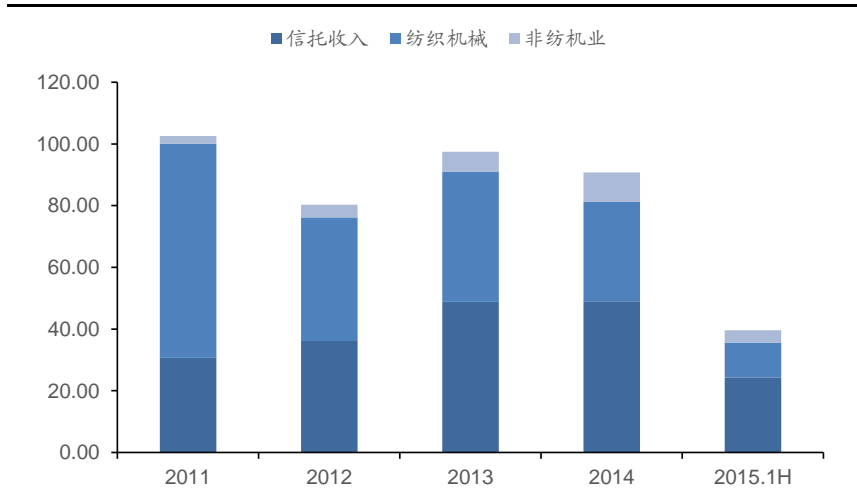
图表 4: 经纬纺机转型路径



资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

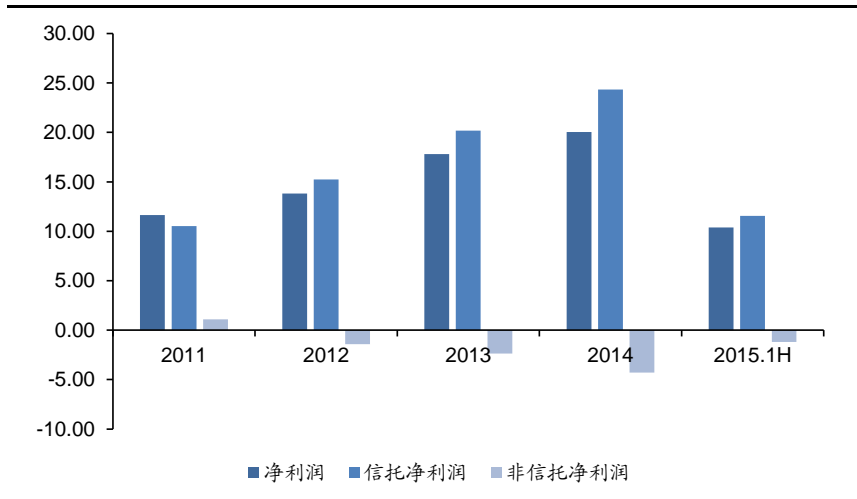
**收入结构多元化, 信托业务成为主要盈利点。**公司目前收入构成主要分为信托收入、纺织机械收入和非纺机收入, 其中信托收入逐年递增, 占比由 2011 年的 29.88% 提高至 2015 年上半年的 61.39%。利润方面, 公司收购中融信托后盈利能力提升, 2011-2014 年净利润持续增长, 其中信托净利润稳步增长, 成为目前公司主要盈利点。同时, 公司非信托业务 (传统纺织业) 自 2012 年以来持续亏损, 且亏损程度逐步扩大。随着公司主业逐渐向金融服务板块转移, 传统业务的转型和整合需求较为迫切。

图表 5: 2011-2015.1H 公司营业收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 6: 2011-2015.1H 公司净利润构成 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

## 1.2. 传统纺机业务或迎业绩拐点

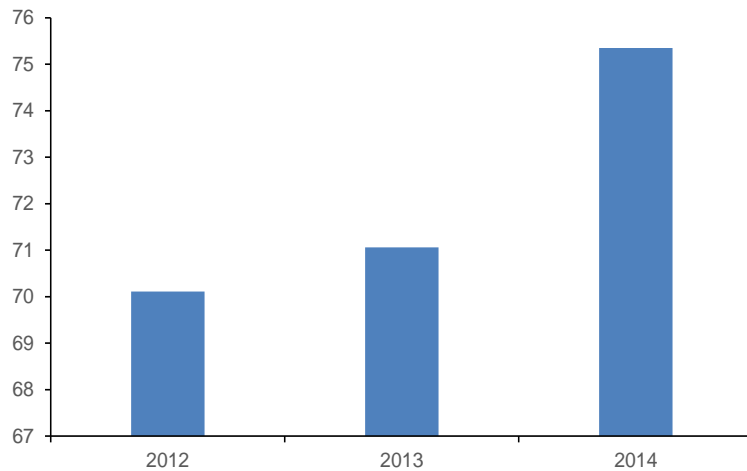
虽经历持续亏损, 公司仍然兼顾发展传统纺机业务, 力图减少亏损甚至实现扭亏为盈, 提升整体业绩。

**联手华孚色纺, 打造色纺工业园。**2015 年 7 月 18 日, 公司发布公告称, 中国恒天与华孚色纺及阿克苏地区行政公署签订三方协议《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。预计 2015-2019 年间, 该项目涉及公司产品销售合计总金额约 12 亿元, 占公司 2014 年收入的 11.98%。该投资项目或将带动公司 2015 年非信托业务亏损收窄。

**国产纺机出口增长, 行业或迎重大发展机遇。**近两年, 随着纺织机械制造水平不断提升及纺织企业向国外转移速度不断加快, 国产纺机出口量逐渐加大。数据显示, 2014 年国产纺织机械出口总额达到 75.35 亿元, 较 2012 年的 70.11 亿元增长 6.04%。随着经济全球化深入及国际市场规模不断扩大, 纺机业或将迎来重大发展机遇, 充分受益出口稳定增

长，同时引进国外先进技术、设备、人才和管理经验以提升经营能力。

图表 7: 2012-2014 年国产纺机出口额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

### 1.3. 实际控制人资本运作能力强

中国恒天财力雄厚，上市公司平台资源丰富。公司实际控制人中国恒天集团有限公司是由国资委监管的大型央企，成立于 1998 年 9 月，由原国家纺织工业部所属中国纺织机械（集团）有限公司、中国丝绸工业总公司、中国纺织工业对外经济技术合作公司、中国纺织机械和技术进出口有限公司、中国化纤总公司等组建而成。集团在 2013 年之前曾拥有 6 家境内外上市公司，现有 22 家二级子公司，总员工 5 万余人。

图表 8: 中国恒天旗下上市公司简介

经纬纺机	<ul style="list-style-type: none"> <li>实际控制人</li> <li>目前恒天旗下A股上市资产较好的一块</li> </ul>
凯马B	<ul style="list-style-type: none"> <li>实际控制人</li> <li>主营载货汽车、中小功率多用途柴油机、工程机械、机床等</li> </ul>
恒天天鹅	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司2015年被华讯方舟借壳上市，中国恒天为二股东</li> </ul>
立信工业	<ul style="list-style-type: none"> <li>实际控制人</li> <li>设计、制造和销售供纺织行业使用的燃整机械设备</li> </ul>
恒天海龙	<ul style="list-style-type: none"> <li>实际控制人</li> <li>目前停牌，拟重大资产重组</li> </ul>
中国服装	<ul style="list-style-type: none"> <li>公司2013年被洋丰股份借壳上市，中国恒天目前不持有</li> </ul>

资料来源: 公开资料, 东吴证券研究所

资本运作频频，投资收益丰厚。2013 年 12 月份，中国恒天通过资产置换、增资扩股等步骤将其对子公司中国服装的第一股东位置转让给



洋丰股份，退居二股东。2014 年经过几次减持后，中国恒天完全退出中国服装，从而兑现收益。同年，中国恒天又以类似方式出让子公司恒天天鹅有限公司部分股份，受让方为深圳华讯方舟科技有限公司。恒天天鹅复牌后，市场反应热烈，中国恒天获利巨大。目前，中国恒天通过售卖股份回笼了大量资金，且正积极推进恒天海龙的重大资产重组事项，预计将继续减持恒天海龙股份以从中获利。

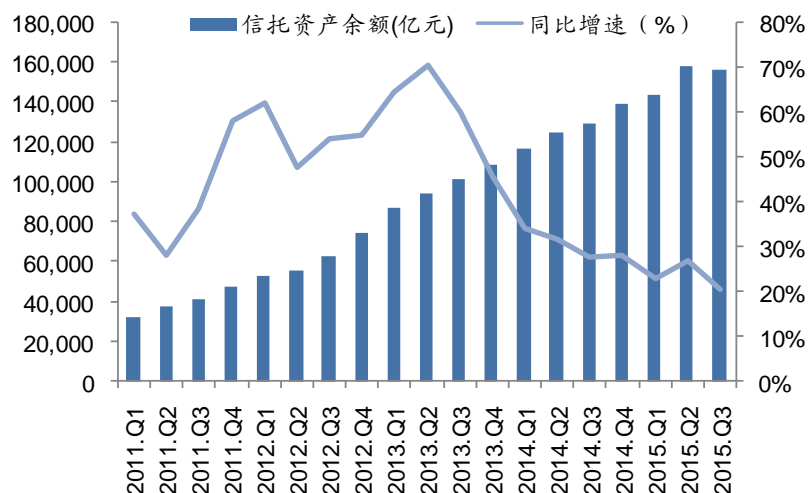
## 2. 信托牌照再次凸显价值，中融信托率先转型规模领先

### 2.1. 信托行业：迎来发展新契机

在宏观经济增速换挡、泛资管行业竞争加剧、利率市场化改革深入、风险防控压力上升等多重因素叠加下，信托业发展面临多重压力。行业整体经营业绩保持常态增长水平，在外部宏观经济形势存在较大不确定性以及资本市场异常波动的背景下，信托行业在持续动荡中实现螺旋式上升，在冷热交替中不断求索和蜕变。

**资产规模 5 年来首现负增长。**2015 年 3 季度末，信托全行业管理的信托资产规模为 15.62 万亿（平均每家信托公司 2296.92 亿），同比增长 20.62%，增速明显回落；环比下降 1.58%，这是信托资产规模自 2010 年一季度以来首次出现环比负增长。资产规模 5 年来首现负增长，信托业亟待发掘增长新动力。

图表 9: 11.Q1-15.Q3 信托资产及其同比增速



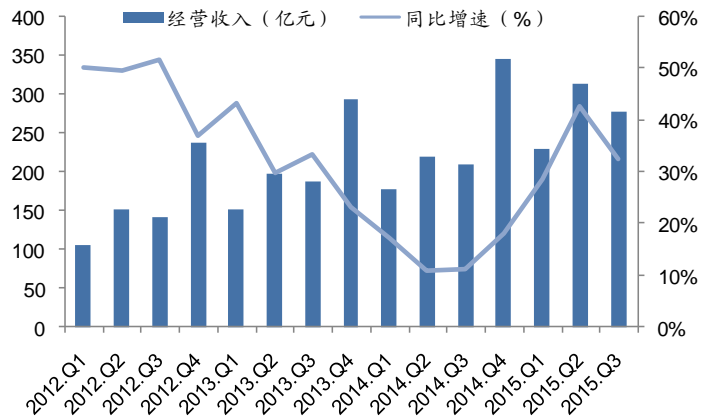
资料来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

**信托行业经营业绩增速放缓。**截至 2015 年 3 季度末，信托全行业实现经营收入 822.14 亿，第 3 季度经营收入 278.08 亿，同比大幅增长 32.54%，环比下降 11.47%。其中，2015 年前三个季度的信托业务收入为 466.67 亿，第 3 季度信托业务收入为 170.17 亿，同比增长 21.62%，占经营收入的 56.76%，信托业务仍为行业贡献了超过一半的业绩；第 3 季度



实现投资收益 91.98 亿元，环比下降 25.97%，主要系 2015 年 6 月以来股市震荡导致投资收益率下降。

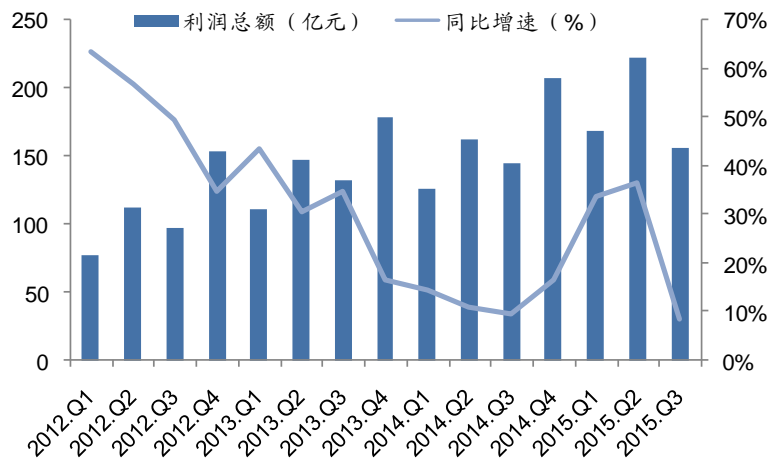
图表 10: 2012.Q1-2015.Q3 信托全行业经营收入及其同比增速



资料来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

截至 2015 年 3 季度，信托全行业实现利润总额 548.71 亿，第 3 季度利润总额 156.85 亿，同比增长 8.37%，增幅较 2 季度大幅回落 28 个百分点。信托公司传统业务模式正遭遇其他金融子行业的激烈竞争导致行业经营业绩增速放缓，尤其是金融同业机构发行的资管产品抢占了信托公司的业务份额。

图表 11: 12.Q1-15.Q3 利润总额及其同比增速



资料来源：中国信托业协会，东吴证券研究所

**信托行业迎来转型发展的新契机。**信托行业 11-12 年经历快速成长，但 13 年开始券商资管与基金子公司的创新进程明显加快规模大增，分食信托业务，信托规模增速大幅下降。然而今年 7 月股市大跌以来，伴随市场由加杠杆进程转向降杠杆，券商创新基本停滞。未来一段时间券商等金融机构合规风控是主旋律，监管趋紧。在此背景下信托牌照再次凸显价值，信托可开展业务范围广泛，几乎涵盖全部金融业务，迎来新的

发展契机。

## 2.2. 中融信托：平稳中孕育转型

### 2.2.1 公司股东情况及主营业务

经纬纺机为公司实际控制人。中融信托成立于 1987 年，前身为哈尔滨国际信托投资公司。2004 年，公司先后完成两次股权变更工作，原股东哈尔滨市国有资产管理局和哈慈股份有限公司分别将所持有的股份转让给哈尔滨市经济开发投资公司和中植企业集团有限公司。2010 年，经纬纺织机械股份有限公司受让中植企业集团有限公司持有的 11,700 万公司股本，成为公司第一大股东。

公司目前有四家股东，经纬纺织机械股份有限公司、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%，经纬纺机为实际控制人。

图表 12：中融信托四大股东介绍

股东名称	出资比例	法人代表	注册资本	主要经营业务及主要财务情况
★经纬纺织机械股份有限公司	37.47%	叶茂新	70,413 万元	生产纺织机械、其他机电产品，财务状况良好。
中植企业集团有限公司	32.99%	刘秀坤	120,00 万元	资产投资及资产管理，财务状况良好。
哈尔滨投资集团有限责任公司	21.54 %	智大勇	500,00 万元	固定资产等项目股权投资，财务状况良好。
沈阳安泰达商贸有限公司	8.01%	齐东	500 万元	冶金矿产、金属材料代理加盟，财务状况良好。

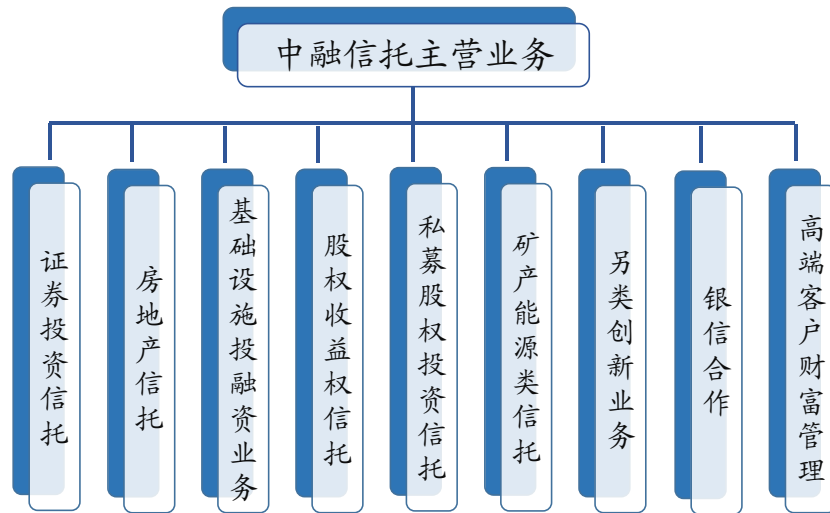
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

注：★号代表本公司最终实际控制人

**二股东中植集团资本运作能力强劲。**中融信托的第二大股东为中植企业集团，成立于 1995 年，总部位于北京市，是一家多元化经营的大型民营金融服务集团，目前拥有员工近万人。公司的主营业务集中在非传统的资产管理业务，主要分为六个板块：包括信托、新金融、财富管理、金融投资、矿业及并购。在这些板块中，排在第一位的信托，是中植集团当之无愧的核心业务。中植集团目前介入的上市公司包括中南重工、SST 华新、兴业矿业、上海电气、江西长运、TCL 集团、贵绳股份、吉恩镍业、福田汽车、三安光电、\*ST 圣方等十余家。

**中融信托的主营业务：**公司主营业务覆盖房地产、证券、工商企业及基础设施领域，“多元化”交易模式包括股权投资、信托贷款、股权收益权、财产权管理等。20 多年来，公司致力于提升综合资产管理能力，在货币市场、资本市场、金融衍生产品、风险投资等领域积累了丰富经验。近年银信合作、私募股权投资、证券投资等业务快速发展，为高端客户财富管理开拓了广泛的空间。

图表 13: 中融信托主营业务介绍



资料来源: 公司官网, 东吴证券研究所

### 2.2.2 规模领先, 业绩保持平稳增长

**全国规模第二大信托公司。**中融信托的注册资本为人民币 60 亿元, 行业排名第 4。2014 年末信托规模为 7106 亿, 全国排名第二, 信托规模同比增速 48%。截至 2015 年 6 月末, 中融信托资管规模为 9340.74 亿元, 较年初增加 29.3%, 远超行业平均。净资本盈余 11.47 亿元, 风险资本 84.83 亿元, 同比增长 42.40%; 净资本覆盖率(净资本/风险资本)113.52%, 证券类信托业务规模在行业内排名前茅。

图表 14: 注册资本 50 亿以上的信托公司排名

信托公司	注册资本(亿元)	排名
重庆信托	128	1
平安信托	120	2
中信信托	100	3
<b>中融信托</b>	<b>60</b>	<b>4</b>
兴业信托	50	5

资料来源: 东吴证券研究所

图表 15: 2014 年信托公司信托资产排行 TOP10

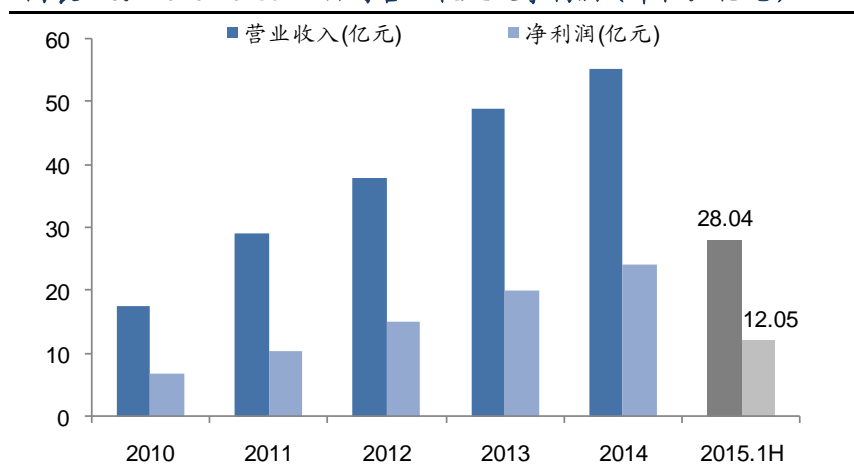
信托公司	年末信托资产余额(亿元)	排名
中信信托	9,020.74	1
<b>中融信托</b>	<b>7,105.93</b>	<b>2</b>
建信信托	6,658.35	3
兴业信托	6,511.52	4
外贸信托	5,434.57	5
华宝信托	4,914.63	6
华润信托	4,719.79	7

华能信托	4,215.57	8
平安信托	3,998.49	9
交银信托	3,979.92	10

资料来源：用益信托网，东吴证券研究所

**业绩保持平稳增长。**2015 年上半年公司实现营业收入 28.04 亿，同比增长 8.45%，其中手续费及佣金收入虽同比下降 11.3%，但总额位居行业第二；投资收益增长 59.4%；实现净利润 12.05 亿，同比增长 8.83%；净资产 109.03 亿，同比增长 29.73%。公司超过 1800 人的队伍仍然保持人均高达 140 万净利润。

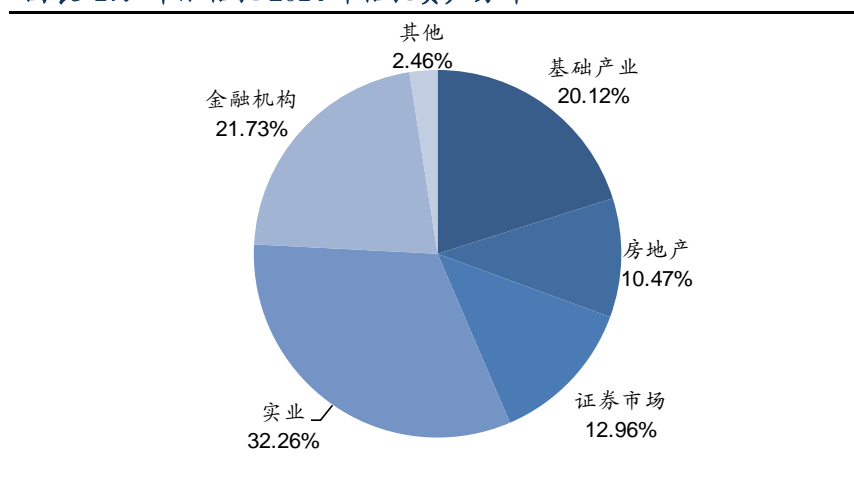
**图表 16: 2010-2015.1H 公司营业收入及净利润 (单位: 亿元)**



资料来源：Wind，东吴证券研究所

**公司信托资产投向分散。**目前，公司遵循业务转型战略，各项业务分布相对呈均衡态势，信托资产投向分散，有效地避免了系统性风险，其中实业类占到资产比重的 30% 以上，金融机构类从 2013 年的 10.70% 提升至 21.73%。

**图表 17: 中融信托 2014 年信托资产分布**



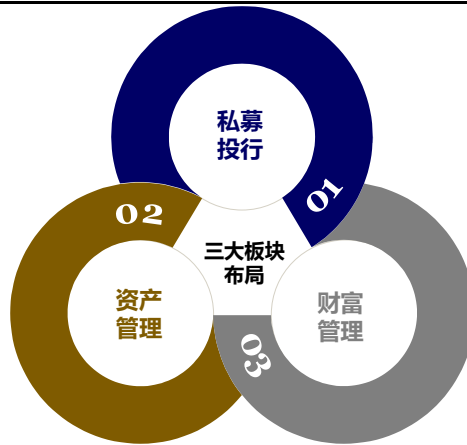
资料来源：公司年报，东吴证券研究所

### 2.2.3 推动战略转型：一个目标、三组动力

**战略转型：一个目标、三组动力。**为推动业务转型，实现长期可持续发展，公司制定了《2015-2017 年战略规划》，设立了“一个目标、三组动力”的实施方案。“一个目标”指公司的总体战略方向是从单纯的“资金提供者”转型成为“综合资产管理者”；“三组动力”指公司业绩增长的动力引擎，实现转型的三大板块，即私募投行业务板块、资产管理业务板块和财富管理业务板块。公司将力争在未来 3-5 年内成为业务全面优化、管理大幅提升、创新持续推进的国内一流综合资产管理机构。

**“三大板块”推动业务转型。**私募投行板块，公司成立了资本市场事业部，每一事业部专注于某一细分行业或市场；资产管理板块，以子公司中融鼎新为平台，寻找各细分行业、市场投资机会；财富管理板块，通过重塑中融财富、建立家族办公室，为高净值客户提供定制的财富管理服务。

图表 18: 2015-2017 年推动公司业务转型的三大板块



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

**积极开展各类创新业务：**公司发力创新业务，取得了诸多突破。公司推出了首单 QDII 业务参与企业在海外上市，为投资者提供分享海外投资红利的渠道；公司破冰资产证券化业务，与河北银行、华融湘江银行及华融资产管理公司开展信贷资产证券化业务合作，总规模超过 80 亿元。

**中融信托加速设立子公司，分类布局谋转型：**受传统业务低迷、政策指引双重影响，信托公司开始积极布局各类子公司，中融信托和平安信托是业内目前成立子公司最多的公司。设立子公司可以隔离风险，业务更有针对性，减轻资本金压力，相应监管政策也更灵活。“各个业务团队成立资管子公司”正是中融信托的一大转型战略。公司目前正在研究鼓励在现有团队基础上成立一批子公司，中融内部大的业务部门的管理资产规模都超过大部分资产管理公司，团队也比一些资管公司更专业，有实力自己做业务。在以现有团队为基础成立子公司的思路下，公司已有子公司陆续落地并开展新业务。目前，公司纳入合并报表范围的子公司就已达到 10 家，其全资控股公司占据绝大多数。



图表 19: 2014 年末中融信托子公司的基本情况

序号	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	合并期间
1	北京中融鼎新投资管理 有限公司	股权投资及资产 管理	100,000	100,000	100%	全年
2	上海隆山投资管理 有限公司	股权投资及资产 管理	2,000	2,000	100%	2014.8
3	中融国际控股有限 公司	资本管理	美元 257.82	美元 257.82	100%	2014.11
4	中融国际资本管理 有限公司	资本管理	港元 1,916.26	港元 1,916.26	100%	2014.11
5	上海瑞扬投资管理 有限公司	股权投资及资产 管理	-	-	100%	2014.12
6	深圳中融宝晟资产 管理有限公司	股权投资及资产 管理	1,000	1,000	100%	2014.12
7	中融长河资本投资 管理有限公司	股权投资及资产 管理	2,000	2,000	100%	2014.10
8	北京中融汇智人力 资源有限公司	人力资源管理	1,000	1,000	100%	2014.12
9	中融基金管理有限 公司	基金管理	30,000	30,000	51%	全年
10	中融(北京)资产管 理有限公司	资产管理	5,000	5,000	51%	全年

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

**中融金服: 开拓“信托+互联网”。**“信托+互联网”的业务模式中, 作为信托系首家互联网金融平台的中融金服, 其产品设计颇具代表性, 资产管理、资产风险管理方面的能力出众。此外, 在投资人权益保障方面与资金安全方面, 中融金服也显示出了优秀的风控能力。中融金服通过“高阶战略”, 建立起独具信托特色的金融生态系统, 未来将为白领等高阶人群提供全方位的专业化金融服务。重塑适应互联网金融发展的业务模式、组织流程和风险管理机制, 将给中融信托带来更多机遇。而互联网金融服务模式的便捷与高效, 对中融信托的创新转型、摆脱同质化和形成核心竞争力起到推动作用。

**中融鼎新: 信托 PE 子公司, “三足鼎立”成型。**2013-2014 年期间, 中融信托、上海信托的 PE 项目先后落地, 打破了原来平安信托一家独大的格局。继 2014 年 6 月中融信托旗下全资子公司北京中融鼎新投资管理有限公司注册资本金增至 5 亿元后, 去年 10 月, 中融信托又掷重金, 中融鼎新注册资本再度翻番, 跳升至 10 亿元。同时, 公司在中融鼎新旗下设立再投资公司, 分管不同条线的 PE 基金。工商资料显示, 目前中融鼎新已下设三家子公司, 分别是中融康健资本、中融瑞扬资本、中融长河资本。此外, 继中建投信托、中信信托之后, 中融信托也踏入新三板的蓝海。2015 年 3 月 23 日, 中融信托子公司中融鼎新发行“融稳达 1 号新三板证券投资基金”, 单笔认购资金门槛 100 万元, 计划募资 7000 万元,

产品期限 2 年，可提前终止或延期。

### 3. H 股回购：成就更好的自己

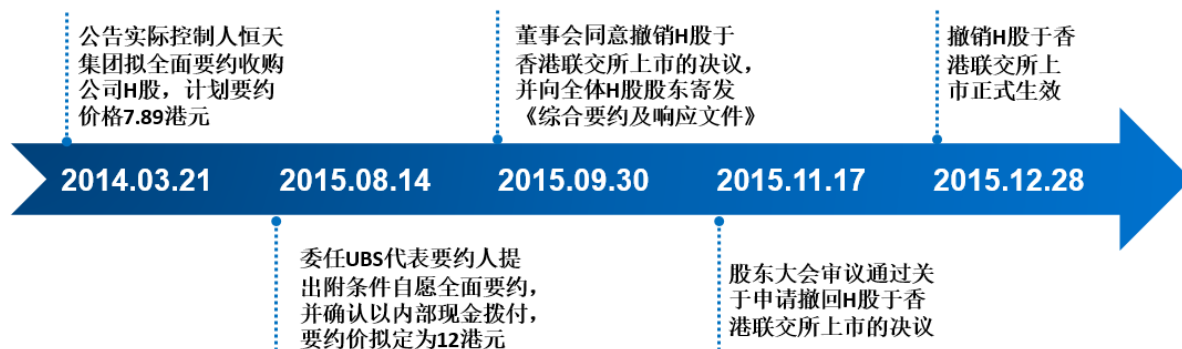
#### 3.1. 实际控制人开启 H 股私有化之路

2014 年 3 月 21 日，公司发布公告称实际控制人中国恒天集团有限公司计划全面要约收购公司已发行 H 股。根据公告，恒天集团考虑通过一家已有或新设境外子公司（恒天境外公司）对公司全部已发行 H 股提出全面收购要约，计划收购价格 7.89 港元。

**积极探索回购实施方案、财务资源、商业及战略性优点等关键问题。** 2015 年 8 月 14 日，公司公告 UBS 将代表中国恒天控股有限公司（要约人）就全部已发行 H 股提出附条件自愿全面要约，并确认以内部现金资源支付收购。由于公司共发行 1.8 亿股 H 股，基于要约价每股 12.00 港元，要约人支付总额将为 21.69 亿港元。

**H 股回购事项终落地。** 经过近两年的积极推进和磋商，2015 年 9 月，公司董事会同意撤销 H 股于联交所上市，并寄发《综合要约及响应文件》。截止 2015 年 11 月 23 日，要约已收到有关 1.36 亿股 H 股（约占已发行 H 股的 75%）的有效接纳。公司将向香港联交所申请撤销 H 股于香港联交所上市，自 2015 年 12 月 28 日下午四时正起生效。

图表 20: 公司 H 股回购进程

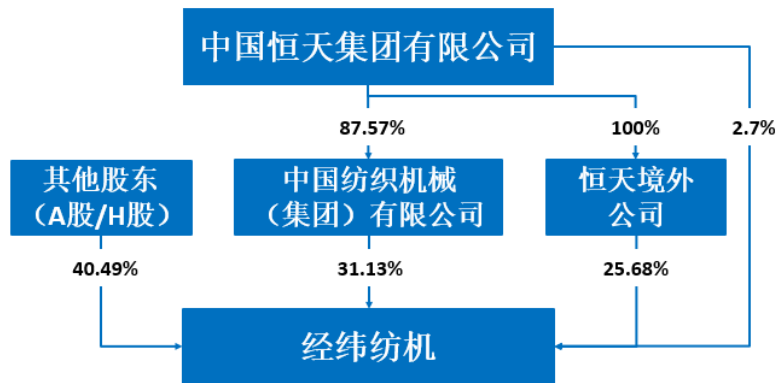


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

**实际控制人实现绝对控股，彰显转型决心。** 本次 H 股私有化实施前，中国恒天直接持有公司 2.7% 的股份，其附属公司中国纺织机械（恒天集团持股 87.57%）持有公司 31.13% 的股份，中国恒天合计持有公司全部已发行股本约 33.83%（中国恒天及中国纺织机械于 H 股中不拥有任何权益）。H 回购事项完成后，中国恒天对公司的控股比例上升至 59.51%，实现绝对控股，加强后续资本运作潜力。



图表 21: H 股私有化完成后公司股权结构图

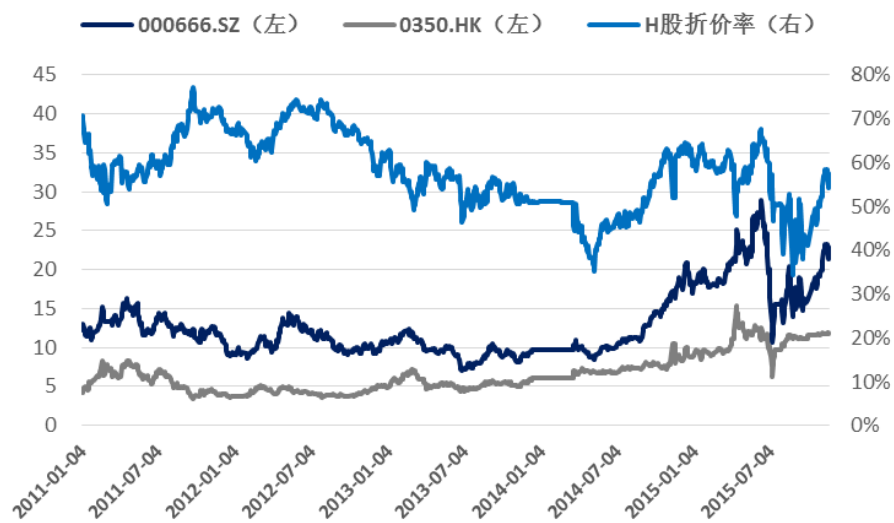


资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.2. 释放估值潜力, 彰显股东信心

**H 股长期折价, 私有化摆脱束缚。**由于公司 H 股相对于 A 股股价长期存在超过 50% 的折价率, 公司整体价值被低估。此外, 公司仍需花费高昂的上市维护成本。实施回购后 H 股退市, 将有效释放公司估值潜力, 开启成长空间。

图表 22: 2011 年以来经纬纺机 A 股、H 股股价走势及 H 股折价率



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.3. 积极探索混改, 未来转型可期

H 股回购完成后, 公司实际控制人中国恒天控股比例将达到 59.51%, 从而实现绝对控股, 打开未来资本运作空间。

**恒天集团积极探索混改, 公司未来整合预期强劲。**今年下半年以来, 国企改革进入政策密集发布期, 《关于深化国有企业改革的指导意见》、《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》等顶层设计方案以及地方性配套文件相继推出, 预计未来阶段国企改革将集中落地。公司实

际控制人中国恒天作为央企混合所有制改革先驱，在引入民资、经营者持股、业务多元化拓展等方面实践经验丰富，旗下上市公司在资本运作及产业调整方面动作频频。我们预计，公司未来将乘着国企改革之风，在实际控制人中国恒天的推动下，优化资产结构，推动转型升级，存在进一步拓展其金融业务领域的可能性。

图表 23: 中国恒天近年来混合所有制改革实践

日期	相关公司	事件
2010 年 12 月	长天九五	中国恒天增资重组湖南长天九五机械有限公司，拓展进入汽车和工程机械领域
2011 年 6 月	立信工业	中国恒天全面收购香港立信工业有限公司，有效弥补纺机业务领域的短板
2011 年 8 月	欧瑞康	中国恒天收购瑞士欧瑞康股份有限公司非织造布机械梳理业务单元项目，形成完整的非织造设备产品链
2013 年 3 月	中国服装	中国恒天出售中国服装
2014 年 12 月	恒天天鹅	中国恒天转让恒天天鹅部分股权于华讯方舟
2015 年 1 月	恒天集团	恒天新能源汽车总部项目在天津签约

资料来源：公开资料，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

2015 年上半年中融信托实现营业收入 28.04 亿，同比增长 8.45%，其中手续费及佣金收入总额位居行业第二；投资收益增长 59.4%；实现净利润 12.05 亿，同比增长 8.83%；净资产 109.03 亿，同比增长 29.73%。预计 15、16、17 年归属上市公司净利润分别为 7.03、8.18、9.31 亿，对应 EPS1.00、1.16、1.32 元。

图表 24: 中融信托盈利预测

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	<b>5,531.49</b>	<b>6,035.81</b>	<b>7,167.00</b>	<b>8,541.83</b>
利息净收入	428.37	554.97	665.97	799.16
手续费及佣金净收入	4,446.97	5,105.75	6,054.25	7,265.10
投资收益	210.67	30.00	49.41	63.37
<b>二、营业总支出</b>	<b>2,318.13</b>	<b>2,471.67</b>	<b>2,924.14</b>	<b>3,497.88</b>
业务及管理费	2,044.67	2,181.95	2,580.12	3,087.87
营业利润	3,213.36	3,564.15	4,242.86	5,043.95
<b>三、净利润</b>	<b>2,432.79</b>	<b>2,674.86</b>	<b>3,184.69</b>	<b>3,784.74</b>
营业收入增速	12.93%	9.12%	18.74%	19.18%
净利润增速	20.58%	9.95%	19.06%	18.84%

资料来源：东吴证券研究所

图表 25: 经纬纺机盈利预测

单位: 百万元	2014	2015E	2016E	2017E
<b>一、营业总收入</b>	<b>10,013.39</b>	<b>11,446.11</b>	<b>12,396.93</b>	<b>13,463.48</b>
营业收入	5,117.65	5,190.05	5,459.77	5,517.28
利息收入	428.37	504.52	630.65	681.10
手续费及佣金收入	4,467.37	5,751.54	6,306.51	7,265.10
<b>二、营业总成本</b>	<b>7,675.63</b>	<b>8,248.46</b>	<b>8,724.48</b>	<b>9,250.81</b>
其中: 营业成本	4,211.03	4,377.67	4,596.56	4,642.52
营业税金及附加	294.60	343.52	382.79	434.35
销售费用	218.77	140.89	147.94	149.41
管理费用	2,693.25	3,225.36	3,428.12	3,853.77
财务费用	207.04	130.83	137.37	138.74
资产减值损失	50.93	30.19	31.70	32.02
加: 公允价值变动收益	117.20	3.03	38.22	36.83
投资收益	276.86	79.08	105.51	113.60
汇兑收益	1.29	(0.34)	(0.29)	(0.35)
<b>三、营业利润</b>	<b>2,733.11</b>	<b>3,279.42</b>	<b>3,815.90</b>	<b>4,362.75</b>
加: 营业外收入	70.62	78.96	90.43	82.78
减: 营业外支出	13.63	12.63	12.85	12.41
<b>四、利润总额</b>	<b>2,790.10</b>	<b>3,345.76</b>	<b>3,893.48</b>	<b>4,433.12</b>
减: 所得税	787.59	836.44	973.37	1,108.28
<b>五、净利润</b>	<b>2,002.51</b>	<b>2,509.32</b>	<b>2,920.11</b>	<b>3,324.84</b>
归母净利润	541.84	702.61	817.63	930.95
少数股东权益	1,460.67	1,806.71	2,102.48	2,393.88
<b>营业收入增速</b>	<b>-5.16%</b>	<b>14.31%</b>	<b>8.31%</b>	<b>8.60%</b>
<b>净利润增速</b>	<b>12.43%</b>	<b>25.31%</b>	<b>16.37%</b>	<b>13.86%</b>
<b>毛利率</b>	<b>57.95%</b>	<b>61.75%</b>	<b>62.92%</b>	<b>65.52%</b>

资料来源: 东吴证券研究所

公司目前信托业务业绩贡献超过 100%，预计 2016 中融信托净利润 31.85 亿元，按目前经纬纺机持股比例贡献业绩 11.9 亿元。不考虑传统纺机业务亏损拖累，仅信托业务部分目前估值仅 14 倍 16PE，已接近目前中小银行 10 倍左右 PE，估值提升空间显著。首次覆盖给予“买入”评级，给予 20 倍目标 16PE（仅信托业务），对应目标价 34 元。

## 5. 风险提示

- 1) 信托行业政策监管趋紧;
- 2) 中融信托业务转型未达预期;
- 3) 公司 H 股收购进程不顺利。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

