

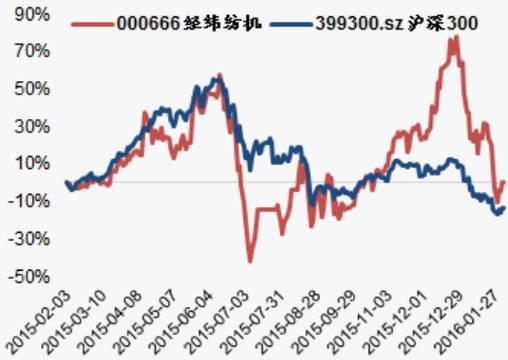
研究所

证券分析师： 代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人： 高超 S0350115010010  
010-88576686-808 gaoc@ghzq.com.cn

## 布局产业并购基金，中融转型积极带来增长潜力

### ——经纬纺机（000666）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

|        | 1m    | 3m    | 12m   |
|--------|-------|-------|-------|
| 经纬纺机   | -39.2 | -13.7 | 3.1   |
| 沪深 300 | -20.6 | -19.5 | -10.6 |

市场数据 2015-11-16

|              |           |
|--------------|-----------|
| 当前价格（元）      | 17.94     |
| 52 周价格区间（元）  | 9.6-32.97 |
| 总市值（百万）      | 10900.00  |
| 流通 A 股市值（百万） | 5265.00   |
| 总股本（万股）      | 70413.00  |
| 流通股（万股）      | 29348.88  |
| 日均成交额（百万）    | 363.79    |
| 近一月换手（%）     | 88.09     |

相关报告

《经纬纺机（000666）事件点评：股东大会通过 H 股私有化方案，转型进程有望加速（买入）

2015.11.17

《经纬纺机（000666）2015 年三季度报点评：信托业务稳中有升，H 股私有化加速转型进程（买入）

2015.10.29

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

#### 事件：

公司 1 月 14 日公告，以 4.69 亿元收购北京青杨投资 4.5 亿份基金份额，并披露子公司中融国际信托 2015 年财务信息。

#### 投资要点：

■ **布局产业并购基金，加码金融转型。**1 月 14 日公告，公司以 4.69 亿元收购北京青杨投资 4.5 亿份基金份额，占青杨投资 50% 股权，青杨投资持有恒天金石 30% 股权，后者与中银绒业（000982）共同设立羊绒基金，首期规模 30 亿元。值得关注的是，恒天金石通过旗下子公司恒天聚信以 18.54 亿元受让了中银绒业 3.6 亿流通股，恒天聚信于 2015 年 10 月完成股份过户，成为中银绒业第二大股东。我们测算，此笔交易使经纬纺机通过“青杨-恒天金石-恒天聚信”股权关系间接持有中银绒业 0.18 亿股股权（详见图表 1）。根据中银绒业公告，中银绒业有较大可能在盛大游戏私有化完成后参与其资本运作交易，经纬纺机依靠旗下并购基金，有望获得相关股权估值溢价。

■ **H 股私有化完成，打开资本运作空间。**公司控股股东恒天集团出资近 18 亿元，于 2015 年 12 月完成港股私有化，体现转型决心；恒天控股比例由 34% 上升至 60%，恒天对上市公司高比例控股将为公司未来的资本运作打开空间；公司控股子公司中融信托（持股 37.5%）15 年上半年为公司贡献约 4.5 亿元净利润，贡献率超过 120%，在公司传统业务亏损扩大和 H 股私有化完成的背景下，我们预计，公司后续存在进一步收购中融信托其余股权、并剥离原有纺机资产的可能。

- **中融信托业绩稳健，直投业务极具看点。**（1）公司子公司中融信托 2015 年实现营业收入 65.9 亿元，同比增长 19%，归母净利润 25.3 亿元，同比增长 4%，其中手续费收入 46.2 亿元，投资收益 7.6 亿元，分别增加 4%/130%。我们认为，公司营收增速与行业持平，净利润增速较低与公司积极推动业务转型带来费用增加有关。公司信托管理业务投资范围分散，风险可控，预计仍将保持稳健增长态势。（2）中融信托 2015 年加大了自有资金股权投资力度，可供出售金融资产和长期股权投资占总资产比重分别达到 11%/9%（2014 年两数据为 5%/0.4%），同时投资收益（含公允价值变动）同比增长 130%，占收入比重提升至 12%；2015 年末中融现金余额达到 77 亿元，为后续加大股权投资力度提供充足资金保障。（3）我们预计中融信托 2016 年信托业务稳健增长，而股权投资带来的收益将呈放量态势，预计全年净利润 30 亿元，同比增长 19%。
- **中融信托经营稳健，向“综合资产管理者”转型。**2014 年，中融信托制定了《2015-2017 年战略规划》，通过私募投行、资产管理和财富管理三大业务板块转型，实现从单纯的“资金提供者”向“综合资产管理者”的跨越，力争在未来 3-5 年内成为国内一流综合资产管理机构。（1）**私募投行板块：**中融以事业部模式改制了房地产金融部、上海业务总部，每一事业部专注于某一细分市场，逐步推动公司的专业化发展。（2）**资产管理板块：**先后累计注资 10 亿元，打造以中融鼎新为核心的股权投资平台。（3）**财富管理板块：**中融通过重塑中融财富、建立家族办公室、推出互联网金融平台“中融金服”等举措，强化渠道话语权，为高净值客户提供量身定制的财富管理服务。中融信托目前直销渠道已经覆盖全国近 40 个城市，截至 2015 年末，中融财富年度累计发行产品超过 950 亿元。
- **看好中融转型带来的增长潜力，维持“买入”评级。**我们认为，随着公司子公司中融信托转型的推进，股权投资带来的业绩回报将逐步兑现，中融为上市公司带来的业绩贡献相应提升，我们预测经纬纺机 2015-2017 年 EPS 分别为 0.93 元/1.03 元/1.1 元，对应目前 P/E 分别为 19x、17x 和 16x，考虑到公司 H 股私有化后进一步转型金融的预期以及中融信托转型带来的增长潜力，我们维持“买入”评级。

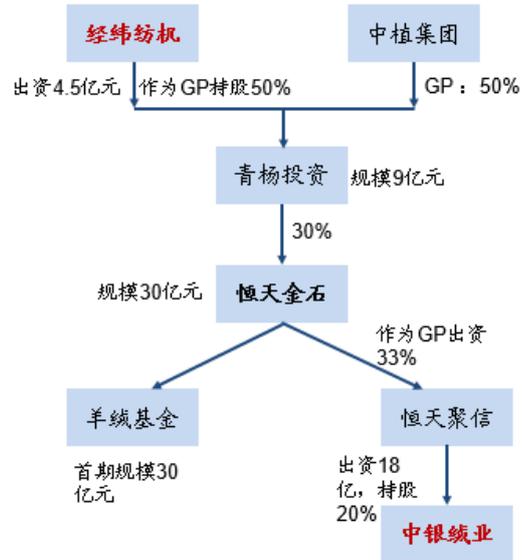
| 主要财务指标预测   | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 10013 | 9450  | 10296 | 11297 |
| 增长率(%)     | -5%   | -6%   | 9%    | 10%   |
| 归母净利润(百万元) | 542   | 653   | 728   | 778   |
| 增长率(%)     | -8%   | 21%   | 11%   | 7%    |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.77  | 0.93  | 1.03  | 1.10  |
| ROE(%)     | 4.51% | 4.73% | 4.61% | 4.34% |

资料来源：国海证券研究所

**风险提示：**经纬纺机主业出现超预期下滑；中融信托业绩不达预期；公司转型进展不达预期。

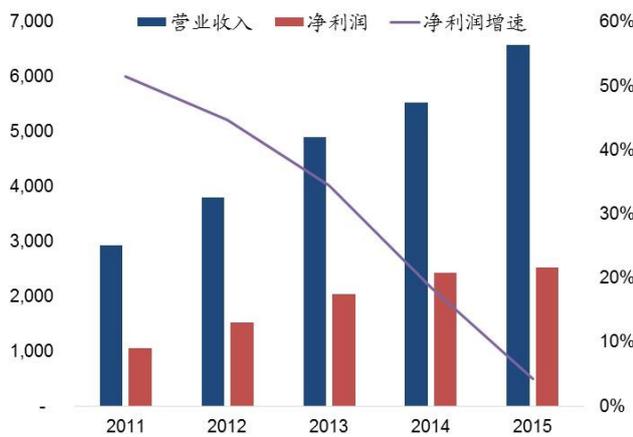
附:

图表 1、公司通过旗下产业并购基金间接持有中银绒业 0.18 亿股股权

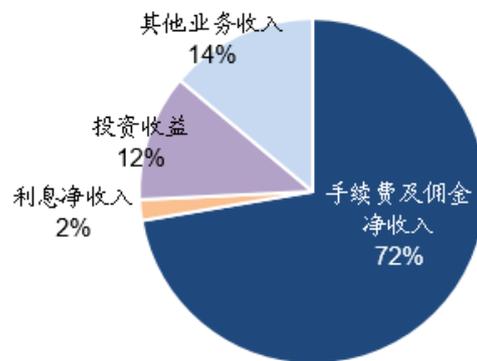


资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 2、公司子公司中融信托近年业绩增速情况



图表 3、中融信托 2015 年营业收入构成



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 4、中融信托 2015 年加大自有资金投资力度



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表 5、 盈利预测

| 证券代码:              | 000666       |              |              |              | 股票价格:              | 17.94         | 投资评级:        | 买入           |              | 日期: | 2016-2-3 |  |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|-----|----------|--|
| <b>财务指标</b>        | <b>2014</b>  | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2014</b>   | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |     |          |  |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |               |              |              |              |     |          |  |
| ROE                | 5%           | 5%           | 5%           | 4%           | EPS                | 0.77          | 0.93         | 1.03         | 1.10         |     |          |  |
| 毛利率                | 58%          | 65%          | 65%          | 64%          | BVPS               | 7.94          | 8.81         | 9.77         | 10.81        |     |          |  |
| 期间费率               | 34%          | 42%          | 42%          | 43%          | <b>估值</b>          |               |              |              |              |     |          |  |
| 销售净利率              | 5%           | 7%           | 7%           | 7%           | P/E                | 23.31         | 19.33        | 17.35        | 16.24        |     |          |  |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 2.26          | 2.04         | 1.84         | 1.66         |     |          |  |
| 收入增长率              | -5%          | -6%          | 9%           | 10%          | P/S                | 1.26          | 1.34         | 1.23         | 1.12         |     |          |  |
| 利润增长率              | -8%          | 21%          | 11%          | 7%           |                    |               |              |              |              |     |          |  |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2014</b>   | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |     |          |  |
| 总资产周转率             | 0.47         | 0.40         | 0.38         | 0.37         | 营业收入               | 10013         | 9450         | 10296        | 11297        |     |          |  |
| 应收账款周转率            | 2.72         | 2.43         | 2.43         | 2.43         | 营业成本               | 4211          | 3339         | 3614         | 4046         |     |          |  |
| 存货周转率              | 2.92         | 2.92         | 2.92         | 2.92         | 营业税金及附加            | 295           | 312          | 340          | 373          |     |          |  |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 219           | 284          | 309          | 339          |     |          |  |
| 资产负债率              | 44%          | 42%          | 42%          | 41%          | 管理费用               | 2693          | 3119         | 3398         | 3728         |     |          |  |
| 流动比                | 2.02         | 2.29         | 2.59         | 2.79         | 财务费用               | 207           | 252          | 279          | 416          |     |          |  |
| 速动比                | 1.82         | 2.14         | 2.43         | 2.62         | 其他费用/(-收入)         | 344           | 728          | 1107         | 1309         |     |          |  |
|                    |              |              |              |              | <b>营业利润</b>        | <b>2733</b>   | <b>2874</b>  | <b>3464</b>  | <b>3704</b>  |     |          |  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2014</b>  | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | 营业外净收支             | 57            | 280          | 50           | 50           |     |          |  |
| 现金及现金等价物           | 5232         | 8105         | 10960        | 13380        | <b>利润总额</b>        | <b>2790</b>   | <b>3154</b>  | <b>3514</b>  | <b>3754</b>  |     |          |  |
| 应收款项               | 1883         | 1939         | 2118         | 2371         | 所得税费用              | 788           | 820          | 914          | 976          |     |          |  |
| 存货净额               | 1542         | 1250         | 1354         | 1513         | <b>净利润</b>         | <b>2003</b>   | <b>2334</b>  | <b>2601</b>  | <b>2778</b>  |     |          |  |
| 其他流动资产             | 6942         | 6840         | 7091         | 7351         | 少数股东损益             | 1461          | 1680         | 1872         | 2000         |     |          |  |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>15600</b> | <b>18134</b> | <b>21524</b> | <b>24615</b> | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>542</b>    | <b>653</b>   | <b>728</b>   | <b>778</b>   |     |          |  |
| 固定资产               | 1857         | 1844         | 1800         | 1760         |                    |               |              |              |              |     |          |  |
| 在建工程               | 132          | 100          | 100          | 100          | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2014</b>   | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> |     |          |  |
| 无形资产及其他            | 589          | 584          | 577          | 571          | <b>经营活动现金流</b>     | <b>2477</b>   | <b>3088</b>  | <b>2837</b>  | <b>2993</b>  |     |          |  |
| 长期股权投资             | 338          | 1188         | 1288         | 1388         | 净利润                | 2003          | 2334         | 2601         | 2778         |     |          |  |
| <b>资产总计</b>        | <b>21315</b> | <b>23899</b> | <b>27338</b> | <b>30483</b> | 少数股东权益             | 1461          | 1680         | 1872         | 2000         |     |          |  |
| 短期借款               | 2345         | 2500         | 2500         | 2500         | 折旧摊销               | 173           | 174          | 173          | 169          |     |          |  |
| 应付款项               | 1846         | 1600         | 1733         | 1937         | 公允价值变动             | 117           | 0            | 0            | 0            |     |          |  |
| 预收帐款               | 624          | 589          | 642          | 704          | 营运资金变动             | 184           | 580          | 64           | 45           |     |          |  |
| 其他流动负债             | 850          | 850          | 850          | 850          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(6872)</b> | <b>(250)</b> | <b>(250)</b> | <b>(254)</b> |     |          |  |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>7710</b>  | <b>7908</b>  | <b>8305</b>  | <b>8822</b>  | 资本支出               | (22)          | 45           | 44           | 40           |     |          |  |
| 长期借款及应付债券          | 200          | 300          | 350          | 350          | 长期投资               | (98)          | (850)        | (100)        | (100)        |     |          |  |
| 其他长期负债             | 185          | 185          | 185          | 185          | 其他                 | (6751)        | 555          | (193)        | (194)        |     |          |  |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>1585</b>  | <b>2185</b>  | <b>3235</b>  | <b>3735</b>  | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>74</b>     | <b>34</b>    | <b>268</b>   | <b>(320)</b> |     |          |  |
| <b>负债合计</b>        | <b>9295</b>  | <b>10092</b> | <b>11540</b> | <b>12557</b> | 债务融资               | 599           | 755          | 1050         | 500          |     |          |  |
| 股本                 | 704          | 704          | 704          | 704          | 权益融资               | 0             | 0            | 0            | 0            |     |          |  |
| 股东权益               | 12019        | 13807        | 15798        | 17926        | 其它                 | (525)         | (721)        | (782)        | (820)        |     |          |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>21315</b> | <b>23899</b> | <b>27338</b> | <b>30483</b> | <b>现金净增加额</b>      | <b>(4321)</b> | <b>2873</b>  | <b>2855</b>  | <b>2419</b>  |     |          |  |

资料来源：Wind 资讯，国海证券研究所

## 【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。