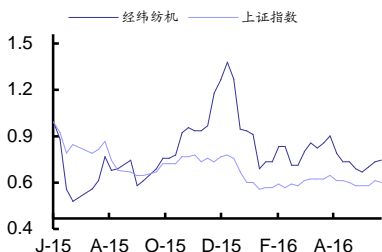


证券研究报告—深度报告
金融
非银行金融
经纬纺机(000666)
买入

合理估值: 24.3-28.1 元 昨收盘: 18.99 元 (首次评级)

2016年06月16日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	704/293
总市值/流通(百万元)	13,371/5,573
上证综指/深圳成指	2,887/10,174
12个月最高/最低(元)	32.97/9.56

相关研究报告:
证券分析师: 陈福

 电话: 0755-82133390
 E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515080002

联系人: 王继林

 电话: 010-88005302
 E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

联系人: 赵秋实

 电话: 0755-22940879
 E-MAIL: zhaogs@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

信托估值见底, 新能源汽车或迎增量

● 转型金融先驱, 彰显战略眼光

公司于2010年8月就以12亿元的价格完成了对中植集团旗下的中融信托36%股权的收购, 2011年又参与了恒天财富的发起设立, 提前布局进入金融行业。2015年以中融信托为核心的金融业务板块贡献营业收入54亿, 占总营业收入比例达61%, 彰显公司战略眼光。

● 拥抱“大资管”时代, 发力财富管理市场

公司顺应居民财富管理诉求释放趋势, 聚焦财富管理市场, 两大核心金融资产均具备优秀的价值创造力。1) **中融信托**: 2015年实现净利润26亿, 同比增长7.1%, ROE24%, 坚定转型私募投行、资产管理和财富管理三大方向; 2) **恒天财富**: 2015年实现净利润2.3亿, 同比增长44%, 坚持客户导向, 看好其长期成长性。

● 非金融业务亏损有望收窄

非金业务包括纺织机械业务和新能源汽车业务。传统的纺织机械业务因为下游需求方削减资本开支、需求下降而陷入亏损, 新能源汽车业务则处于建设投入初期盈利仍需时日。随着纺织机械行业产能的逐步出清以及新能源汽车业务盈利能力逐步释放, 我们认为公司非金融业务亏损将收窄。

● 汽车板块逐渐发力, 新的利润增长点有望形成

新能源汽车也是公司重要的转型成长方向之一, 近两年做了大量的布局, 以子公司湖北新楚风为生产核心、北京恒天鑫能和天津研究院为研发核心, 专注客车、货运专用车等细分领域, 发力新能源汽车业务。截止2015年底, 公司新能源汽车业务虽仍未盈利, 但取得营业收入3.5亿。

● 回购H股: 打开想象空间

2015年12月, 恒天集团通过回购公司全部H股, 对公司的持股比例上升至56.04%巩固了控股权, 为后续资产整合提供了可操作空间。

● 公司合理估值在170-200亿, “买入”评级

我们看好公司信托和财富管理业务掘金大资管的前景, 以及新能源汽车的布局有望培育新的利润增长点。从现有业务看, 公司2016年合理估值171-198亿, 并考虑到恒天集团后续资本运作可能, 我们给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5,118	5,654	10,291	11,292	12,194
(+/-%)	-5.2%	3.8%	-1.0%	9.7%	8.0%
净利润(百万元)	542	458	501	547	601
(+/-%)	-8.4%	-15.5%	9.4%	9.1%	10.0%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.65	0.71	0.78	0.85
EBITMargin	58.6%	53.5%	29.6%	29.8%	29.8%
净资产收益率(ROE)	9.7%	7.6%	7.7%	7.8%	7.9%
市盈率(PE)	24.7	29.2	27.5	25.2	22.9
EV/EBITDA			7.4	6.5	6.2
市净率(PB)	2.4	2.2	2.1	2.0	1.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

长期看好财富管理市场，且未来存较强资产整合预期，“买入”评级。从现有业务看，公司 2016 年合理估值 171-198 亿，同时考虑到恒天集团后续资本运作，公司有望成为重磅级的金控平台，我们给予“买入”评级。

核心假设或逻辑

(1) 中融信托估值假设：我们综合考虑目前的低息环境、A 股市场对杠杆诉求的下滑、房地产市场调控再度收紧、债券市场信用风险的上升及公司目前处于转型期，中性假设下预计 2016 年可实现 ROE 为 22%，分红率为 10%，类比可比上市公司的 ROE 走势与当前 P/B 估值，我们认为公司 2016 年合理 P/B 估值应该为 2.5-3 倍左右，对应公司持有股权价值应为 127-152 亿；

(2) 恒天财富估值假设：考虑国内第三方财富管理公司竞争的加剧，中性假设下我们预计恒天财富 2016 年营业收入增速为 30%，销售净利率由 2015 年的 10.5% 进一步下滑至 9.5%，则可实现净利润为 2.72 亿，对应归属于上市公司股东的投资收益为 0.54 亿。类比诺亚财富与钜派投资的销售净利率与净利润水平，给予恒天财富 2016 年 25-30xP/E，对应公司持有股权价值为 13.5-16.2 亿；

(3) 非金融业务清算价值假设：我们预计公司传统业纺织机械业务和新能源汽车业务仍处于亏损状况，但未来有可能逐渐剥离。因此，采取净资产法估值。2015 年底非金融业务板块净资产合计 34 亿，我们预计 2016 年亏损后合计净资产约 30 亿。未来随着行业产能的逐步出清和产能重组，我们预计公司非金融业务可以实现盈亏平衡，因此给予 1xPB，即整体估值 30 亿。

(4) 恒天集团后续存在较大的资产整合预期，公司有望成为重磅级金控平台。

与市场预期的差异之处

市场普遍采取合并利润的 P/E 估值法，我们认为公司业务结构可以显著拆分为金融与非金融业务板块，其中金融业务板块可以采用类比估值法，非金融业务板块可以采用清算价值。且市场可能普遍低估了 H 股退市打开的未来公司资产整合空间。

股价变化的催化因素

- 1) 我们认为如果公司未来资产整合加速或者超出市场预期则将使得公司价值重估；
- 2) 公司未来如果剥离亏损的非金融业务也将使得市场重估公司价值。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1) 非金融业务经营严重恶化，亏损幅度超预期；
- 2) 金融业务板块资产质量出现黑天鹅事件，导致需大幅计提减值损失。

内容目录

传统产业转型金融的先行者	5
纺织机械龙头，传统主业受制“新常态”	5
转型金融先行者	6
拥抱“大资管”时代，发力财富管理市场	6
顺应居民财富管理诉求的释放	7
中融信托：前瞻性转型，积极切入财富管理市场	7
恒天财富：领跑国内第三方财富管理市场	9
新能源汽车，新成长方向	10
积极布局新能源汽车业务	10
回购 H 股，巩固控制权打开想象空间	10
回购 H 股，彰显信心与决心	10
恒天集团金融资产丰富，未来存整合可能	11
估值分析	12
金融业务:140.5-168.2 亿元	12
非金融业务:清算价值约 30 亿元	15
投资建议	15
国信证券投资评级	17
分析师承诺	17
风险提示	17
证券投资咨询业务的说明	17

图表目录

图 1: 纺织行业主营收入及增速	5
图 2: 公司纺织业务收入及增速	6
图 3: 公司纺织业务净利润推算 (单位: 亿)	6
图 4: 公司金融业务收入及增速	6
图 5: 我国成年人人均财富、金融资产及增速	7
图 6: 中融信托收入及增速	8
图 7: 中融信托净利润及增速	8
图 8: 中融信托 2015 年信托资产配置	9
图 9: 信托行业 2015 年信托资产配置	9
图 10: 恒天财富收入及增速	10
图 11: 恒天财富净利润及增速	10
图 12: H 股退市后恒天集团对公司股权关系	11
图 13: 中融信托与可比公司 ROE 对比	13
图 14: 恒天财富与可比公司销售净利率对比	14
图 15: 公司非金融业务板块亏损情况	15
表 1: 公司股权结构 (截止 2015 年底)	5
表 2: 2014 年信托公司信托资产排名	7
表 3: 中融信托股权结构 (截止 2015 年底)	8
表 4: 公司历次对中融信托增资	8
表 5: 中融信托多元业务布局	9
表 6: 公司新能源汽车业务布局	10
表 7: 恒天集团及战略合作方旗下金融资产	11
表 8: 中融信托 2016 年盈利能力情景假设分析	12
表 9: 中融信托可比上市公司估值 (截止 2016 年 4 月 22 日)	13
表 10: 中融信托可比上市公司总市值对比 (单位: 亿元)	13
表 11: 恒天财富 2016 年盈利能力情景假设分析	14
表 12: 恒天财富可比上市公司估值 (截止 2016 年 4 月 21 日)	14

传统产业转型金融的先行者

纺织机械龙头，传统主业受制“新常态”

公司成立于 1954 年，是国内领先的纺织机械制造企业。公司实际控制人为大型央企中国恒天集团（截止 2015 年底通过直接、间接实际持有公司 56.04% 股权），公司作为恒天集团旗下最重要的上市公司平台，未来将持续获得来自恒天集团的有力支持。

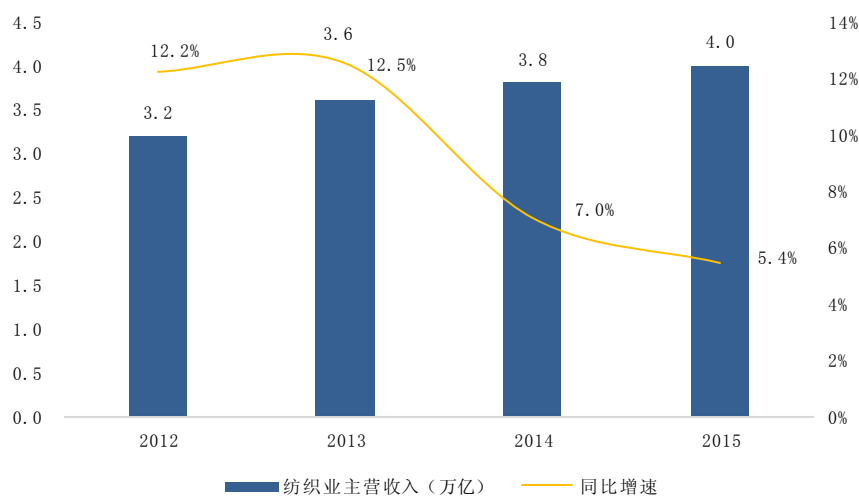
表 1: 公司股权结构 (截止 2015 年底)

股东名称	持股比例
中国纺织机械（集团）有限公司	31.13%
中国恒天控股有限公司	22.21%
香港中央结算（代理人）有限公司	3.39%
中国恒天集团有限公司	2.70%
傅建平	2.20%
华夏领先股票型证券投资基金	1.99%
中国人寿委托南方基金混合型组合	1.01%
全国社保基金一零七组合	0.80%
全国社保基金一一零组合	0.50%
华夏兴和混合型证券投资基金	0.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

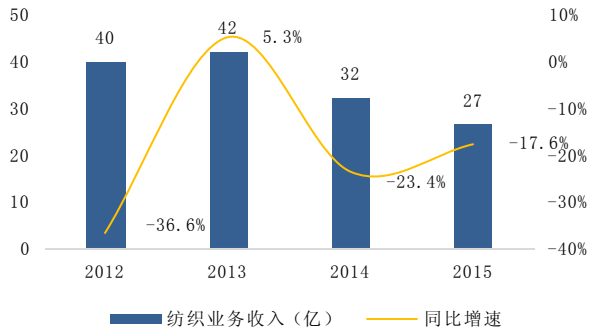
传统主业受制“新常态”，陷入增长瓶颈期。公司传统主业为纺织机械制造，受制于经济“新常态”，国内纺织市场增速连年下滑，2015 年纺织行业主营收入为 4 万亿，同比仅增长 5.4%。在此背景下，国内纺织企业纷纷削减资本开支，减少设备采购和更新，导致公司传统主业遭遇增长瓶颈。2015 年，公司纺织主业仅取得收入 26.6 亿，同比下滑 17.6%。

图 1: 纺织行业主营收入及增速



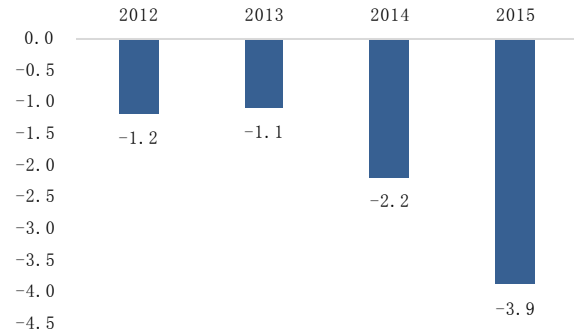
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司纺织业务收入及增速



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司纺织业务净利润推算 (单位: 亿)

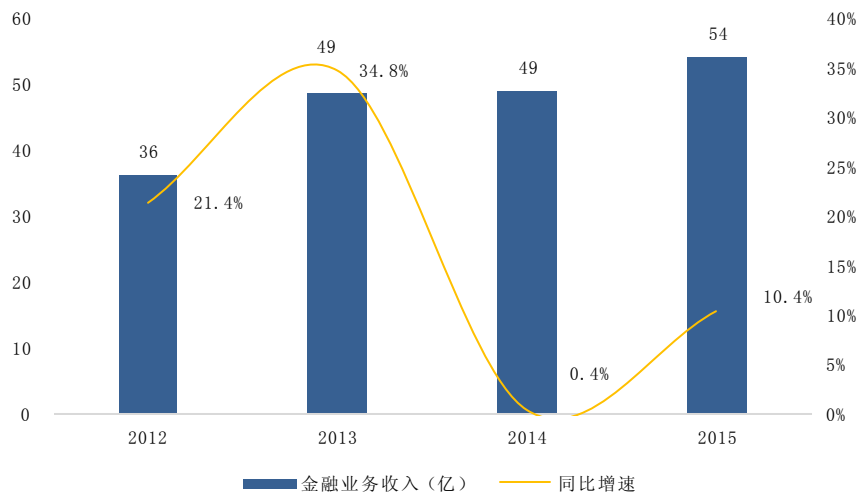


资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理; 注: 以母公司净利润减去投资收益推算

转型金融先行者

提前布局金融业务, 彰显发展战略眼光。公司早于 2010 年 8 月就以 12 亿元的价格完成了对中植企业集团旗下中融信托 36% 股权的收购, 2011 年又参与了恒天财富的发起设立, 提前布局进入金融行业。成为传统行业转型金融的先行者, 目前公司已形成纺织机械、金融和新能源汽车三大业务板块。2015 年, 以中融信托为核心的金融业务板块贡献营业收入 54 亿, 占总营业收入比例达 60.6%, 彰显公司战略眼光。

图 4: 公司金融业务收入及增速



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

拥抱“大资管”时代, 发力财富管理市场

公司金融业务目前有中融信托 (第一大股东, 持股 37.47%) 和恒天财富 (持股

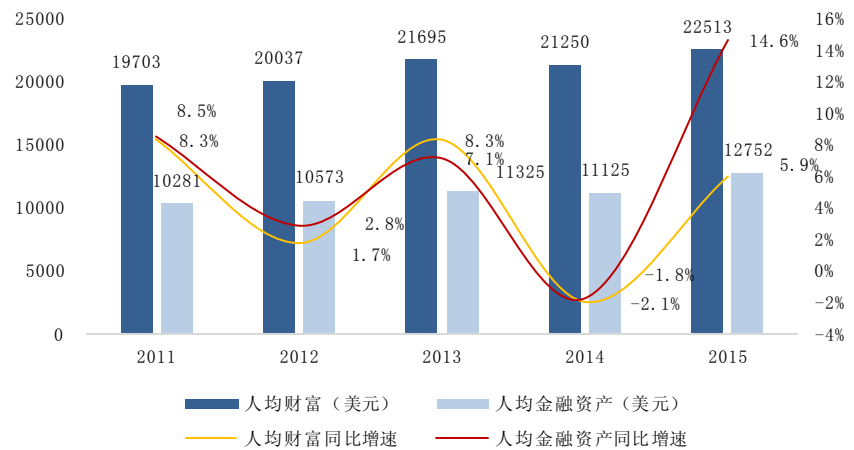
20%)，均是国内财富管理领域的领头羊，我们持续看好其凭借先发优势、大量的人才储备和资金实力，拥抱“大资管时代”。

顺应居民财富管理诉求的释放

公司金融业务的发展思路非常清晰，就是通过信托与第三方财富管理拥抱“大资管”时代，切入我国财富管理市场，顺应居民财富管理诉求的不断提升。

伴随居民可支配收入及财富储蓄的不断增长，我国居民对财富管理的需求将持续释放，财富管理市场将长期稳定增长。根据瑞士信贷集团（Credit Suisse）2015年10月发布的《global-wealth-databook-2015》，截止2015年6月底，我国居民财富总量已达22.8万亿美元，占全球财富总量的9.1%，我国成年人人均财富总量已从2000年5672美元增长至22513美元，CAGR达9.6%，其中成年人人均金融资产（包括存款、银行理财、股票、债券、基金等）达12752美元，占比达56.6%，个人财富在100万美元以上的人数达133万人。

图 5：我国成年人人均财富、金融资产及增速



资料来源：Credit Suisse、国信证券经济研究所整理

中融信托：前瞻性转型，积极切入财富管理市场

金融板块核心资产，信托行业龙头。中融信托是公司目前金融业务板块最核心的资产，也是国内信托行业的龙头之一。中融信托成立于1987年，前身为哈尔滨国际信托，目前公司持有其37.47%的股权，为第一大股东。截止2014年底，中融信托管理资产规模达7106亿，位居行业第二。2015年末，中融信托管理资产规模7805亿元，全年实现营业收入65亿，净利润26亿，同比分别增长17.4%、7.1%。

表 2：2014 年信托公司信托资产排名

公司	信托资产 (亿)
中信信托	9020
中融信托	7106
建信信托	6658

兴业信托	6512
外贸信托	5435

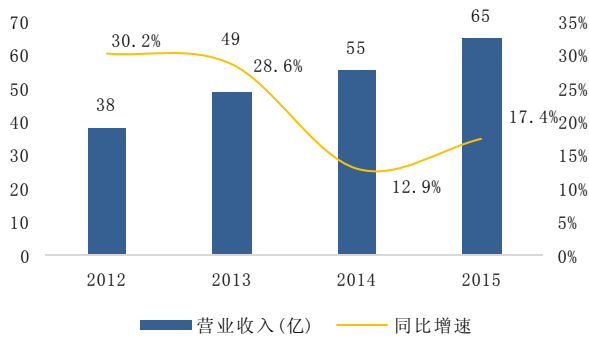
资料来源：信托业协会、国信证券经济研究所整理

表 3: 中融信托股权结构 (截止 2015 年底)

股东名称	持股比例
经纬纺机股份有限公司	37.47%
中植企业集团	32.99%
哈尔滨投资集团	21.54%
沈阳安泰达商贸有限公司	8.01%

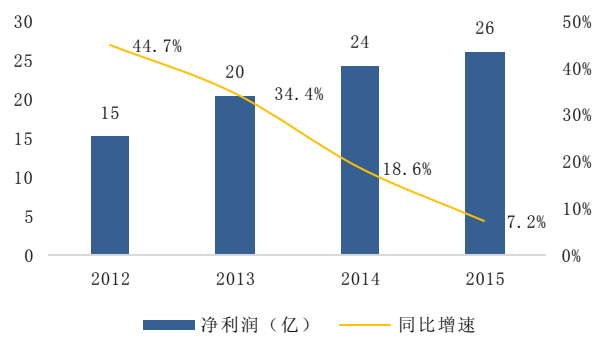
资料来源：公司年报、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 6: 中融信托收入及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 7: 中融信托净利润及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

多次增资突显战略地位。公司自 2010 年完成对中融信托 36% 股权收购后，先后 6 次对中融信托进行增资，使其注册资本由收购时的 3.25 亿增长至 60 亿，持股比例也小幅提升至 37.47%，突显中融信托在公司布局中的战略地位。

表 4: 公司历次对中融信托增资

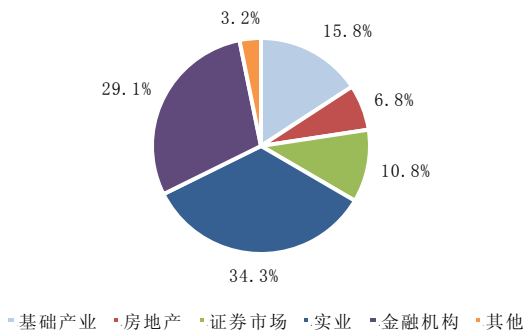
时间	增资行动
2010 年 11 月	使用中融信托 2.55 亿可分配利润进行增资，股权结构不变
2010 年 12 月	使用中融信托 5.2 亿可分配利润及股东出资 3 亿现金（公司出资 1.08 亿现金）进行增资，股权结构不变
2011 年 11 月	股东共同出资 6 亿（公司出资 2.87 亿）进行增资，公司持股比例提升至 36.6%
2012 年 8 月	股东共同出资 1.25 亿元，公司持股比例提升至 37.47%
2013 年 1 月	公司出资 7.6 亿补充中融信托净资本
2014 年	资本公积和非分配利润合计 44 亿元转增注册资本至 60 亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

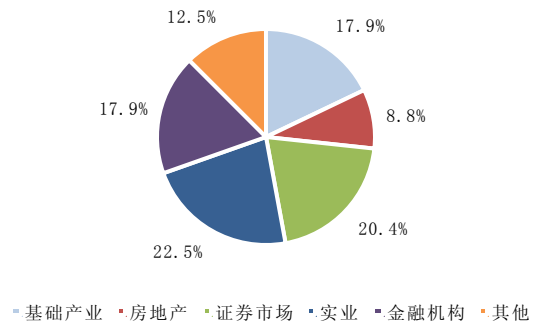
前瞻性转型，坚决切入财富管理市场。为推动业务转型，实现长期可持续发展，公司制定了《2015-2017 年战略规划》，设立了“一个目标、三组动力”的实施方案。“一个目标”指公司的总体战略方向是从“单纯的资金提供者”转型成为“综合资产管理人”；“三组动力”指公司业绩增长的动力引擎，实现转型的三大板块，即

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。

顺应经济“新常态”，积极把握行业新机遇。目前公司大力推动转型，有意压缩基础设施及房地产等传统融资类信托业务（占比已由 2014 年的 30.59% 下降至 22.57%）。同时公司顺应直接融资大发展、“供给侧”改革、国企改革以及文化传媒、互联网等新兴产业崛起的趋势，大力开展：1）围绕资本市场的增发、并购重组以及 IPO 等业务；2）与地方政府合作设立产业基金，积极参与地方国企改革；3）在香港及海外市场的投资业务；4）加大对影视、演唱会等新兴文化传媒产业的投资。

图 8：中融信托 2015 年信托资产配置


资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 9：信托行业 2015 年信托资产配置


资料来源：信托业协会、国信证券经济研究所整理

表 5：中融信托多元业务布局

投资公司	持股比例	布局方向	2015 年投资收益（万）
中国信托业保障基金	13.04%	基金管理	6060
新湖财富	18.46%	第三方财富管理	3825
北京指点无忧传媒技术	25%	投资与资产管理	-369
深圳铎融股权投资基金	49%	基金管理	-7
上海融欧股权基金	40%	投资与资产管理	68

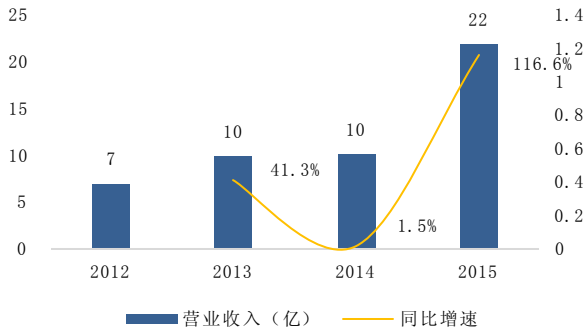
资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

股东资源或使转型之路更为顺畅。中融信托的第二大股东中植企业集团长期浸淫资产管理行业，拥有丰富的客户资源与项目资源，有利于减小公司向私募投行、资产管理以及财富管理三大方向转型的难度。

恒天财富：领跑国内第三方财富管理市场

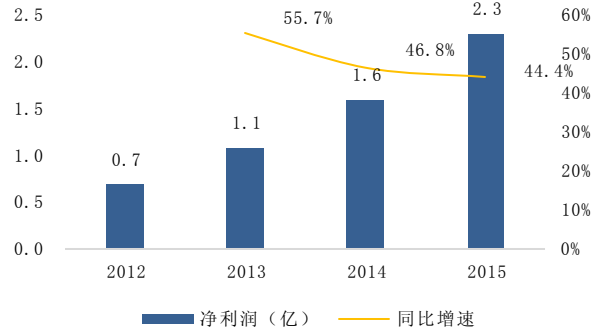
国内第三方财富管理龙头，顺应家庭财富管理需求释放。恒天财富也是公司金融板块的重要布局，2011 年参与发起设立北京恒天财富，2015 年又参与新设天津恒天财富，均持股 20%。恒天财富是国内第三方财富管理龙头企业之一，成立至今累计管理资产规模超过 3300 亿，与超过 5 万个高净值家庭建立了良好的投资顾问关系。**2015 年恒天财富（含天津公司）取得营业收入 22 亿，实现净利润 2.3 亿，同比分别增长 117%、44%。**

图 10: 恒天财富收入及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

图 11: 恒天财富净利润及增速



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

坚持客户导向，将是公司长期重要成长动力源。与国内第三方财富管理行业普遍存在的佣金导向不同，恒天财富坚持客户导向，真正发挥专业能力根据市场环境和收益率为客户提供资产配置建议，是目前国内最成熟的第三方私人银行之一。以客户为导向使得恒天财富的利益与客户绑定，规避了佣金导向下的道德风险（在高佣金刺激下推销劣质或高风险金融产品）问题，我们看好恒天财富长期崛起为公司重要的成长动力源。

新能源汽车，新成长方向

积极布局新能源汽车业务

产学研一体，积极布局新能源汽车。新能源汽车也是公司重要的转型成长方向之一，近两年做了大量的布局。公司利用在传统纺织机械领域的人才、技术储备，以子公司湖北新楚风为生产核心、北京恒天鑫能和天津研究院为研发核心，专注客车、货运专用车等细分领域，发力新能源汽车业务。**截止 2015 年底，公司新能源汽车业务虽仍未盈利，但取得营业收入 3.5 亿。**

表 6: 公司新能源汽车业务布局

布局	定位	公司持股比例
湖北新楚风汽车股份有限公司	新能源汽车的生产、销售	80.28%
北京恒天鑫能新能源汽车技术有限公司	新能源汽车的设计、研发	40% (实际控制人)
天津恒天新能源汽车研究院	新能源汽车的设计、研发	100% (通过北京恒天鑫能间接控股)

资料来源：公司年报、公司公告、国信证券经济研究所整理

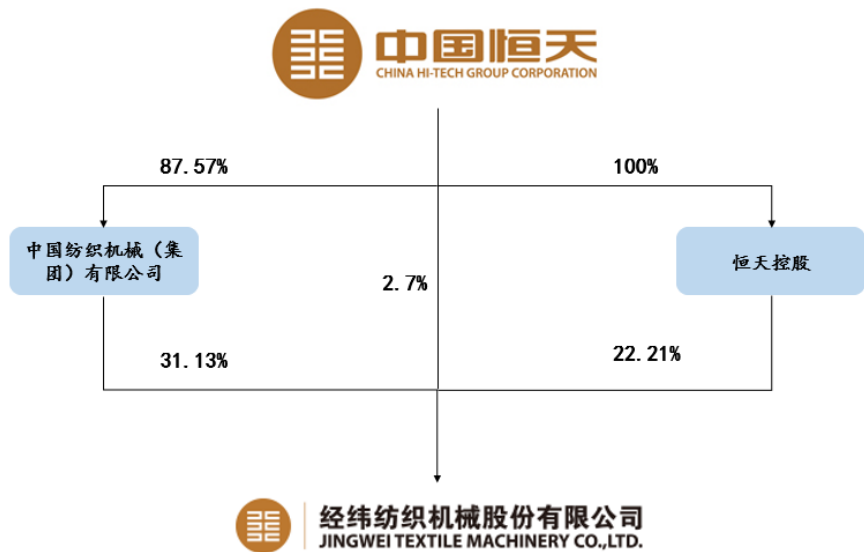
回购 H 股，巩固控制权打开想象空间

回购 H 股，彰显信心与决心

2015年8月，公司首次公告公司实际控制人恒天集团将通过旗下全资子公司恒天控股以12港币/股的价格要约回购公司所有H股，12月公司H股从联交所退市。截止4月7日，恒天控股已回购86.49%的H股股份，并表示将继续收购剩余13.51%的少数股权。

巩固控制权，彰显发展信心与决心。通过此次对公司H股的回购与退市，恒天集团对公司的持股比例由33.83%上升至56.04%，未来随着剩余H股的全部回购将进一步上升至59.43%。巩固控制权的同时，也彰显出恒天集团对公司未来发展的信心与决心，公司作为恒天集团最重要的上市公司平台地位显露无疑，未来进一步的发展支持与资本运作值得期待。

图 12: H股退市后恒天集团对公司股权关系



资料来源：公司年报、公司官网、国信证券经济研究所整理

恒天集团金融资产丰富，未来存整合可能

旗下金融资产丰富，打开想象空间。恒天集团作为大型央企，与中植企业集团、招商局等资本集团建立了密切的战略合作关系，后者旗下具备较为丰富的金融资产。恒天集团此次通过H股退市巩固对公司的绝对控股权后打开了未来进行资产整合以支持公司发展的想象空间。

表 7: 恒天集团及战略合作方旗下金融资产

资产	简述
恒天集团旗下直属	
恒天创投	主业包括贸易（农副产品、纺织、石化产品）和创投业务，创投业务聚焦毛纺织、生命健康及纯电动车领域
恒天投资	二级市场投资管理及企业资产管理、兼并重组服务等
中植企业集团旗下相关金融资产	
中融信托	国内信托行业龙头之一，2015年取得营业收入65亿，实现净利润26亿，截止2014年底管理信托资产规模位居行业第四
恒天财富	第三方财富管理，截止2016年3月底累计管理资产规模超过3300亿人民币
新湖财富	第三方财富管理，截止2015年底管理资产规模达1200亿，

大唐财富	为超过 4 万名客户提供金融产品与投资顾问服务
高晟财富	第三方财富管理，截止 2015 年底累计管理资产规模超过 850 亿
中泰创展	第三方财富管理公司，旗下包括保险代理、基金销售等业务
招商局旗下相关金融资产	国内典当行龙头之一，目前总资产 48.46 亿，累计投资额近 300 亿元
招商局资本	产业投资及资产整合业务，聚焦基础设施、医疗医药、金融服务、房地产、高科技、农业食品、文化传媒、装备机械、矿业、能源等领域，截止 2015 年底管理资产规模超过 330 亿
招商创投	PE、VC 业务，自有资金（注册资本）50 亿，主投互联网方向

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

估值分析

因为公司业务分为纺织机械、金融和新能源汽车三大块，因此我们对公司业绩分为金融和非金融两部分业务进行测算

金融业务:140.5-168.2 亿元

金融业务包括中融信托和恒天财富两部分，因两家公司业务及盈利模式差异较大，我们分开进行对比分析估值测算。

中融信托：2016 年可支撑 127-152 亿市值

中性假设下中融信托 2016 年末净资产 135.4 亿元。对于中融信托，我们类比 A 股上市公司安信信托与陕国投 A。考虑信托业务的风险性，我们采用 ROE 与 P/B 的估值方法，2015 年中融信托加权平均 ROE 约为 24%，较 2014 年下滑 4 个百分点，我们综合考虑目前的低息环境、A 股市场杠杆诉求的下滑、房地产市场调控再度收紧、债券市场信用风险的上升及公司目前处于转型期，中性假设下预计 2016 年可实现 ROE 为 22%，分红率为 10%。

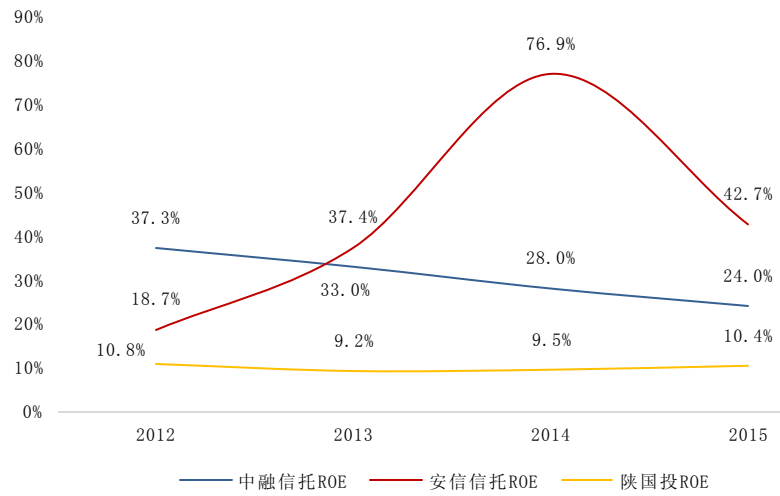
表 8：中融信托 2016 年盈利能力情景假设分析

	保守	中性	乐观
期初净资产（亿）	113	113	113
ROE	20%	22%	24%
净利润（亿）	22.6	24.9	27.1
分红率	10%	10%	10%
期末净资产（亿）	133.3	135.4	137.3

资料来源：国信证券经济研究所预测；

类比可比上市公司的 ROE 走势与当前 P/B 估值，中融信托在市场份额、资产规模及客户资源上具备更强的竞争优势，但综合考虑盈利能力以及行业转型期导致竞争进一步加剧，我们认为公司 2016 年合理 P/B 估值应该为 2.5-3 倍，则中融信托整体估值 338.5-406.2 亿元，公司持有股权价值应为 127-152 亿。

图 13: 中融信托与可比公司 ROE对比



资料来源: Wind, 公司年报、国信证券经济研究所整理

表 9: 中融信托可比上市公司估值 (截止 2016 年 4 月 22 日)

公司 (代码)	2015 年 ROE	2016 年 ROE	P/B (LF)	P/B (2016E)
安信信托 (600816)	42.7%	33.5%	4.6	3.7
陕国投 A (000563)	10.4%	6.6%	2.4	2.3

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理; 注: 2016 年数据为 Wind 一致预期数据

表 10: 中融信托可比上市公司总市值对比 (单位: 亿元)

公司 (代码)	2015 年信托资产规模	2015 年净利润	总市值
安信信托	2359	17.2	285
陕国投 A	1868	4.54	162
中融信托	7805	26.05	预估 338-406

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

恒天财富: 2016 年可支撑 13.5-16.2 亿市值

中性假设下 2016 年可实现归属投资收益 0.54 亿。第三方财富管理公司的收入主要为佣金, 不具有信用风险特征, 因此我们采用净利润预测与 P/E 估值法。2015 年恒天财富表现出了优秀的成长性, 但是考虑国内第三方财富管理公司竞争的加剧中性假设下我们预计恒天财富 2016 年营业收入增速为 30%, 销售净利率由 2015 年的 10.5% 进一步下滑至 9.5%, 则可实现净利润为 2.72 亿, 对应归属于上市公司股东的投资收益为 0.54 亿。

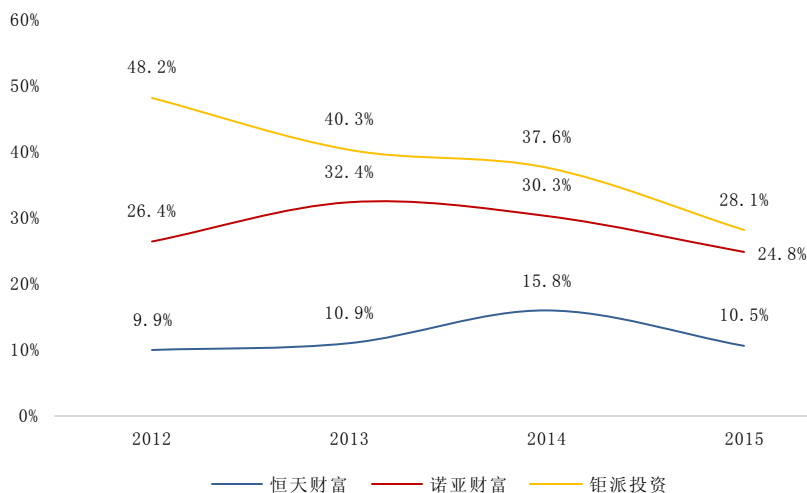
表 11: 恒天财富 2016 年盈利能力情景假设分析

	保守	中性	乐观
2015 年营业收入 (亿)	22	22	22
2016 年增速	20%	30%	40%
2016 年营业收入 (亿)	26.4	28.6	30.8
净利润率	9%	9.5%	10.5%
2016 年净利润 (亿)	2.38	2.72	3.23
归属上市公司投资收益 (亿)	0.48	0.54	0.65

资料来源: 国信证券经济研究所预测;

对比诺亚财富与举钜派投资的销售净利率与净利润水平, 恒天财富盈利能力提升还有较大空间。同时, 财富管理公司在 A 股市场具有稀缺性, 我们认为恒天财富 2016 年合理 P/E 估值为 25-30 倍, 对应公司持有股权价值为 13.5-16.2 亿元。

图 14: 恒天财富与可比公司销售净利率对比



资料来源: Wind、公司年报、国信证券经济研究所整理

表 12: 恒天财富可比上市公司估值 (截止 2016 年 4 月 21 日)

公司 (代码)	2015 年净利润 (亿人民币)	2016 年净利润 (亿人民币)	P/E (TTM)	P/E (2016E)
诺亚财富 (NOAH)	5.4	6.6	17.2	14.1
钜派投资 (JP)	1.6	2.4	11.7	7.7

资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理; 注: 1) 诺亚财富 2016 年数据为 Bloomberg 一致预期数据; 2) 钜派投资 2016 年数据为我们根据其历史成长性推测 2016 年增长 50% 所得数据

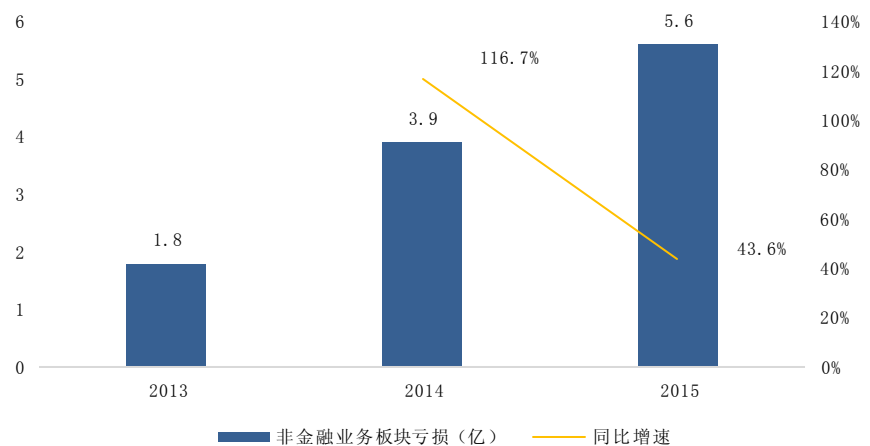
综上所述，中性假设下金融业务板块合理估值 140.5-168.2 亿市值。

非金融业务清算价值约 30 亿元

公司非金融业务目前主要是传统主业的纺织机械业务和作为多元化方向之一的新能源汽车业务。传统的纺织机械业务因为下游需求方削减资本开支、需求下降而陷入亏损，新能源汽车业务则处于建设投入初期盈利仍需时日。

2016 仍将亏损，中性假设下预计 4 亿。 2015 年我们推算公司非金融业务板块亏损为 5.6 亿（以金融业务板块同期归属净利润减去公司归属净利润），同比扩大 43.6%。我们预计随着公司传统业纺织机械业务产能的关闭淘汰以及新能源汽车业务盈利能力的逐步释放，2016 年非金融业务仍将亏损 3-6 亿，中性假设预计 4 亿。

图 15: 公司非金融业务板块亏损情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理

清算价值约为 30 亿。 对于亏损的非金融业务板块，我们采用清算价值法进行测算，2015 年底纺织机械业务净资产（母公司）为 33 亿，新能源汽车业务净资产为 1 亿，合计 34 亿，我们预计 2016 年亏损后合计净资产约 30 亿。未来随着行业产能的逐步出清和产能重组，我们预计公司非金融业务可以实现盈亏平衡，因此我们判断 2016 年亏损后净资产可以作为公司非金融业务合理的清算价值，即 30 亿。

投资建议

长期看好财富管理市场，且未来存较强资产整合预期，“买入”评级。从现有业务看，公司 2016 年合理估值 171-198 亿，同时，考虑到恒天集团后续存在资本运作可能，我们给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	8641	8000	8694	11237	营业收入	10395	10291	11292	12194
应收款项	2477	2481	2723	2940	营业成本	3470	3293	3614	3902
存货净额	1532	1420	1553	1684	营业税金及附加	338	334	339	366
其他流动资产	468	61	67	72	销售费用	197	196	226	244
流动资产合计	19571	18261	19322	22205	管理费用	3462	3420	3750	4048
固定资产	2013	1821	1681	1527	财务费用	267	108	162	102
无形资产及其他	593	571	548	525	投资收益	207	60	72	86
投资性房地产	3899	3899	3899	3899	资产减值及公允价值变动	(455)	15	15	0
长期股权投资	1990	1984	1979	1973	其他收入	0	0	0	0
资产总计	28066	26536	27428	30130	营业利润	2412	3015	3289	3619
短期借款及交易性金融负债	3095	5893	4000	4000	营业外净收支	344	0	0	0
应付款项	2170	250	273	296	利润总额	2756	3015	3289	3619
其他流动负债	6206	839	920	996	所得税费用	770	843	919	1011
流动负债合计	11471	6893	5069	5157	少数股东损益	1528	1672	1823	2006
长期借款及应付债券	2642	3842	4642	5142	归属于母公司净利润	458	501	547	601
其他长期负债	197	146	95	44					
长期负债合计	2838	3988	4737	5186	现金流量表 (百万元)				
负债合计	14310	10880	9805	10342	净利润	458	501	547	601
少数股东权益	7693	9214	10873	12699	资产减值准备	404	(21)	(30)	(36)
股东权益	6064	6530	7038	7597	折旧摊销	182	264	270	275
负债和股东权益总计	28066	26624	27716	30638	公允价值变动损失	455	(15)	(15)	0
					财务费用	267	108	162	102
关键财务与估值指标					营运资本变动	1876	(6844)	(356)	(342)
每股收益	0.65	0.71	0.78	0.85	其它	(484)	1543	1689	1862
每股红利	0.68	0.05	0.05	0.06	经营活动现金流	2890	(4508)	2082	2364
每股净资产	8.61	9.28	10.00	10.79	资本开支	(124)	(13)	(63)	(63)
ROIC	22%	13%	13%	14%	其它投资现金流	(110)	0	0	0
ROE	8%	8%	8%	8%	投资活动现金流	(1887)	(7)	(57)	(57)
毛利率	67%	68%	68%	68%	权益性融资	245	0	0	0
EBIT Margin	28%	30%	30%	30%	负债净变化	(200)	0	0	0
EBITDA Margin	30%	32%	32%	32%	支付股利、利息	(482)	(35)	(38)	(42)
收入增长	4%	-1%	10%	8%	其它融资现金流	3525	2798	(1893)	0
净利润增长率	-15%	9%	9%	10%	融资活动现金流	2406	3963	(1131)	458
资产负债率	78%	75%	75%	75%	现金净变动	3409	(553)	894	2764
息率	3%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	5232	8641	8000	8694
P/E	30.1	27.5	25.2	22.9	货币资金的期末余额	8641	8088	8894	11458
P/B	2.3	2.1	2.0	1.8	企业自由现金流	4043	(4452)	2031	2250
EV/EBITDA	9.0	7.4	6.5	6.2	权益自由现金流	7368	(1732)	22	2176

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
王东	010-88005309			黄道立	0755-82130685
徐培沛	0755-22940793			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
边祎维	13726685252	liangyc@guosen.com.cn		刘紫微	13828854899	liuyan3@guosen.com.cn	
		倪婧	18616741177			夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252			郭泓辰	18575583236
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252			吴翰文	13726685252
zhaohy@guosen.com.cn		周鑫	13726685252				