

中融信托经营稳健，H股回购彰显信心

■中融信托经营状况稳健，带动经纬纺机业绩。

(1) **信托业务贡献主要利润。**经纬纺机目前持有中融信托 37.47% 的股份，公司为其实际控制人。2016 年上半年，中融信托总资产达到 214.5 亿元，营业总收入达到 26.8 亿元，净利润达到 10.6 亿元，贡献利润在各子公司中占比最大，超过 40%，为经纬纺机最主要的利润来源，公司在信托业务的带动下实现业绩的稳步增长。

(2) **中融信托具有独特优势。**从收入方面来看，中融信托收入合计稳步提升，2015 年，中融信托收入合计达到 67 亿元，同比增长 21%，比 2012 年的 38.2 亿元增加了 29 亿元左右。**信托资产方面**，中融信托 2015 年信托资产规模约为 6699 亿元，比 2012 年的 2994 亿元提升超过一倍，行业排名第 5 位。**主动管理能力方面**，2012 年以来，公司主动管理信托业务占比就维持在 50% 以上水平，主动管理能力较强。

(3) **中植集团金融资产丰富，未来或将协同发展。**中植企业集团有限公司持有 32.99% 的股份，为中融信托第二大股东，集团主要业务涵盖了投资、并购、资产管理和产业基金等。拥有多家全资、控股子公司，业务涵盖信托、新金融、基金、金融投资、矿业及并购等六大板块，未来中融信托或将借助股东丰富的金融资产，实现协同发展。

(4) **信托行业风险平稳下降，主动管理能力不断增强。**无风险利率下行推动行业风险平稳下降，2016 年 7 月的银行理财新规提升了信托行业重要性，而与其他金融牌照相比，信托公司资金运用渠道最为广泛，包括货币市场、债券市场等五大投资领域，在业务发展和转型升级方面具备优势。同时，以主动管理为主的集合资金信托规模占比处在上升趋势，2015 年二季度信托业集合资金信托规模占比比 2012 年提升约 10%。未来中融信托将借助信托行业发展，实现综合实力的进一步提升。

■**H 股私有化彰显股东信心。**截至 2016 年 8 月 26 日，恒天集团持有公司退市 H 股占全部退市 H 股约 90.13%；仍有约 9.87% 的股份由未接纳要约的少数股东持有，恒天集团表达了对继续收购剩余 H 股股份的意愿。要约收购完成后，恒天集团对公司的持股比例将上升至 59.51%。此次收购体现了恒天集团对公司未来发展的信心以及巩固对公司控股权的决心。恒天集团实现对公司的绝对控制有利于今后资本运作的开展。作为恒天集团重要的上市公司平台之一，恒天集团今后对公司的定位以及发展支持值得期待。

■**稳步打造金控平台。**公司通过布局财富管理、收购并购基金，加快金控建设。公司于 2011 年直接参股恒天财富 20% 的股份，2012 年间接参股新潮财富 18.46% 的股份，2015 年入股天津恒天财富 20% 的股份，加快财富管理领域布局。2016 年 1 月公司决定以 4.69 亿元收购青杨投资 4.5 万亿基金份额，占青杨投资 49.94% 股权。此次收购是经纬纺机对金融业务的进一步布局，未来公司将借助资本市场提升公司盈利水平，加快金控建设。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 26.10 元。我们预计公司 2016 年-2018 年的收入增速分别为 8%、6%、5%，成长性突出。

■**风险提示：**违约风险，宏观经济下行风险，运营风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	10,013.4	10,395.1	11,226.7	11,900.3	12,495.3
净利润	541.8	458.0	652.4	910.0	1,011.1
每股收益(元)	0.77	0.65	0.93	1.29	1.44
每股净资产(元)	7.94	8.61	7.28	8.84	10.51
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	27.7	32.8	23.0	16.5	14.8
市净率(倍)	2.7	2.5	2.9	2.4	2.0
净利润率	5.4%	4.4%	5.8%	7.6%	8.1%
净资产收益率	9.7%	7.6%	12.7%	14.6%	13.7%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	76.0%	85.7%	134.0%	105.6%	131.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

纺织服装机械

投资评级 **买入-A**

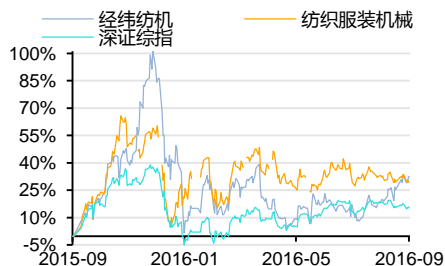
维持评级

6 个月目标价：**26.10 元**
股价 (2016-09-29) **21.32 元**

交易数据

总市值(百万元)	15,012.05
流通市值(百万元)	6,257.18
总股本(百万股)	704.13
流通股本(百万股)	293.49
12 个月价格区间	16.12/32.45 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.42	6.76	21.05
绝对收益	10.58	7.54	35.32

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

经纬纺机：H 股私有化完成，增持中融信托可期	2016-03-29
经纬纺机：经纬纺机：H 股私有化落地，业务整合呼之欲出	2015-08-14

内容目录

1. 构建三大板块，业务结构多元	3
1.1. 公司发展历程	3
1.2. 大股东具有央企背景.....	3
2. 中融信托经营状况稳健，带动经纬纺机业绩	3
2.1. 信托业务对公司收入贡献占比较高.....	3
2.2. 信托资产维持稳定，主动业务占比较高	4
2.3. 中融信托具有信托资产规模优势	6
2.4. 中融信托股东资源丰富	6
2.5. 信托行业风险平稳下降.....	7
3. H 股私有化彰显股东信心	8
3.1. H 股要约回购进程	8
3.2. 回购 H 股巩固股东控制权	10
4. 稳步打造金控平台	10
5. 盈利预测与估值	12
5.1. 盈利预测.....	12
5.2. 估值.....	13

图表目录

图 1: 金融信托业务占据主要收入	4
图 2: 中融信托收入合计维持较高增速	4
图 3: 中融信托信托资产	5
图 4: 中融信托 2015 年信托资产配置	5
图 5: 中融信托信托资产结构.....	5
图 6: 中融信托主动管理信托业务维持较高占比.....	6
图 7: 中融信托具有信托资产规模优势	6
图 8: 信托行业资产规模和增速	8
图 9: 信托业各类信托资产规模占比.....	8
图 10: H 股收购进程	9
图 11: 要约完成后公司股权结构	10
图 12: 2015 年恒天财富营业收入大幅增长 (单位: 亿元)	11
图 13: 净利润稳步增长 (单位: 亿元)	11
图 14: 新湖财富资产管理规模增长迅速	12
图 15: 新湖财富营业收入与净利润稳步增长 (单位: 亿元)	12
表 1: 2016 年上半年公司前十大股东明细.....	3
表 2: 中融信托前三大股东	7
表 3: 要约前后公司股权变化.....	10

1. 构建三大板块，业务结构多元

1.1. 公司发展历程

第一阶段，成立初期。公司成立于1951年，前身是经纬纺织机械厂。1996年公司在香港和深圳两地上市，成功发行H股和A股。

第二阶段，转型变革。我国纺机行业在经历了数年的快速发展之后，逐步迈入市场低迷期，行业发展速度受影响较大。伴随着市场整体规模的下滑，为了维持较快可持续的增长，公司开启转型之路。2010年，公司收购了中融国际信托有限公司36%股权，标志着公司向非纺机领域的结构调整迈出实质性步伐。而在2013年，公司又完成对斯洛文尼亚DURABUS公司51%股权的收购和荷兰GINAF重卡项目收购，标志着公司在商用汽车业务板块迈出了国际化的步伐。至此，公司构建的“三大板块”（纺织机械、金融信托、商用汽车）多元化业务格局迈上了一个崭新的台阶。

第三阶段，重整结构。在经历了超过一年的各方面努力，中国恒天集团有限公司于2015年完成了对公司H股的要约收购。回购H股股权后，一方面公司实际控制人恒天集团获得56.04%绝对控股权，并加强了未来资本运作能力；另一方面H股长期折价，实施回购后将有效释放公司估值潜力，开启成长空间。

1.2. 大股东具有央企背景

根据2016年中报披露，公司实际控制人为中国恒天集团有限公司，性质为中央国资管理机构。恒天集团合计持股占公司全部已发行股本总额的56.64%。H股回购使实际控制人实现绝对控股，加强后续资本运作的效率，并将有效释放公司潜力，打开成长空间。

表 1：2016 年上半年公司前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
中国纺织机械(集团)有限公司	219,194,674	31.13	限售流通A股,A股流通股
中国恒天控股有限公司	160,671,820	22.81	H股流通股
中国恒天集团有限公司	19,012,505	2.70	限售流通A股
香港中央结算(代理人)有限公司	16,880,945	2.40	H股流通股
中国工商银行股份有限公司-华夏领先股票型证券投资基金	13,099,216	1.86	A股流通股
全国社保基金一零七组合	5,599,655	0.80	A股流通股
全国社保基金一零二组合	4,999,880	0.71	A股流通股
博时基金-中国银行-平安人寿-平安人寿委托投资1号资产管理计划	4,000,000	0.57	A股流通股
杜建军	3,481,368	0.49	A股流通股
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	3,018,000	0.43	A股流通股
合计	449,958,063	63.9	

资料来源：Wind,安信证券研究中心

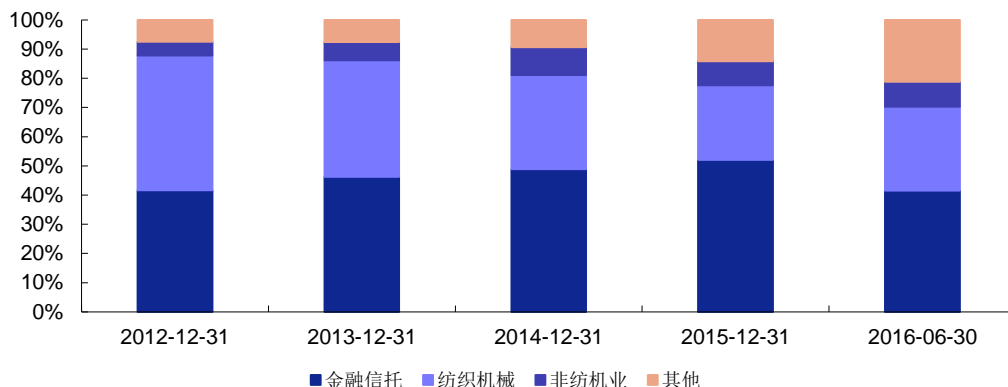
2. 中融信托经营状况稳健，带动经纬纺机业绩

2.1. 信托业务对公司收入贡献占比较高

信托业务贡献主要利润，带动经纬纺机业绩。中融信托注册资本60亿元，是经纬纺机金融业务的主力，主要业务包括资金、动产、不动产、有价证券及其他财产或财产权信托，同时在自营业务中布局“私募投行、资产管理、财富管理”三大板块。2016年上半年，中融信托总资产达到214.5亿元，营业总收入达到26.8亿元，净利润达到10.6亿元，贡献利润在各子公司中占比最大，为经纬纺机最主要的利润来源，公司在信托业务的带动下实现业绩的

稳步增长。目前，经纬纺机持有中融信托 37.47% 的股份，虽然股权比例未超过 50%，但根据中融信托的公司章程，在中融信托的董事会拥有半数以上席位从而拥有对董事会的实际控制权，因此经纬纺机为中融信托的实际控制人。

图 1：金融信托业务占据主要收入

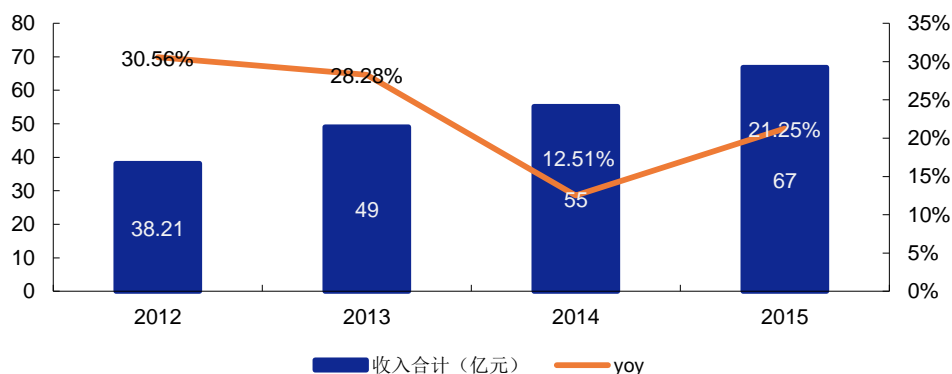


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 信托资产维持稳定，主动业务占比较高

中融信托收入合计稳步提升。截至 2015 年末，公司合并管理资产 7805 亿元，其中，自有资产 188.52 亿元，占 2.42%，信托资产 6699 亿元，占 85.83%，子公司受托管理资产 917.6 亿元，占 11.76%，2015 年，中融信托收入合计达到 67 亿元，同比增长 21%，比 2012 年的 38.2 亿元增加了 29 亿元左右，实现了大幅增长。

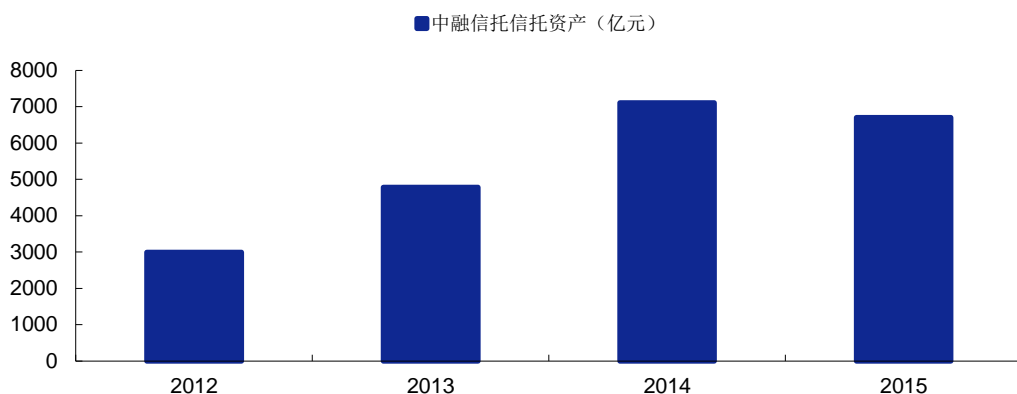
图 2：中融信托收入合计维持较高增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

中融信托信托资产近年来基本平稳维持在高水平。2015 年，中融信托的信托资产达到 6699 亿元，比 2012 年的 2994 亿元提升超过一倍，2013 年以来，中融信托的信托资产规模就保持在 4700 亿元以上的高水平。

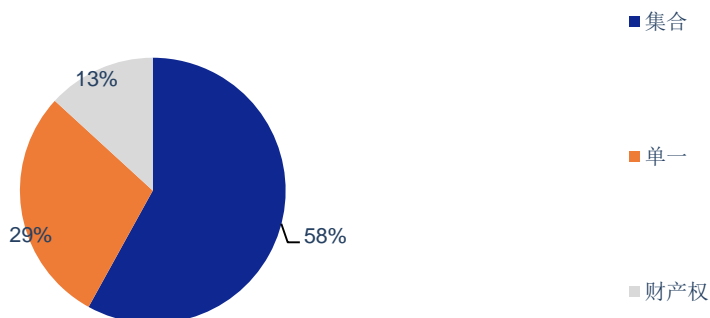
图 3：中融信托信托资产



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

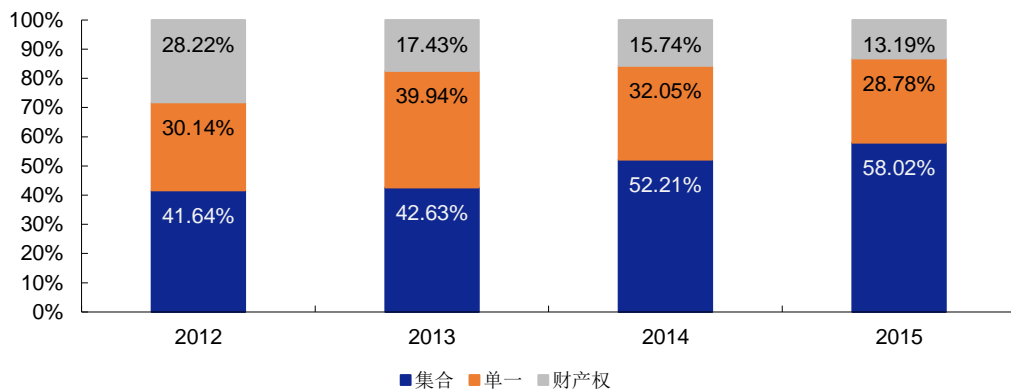
中融信托信托资产中集合类资产占比较高。2012 年以来，中融信托信托资产中的集合类资产占比就维持在 40%以上的高水平，2015 年占比达到 58%，比 2012 年的 41.6%提升了约 16 个百分点。

图 4：中融信托 2015 年信托资产配置



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

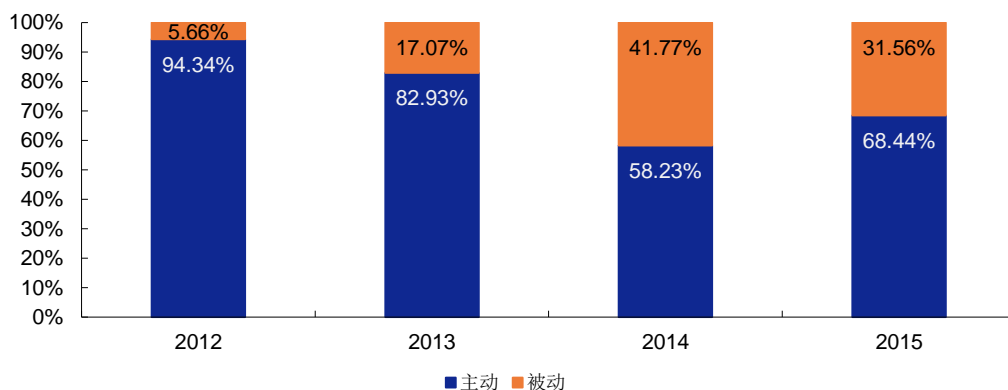
图 5：中融信托信托资产结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2015 年主动管理信托业务占比比 2014 年有所提升。中融信托 2015 年主动管理信托资产占比达到 68%，比 2014 年的 58%提升约 10 个百分点，2012 年以来，公司主动管理信托业务占比就维持在 50%以上水平。

图 6：中融信托主动管理信托业务维持较高占比

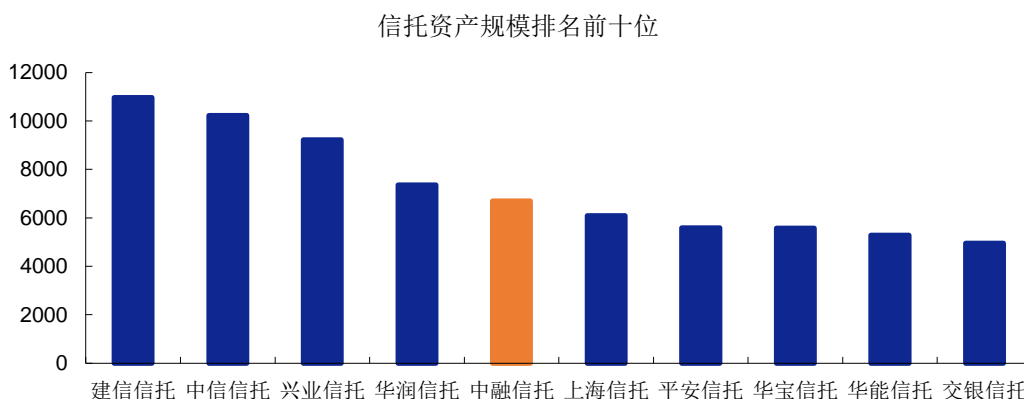


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 中融信托具有信托资产规模优势

中融信托信托资产规模排名较为靠前。中融信托 2015 年 6699 亿元的信托资产规模，在行业内超过 60 家信托公司中，排名第 5 位，信托资产规模方面拥有较大优势。

图 7：中融信托具有信托资产规模优势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.4. 中融信托股东资源丰富

中植集团金融资产丰富，未来或将协同发展。作为中融信托的第二大股东，中植企业集团有限公司持有 32.99% 的股份。中植企业集团成立于 1995 年，是一家多元化经营的大型民营企业集团，作为资产管理公司，集团主要业务涵盖了投资、并购、资产管理和产业基金等。拥有多家全资、控股子公司，业务涵盖信托、新金融、基金、金融投资、矿业及并购等六大板块，潜入十余家上市公司。目前中植集团董事局主席为高兴山先生。

表 2：中融信托前三大股东

股东名称	出资比例	法人代表	注册资本	注册地址	主要经营业务
★经纬纺织机械股份有限公司	37.47%	叶茂新	70,413 万元	北京市北京经济技术开发区永昌中路 8 号	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	500,000 万元	北京市朝阳区东四环中路 39 号 A 单元 1515	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	500,000 万元	哈尔滨市南岗区汉水路 172 号	固定资产等项目股权投资,财务状况良好。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心；注：★代表公司最终实际控制人

中植系业务主要有以下板块：

(1) 并购业务突出

中植集团从 2008 年开始做并购业务，2013 年进入了快速发展阶段，很多上市公司在并购过程中开始出现了中植集团下属公司，在并购行业表现突出。

(2) 关注财富管理

建立了四个财富管理公司，其中一家财富公司恒天财富管理公司获得了卓越财富管理奖。未来财富管理板块，继续朝着中国的私人银行、资产管理方向努力发展。

(3) 新金融板块创新

一是短融平台。2008 年创立中泰创展控股有限公司，致力于在中国做典当连锁经营，中泰创展已经拥有约 37 家典当行，主要针对中国对公业务的短融市场，志在典当市场打造一个中国短融连锁平台。

二是融资租赁。融资租赁主要有三个战略定位：第一个就是政府公共资产的盘活，第二个方向是国有资产负债率的降低，第三个就是用投行的手段解决境内外资产的配比。

三是保理。保理行业是伴随着金融行业快速发展的业态。随着大资产、大资本、大数据时代的到来，保理金融业态会跟着物流和电商的业务模式快速发展。

四是期货。公司致力于期货融资、期货理财方面，收购了境外期货公司，致力于打造新型的业务模式。

(4) 矿业板块投资

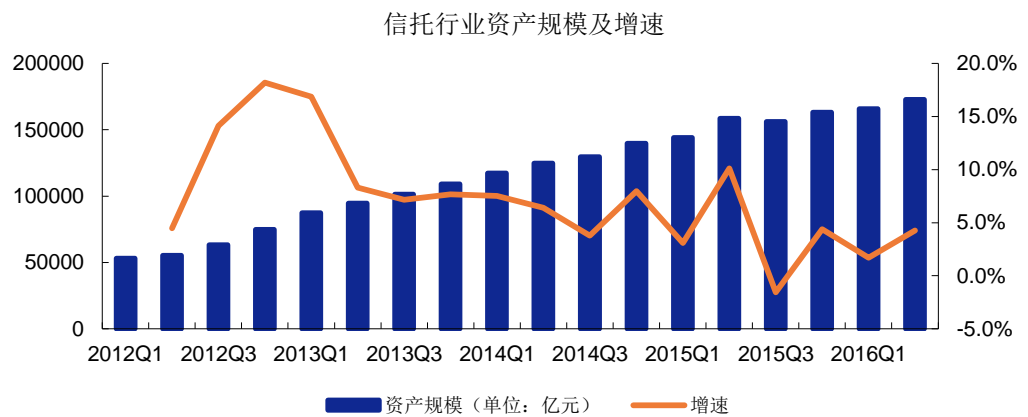
主要业务模式为风险勘探为业务模式，大方向为财务投资，以金矿、铜矿和稀有金属矿为主。

2.5. 信托行业风险平稳下降

信托行业风险平稳下降，重要性有所提升。无风险利率下行推动行业风险平稳下降，2016 年 7 月的银行理财新规则提升了信托行业重要性，而与其他金融牌照相比，信托公司资金运用渠道最为广泛，包括货币市场、债券市场等五大投资领域，在业务发展和转型升级方面具备优势。

信托兑付风险目前整体处在可控范围。2016 年二季度，信托行业风险项目数为 605，资产规模为 1381 亿元，较 2016 年一季度环比增加 24%。但就不良资产比率而言，2014-2016 年信托行业不良率维持稳定，且整体不良率低于银行业，显示了较强的风险总体控制能力。

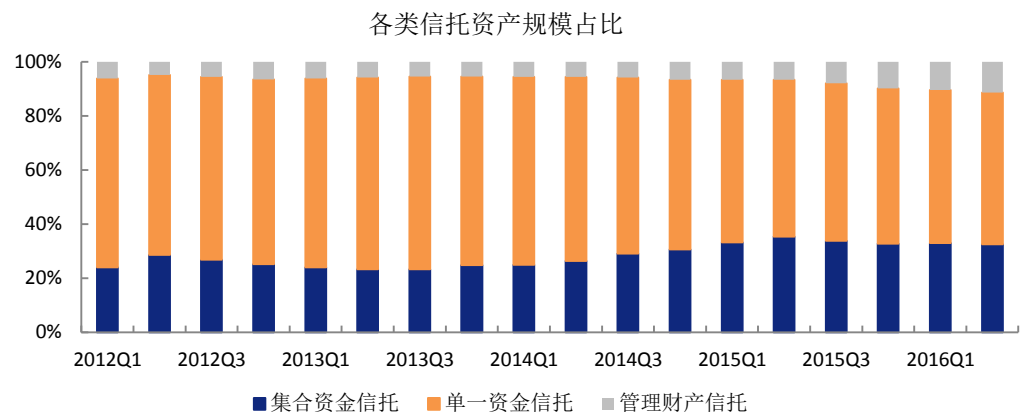
图 8：信托行业资产规模和增速



资料来源：信托业协会，安信证券研究中心

信托业主动管理能力不断增强。以通道类业务为主的单一资金信托占比不断下降，从 2012 年一季度的 70% 到 2016 年一季度的 56%，而相对的以主动管理为主的集合资金信托规模占比处在上升趋势，2015 年二季度，信托业集合资金信托规模达到约 33%，比 2012 年提升约 10 个百分点。

图 9：信托业各类信托资产规模占比



资料来源：信托业协会，安信证券研究中心

3. H 股私有化彰显股东信心

3.1. H 股要约回购进程

第一阶段：恒天集团对公司 H 股提出全面收购要约。2014 年 2 月 20 日，恒天集团通知经纬纺机，正考虑通过一家已有或新设境外子公司对公司全部已发行 H 股提出全面收购要约，计划收购价格为每股港币 7.891 元。2014 年 3 月 21 日，公司复牌并正式公告称恒天集团拟对公司全部已发行 H 股提出全面收购要约。

第二阶段：历经一年半，要约最终落地。2015 年 8 月 14 日，公司公告称接到恒天集团通知，UBS 将代表恒天集团（要约人）就全部已发行 H 股提出附条件自愿全面要约，要约收购价格为每股 H 股港币 12 元，要约人需支付的总额将达到港币 2,169,600,000 元。调整后要约价格比原计划上涨了 52%。2015 年 9 月 29 日，公司董事会同意撤销公司 H 股在联交所的

上市地位，并发布《综合要约及响应文件》。截至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74.997%）的有效接纳。要约人及经纬纺机董事会宣布，所有条件已获达成或被豁免，要约在所有方面成为无条件。公司将向香港联交所申请撤销H股在香港联交所的上市地位，自2015年12月28日下午四时起生效。

第三阶段：恒天集团继续收购剩余H股股份。截至2016年8月26日，恒天集团持有公司退市H股162,958,820股，占全部退市H股约90.13%；仍有17,841,180股由未接纳要约的少数股东持有，占全部退市H股约9.87%，恒天集团表达了对继续收购剩余H股股份的意愿。

图 10: H股收购进程

2014年2月20日

- 恒天集团正认真考虑对经纬纺机全部已发行H股提出全面收购要约，计划收购价格为每股港币7.891元。

2014年3月21日

- 公司复牌并正式公告要约计划。

2015年8月14日

- UBS将代表恒天集团提出要约，要约收购价格为每股H股港币12元。

2015年9月29日

- 公司董事会同意撤销公司H股在联交所的上市地位，并发布《综合要约及响应文件》。

2015年11月16日

- 股东大会审议通过撤回H股于港交所上市的议案。

2015年11月23日

- 要约落地。

2015年12月28日

- 公司H股退市。

2016年8月26日

- 恒天集团持有公司退市H股1.6亿股，占全部退市H股约90.13%，并愿意继续收购剩余H股股份。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 回购 H 股巩固股东控制权

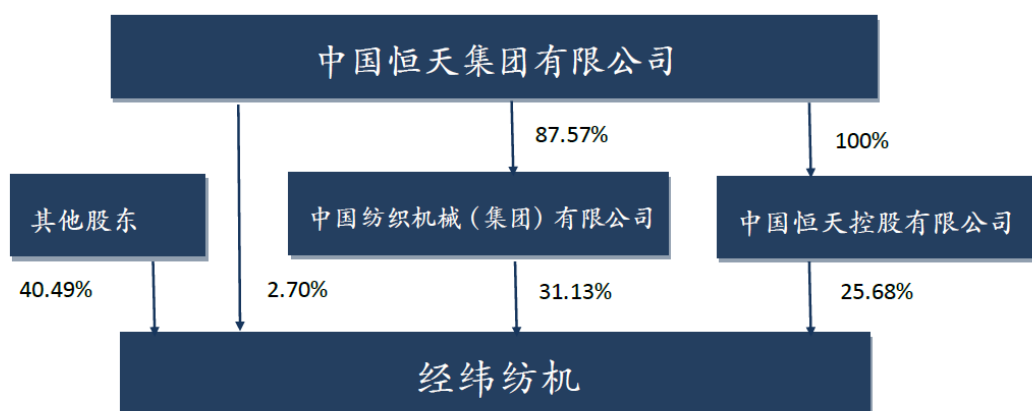
恒天集团实现对公司的绝对控制。要约收购前恒天集团通过其持股 87.57% 股权的中国纺机持有公司 A 股股票 238,207,179 股，相当于公司已发行 A 股的 45.52%，全部已发行股份总额约 33.83%。恒天集团并未持有公司 H 股股份。而要约收购完成后，且全部 H 股股东均接受要约收购，恒天集团对公司的持股比例将上升至 59.51%。

表 3：要约前后公司股权变化

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，安信证券研究中心

图 11：要约完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

恒天集团对公司以 12 元港币每股的价格对公司全部已发行 H 股进行要约收购，体现了恒天集团对公司未来发展的信心以及巩固对公司控股权的决心。恒天集团实现对公司的绝对控制有利于今后资本运作的开展。作为恒天集团重要的上市公司平台之一，恒天集团今后对公司的定位以及发展支持值得期待。

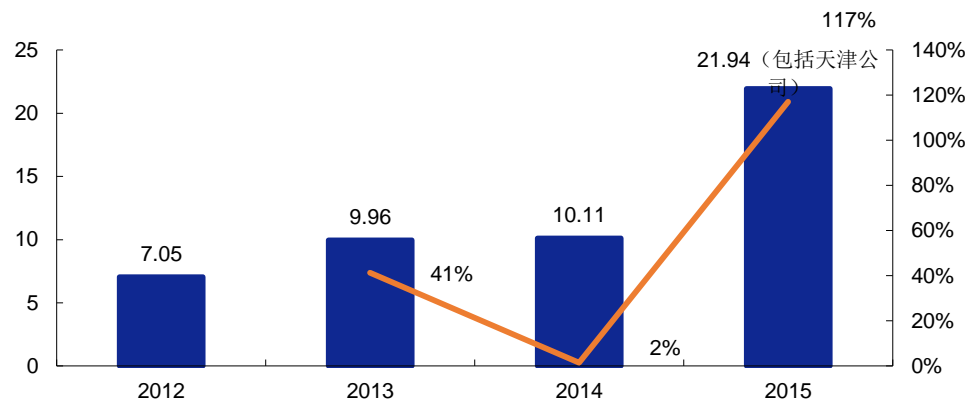
4. 稳步打造金控平台

公司积极布局第三方财富管理。公司于 2011 年直接参股恒天财富 20% 的股份，2012 年间接参股新湖财富 18.46% 的股份，2015 年入股天津恒天财富 20% 的股份。

恒天财富：

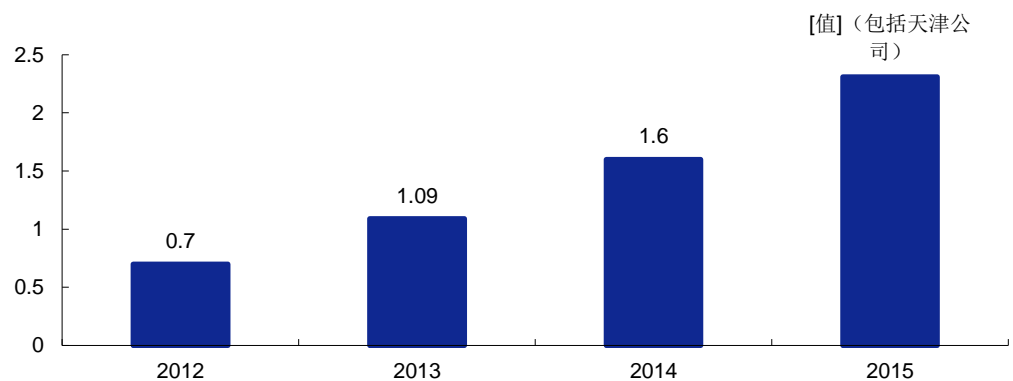
恒天财富成立于 2011 年 3 月，注册资本金 1 亿元。主要股东包括经纬纺机、国际投行 KKR、中植集团。恒天财富成立 5 年以来，由中融信托的私人银行部成为在财富管理、资产管理、理财教育等领域提供服务的金融服务公司。截至 2016 年 8 月，恒天财富为六万个高净值家庭进行了资产配置；累计配置资产规模突破 4000 亿元人民币。

图 12: 2015 年恒天财富营业收入大幅增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: 净利润稳步增长 (单位: 亿元)

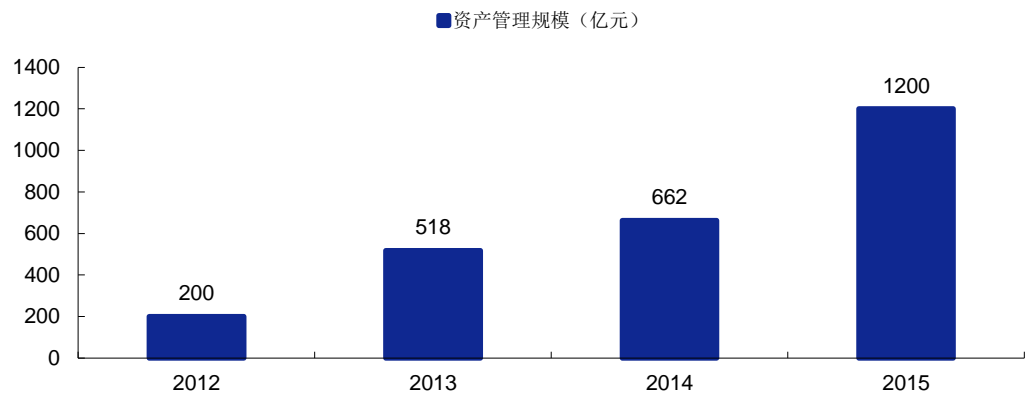


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

新湖财富:

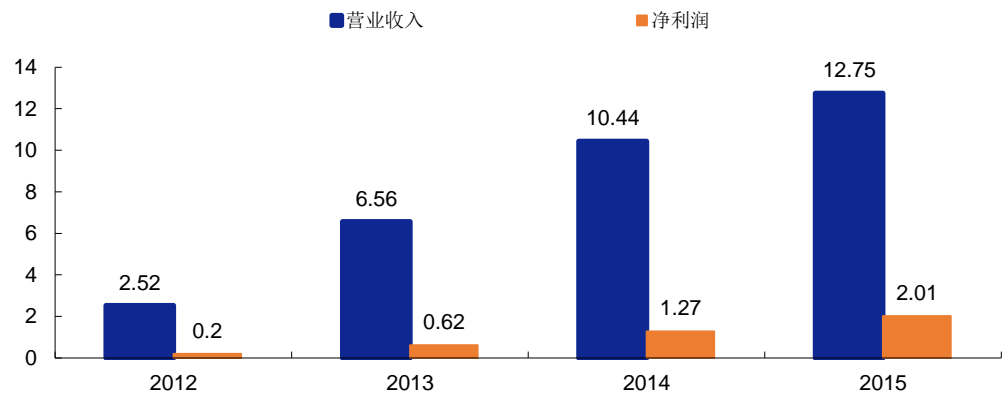
新湖财富成立于 2011 年 9 月, 业务范围涉及财富管理、财富传承、全球资产配置等方面。主要股东包括中融国际信托有限公司、中植财富资产管理有限公司、新湖集团。2015 年新湖财富实现年发行量 1200 亿元, 累计发行规模超过 2600 亿元。

图 14: 新湖财富资产管理规模增长迅速



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 新湖财富营业收入与净利润稳步增长 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

收购并购基金, 加快金控建设。2016 年 1 月 13 日公司公告称, 决定以 4.69 亿元自有资金收购北京创天投资中心持有的北京青杨投资 4.5 万亿基金份额, 占青杨投资 49.94% 股权。青杨投资于 2015 年 8 月 10 日注册成立, 由北京京鹏投资管理有限公司、中植企业集团有限公司及创天投资共同出资建立。此次收购是经纬纺机对金融业务的进一步布局, 未来公司将借助资本市场提升公司盈利水平, 加快金控建设。

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

金融板块:

(1) 中融信托

考虑到信托行业的前景以及中融信托的业务发展, 我们预计 2016 年中融信托净利润为 22 亿元, 公司持股比例为 37.47%。则中融信托为公司带来 8.2 亿元利润。

(2) 财富管理及并购基金

考虑到恒天财富的成长能力, 以及财富管理行业的发展, 我们预计 2016 年恒天财富营业收入增长率为 25%, 净利润率为 12%, 则 2016 年恒天财富净利润为 3.3 亿元, 公司获得收益

0.66 亿元。新湖财富方面，我们预计 2016 年营业收入增长率为 10%，净利润率为 12%，则为公司带来收益 0.32 亿元。因而财富管理板块公司收益为 0.98 亿元。考虑到并购基金设立时间较短，我们预计 2016 年财富管理及并购基金板块收益为 1.1 亿元左右。

非金融板块：

由于经济下行，纺织行业下游需求减少，而新能源汽车业务尚处亏损状态，预计 2016 年公司非金融板块将处于亏损状态，亏损金额约为 3 亿元。

5.2. 估值

我们给予信托板块 2.5 倍 PB，预计中融信托能为公司贡献 125 亿市值；同时给予财富管理业务 20-25 倍 PE，则财富管理板块市值为 19.6 亿元至 24.5 亿元；并购基金板块，我们按收购价估算市值，即 4.7 亿元。综上，金融板块市值为 149.3 亿元至 154.2 亿元。非金融板块市值预计为 32 亿元。

综上，公司目标总市值为 181.3 亿元-186.2 亿元。6 个月目标价为 26.1 元。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,013.4	10,395.1	11,226.7	11,900.3	12,495.3	成长性					
减:营业成本	4,211.0	3,470.0	4,529.6	4,592.8	4,678.3	营业收入增长率	-5.2%	3.8%	8.0%	6.0%	5.0%
营业税费	294.6	338.2	332.9	363.4	386.2	营业利润增长率	14.1%	-11.7%	-10.9%	102.2%	4.7%
销售费用	218.8	197.4	218.9	239.3	244.1	净利润增长率	-8.4%	-15.5%	42.5%	39.5%	11.1%
管理费用	2,693.3	3,462.1	3,203.8	3,520.1	3,807.8	EBITDA 增长率	14.1%	-8.1%	-14.8%	84.1%	4.1%
财务费用	207.0	267.1	109.3	-36.2	-53.3	EBIT 增长率	15.6%	-8.9%	-15.7%	90.8%	4.3%
资产减值损失	50.9	454.6	176.9	227.5	286.3	NOPLAT 增长率	15.3%	-8.5%	-6.4%	90.8%	4.3%
加:公允价值变动收益	117.2	0.0	-2,006.4	1,300.9	-198.4	投资资本增长率	-18.8%	-40.1%	142.0%	-16.0%	-18.5%
投资和汇兑收益	278.2	206.7	1,499.7	50.3	1,600.0	净资产增长率	17.8%	14.4%	4.9%	25.3%	22.4%
营业利润	2,733.1	2,412.4	2,148.6	4,344.6	4,547.4	利润率					
加:营业外净收支	57.0	343.5	786.9	36.1	388.9	毛利率	57.9%	66.6%	59.7%	61.4%	62.6%
利润总额	2,790.1	2,755.9	2,935.5	4,380.8	4,936.3	营业利润率	27.3%	23.2%	19.1%	36.5%	36.4%
减:所得税	787.6	770.1	587.1	876.2	987.3	净利润率	5.4%	4.4%	5.8%	7.6%	8.1%
净利润	541.8	458.0	652.4	910.0	1,011.1	EBITDA/营业收入	31.1%	27.5%	21.7%	37.7%	37.4%
						EBIT/营业收入	29.4%	25.8%	20.1%	36.2%	36.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	66	65	59	51	44
货币资金	5,232.1	8,641.2	6,665.8	9,284.3	14,176.0	流动营业资本周转天数	-36	-91	-92	-60	-67
交易性金融资产	6,042.2	6,152.5	4,146.1	5,447.0	5,248.5	流动资产周转天数	539	609	573	546	651
应收账款	1,099.1	1,493.2	992.8	1,742.0	1,176.2	应收帐款周转天数	39	45	40	41	42
应收票据	784.1	983.8	1,561.1	936.7	1,590.0	存货周转天数	57	53	55	56	55
预付帐款	527.1	353.8	593.0	431.3	638.3	总资产周转天数	722	855	824	766	862
存货	1,542.3	1,532.0	1,912.7	1,757.4	2,056.3	投资资本周转天数	90	62	74	91	72
其他流动资产	372.8	414.5	276.0	354.5	348.3	投资回报率					
可供出售金融资产	648.1	2,398.6	1,141.1	1,395.9	1,645.2	ROE	9.7%	7.6%	12.7%	14.6%	13.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	7.1%	10.1%	12.8%	12.1%
长期股权投资	337.8	1,989.8	1,989.8	1,989.8	1,989.8	ROIC	76.0%	85.7%	134.0%	105.6%	131.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,857.1	1,910.3	1,761.2	1,612.0	1,462.8	销售费用率	2.2%	1.9%	1.9%	2.0%	2.0%
在建工程	131.8	102.4	102.4	102.4	102.4	管理费用率	26.9%	33.3%	28.5%	29.6%	30.5%
无形资产	603.7	593.5	562.9	532.3	501.8	财务费用率	2.1%	2.6%	1.0%	-0.3%	-0.4%
其他非流动资产	2,136.6	1,500.1	1,619.5	1,726.5	1,598.7	三费/营业收入	31.1%	37.8%	31.5%	31.3%	32.0%
资产总额	21,314.6	28,065.8	23,324.4	27,312.2	32,534.4	偿债能力					
短期债务	2,344.8	2,885.8	-	-	-	资产负债率	43.6%	51.0%	38.1%	33.8%	32.0%
应付帐款	1,744.7	2,119.1	2,240.0	2,330.5	2,458.6	负债权益比	77.3%	104.0%	61.6%	51.1%	47.0%
应付票据	406.6	339.8	661.6	376.7	656.1	流动比率	2.02	1.71	2.30	2.77	3.09
其他流动负债	3,214.1	6,126.5	4,122.8	4,497.5	5,044.7	速动比率	1.82	1.57	2.03	2.53	2.84
长期借款	200.0	-	-	-	-	利息保障倍数	14.20	10.03	20.65	-118.97	-84.37
其他非流动负债	1,384.9	2,838.5	1,870.4	2,031.3	2,246.7	分红指标					
负债总额	9,295.1	14,309.6	8,894.9	9,235.9	10,406.0	DPS(元)	0.05	0.05	0.08	0.10	0.11
少数股东权益	6,428.6	7,692.7	9,303.9	11,855.2	14,727.9	分红比率	6.5%	7.7%	8.7%	7.6%	8.0%
股本	704.1	704.1	704.1	704.1	704.1	股息收益率	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
留存收益	4,726.8	5,083.3	4,421.5	5,517.0	6,696.4						
股东权益	12,019.5	13,756.2	14,429.5	18,076.3	22,128.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,002.5	1,985.8	652.4	910.0	1,011.1	EPS(元)	0.77	0.65	0.93	1.29	1.44
加:折旧和摊销	195.5	220.1	179.7	179.7	179.7	BVPS(元)	7.94	8.61	7.28	8.84	10.51
资产减值准备	50.9	454.6	-	-	-	PE(X)	27.7	32.8	23.0	16.5	14.8
公允价值变动损失	-117.2	-0.0	-2,006.4	1,300.9	-198.4	PB(X)	2.7	2.5	2.9	2.4	2.0
财务费用	204.7	190.4	109.3	-36.2	-53.3	P/FCF	9.2	4.5	-2.9	9.3	8.5
投资损失	-276.9	-206.7	-1,500.0	-50.0	-1,600.0	P/S	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2
少数股东损益	1,460.7	1,527.9	1,696.0	2,594.6	2,938.0	EV/EBITDA	3.0	5.7	5.4	2.6	2.1
营运资金的变动	61.5	3,196.2	-1,957.4	188.9	400.2	CAGR(%)	20.5%	25.8%	9.7%	20.5%	25.8%
经营活动产生现金流量	2,477.1	2,401.8	-2,826.4	5,087.9	2,677.3	PEG	1.4	1.3	2.4	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-6,872.0	-710.1	6,868.9	-2,872.2	1,758.5	ROIC/WACC	7.4	8.4	13.1	10.3	12.8
融资活动产生现金流量	74.0	1,615.8	-6,017.9	402.8	456.0	REP	0.6	1.5	0.3	0.4	0.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034