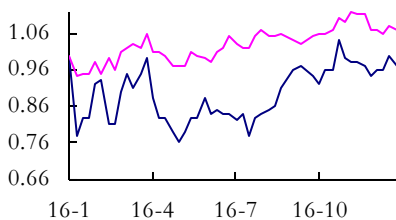


**证券研究报告—深度报告**
**金融**
**非银行金融**
**经纬纺机(000666)**
**买入**

合理估值: 34.0-36.0 元 昨收盘: 元 (维持评级)

2017年01月18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)	704/294
总市值/流通(百万元)	/
上证综指/深圳成指	3,109/9,827
12个月最高/最低(元)	/

**相关研究报告:**

《经纬纺机-000666-信托估值见底,新能源汽车或迎增量》——2016-06-16

**证券分析师: 陈福**

电话:

E-MAIL: chenfu@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515080002

**证券分析师: 王继林**

电话:

E-MAIL: wangjil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980516080003

**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**

## 信托业务好转, 资产整合预期升温

我们看好经纬纺机, 不仅在于所持中融信托(37.5%)业务改善, 亦在于资产整合预期。2016年公司走出H股私有化、集团股权划拨、剥离汽车业务等小碎步, 2017年或将迎来大踏步。

**● 私有化 H 股完成, 为资本运作留足了空间**

2015年12月,公司公告以每股12港元收购全部发行1.808亿H股。截止2016年10月,恒天集团收购H股93.1%,且12月19日为最后期限。私有化完成后,恒天集团持股比例由38.8%提升至约58%。为后续资产整合留足了空间。

**● 恒天集团整体划拨至国机集团, 股东资源更为丰富**

2016年11月,公司公告恒天集团将整体划入国机集团。国机集团为大型央企,资产规模约为恒天集团3倍,产业布局广泛,将为经纬纺机的金融业务提供更丰富的业务资源。

**● 汽车业务剥离有利于止损**

2016年12月,公司以2.48亿价格向恒天集团整体出售汽车业务,以解决同业竞争问题。出售后短期内有利于止损并获得资金流入,预计增厚合并报表归母净利润总额1亿元。

**● 中融信托业务品质提升, 盈利能力有望再释放**

信托行业迎来小阳春,政策更趋友好,行业规模再提速、报酬率回升。2015年起,中融信托控规模、调结构效果显著。2015年末,信托规模6700亿元,同比下降约6%,2016年基本持平。同时,2015年集合类信托占比58%,单一类29%,财产性13%,结构好于行业均值。经过2年调整,中融信托业务品质得到提升,业务风险明显下降。2016年净利润27亿元,同比上升4%。

**● 重申买入评级, 合理估值 34-36 元/股**

中性假设下: 1)中融信托:197亿元(中融信托合理估值655亿\*37.5%\*0.8); 2)恒天财富23亿元; 3)非金融板块26亿元。依次测算,公司合理估值34-36元/股,当前股价大幅折让,且资产整合预期升温,维持买入评级。

**● 风险提示**

1)非金融业务经营严重恶化,亏损幅度超预期; 2)信托业务出现黑天鹅事件。

**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	10,915	12,006	13,207
(+/-%)	-5.2%	3.8%	5.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	542	458	714	801	882
(+/-%)	-8.4%	-15.5%	56.0%	12.1%	10.1%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.65	1.01	1.14	1.25
EBITMargin	58.6%	53.5%	34.6%	34.6%	34.6%
净资产收益率(ROE)	9.7%	7.6%	11.6%	12.7%	13.7%
市盈率(PE)	28.5	33.7	21.6	19.3	17.5
EV/EBITDA			7.4	7.0	6.6
市净率(PB)	2.8	2.5	2.5	2.5	2.4

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

### 关键结论与投资建议

公司内部运作良好：中融信托表现向好，对公司收入贡献持续上升，而汽车板块剥离有利于非金融板块止损，对公司合理估值在 242-251 亿元。同时，公司 H 股退市与收购基本完成，而股东股权划拨后新实际控制人国机集团实力雄厚，未来存在较强的资产整合预期，维持“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

**(1) 中融信托估值假设：**使用  $\beta \times AUM$  与  $1.5 \times PB$  方法分别对中融信托主业与固有业务进行估值。15 年信托报酬率位列行业中等位置，且处于结构调整期信托规模略有收缩，保守给予  $\beta$  值 0.06 与 AUM 增速 2% 估算，信托业务中性估值 410 亿元。考虑债市走低与公司转型影响，给予 ROE 为 20%，以期末净资产  $\times 1.5$  倍 PB 估算，固有业务板块中性估值 247.8 亿元。对应公司持有股权价值为 197.3 亿元。

**(2) 恒天财富估值假设：**由于恒天财富数据第三方财富管理公司，主营业务收入来源为佣金收入，考虑净利润与 PE 估值法。中性假设下我们预计恒天财富 2017 年营业收入增速为 30%，可实现净利润为 4.5 亿元，对应归属于上市公司股东的投资收益为 0.90 亿元。类比诺亚财富与钜派投资的销售净利率与净利润水平，中性估值下给予恒天财富  $25xP/E$ ，对应公司持有股权价值为 22.5 亿元。

**(3) 非金融板块估值假设：**汽车板块出售后非金融板块主要为母公司的纺织业务，2016 年三季度母公司净资产 33 亿元，2016 年经济运行与行业未发生重大变化，推算年末板块净值变化不大，由于行业不景气板块表现不佳，按  $0.8xPB$  计算，板块估值为 26.4 亿元。

### 与市场预期不同之处

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。

### 股价变化的催化因素

- 1) 实际控制人变更后实力增强，有利于控股公司之间发挥协同作用，或加速公司资产整合
- 2) 中融信托完成业务结构调整，盈利能力释放

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1) 非金融板块经营恶化造成大幅亏损
- 2) 金融板块爆发风险事件

## 内容目录

H股退市，私有化完成.....	5
大股东股权划拨，股东背景得到强化 .....	6
剥离汽车业务，减少非金融业务亏损 .....	8
信托业务改善，盈利水平提升 .....	9
估值分析.....	10
中融信托中性估值 197 亿元.....	10
恒天财富中性估值 22.5 亿元.....	11
非金融业务板块中性估值 26.4 亿元.....	12
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明 .....	13

## 图表目录

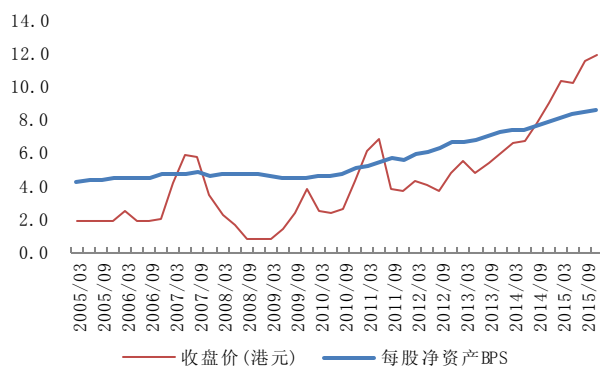
图 1: 经纬纺机 H 股收盘价低于每股净资产 .....	5
图 2: 经纬纺机 AH 股价差显著 (%) .....	5
图 3: 国机集团旗下上市公司 .....	7
图 4: 公司 2015 年报与 2016 半年报披露主营业务收入构成情况 .....	8
图 5: 中融信托的信托资产配置优化 .....	10
图 6: 中融信托资产配置优于行业水平 (2015 年数据) .....	10
图 7: 恒天财富与可比公司销售净利率对比 .....	12
表 1: 恒天集团收购经纬纺机过程 .....	5
表 2: 最终收购经纬纺机 H 股价值比较 .....	6
表 3: 国机集团最近一期主要业务指标 .....	6
表 4: 国机集团旗下金融与投资业务子公司情况 .....	7
表 5: 国机集团与恒天集团对比实力强劲 .....	7
表 6: 经纬纺机持股汽车企业情况 .....	8
表 7: 经纬纺机持股汽车企业业绩表现情况 (单位: 亿元) .....	9
表 8: 经纬纺机持股汽车企业情况 (单位: 万元) .....	9
表 9: 中融信托信托业务板块估值 .....	10
表 10: 中融信托固有业务板块估值 .....	11
表 11: 经纬纺机持有中融信托股权对应估值 .....	11
表 12: 恒天财富财务情况 .....	11
表 13: 恒天财富估值 .....	12
表 14: 经纬纺机估值 .....	12

## H 股退市，私有化完成

经纬纺机于 1996 年分别在深港两地交易所上市，其中 H 股首发 1.81 亿股，初始发行价格 1.29 港元，募集资金约 2.33 亿港元；A 股首发 0.23 亿股，初始发行价格 4.5 元人民币，募集资金约 1.04 亿元。

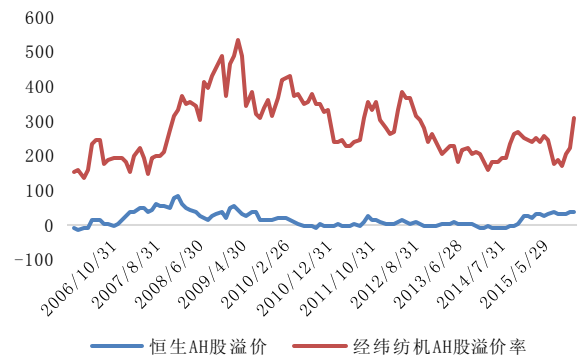
由于两地投资者风格差异等原因，经纬纺机 H 股长期表现萎靡，自上市以来 H 股股价不仅长期低于 A 股股价，且存在 H 股股价低于每股净资产的现象。因此，H 股的价值大打折扣，公司的历次融资也基本以 A 股平台为主。

图 1: 经纬纺机 H 股收盘价低于每股净资产



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;

图 2: 经纬纺机 AH 股价差显著 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理;

**恒天集团要约收购，H 股退市改私有化基本完成。** 2012 年公司进行定增，此前恒天集团下控股二级企业中国纺织机械（集团有限公司）为公司控股股东，持股比例为 33.83%，完成定增后恒天集团与中国纺机集团合共持股 33.83%，恒天集团仍为公司实际控制人。2013 年底公司公告恒天集团正筹划对公司 H 股实行要约收购。至 2016 年三季度数据披露恒天集团（直接与间接）合共持有公司总股本约 57.7%，截止 10 月 22 日，恒天控股已持有公司全部退市 H 股 93.1%。

表 1: 恒天集团收购经纬纺机过程

公告时间	公告事项
2014/03/21	公司实际控制人恒天集团正考虑对全部已发行 H 股提出全面收购要约，计划收购价格为每股 H 股港币 7.891 元，较停牌前一日收盘价溢价 30%
2015/07/29	中国恒天将对其 H 股以每股不低于 12 港元的现金价格进行可能要约；已取得与本次可能要约所需要的中国政府的审批或许可
2015/11/17	股东大会审议通过自愿撤销本公司 H 股在香港联交所的上市地位等议案
2015/12/21	恒天集团于合计持有（直接或间接）已发行 H 股的约 86.5%
2015/12/22	恒天集团通过其全资子公司恒天控股全面要约收购公司已发行 H 股，持股数占公司总股本比例由 33.83% 变为 56.04%，本次要约收购完成后，公司的实际控制人仍为恒天集团
2015/12/28	公司 H 股从香港联交所退市

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理;

**较原计划溢价 52% 完成收购，公司资本实力得到强化。** 2015 年 8 月 14 日，公司公告披露恒天集团拟委托子公司恒天控股以每股 12 港元价格悉数收购公司全

部发行 1.808 亿 H 股, 合计金额约 21.7 亿港元。新收购计划与原计划每股 7.891 港元收购价相比, 每股溢价约 52%, 收购溢价占 2015 年末净资产 5%。与第一次相关事项停牌日收市价每股 6.07 港元相比, 新收购价溢价约 98%。

**表 2: 最终收购经纬纺机 H 股价值比较**

对比	溢价情况
与第一个相关交易日收市价每股 6.07 港元对比	溢价 97.7%
与最后相关交易日收市价每股 11.1 港元对比	溢价 8.1%
与最后交易日前 90 个交易日平均收市价每股 11.26 港元对比	溢价 6.6%
与原计划收购价格每股 7.891 港元对比	溢价 52.1%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理;

## 大股东股权划拨, 股东背景得到强化

2016 年 10 月, 公司公告实际控制人中国恒天集团与中国机械工业集团签署重组协议, 恒天集团整体产权将无偿划转进入国机集团, 成为国机集团全资子公司。划拨后公司实质控制人将变为国机集团, 但最终控制人仍为国资委不变。

**国机集团为中央直接管理的国有重要骨干企业, 实力雄厚。**国机集团是国内机械工业行业内规模最大、业务链最完善、研发能力最强的大型央企集团。2016 年世界五百强中排名 293 位, 中国企业五百强中排名 62 位。工业主营业务涵盖机械装备研发与制造、工程承包、贸易与服务、金融与投资四大主业, 涉及多个国民经济重要产业领域。2016 年上半年国机集团实现净利润 25.4 亿元、同比增长 12.7%, 新签合同额 226.1 亿美元, 同比增长 20.3%。

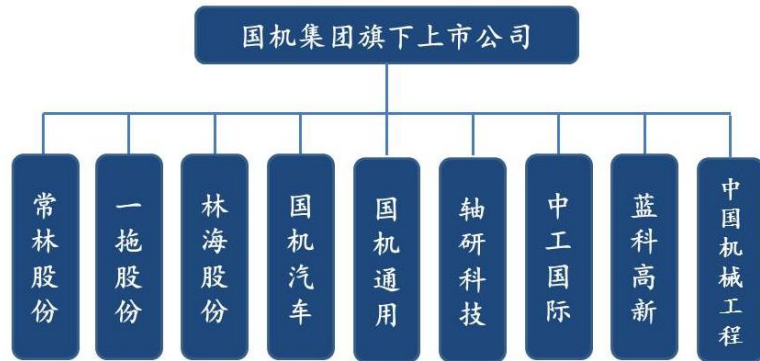
**表 3: 国机集团最近一期主要业务指标**

项目	2016 年 6 月 30 日	同比
利润总额	34 亿元人民币	+13.0%
归母净利润	17.4 亿元人民币	+12.7%
新签合同额	226 亿美元	+20.3%

资料来源: 公开资料、国信证券经济研究所整理;

国机集团旗下共有 40 家全资及控股子公司, 9 家上市公司, 上市公司总市值近 800 亿元人民币。集团所属企业中, 主营金融业务的包括国机资本控股有限公司 (国机资本)、国机资产管理公司 (国机资产)、国机财务有限责任公司 (国机财务), 依托集团产业资源丰富的优势建立起积极服务集团内部、并主动寻找外部机会的金融与投资板块。

图 3: 国机集团旗下上市公司



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理;

表 4: 国机集团旗下金融与投资业务子公司情况

公司	成立时间	业务范围
国机资本	2015 年	兼并重组及资源整合、产业投资、多元化金融服务, 成为产业借力发展的专业投资平台、金融服务和资本控股平台
国机资产	2011 年	国机集团的资产管理平台, 以资产管理、资产运营、资产投资为核心业务, 涵盖国际贸易、产权经纪等增值业务
国际财务	2003 年	具有独立法人资格的非银行金融机构, 对成员单位提供担保、同业拆借、融资租赁、吸纳存款等金融服务, 及股权投资、承销债券等

资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理;

中国恒天集团主营业务涵盖纺织机械、商用汽车与纺织及贸易三大主业, 其中, 纺机业务综合实力国内排名前列, 业务规模全球排名首位, 属行业龙头。新能源汽车业务亦发展较快。2016 年上半年, 中国恒天实现营业总收入 188.79 亿元, 同比增长 0.66%; 利润总额 9.12 亿元, 同比增长 1.29%。

与恒天集团相比, 国机集团资产规模约为其三倍, 实力强大, 旗下子公司更多, 涉及产业更广。股权划拨后, 对公司而言, 一方面股东背景得以强化, 另一方面, 中国恒天与国机集团两者专业业务能力与规模位行业前列, 且国机集团在金融与投资业务已有基础, 合并将有利于整合资源, 进一步增强综合实力, 发挥协同作用, 利好公司发展。

表 5: 国机集团与恒天集团对比实力强劲

项目	国机集团	恒天集团
总资产	约 2700 亿元	741 亿元
净资产	约 580 亿元	256 亿元
营业收入	2227 亿元	409 亿元
旗下员工	11 万人	5 万人
子公司	40 家全资及控股子公司, 9 家上市公司	21 家全资及控股子公司, 3 家上市公司
共同业务单元	包括机械装备制造、轻工/纺织、汽车、贸易与服务、金融与投资等	

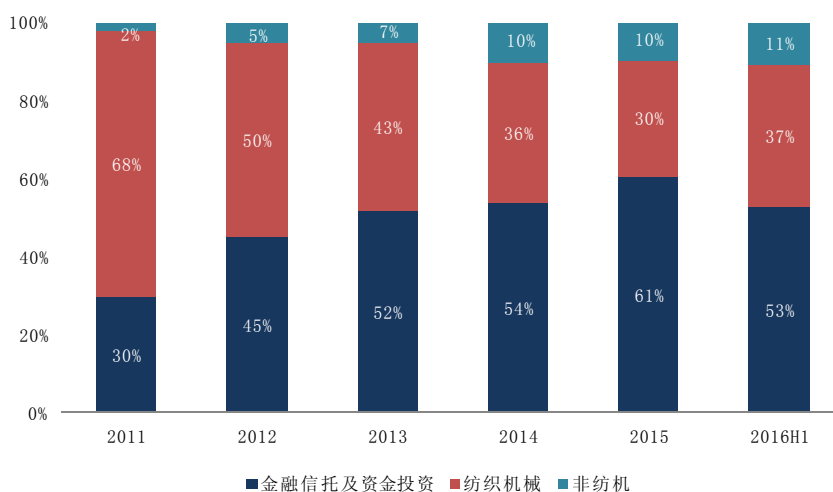
资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理; 注: 均为 2015 年度数据



## 剥离汽车业务，减少非金融业务亏损

公司 12 月 10 日公告称，为解决和避免公司与股东恒天集团商业汽车业务的同业竞争问题，将向其及其指定下属企业整体出售汽车业务。公司原有三大主业分别为纺织机械板块、以中融信托为核心的金融信托及资金投资板块、与以汽车业务为核心的非纺织业板块。2016 年半年报披露三大板块主营业务收入占比分别为 37%、53%与 11%。金融板块已持续作为公司主营业务收入的主要来源。

图 4: 公司 2015 年报与 2016 半年报披露主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报、国信证券经济研究所整理；

由于纺机行业近年表现低迷，公司为推进业务结构调整，在 2010、2011 与 2014 年分别通过出资收购股份与设立子公司的方式，结合自身机械制造优势开拓汽车业务。截止去年 12 月，公司持有新楚风、北京恒天鑫能、TAM-EUROPE、恒天汽车四家公司股份。

表 6: 经纬纺机持股汽车企业情况

项目	注册资金	持股比例	出资方式与出资金额
新楚风	4.63 亿元	80.3%	合共出资 3.72 亿元
北京恒天鑫能	6000 万元	40%	合共出资 2400 万元
TAM-EUROPE	1160 万欧元	97.76%	全资子公司出资 1134 万欧元
恒天汽车	5000 万元	公司直接持股 5%，通过控股子公司新楚风持股 95%	公司出资 0.025 亿元，通过控股子公司出资 0.475 亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；

但截至板块出售公告日，汽车板块始终未实现转盈，仍处于亏损状态。截至 2016 年 8 月，四家公司总资产合共 14.2 亿元，净资产合共 2.57 亿元。2015 年四家公司合计亏损约 1.8 亿元，2016 年初至 8 月份合计亏损 1.45 亿元，按持股比例折算计入合并报表后拖累公司业绩表现。



**表 7: 经纬纺机持股汽车企业业绩表现情况 (单位: 亿元)**

	2015 年 12 月 31 日		2015 年度		2016 年 8 月 30 日		2016 年 1-8 月	
	总资产	净资产	营业收入	净利润	总资产	净资产	营业收入	净利润
新楚风	8.80	1.00	3.51	-1.24	9.80	1.58	2.39	-0.95
北京恒天鑫能	1.53	0.61	0.31	0.01	1.56	0.48	0.10	-0.12
TAM-EUROPE	2.02	-0.03	1.31	-0.21	1.94	0.08	0.74	-0.38
恒天汽车	0.43	0.43	0.00	-0.04	0.93	0.43	0.01	0.00

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

根据价值评估, 公司拟以 2.48 亿元价格整体出售汽车业务。出售后持续亏损汽车板块营收将不再合并入报表, 短期实现止损并获得资金流入。据公司公告测算, 以 2016 年 8 月 31 日为基准日, 汽车业务出售对公司母公司利润总额当期损益影响为亏损 1.6 亿元, 对合并报表归属母公司利润总额当期损益影响为盈利 1 亿元。另一方面亦利于公司集中资金与资源发展主业, 发挥优势。

**表 8: 经纬纺机持股汽车企业情况 (单位: 万元)**

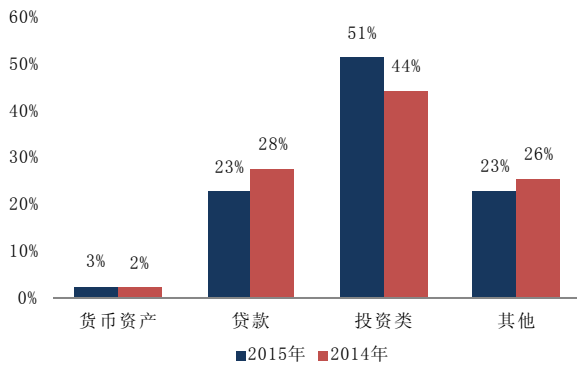
项目	评估值	持股比例	股权价值
持股新楚风	25,922.20	80.3%	20,810.34
持股北京恒天鑫能	6,845.96	40%	2,738.38
持股 TAM-EUROPE	1,007.97	97.76%	985.39
持股恒天汽车	4,341.23	公司直接持股 5%	217.06
合计	38,117.36	-	24,751.17

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理;

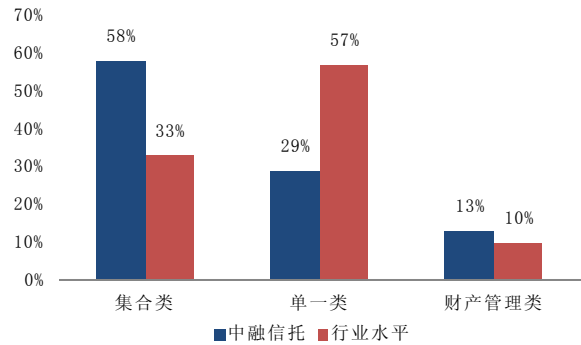
## 信托业务改善, 盈利水平提升

**中融信托规模位居行业前列:** 2015 年净资产 113 亿元, 排名行业第七, 信托资产规模达 6699 亿元, 排列行业第五位。2016 年净资产 140 亿元, 较去年增加 24%, 净利润 27 亿元, 同比增长 4%, 有望保持行业前十位置。2016 年合并利润表披露实现手续费及佣金净收入 40 亿元, 较去年同比下降 13%, 利息净收入 1.4 亿元, 同比增加 16%, 投资收益 5.4 亿元, 同比下降约 30%。以手续费及佣金净收入作为信托业务收入计算, 6699 亿信托资产规模不变情况下, 信托报酬率为 0.60%。

**业务结构优化。**近年来, 中融信托最大的亮点是控规模、调结构。2014 年公司提出要“从单纯的资金提供者转型成为集私募投行、资产管理和财富管理于一体的综合性金融服务提供者”, 主动控规模调结构。2015 年信托资产规模略下降约 6%, 但资产配置有所优化: 较 2014 年相比, 资产配置在货币资产与贷款的比例有所下降, 对应配置在投资类业务占比上升; 此外, 集合类信托占比持续上升: 2015 年公司集合资金类信托规模占比 58%, 单一资金类信托占比 29%, 财产管理类信托占比 13%, 优于行业结构水平。

**图 5: 中融信托的信托资产配置优化**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；

**图 6: 中融信托资产配置优于行业水平（2015 年数据）**


资料来源：公司公告、信托业协会、国信证券经济研究所整理；

**行业风控“风向标”。**2016 年 12 月中融信托在每日经济新闻主办的“金鼎奖”中评获“卓越风控能力奖”，表彰其房地产投后管理、合伙人风险共担、独立审批人制度等较为完善的风控机制。

## 估值分析

**金融业务板块主要由中融信托与恒天财富组成。**公司 2010 年出资收购中融信托 36% 股权，其后对中融信托进行 6 次增资，截至 2016 年末持股比例为 37.47%，为中融信托第一大股东。2011 年公司出资 1000 万元参与恒天财富的发起设立，持股比例为 20%。对两者的估值如下：

### 中融信托中性估值 197 亿元

参照我们之前报告《如何对信托股估值》报告中对信托公司的估值方法，我们对中融信托业务拆分成信托业务与固有业务两个板块，分别使用资管规模（ $AUM \times \beta$ ）方法与  $1.5 \times PB$  方法进行估值。

**中融信托主业表现位列行业中等位置，给予  $\beta$  值 0.06 估算：**2015 年信托业务收入 44 亿元，排名行业第二，但因业务质量干扰，2015 年信托报酬率为 0.69%，排名行业中列。不过，自 2015 年以来，公司**信托业务转型积极，管理规模不升反降**。出于谨慎起见，我们对信托业务  $\beta$  值取 0.06。

**信托业务板块中性估值为 410 亿元。**近 2 年来中融信托主动控规模调结构，风险控制收效明显，鉴于信托产品存续周期 1-3 年，我们判断中融信托 2017 年管理规模略有回升，中性假设下预测 AUM 增速为 2%。

**表 9: 中融信托信托业务板块估值**

	保守	中性	乐观
当前信托资产规模	6700	6700	6700
增速	0%	2%	4%
期末信托资产规模	6700	6834	6968
$\beta$	0.06	0.06	0.06
信托业务板块估值	402.0	410.0	418.1

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测；

固有业务板块中性估值 247.8 亿元。参考中融信托近期 ROE，2016 年 ROE 为 19.29%，2015 年全年为 23.78%，2014 年为 28.38%。考虑市场利率回升及公司处新型业务探索的转型期，中性假设下预测 ROE 为 20%。

**表 10: 中融信托固有业务板块估值**

	保守	中性	乐观
当前净资产	140	140	140
增速 ROE	16%	20%	24%
利润	22.4	28.0	33.6
分红	10%	10%	10%
期末净资产	160.2	165.2	170.2
固有业务板块估值	240.2	247.8	255.3

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测；

考虑公司只持有中融信托 37.5% 的股权，我们估值测算时按八折取值。如果提升对中融信托的持股比例，估值折扣可以消除。

**表 11: 经纬纺机持有中融信托股权对应估值**

	保守	中性	乐观
信托业务板块估值	402.0	410.0	418.1
固有业务板块估值	240.2	247.8	255.3
中融信托估值	642.2	657.8	673.4
37.5% 股权对应估值 × 0.8	192.7	197.3	202.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测；

### 恒天财富中性估值 22.5 亿元

由于恒天财富属于第三方财富管理公司，主营业务收入来源为佣金收入，我们考虑净利润预测与 PE 估值法。根据 2016 年中报数据披露，恒天财富（合并北京恒天财富与天津恒天财富）营业收入 11.79 亿元，净利润 2.3 亿元，与去年同期相比分别增加 19% 与 120%，增速显著。

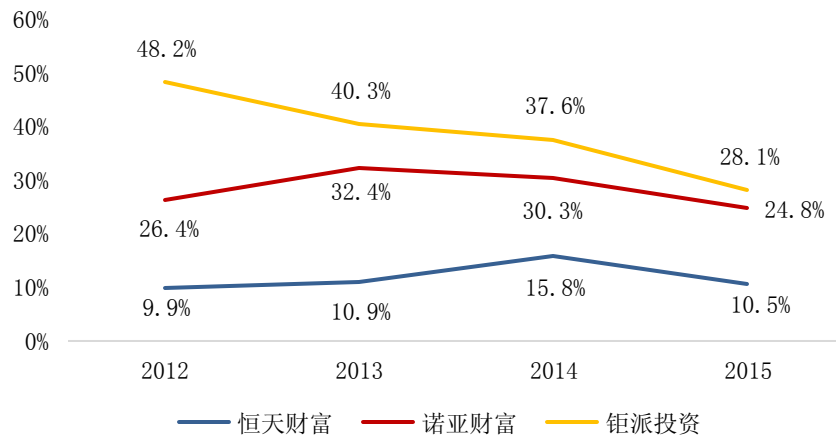
**表 12: 恒天财富财务情况**

	2016 年中报	同比增速
总资产	18.8	267%
净资产	5.0	100%
营业收入	11.8	19%
净利润	2.3	120%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所预测；注：2015 年中没有合并天津恒天财富

较诺亚财富与钜派投资的销售净利率与净利润水平相比，恒天财富盈利能力仍有较大提升空间，给予其 25 倍 PE 估值水平，对应公司持有 20% 股权，中性估值在 22.5 亿水平。

图 7: 恒天财富与可比公司销售净利率对比



资料来源: Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理;

表 13: 恒天财富估值

	保守	中性	乐观
2016 年营业收入 (预测)	26.4	28.6	30.8
2017 年增速	20%	30%	40%
2017 年营业收入	31.7	37.2	43.1
净利润率	11%	12%	13%
2017 年净利润	3.5	4.5	5.6
归属上市公司投资收益	0.70	0.90	1.12

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测;

### 非金融业务板块中性估值 26.4 亿元

2015 年公司非金融板块主要为纺机制造与汽车业务。近年行业不景气导致非金融业务板块经营欠佳, 我们按 0.8 倍 PB 给予非金融类业务估值。汽车板块出售后, 非金融板块中主要为母公司的纺机业务, 参照 2016 年三季度报数据, 母公司净资产为 33 亿元, 由于经济运行与行业表现未发生重大变更, 我们推算 2016 年四季度板块净值变化不大, 即非金融业务板块中性估值为 26.4 亿元。

表 14: 经纬纺机估值

	保守	中性	乐观
持股中融信托估值	192.7	197.3	202.0
持股恒天财富估值	22.5	22.5	22.5
非金融类业务估值	26.4	26.4	26.4
合计	241.6	246.2	250.9

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测;

综上, 经纬纺机市场估值在 241.6 亿元至 250.9 亿元区间, 中性估值为 246.2 亿元。对应每股价格在 34.3 元至 35.6 元。

## 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	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				
<b>固定收益</b>		<b>医药生物</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152	徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
<b>纺织/日化/零售</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
郭陈杰	021-60875168	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱元	021-60933162	钟潇	0755-82132098		
		张峻豪	0755-22940141		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
王齐昊	0755-22940673	马红丽	021-60875174	邵潇	0755-22940659
<b>军工及主题投资</b>		<b>非金属及建材</b>		<b>房地产</b>	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
				朱宏磊	0755-82130513
<b>电力设备/新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>		<b>非银行金融</b>	
邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097	陈福	
				王继林	
<b>金融工程</b>					
吴子昱	0755-22940607				
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
liuwing@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
王玮	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		liangyc@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	黄明燕	18507558226	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	刘紫微	13828854899	吴翰文	13726685252
陈雪庆	18150530525	张南威	13726685252	简洁	13726685252		
杨云崧	18150530525	周鑫	13726685252	欧子炜	18150530525		
赵海英	010-66025249 13810917275	张欣慰	13726685252				
zhaohy@guosen.com.cn							