

经纬纺机（000666）

证券研究报告

2017 年 08 月 29 日

股权调整到位，金融属性持续凸显

央企合二为一，后续资产整合可期

2017 年 6 月中国恒天与国机集团实施战略重组，中国恒天整体无偿划入国机集团，是央企通过结构调整以提升竞争力的成果，后续资产整合速度有望加快。此外，2016 年底上市公司剥离亏损的汽车业务，对于促进现有其他主业发展和提升运营效率有着积极意义，更加奠定了金融业务在上市公司中的主心骨地位。

2017 年上半年，公司实现营业收入 46 亿元，同比增长 2%；归母净利润 5 亿元，同比增长 88%，主要源于投资收益的大幅增长，其中包括处置子公司、联营企业投资收益及剥离汽车业务。

金融业务：中融信托综合实力雄厚，信托资产结构持续改善

资本金充足（80 亿元，行业 TOP5），核心指标均位居行业前十。信托资产规模高，结构持续优化，截至 2016 年资产规模达到 6830 亿元，集合资金信托占比持续提升，达到 66.53%；主动管理能力表现突出，主动管理规模在业内主要信托公司中占比最高，达到 71%；固有业务积极转型，固有资产规模达到 257 亿元，以高流动性资产形式为主，业绩逐步释放。

恒天财富：据 BCG 预计到 2020 年资管规模将达到 174 万亿元，财富管理市场空间巨大，业务转型+严格风控将推动恒天财富未来业绩高速增长。

纺机业务：经营状况边际改善

纺织机械设备受益于单价提升及成本控制得当，毛利率触底反弹，未来将带动分部业务效益回升；随着亏损企业的逐步退出，经营状况将得到改善。

未来业绩增长将主要源于中融信托以及传统业务的边际改善

中融信托将受益于信托行业管理信托规模的增长，行业营收及净利润的持续改善；看好中融信托作为行业前十信托公司的综合运营能力和持续改善的业务结构，以及与国机集团之间的业务协同；传统业务方面，剥离亏损的汽车业务以及纺机业绩的边际改善都将是上市公司业绩持续增长的积极因素。随着上市公司金融主业属性逐步确立，与恒天财富间的业务协同将持续深化，未来业绩有望实现稳步增长。

17E 归母净利润为 11.19 亿元，EPS1.59 元/股，目标价 31.8 元；

我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 110.27/117.66/126.48 亿元；归母净利润分别为 11.19/12.20/15.22 亿元；EPS 分别为 1.59/1.73/2.16 元/股。参照可比上市信托公司的估值水平，我们通过市值加权平均获得公司 17 年 20 倍的预期 PE，得出目标价为 31.80 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：资产整合不及预期；监管政策变化超预期严厉

投资建议

行业	非银金融/多元金融
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	22.86 元
目标价格	31.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	523.33
流通 A 股股本(百万股)	293.52
A 股总市值(百万元)	11,963.32
流通 A 股市值(百万元)	6,709.84
每股净资产(元)	9.99
资产负债率(%)	53.60
一年内最高/最低(元)	25.86/18.65

作者

王茜	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005	
wangqian@tfzq.com	
罗钻辉	联系人
luozuanhui@tfzq.com	
修佳林	联系人
xiujialin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,395.10	10,426.24	11,026.80	11,765.59	12,648.01
增长率(%)	3.81	0.30	5.76	6.70	7.50
EBITDA(百万元)	2,861.62	3,270.73	3,509.38	3,720.72	4,695.54
净利润(百万元)	457.95	544.55	1,119.34	1,220.16	1,522.14
增长率(%)	(15.48)	18.91	105.55	9.01	24.75
EPS(元/股)	0.65	0.77	1.59	1.73	2.16
市盈率(P/E)	35.15	29.56	14.38	13.19	10.57
市净率(P/B)	2.65	2.39	2.21	1.91	1.63
市销率(P/S)	1.55	1.54	1.46	1.37	1.27
EV/EBITDA	5.75	3.16	3.44	2.46	1.94

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

两家央企合二为一，后续资产整合可期.....	4
新东家实力雄厚.....	4
大金融+小纺机业务格局奠定.....	4
信托是经纬纺机的主要利润来源.....	5
中融信托：综合实力雄厚，差异化战略凸显.....	5
行业：短期获宽松，规模增长迎来拐点.....	5
信托业务：转型以投资为主，整体风控水平优良.....	7
固有业务：积极转型，业绩逐步释放.....	10
财富管理：事务管理类业务如虎添翼，市场潜力巨大.....	10
高净值人群指数增长，创造财富管理市场空间.....	10
恒天财富：业务转型+严格风控创高增长业绩.....	11
纺机设备：经营状况边际改善.....	12
首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 31.8 元/股.....	13

图表目录

图 1：集团及上市公司股权结构示意图.....	4
图 2：经纬纺机近 5 年收入及盈利情况（单位：亿元）.....	5
图 3：经纬纺机近 5 年资产及负债率情况（单位：亿元）.....	5
图 4：信托行业短期获宽松，规模跨入“20 万亿”时代（亿元）.....	6
图 5：信托公司营业收入变化趋势.....	7
图 6：信托公司单个季度利润总额及其同比增长速度（单位：亿元）.....	7
图 7：券商定向资管与基金子公司规模收缩明显（单位：万亿元）.....	7
图 8：中融信托 2012-2016 年间经营情况（单位：亿元）.....	8
图 9：2016 年中融信托收入结构.....	8
图 10：中融信托：信托资产结构—按来源划分（单位：亿元）.....	8
图 11：中融信托：信托资产余额按功能分类（单位：亿元）.....	8
图 12：2012-2016 中融信托信托资产投向结构.....	9
图 13：中融信托自有资金主要以高流动性的资产形式管理为主.....	10
图 14：2006-2017 中国个人持有的可投资资产总体规模（单位：万亿）.....	11
图 15：2013-2017 纺机设备分部营业收入按产品分拆.....	12
图 16：纺机设备分部近年营业收入情况（单位：亿元）.....	13
图 17：纺机设备分部近年净利润情况（单位：亿元）.....	13
表 1：信托及资金投资分部 2014-2016 各项财务数据占比.....	5
表 2：政策利好，外部竞争弱化.....	6

表 3：中融信托主要财务指标均位居行业前列	8
表 4：同行业信托资产主动管理占比一览	9
表 5：信托资产规模相近公司加权平均实际年化信托报酬率对比	10
表 6：恒天财富 2015、2016 财务数据一览（单位：亿元）	11
表 7：纺织机械类设备经营状况	12
表 8：非纺织机械类设备经营状况	12
表 9：对照可比信托公司，得出公司 2.46 倍 17 年预期市净率、20.00 倍 17 年预期市盈率	13

两家央企合二为一，后续资产整合可期

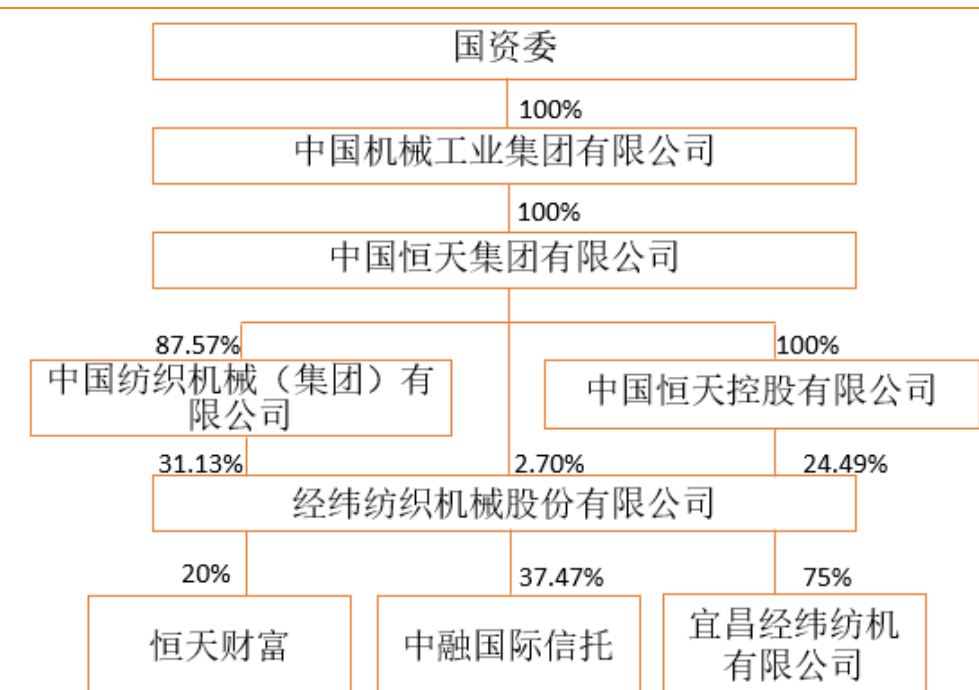
经纬纺织机械股份有限公司前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，原全资控股股东是中国恒天集团，现为中国机械工业集团，实际控制人为国资委。2017 年 6 月，经国资委研究并报国务院批准，同意中国恒天与国机集团实施战略重组，中国恒天整体无偿划入国机集团，成为其全资子公司，中国恒天不再作为国资委履行出资人职责的企业。

新东家实力雄厚

国机集团成立于 1997 年，是中央直接管理的国有重要骨干企业，业务范围渗透到国民经济的各个方面，作为母公司业务范围广，重视旗下亏损子公司的整治，实力雄厚。2016 年，集团实现营业收入 2142 亿元；实现利润总额 86.7 亿元，总资产 2164 亿元，2017 上半年营业收入同比增长 11.2%，利润总额同比增长 5.9%，经济增加值同比增长 8.4%。

中国恒天的规模较小，资产规模稳定在 700 亿元，利润规模在 25 亿元左右，并且旗下纺织、服装等行业处于萧条期，恒天与国机的合二为一，是央企通过结构调整以提升科技含量和研究能力的成果。

图 1：集团及上市公司股权结构示意图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

大金融+小纺机业务格局奠定

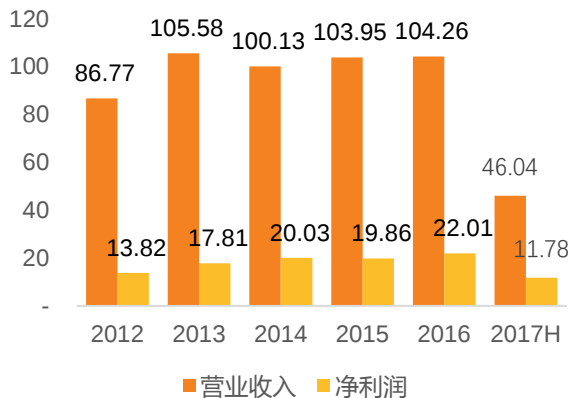
上市公司自 2010 年涉足金融业务以来，金融业务发展较快，目前公司形成了以“金融+纺机”为核心的双主业格局，且随着公司对旗下业务的整合以及对金融股权的投资，经纬纺机的金融属性日益凸显。

截至 2016 年底，公司主要从事纺织机械、金融信托及商用汽车三类业务，营业总收入达到 104 亿，同比增长 0.3%，实现净利润 22 亿，同比增长 11%，ROE 为 0.77%，公司总资产 353 亿，资产负债率为 55%。

2017 年上半年，公司实现营业收入 46 亿元，同比增长 2%；实现归母净利润 5 亿元，同比增长 88%。截至 2017 年 6 月末公司总资产达到 360 亿元，较年初增长 2%。上半年金融业务保持稳定增长，中融信托实现营业收入 29 亿元，同比增加 7%，净利润 11 亿元，同比增长 1.7%。恒天财富实现营收 12 亿元，YOY+20%，净利润 3.2 亿元，YOY+60%。纺织机械

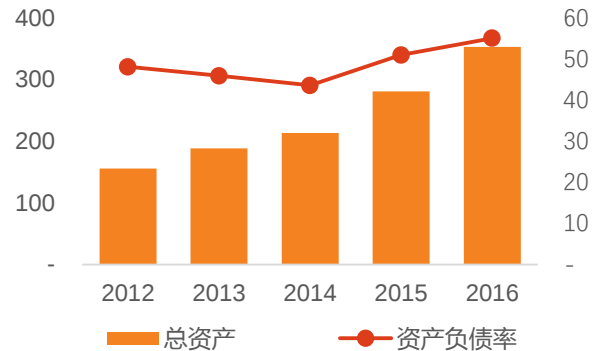
业务实现营收 15.5 亿元，YOY+19.4%。主要源于投资收益的大幅增长，其中包括处置子公司、联营企业投资收益及剥离汽车业务。

图 2：经纬纺机近 5 年收入及盈利情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：经纬纺机近 5 年资产及负债率情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

上市公司旗下各版块中汽车业务不景气，总体经营亏损，公司于 2016 年 12 月 9 日与相关方签署《股权转让协议》，向中国恒天整体转让公司所持汽车业务公司股权，包括恒天汽车 100% 股权、新楚风 80.28% 股权、恒天鑫能 40% 股权和 TAM97.76% 股权，上述交易目标股权转让价值合计 2.48 亿元。交易完成后，将终止其亏损对公司效益的影响，可直接增加公司现金流，降低公司资产负债率，对促进现有其他主业发展和提升运营效率有着积极意义，更加奠定了金融业务在经纬纺机中的主心骨地位。

信托是经纬纺机的主要利润来源

在盈利和资产的分布上，信托行业是经纬纺机的重要组成部分，其作为公司金融服务平台的重要性与日俱增，2014-2016 年，信托分部在公司各分部资产、负债、收入和净利润总额和中占比逐年提升，近三年几乎贡献了全部的净利润（超过 100% 是因为其他分部亏损）。

表 1：信托及资金投资分部 2014-2016 各项财务数据占比

	2014	2015	2016
营业收入	52%	62%	64%
净利润	115%	114%	106%
总资产	56%	66%	70%
净资产	82%	86%	88%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

其他业务包括汽车和财富管理等金融类投资，在完成汽车板块的剥离之后，鉴于财富管理市场空间和利润可期，我们预测未来这个分部会创造正的净利润。纺机设备是公司资产和负债占比第二大部分，却因为近年纺织业下游不景气影响到上游纺机设备的业绩，经纬纺机旗下的相关行业的子公司和联营企业均为国资委控制的老牌纺机厂，凭借先天优势，未来有望改善业绩。

中融信托：综合实力雄厚，差异化战略凸显

行业：短期获宽松，规模增长迎来拐点

行业短期获宽松，规模增长迎来拐点。自 2016 年以来，一行三会齐头并进，总体上贯彻中央供给侧改革思路中“去杠杆、降成本”的重点任务。各监管机构不约而同地对各监管条线的资产管理业务加强监管，如证监会要求券商和基金子公司的资管业务降低杠杆、限制准入、风险资本计提从严等；银监会规范证券投资信托、银行理财业务、信贷资产收益

权转让业务的发展。

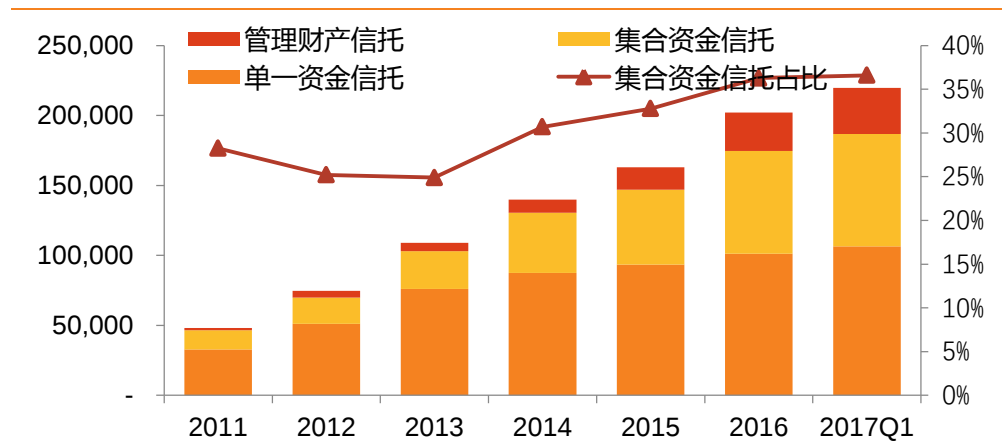
表 2: 政策利好, 外部竞争弱化

时间	政策	影响
Apr-16	《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》	明确信托公司为银行开展信贷资产收益权转让业务的唯一通道
May-16	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线禁止行为细则”》	降低杠杆、不得宣传预期收益率、禁止资金池业务、明确投资顾问, “新老划断”
Jun-16	《关于修改<证券公司风险控制指标管理办法>的决定》	规定自 10 月 1 日期实行新的风险控制体系, 资本计提整体从严, 通道费率上升
Jul-16	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	银行理财资金直接或间接投资非标准化债权资产只能走符合监管要求的信托通道
Nov-16	《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》、《证券投资基金管理公司子公司管理规定》	基金子公司通道类业务均需按照要求计提风险资本, 并根据特定资产管理业务全部管理费收入计提风险准备金, 通道类业务费率优势不再
Feb-17	《私募资产管理计划备案管理规范第 4 号》	禁止私募资管计划输血特定城市房地产, 资金回流至房地产信托

资料来源: 银监会、证监会, 天风证券研究所整理

对于信托行业而言, 监管对于其规范时间相对较早, 负面冲击已在过去几年中有较为充分的反映, 因此短期内将受益于金融机构间资金挤出效应, 资产规模增长迎来拐点。截止 2017 年 1 季度末, 全国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 21.97 万亿元(平均每家信托公司 3230.43 亿元), 同比增长 32.48%, 环比增长 8.65%。信托资产同比增速自 2016 年 2 季度触及历史低点后开始回升, 季度平均增幅约 8 个百分点。

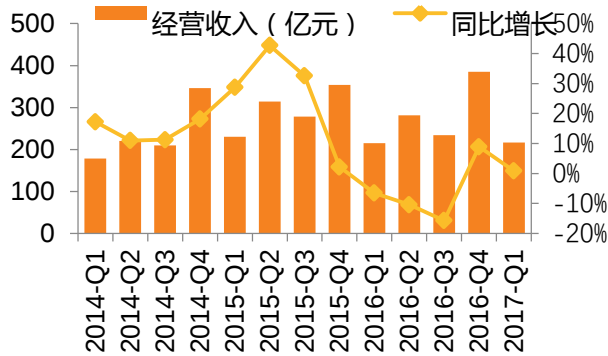
图 4: 信托行业短期获宽松, 规模跨入“20 万亿”时代(亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

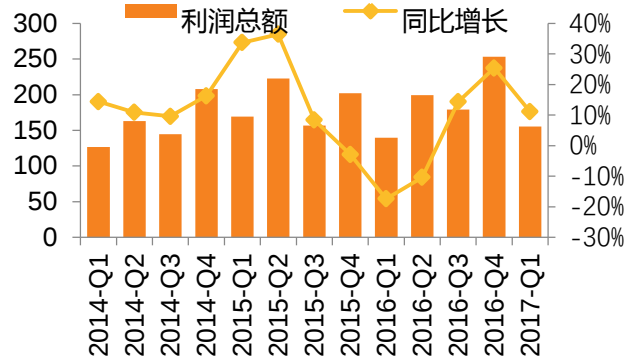
行业营收与净利润震荡上行, 迎来业绩拐点。2017 年一季度信托全行业实现营业收入 261.8 亿元, 同比增长 0.84%, 从单季度同比增长情况来看, 营收在 16Q3 迎来拐点, 实现正增长。净利润方面, 2017 年 Q1 全行业实现净利润 15537 亿元, 同比增长 11.11%, 继续保持增长势头。

图 5：信托公司营业收入变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

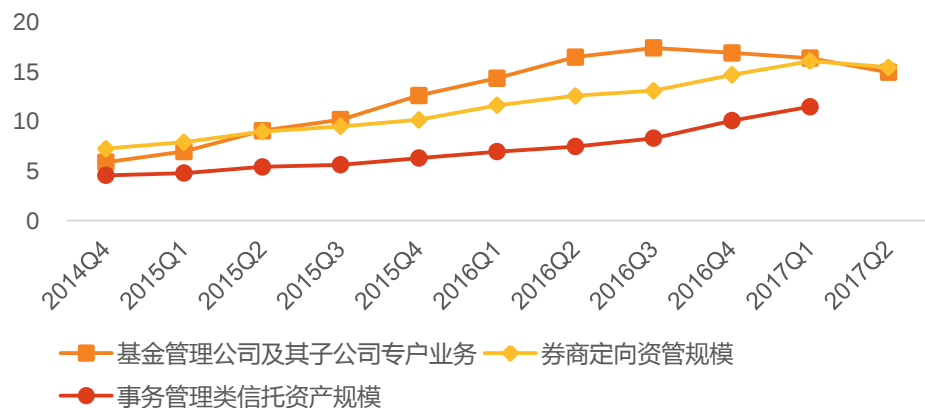
图 6：信托公司单个季度利润总额及其同比增长速度（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

通道类业务增长依然可期待。在基金子公司、券商定向资管业务、事务管理类信托之间存在相互竞争的关系，过去前两者在一定程度上分流了一部分事务管理信托计划的资金；但是从最新的数据观察来看，券商定向资管规模增速明显放缓，二季度券商资管整体规模下降近 6000 亿；基金子公司受限于净资本压力，其非标业务开始向信托回流。而同一时期，事务管理信托规模仍维持高增长，占整体信托资产规模的比重达到 52%。我们预期这一趋势仍将持续到下半年。

图 7：券商定向资管与基金子公司规模收缩明显（单位：万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

信托业务：转型以投资为主，整体风控水平优良

资本金充足，信托资产规模行业前列，经营效益优良，综合实力雄厚。中融国际信托有限公司前身为哈尔滨国际信托投资公司，成立于 1987 年，经纬纺机拥有中融信托 37.47% 的股权。2016 年底公司管理信托资产余额 6830 亿元，同比增长 2%，位居行业第八；实收资本达到 60 亿元，行业排名第七；营业收入达到 68 亿元，行业排名第二。截至 2017 年中，中融信托注册资本为 80 亿元，跻身行业前五，雄厚的资本金为其后续业务拓展奠定基础。

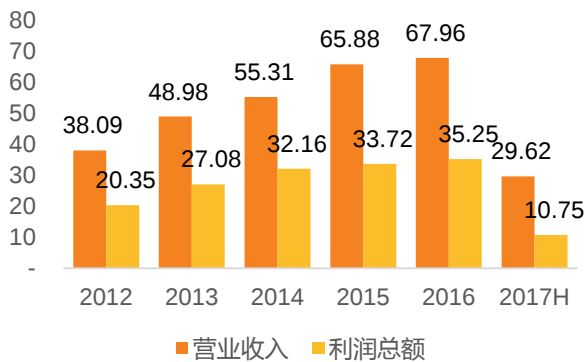
表 3：中融信托主要财务指标均位居行业前列

	2012	2013	2014	2015	2016
实收资本	28	27	3	4	7
总资产	10	6	9	7	4
净资产	12	6	7	7	8
信托资产	4	3	2	5	8
总收入	3	3	3	3	2
净利润	4	3	4	5	5
ROE	4	7	8	7	10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

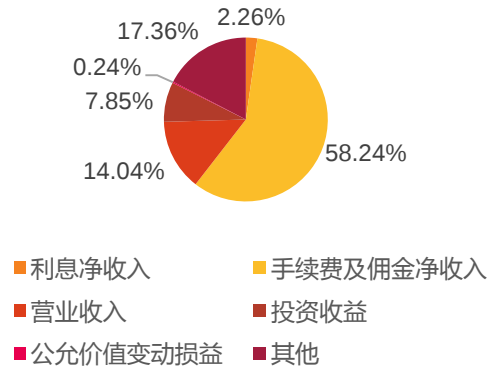
中融信托营收与净利润自 2012 年以来稳步提升，截至 2017 年中营业收入为 29.62 亿元，同比增长 7.64%；净利润为 10.75 亿元，同比增长 1.67%，净利润增长幅度不及营业利润主因是中融信托上半年的业务及管理费增加。从收入结构来看，手续费及佣金净收入是中融信托的主要收入来源，规模达到 39.58 亿元，占比超过 50%。

图 8：中融信托 2012-2016 年间经营情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2016 年中融信托收入结构

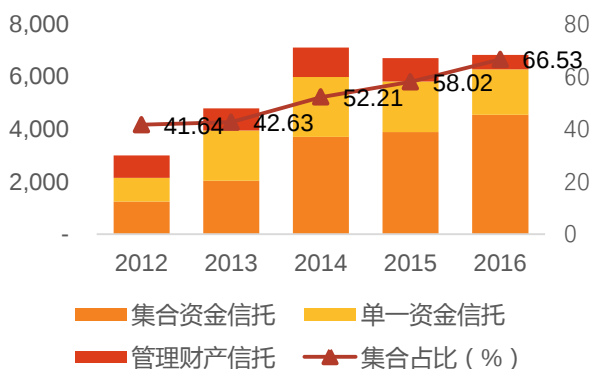


资料来源：公司公告，天风证券研究所

从信托资金的来源看，中融信托的单一类资金信托占比一直在递减，集合类资金信托占比增长较为明显。截至 2016 年，集合资金信托占比由 2012 年的 41.64% 上升至 2016 年的 66.53%。信托资金来源的优化有助于公司优化业务结构，扩大客户基础，丰富产品类别，夯实长远转型基础。

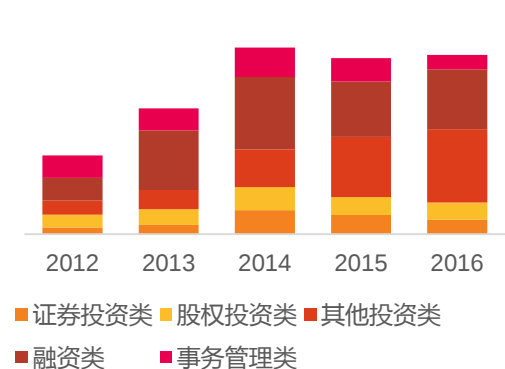
从信托功能来看，中融信托的其他投资类信托规模和融资类信托规模分别为 2790 亿元和 2279 亿元，且逐年上升，融资类信托业务的发展与企业贷款需求程度相关，随着实体经济企稳，未来占比将逐步的提升；而伴随着金融市场改革的持续推进和中融信托自身转型升级的深入探索，未来投资类信托的占比和增速预计将会进一步提升，成为主要的组成部分。

图 10：中融信托：信托资产结构—按来源划分（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

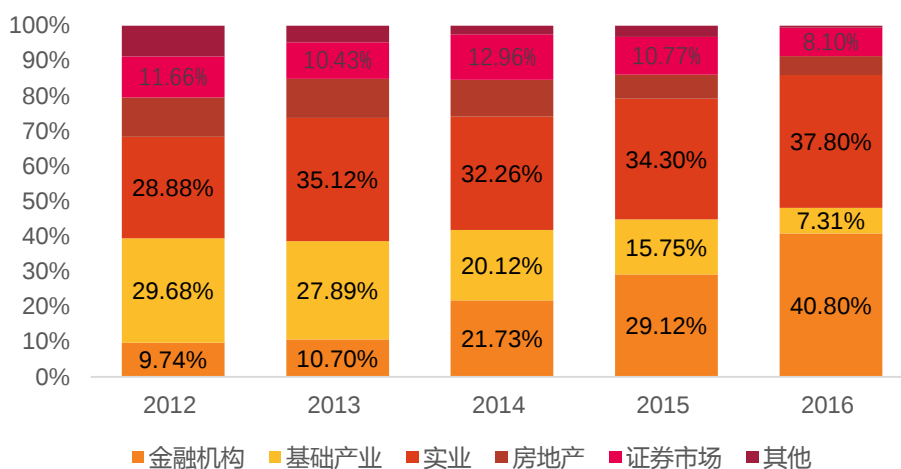
图 11：中融信托：信托资产余额按功能分类（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

从信托资金投向来看，截至 2016 年底，金融机构以 40.80%的比例稳居榜首，然后依次是实业、证券市场和基础产业。与 2015 年相比，变化在于金融机构的占比超过实业跃居首位，而同一时期房地产和基建占比逐年下降，反映中融信托逐步收缩传统融资业务，向新型投资类业务转型的战略初见成效。

图 12：2012-2016 中融信托信托资产投向结构



资料来源：wind，天风证券研究所

中融信托主动管理能力表现突出。2016 年，在行业内主要的信托公司中，中融信托的主动管理规模占比是最高的，达到 71%。从同行业公司主动管理占比数据看，主动管理对公司的综合运作能力要求较高，中融信托在过去几年中均维持较高的主动管理规模占比，相对应的资金利用效率和风控能力也更优。与业内信托资产规模前十对比，2016 年中融信托的资本利润率位居第二，达到 21.08%。

表 4：同行业信托资产主动管理占比一览

	信托公司	2012	2013	2014	2015	2016
1	中信信托	57%	51%	54%	41%	30%
2	安信信托	38%	31%	27%	45%	60%
3	重庆国际信托	88%	80%	82%	59%	69%
4	建信信托	17%	27%	27%	33%	36%
5	兴业国际信托	68%	32%	23%	19%	7%
6	上海国际信托	72%	74%	65%	41%	24%
7	华润深国投信托	89%	68%	49%	67%	70%
8	交银国际信托	28%	11%	6%	6%	4%
9	华能贵诚信托	100%	100%	100%	66%	43%
10	中融信托	94%	83%	58%	68%	71%
11	平安信托	82%	89%	98%	59%	42%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

主动管理类信托资产回报率高于被动管理类，与管理信托资产规模相当的两家公司对比，中融国际的信托报酬率相对更高，这与公司选择项目的风格有关，中融国际偏好报酬率较高的主动管理项目，且对项目规模、质量严格把关。同时，中融信托资产投向更为多元，一来分散投资风险，二来每一种类型都可以作为扩张的突破口。

表 5：信托资产规模相近公司加权平均实际年化信托报酬率对比

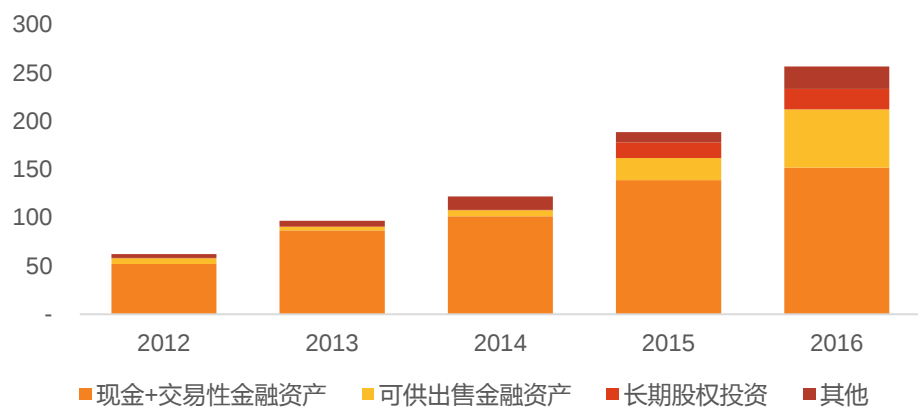
	中融国际信托		平安信托		交银国际信托	
	主动管理	被动管理	主动管理	被动管理	主动管理	被动管理
证券投资类	0.75%	0.18%	0.50%	-	0.34%	-
股权投资类	2.85%	0.52%	0.82%	-	-	0.10%
其他投资类	0.99%	0.89%	2.21%	-	-	-
融资类	3.77%	0.45%	1.65%	-	1.60%	0.15%
事务管理类	1.44%	0.15%	-	0.24%	-	0.26%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

固有业务：积极转型，业绩逐步释放

中融信托的自有资金主要以高流动性的资产形式管理为主，同时为满足自有资金保值和增值的需要，还在一定范围内进行了投资管理，主要用于交易性金融产品及可供出售金融资产的投资。具体来看，现金和交易性金融资产的规模合计达到 151.87 亿元，占比接近 60%；而可供出售金融资产的规模在 2016 年中上升明显，从 15 年底的 22.72 亿元上升至 60.28 亿元，成为仅次于货币资产的最主要资产运用模式。

图 13：中融信托自有资金主要以高流动性的资产形式管理为主



资料来源：公司公告，天风证券研究所

作为积极转型、开拓进取的代表，中融信托目前已由单纯的资金提供者转变为综合性的金融服务商，在固定收益、股权投资、房地产及文化产业等多个领域拥有较为成熟的投资经验和成果。从目前公司旗下 PE 股权投资和并购积极的业务发展来看，公司通过子公司持有恒大地产 1.32% 股权、华大基因 0.32% 股权；同时还通过中融鼎新直接或间接持有不超过万通控股 35% 的股权。这些投资将为公司提供持续稳定的业绩贡献。

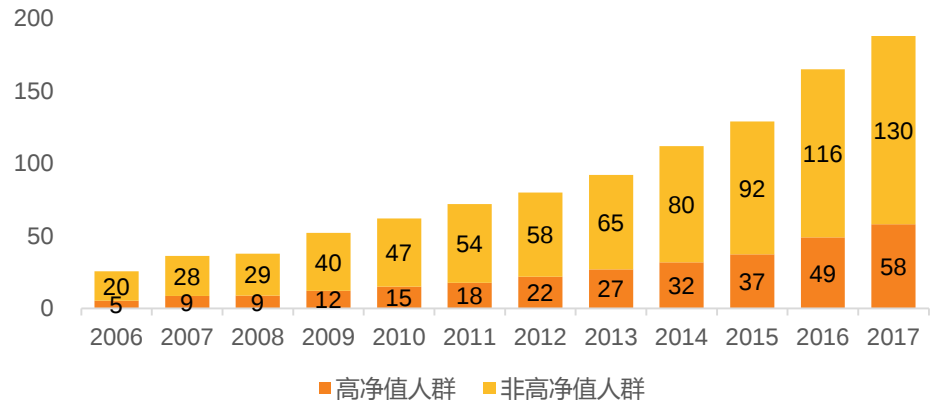
财富管理：事务管理类业务如虎添翼，市场潜力巨大

公司 2015 年开始持有恒天财富 20% 股份，恒天财富是一家财富投资管理公司，业务范围囊括财富管理、资产管理、理财教育。截止到 2017 年 8 月，恒天财富已为近 70,000 个高净值家庭累计配置资产突破 6,000 亿元。中融信托主打投资，事务管理类业务近年萎缩，恒天财富作为行业龙头，既很好地弥补了经纬纺机金融业务板块的缺口，又避免了同业竞争，而且财富管理市场空间可观，未来业绩可期。

高净值人群指数增长，创造财富管理市场空间

据 BCG 预计到 2020 年资管规模将达到 174 万亿元，财富管理市场空间巨大。随着社会的发展变化，财富的滚雪球效益愈加明显，社会财富越来越集中到资产超过 1000 万元的高净值人群中，2006 年高净值人群和非高净值人群持有的可投资资产规模比例是 1:4，十余年来该比例不断扩大，直至 2017 年，该比例已经为 1:2.24，这孕育了中国新兴的财富管理市场。

图 14：2006-2017 中国个人持有的可投资资产总体规模（单位：万亿）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

恒天财富：业务转型+严格风控创高增长业绩

2016 年对中国财富管理行业来说是一个分水岭，2011-2014 年是中国财富管理行业“野蛮生长期”，从 2015 年下半年开始金融监管开始加强，2016 年成为财富管理的“规范元年”。2016 年 9 月，恒天财富战略转型确立三大业务板块：资产管理、财富管理和理财教育，其中，恒天财富资管事业总部正式成立奠定了资管转型的第一步。

2016 年恒天财富实现营收 19.17 亿元，同比增长 218%，创造净利润 3.65 亿元，同比增长 360%，业绩增长亮眼，迅速步入行业龙头之列。同另一行业龙头诺亚财富（2005 年纽交所上市）相比，诺亚 2016 年营收 25 亿元，净利润 6.4 亿，从收入造利的角度考虑，公司销售净利率 19%，与诺亚还有 6.6 个百分点的差距，潜在提升空间较大。我们认为随着上市公司金融主业属性逐步确立，与恒天财富间的业务协同将持续深化，未来业绩有望实现稳步增长。

表 6：恒天财富 2015、2016 财务数据一览（单位：亿元）

	2015	2016	YoY
流动资产	3.74	9.85	164%
非流动资产	0.70	0.50	-28%
资产合计	4.43	10.35	133%
流动负债	2.64	4.57	73%
负债合计	2.64	4.57	73%
归属于母公司股东权益	1.79	5.78	222%
营业收入	6.03	19.17	218%
净利润	0.79	3.65	360%
其他综合收益	-	-0.01	-

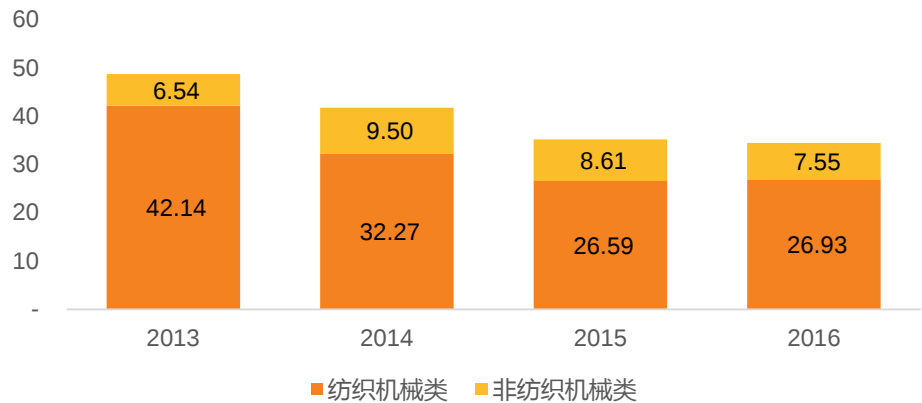
资料来源：公司公告，天风证券研究所

风控是财富管理航行的稳定器，恒天财富严格执行私募新规，将公司切分为北京恒天明泽基金销售有限公司和北京恒天中岩投资管理有限公司（原北京恒天财富投资管理有限公司）。前者持有基金销售牌照，后者持有私募基金管理人牌照，严格把控风险。

纺机设备：经营状况边际改善

中国纺织机械（集团）有限公司持有经纬纺机 31.13% 股份，并通过经纬纺机整合了多家纺机设备公司。国内纺织行业运行整体下滑，国际国内纺织市场需求发生深刻变化，不少纺织企业开工不足甚至停产，对于产业链上游的纺机行业产生重大影响。

图 15：2013-2017 纺机设备分部营业收入按产品分拆



资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率触底反弹，未来有望实现边际改善。纺织机械是收入主要来源，因市场需求转变，纺织机械销量萎缩导致销售额萎缩，但借助行业地位售价上升，成本控制得当，故毛利率触底反弹；非纺织机械销量逐年上升，但售价逐渐下降，毛利率也因此不断下降，销售额下降。

表 7：纺织机械类设备经营状况

指标	2013	2014	2015	2016
销量（万台）	1.84	1.24	0.97	0.91
销售收入(亿元)	42.14	32.27	26.59	26.93
平均售价（万元/台）	22.89	26.10	27.54	29.49
平均成本（万元/台）	19.63	22.89	24.40	25.32
毛利率	14%	12%	11%	14%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

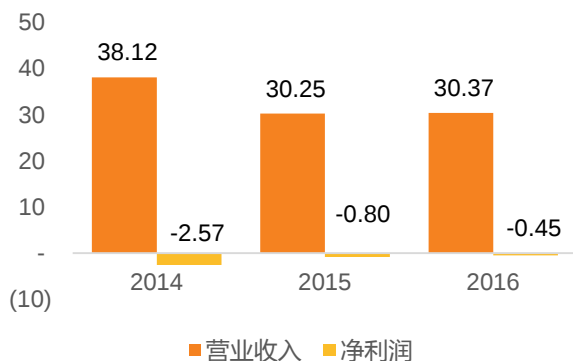
表 8：非纺织机械类设备经营状况

指标	2013	2014	2015	2016
销量（台）	0.37	0.36	0.50	0.54
销售收入(亿元)	6.54	9.50	8.61	7.55
平均售价（万元/台）	17.48	26.39	17.16	13.89
平均成本（万元/台）	15.34	23.47	15.78	13.42
毛利率	12%	11%	8%	3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

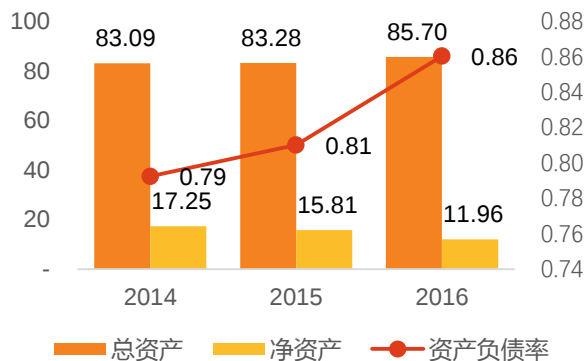
从资产情况来看，因为业绩不佳资产的质量也在下降，2016 年纺机设备类计提了资产减值损失 1.58 亿，2015 年计提 1.87 亿，对利润造成严重影响，分部连续亏损，净资产连年下降，同时资产负债率在逐年上升，总体有待改善。

图 16：纺机设备分部近年营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：纺机设备分部近年净利润情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

展望未来，我们认为公司纺机板块业务将逐步企稳：一方面源于毛利率改善，2016 年公司纺机业务主营业务收入和毛利率均出现触底反弹的迹象，随着公司积极调整纺织机械分部的发展方式，我们预计公司 2017 年纺机板块收入和毛利率将迎来边际改善。另一方面，公司于 2016 年成功处置僵尸企业，咸阳经纬纺机机械有限公司申请破产清算，同时出手山西经纬合力股权，两项合计计提减值准备超过 0.53 亿元；到 2017 年随着僵尸企业的逐步退出，纺机业务板块有望止血。

首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 31.8 元/股

我们认为公司在未来业绩增长将主要源于中融信托以及传统业务的边际改善。预期中融信托将受益于信托行业管理信托规模的增长，行业营收及净利润的持续改善；看好中融信托作为行业前十信托公司的综合运营能力和持续改善的业务结构，以及与国机集团之间的业务协同；传统业务方面，剥离亏损的汽车业务以及纺机业绩的边际改善都将是上市公司业绩持续增长的积极因素。随着上市公司金融主业属性逐步确立，与恒天财富间的业务协同将持续深化，未来业绩有望实现稳步增长。

我们预计公司 2017-2019 年的营业收入分别为 110.27 亿元、117.66 亿元以及 126.48 亿元；归母净利润分别为 11.19 亿元、12.20 亿元以及 15.22 亿元；EPS 分别为 1.59、1.73 以及 2.16 元/股。

我们选取了 5 家上市信托公司作为公司的可比对象。通过市值加权平均获得上市公司 2017 年的 2.46 倍的预期市净率以及 20.00 倍的预期市盈率。根据我们对于公司 2017 年每股归母净利润的预测，我们得出经纬纺机每股 31.8 元的目标价，对应现价尚有 39% 的空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 9：对照可比信托公司，得出公司 2.46 倍 17 年预期市净率、20.00 倍 17 年预期市盈率

可比公司代 码	可比公司名 称	市值 (亿)	17 年预期营业 收入	17 年预期归母净 利润	17 年预期市净率 (倍)	17 年预期市盈率 (倍)
600816.SH	安信信托	593.40	63.62	37.79	3.51	15.70
000563.SZ	陕国投 A	173.99	12.40	6.23	1.78	29.55
600643.SH	爱建集团	203.64	22.40	9.75	2.68	22.47
600390.SH	五矿资本	499.29	148.47	23.70	1.53	21.07
600705.SH	中航资本	554.74	104.31	28.12	2.32	19.73
市值加权平均值					2.46	20.00

资料来源：wind，天风证券研究所，市值取 2017 年 8 月 28 日收盘市值，17 年预期营业收入和 17 年预期归母净利润取 WIND 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	8,641.20	11,840.80	5,688.68	11,448.32	14,418.42
应收账款	1,493.15	1,779.33	1,094.46	1,482.96	1,287.77
预付账款	353.81	256.94	493.75	318.21	448.83
存货	1,532.05	823.05	1,912.08	1,046.73	1,878.43
其他	7,550.87	6,872.77	7,672.99	7,100.76	7,761.47
流动资产合计	19,571.09	21,572.88	16,861.96	21,396.98	25,794.92
长期股权投资	1,989.84	3,087.46	3,087.46	3,087.46	3,087.46
固定资产	1,910.33	1,669.66	1,604.73	1,556.36	1,504.92
在建工程	102.37	20.50	48.30	76.98	76.19
无形资产	593.49	470.32	440.96	411.59	382.23
其他	3,898.71	7,799.53	7,900.77	7,765.93	7,806.15
非流动资产合计	8,494.75	13,047.47	13,082.22	12,898.32	12,856.94
资产总计	28,065.84	35,320.35	30,177.51	34,606.42	39,066.67
短期借款	2,885.75	1,711.23	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,119.13	1,765.12	1,958.58	2,209.56	1,963.44
其他	6,466.28	8,804.17	6,570.05	7,182.63	7,862.73
流动负债合计	11,471.16	12,280.52	8,528.64	9,392.19	9,826.17
长期借款	0.00	70.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,641.92	6,790.61	3,544.18	4,325.57	4,886.79
其他	196.55	314.47	231.97	247.66	264.70
非流动负债合计	2,838.47	7,175.08	3,776.15	4,573.23	5,151.49
负债合计	14,309.63	19,455.61	12,304.79	13,965.42	14,977.66
少数股东权益	7,692.67	9,142.31	10,584.53	12,211.81	14,230.36
股本	704.13	704.13	704.13	704.13	704.13
资本公积	1,908.95	1,906.37	1,906.37	1,906.37	1,906.37
留存收益	5,083.29	5,537.38	6,584.07	7,725.06	9,154.53
其他	(1,632.83)	(1,425.45)	(1,906.37)	(1,906.37)	(1,906.37)
股东权益合计	13,756.21	15,864.74	17,872.72	20,640.99	24,089.02
负债和股东权益总	28,065.84	35,320.35	30,177.51	34,606.42	39,066.67

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,985.84	2,201.17	1,119.34	1,220.16	1,522.14
折旧摊销	220.13	232.64	126.49	129.06	131.60
财务费用	190.39	477.60	148.86	(28.77)	(43.43)
投资损失	(206.72)	(354.63)	(310.00)	(290.45)	(318.36)
营运资金变动	3,196.20	(3,128.06)	(1,054.95)	1,725.28	(1,544.97)
其它	(2,984.00)	977.83	1,518.12	1,654.86	2,064.43
经营活动现金流	2,401.84	406.55	1,547.86	4,410.13	1,811.41
资本支出	1,838.55	713.87	142.50	64.31	32.96
长期投资	1,652.06	1,097.62	0.00	0.00	0.00
其他	(4,200.74)	(2,552.52)	(801.08)	279.19	449.56
投资活动现金流	(710.12)	(741.04)	(658.58)	343.50	482.53
债权融资	5,737.05	9,973.53	4,081.75	5,041.78	5,771.94
股权融资	237.68	515.81	(228.26)	554.25	610.03
其他	(4,358.96)	(6,848.03)	(10,894.88)	(4,590.01)	(5,705.80)
筹资活动现金流	1,615.77	3,641.31	(7,041.40)	1,006.01	676.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,307.50	3,306.82	(6,152.12)	5,759.64	2,970.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	10,395.10	10,426.24	11,026.80	11,765.59	12,648.01
营业成本	3,470.03	3,301.17	3,491.31	3,725.23	3,723.57
营业税金及附加	338.20	159.41	283.92	288.54	276.41
营业费用	197.36	188.44	199.30	212.65	228.60
管理费用	3,462.13	3,840.90	3,859.38	4,117.96	4,173.84
财务费用	267.08	459.21	148.86	(28.77)	(43.43)
资产减值损失	454.61	203.15	120.00	120.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	206.72	354.63	310.00	290.45	318.36
其他	(413.44)	(709.27)	(620.00)	(580.90)	(636.72)
营业利润	2,412.40	2,628.58	3,234.03	3,620.43	4,607.37
营业外收入	358.50	452.50	452.50	400.00	400.00
营业外支出	14.99	50.33	26.31	30.54	30.00
利润总额	2,755.91	3,030.76	3,660.21	3,989.89	4,977.37
所得税	770.07	829.58	1,022.75	1,114.87	1,390.80
净利润	1,985.84	2,201.17	2,637.46	2,875.01	3,586.57
少数股东损益	1,527.89	1,656.62	1,518.12	1,654.86	2,064.43
归属于母公司净利润	457.95	544.55	1,119.34	1,220.16	1,522.14
每股收益（元）	0.65	0.77	1.59	1.73	2.16

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	3.81%	0.30%	5.76%	6.70%	7.50%
营业利润	-11.73%	8.96%	23.03%	11.95%	27.26%
归属于母公司净利润	-15.48%	18.91%	105.55%	9.01%	24.75%
获利能力					
毛利率	66.62%	68.34%	68.34%	68.34%	70.56%
净利率	4.41%	5.22%	10.15%	10.37%	12.03%
ROE	7.55%	8.10%	15.36%	14.48%	15.44%
ROIC	85.73%	166.34%	121.41%	79.23%	218.83%
偿债能力					
资产负债率	50.99%	55.08%	40.77%	40.36%	38.34%
净负债率	2.30%	-0.43%	-13.20%	12.28%	-10.48%
流动比率	1.71	1.76	1.98	2.28	2.63
速动比率	1.57	1.69	1.75	2.17	2.43
营运能力					
应收账款周转率	8.02	6.37	7.67	9.13	9.13
存货周转率	6.76	8.85	8.06	7.95	8.65
总资产周转率	0.42	0.33	0.34	0.36	0.34
每股指标（元）					
每股收益	0.65	0.77	1.59	1.73	2.16
每股经营现金流	3.41	0.58	2.20	6.26	2.57
每股净资产	8.61	9.55	10.35	11.97	14.00
估值比率					
市盈率	35.15	29.56	14.38	13.19	10.57
市净率	2.65	2.39	2.21	1.91	1.63
EV/EBITDA	5.75	3.16	3.44	2.46	1.94
EV/EBIT	6.14	3.35	3.57	2.55	2.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com