

经纬纺机(000666)/非银金融
“纺机+金融”格局清晰，低估值信托标的
——经纬纺机首次覆盖深度报告
评级：买入(首次)

市场价格：12.73

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

Email: luyt@r.qlzq.com.cn

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	704
流通股本(百万股)	294
市价(元)	14.25
市值(百万元)	10032
流通市值(百万元)	4190

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,804	10,196	11,904	13,884	16,229
增长率 yoy%	-5.96%	3.99%	16.75%	16.64%	16.89%
净利润	1,200	783	1,054	1,281	1,540
增长率 yoy%	120.40%	-34.73%	34.60%	21.46%	20.22%
每股收益(元)	1.70	1.11	1.50	1.82	2.19
每股现金流量	-2.83	6.81	4.09	5.27	6.17
净资产收益率	15.72%	9.38%	12.06%	13.07%	13.89%
P/E	8.81	13.49	10.02	8.25	6.86
PEG	1.45	0.53	1.05	1.36	0.27
P/B	1.38	1.27	1.21	1.08	0.95

备注：

投资要点

- 投资摘要：**经纬纺机持股中融信托 37.47%且并表核算，是低估值稀缺信托标的。先后完成 H 股私有化、剥离亏损汽车资产，“纺机+金融”格局清晰。背靠骨干央企国机集团，后续发展可期。结合中融信托靠前的行业竞争力和综合实力，给予经纬纺机 2019 年 13 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。
- 先后完成 H 股回购私有化、剥离亏损汽车资产，“纺机+金融”格局清晰。**经纬纺机前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，在 2010 年收购中融信托股权之后，先后完成 H 股私有化，以及亏损汽车资产剥离，逐渐形成了“纺机+金融”的双主业格局。未来，中融信托高盈利能力带来的稳定并表收益（经纬在中融董事会席位过半），加上纺机行业回暖、毛利率提升贡献业绩，以及参股投资企业（参股恒天财富、新湖财富，恒天财富在第三方财富管理行业处较领先地位）带来的投资收益，盈利有望再上台阶。
- 中国恒天整体并入国机集团，背靠骨干央企后续发展可期。**作为央企整合试点，经纬纺机原控股股东中国恒天集团于 2017 年正式整体并入中国机械工业集团。国机集团是中央直管的国有重要骨干企业，业务围绕装备制造和现代制造服务，对国家重要装备制造具有战略意义，旗下近 40 家全资及控股子公司，12 家上市公司。经纬纺机作为国机集团内目前唯一的“纺织+金融”上市平台，并且中融信托为集团仅有的信托牌照，对于国机集团金融布局、业绩贡献、资源整合以及产融结合发展具有重要意义。
- 中融信托高盈利能力贡献稳定并表业绩，私募投行、资产管理和财富管理三轮驱动。**近五年中融信托的并表业绩是经纬主要业绩来源，每年净利润都保持在 20 亿以上，五年平均 ROE 高达 20.3%，2014-2016 纺机板块处于亏损期间，中融的并表贡献超过 100%。中融综合实力排名行业前五，高主动管理规模占比（2017 年 64.5%）、高信托报酬率（2017 年 0.98%）是中融业务特点，是综合实力前十的信托公司中，少数保持较高信托报酬率的公司。
- 投资建议：**基于对于信托行业、中融信托规模增长的假设测算，考虑到中融信托高盈利能力带来的稳定并表收益，加上纺机行业回暖、毛利率提升贡献业绩，以及参股投资企业带来的投资收益，预计经纬纺机 2019-2021 年净利润分别为 10.54、12.81、15.40 亿元，同比增长 34.60%、21.46%、20.22%，基本每股收益分别为 1.50、1.82、2.19 元/股。考虑到经纬纺机的信托业绩占比高，作为 A 股稀缺的纯正信托标的，结合中融信托的行业竞争力和综合实力，给予经纬纺机对应 2019 年 13 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**信托行业监管政策收紧；宏观经济下行压力增大，资本市场大幅波动；纺织机械行业景气度下降。

内容目录

背靠骨干央企国机集团，“纺机+金融”格局清晰	- 4 -
收购中融信托股权，盈利能力提升	- 4 -
H股私有化、剥离汽车资产，背靠国机集团后续发展可期	- 5 -
中融信托综合实力与行业竞争力强劲	- 7 -
私募投行、资产管理和财富管理三轮驱动	- 7 -
高主动管理占比、高信托报酬率	- 10 -
固有业务实现自有资金稳定增值	- 11 -
纺机和投资参股板块	- 12 -
受益于行业景气回升，纺机板块业绩复苏	- 12 -
参股恒天财富、新湖财富，分享财富管理发展红利	- 13 -
估值及投资建议	- 14 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 经纬纺机营业收入及净利润	- 4 -
图表 2: 经纬纺机毛利率情况	- 4 -
图表 3: 营业收入占比	- 4 -
图表 4: 营业利润占比	- 4 -
图表 5: 经纬纺机大事件	- 5 -
图表 6: 中国恒天战略重组前后股权结构	- 6 -
图表 7: 集团及下属公司利润情况	- 7 -
图表 8: 中融信托董事会成员	- 8 -
图表 9: 中融信托股权图	- 8 -
图表 10: 中融信托组织架构图	- 9 -
图表 11: 中融信托业绩、盈利能力以及对经纬纺机业绩贡献	- 10 -
图表 14: 信托公司规模排名	- 10 -
图表 15: 上市信托公司主动、被动规模占比 (2017 年)	- 11 -
图表 16: 上市信托公司信托报酬率	- 11 -
图表 17: 上市信托公司信托投向占比	- 11 -
图表 20: 中融信托自营业资产运用	- 12 -
图表 21: 中融信托自营业资产分布	- 12 -
图表 22: 纺机板块营收和营业利润	- 13 -
图表 23: 纺机板块毛利率	- 13 -
图表 24: 资产减值损失情况	- 13 -

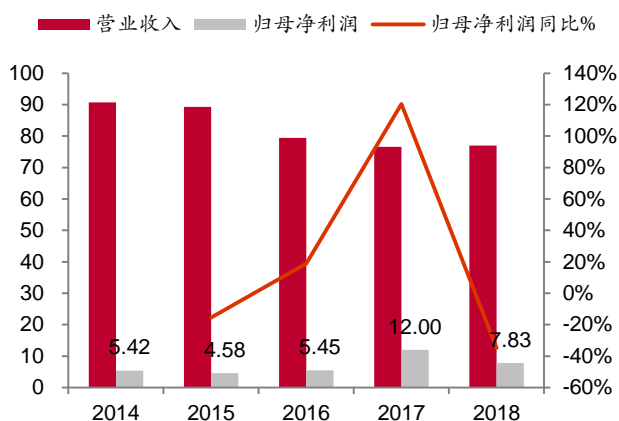
图表 25: 重要联营企业业绩贡献 (权益法)	- 14 -
图表 26: 行业信托资产规模环比降幅收窄	- 15 -
图表 27: 行业信托资产规模及环比增速	- 15 -
图表 28: 行业集合资金信托规模及环比增速	- 15 -
图表 29: 行业单一资金信托规模及环比增速	- 16 -
图表 30: 行业管理财产信托规模及环比增速	- 16 -
图表 31: 信托业协会 2019 年资金信托到期规模预测数据	- 16 -
图表 32: 2019 年行业集合信托规模预测	- 17 -
图表 33: 行业信托资产规模预测	- 17 -
图表 34: 中融信托资产规模及信托业务收入预测	- 18 -
图表 35: 经纬纺机业绩预测	- 18 -
图表 36: 可比公司估值	- 19 -
图表 37: 财务报表及关键指标	- 20 -

背靠骨干央企国机集团，“纺机+金融”格局清晰

收购中融信托股权，盈利能力提升

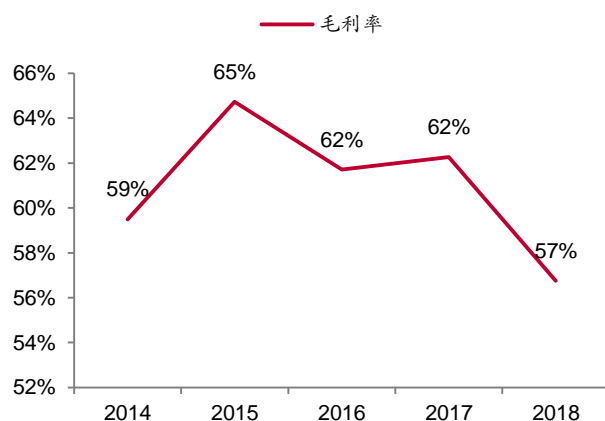
- 收购中融信托股权，形成双主业格局。**经纬纺机机械股份有限公司（以下简称“经纬纺机”）前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，在 2010 年收购中融信托 37.47% 股权之后，逐渐形成了“纺机+金融”的双主业格局。纺机业务方面已经建立棉纺机械、织造机械、纺机专件、捻线机械、经编机械、染整机械等六大业务单元，是中国纺机行业的领军者，在世界纺机界名列前茅。公司金融布局的主要载体即中融信托，在规模、盈利能力方面，排在行业前列。
- 经纬纺机对中融信托的持股比例未超过 50%，但根据中融的公司章程及股东一致行动人协议，经纬纺机在中融董事会拥有半数以上席位，从而拥有对董事会的实际控制权，因此对中融合并报表。**信托业务给经纬贡献了主要的营业利润，由于信托业务基本没有营业成本，信托业务的营业利润占比要远高于营业收入占比，2018 年信托营业利润占比为 84%，也使得经纬纺机整体毛利率处于较高水平，近五年平均值为 61%（纺机业务近五年毛利率平均值为 14%）。受到资管新规出台、金融严监管的影响，中融信托 2018 年信托业务手续费及佣金收入同比减少，加之 2017 年由于剥离汽车资产 2.37 亿的非经常性收益高基数，公司 2018 年归母净利润为 7.83 亿元，同比下降 35%，扣非后的归母净利润同比下降 19%。

图表 1: 经纬纺机营业收入及净利润 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

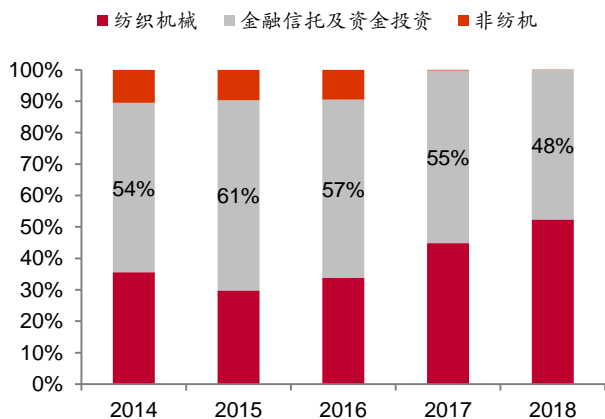
图表 2: 经纬纺机毛利率情况



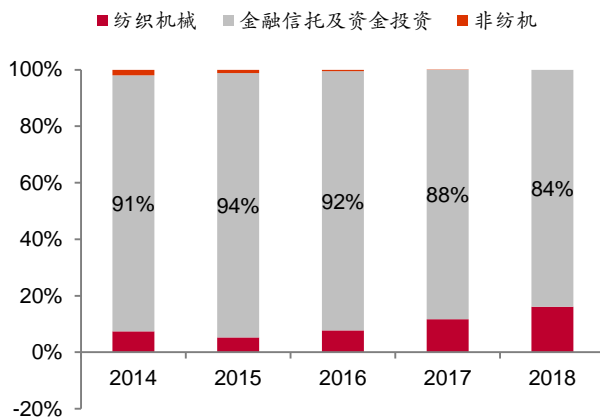
来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 3: 营业收入占比

图表 4: 营业利润占比



来源：公司公告，中泰证券研究所



来源：公司公告，中泰证券研究所

H 股私有化、剥离汽车资产，背靠国机集团后续发展可期

- 先后完成 H 股回购私有化、剥离亏损汽车资产，“纺机+金融”格局清晰。**经纬纺机前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，在 2010 年收购中融信托 37.47% 股权之后，先后完成 H 股私有化，以及亏损汽车资产剥离，逐渐形成了“纺机+金融”的双主业格局。未来，中融信托高盈利能力带来的稳定并表收益，加上纺机行业回暖、毛利率提升贡献业绩，以及参股投资企业（参股恒天财富、新湖财富，恒天财富在第三方财富管理行业处较领先地位）带来的投资收益，盈利有望再上台阶。

图表 5：经纬纺机大事件

时间	大事件
1995 年	经纬纺织机械股份有限公司正式成立
1996 年	经纬纺机在香港和深圳两地上市
2010 年	重组湖北新楚风汽车业务、中融国际信托有限公司金融业务，向非纺机领域拓展
2015 年	公司 H 股战略退市
2016 年	整体出售汽车业务，公司形成了“纺机+金融”的双主业格局
2017 年	中国恒天战略重组，整体划入国机

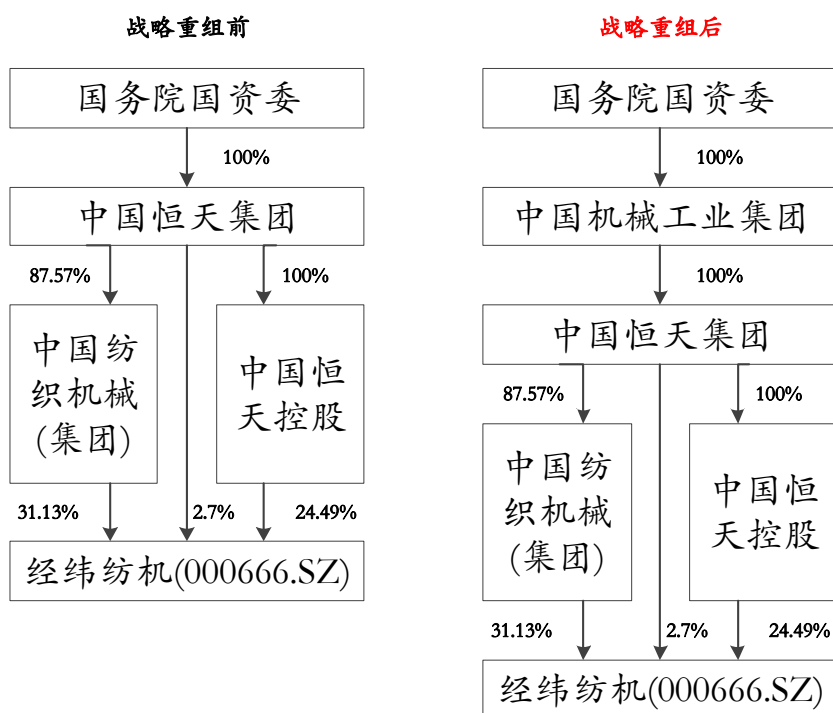
来源：公司公告，中泰证券研究所

- H 股回购私有化。**经纬纺机于 1996 年即实现 A、H 两地上市，但公司 H 股价格较 A 股长期折价五成左右，且流动性较低，考虑到 H 股融资能力有限，以及维持 H 上市地位的费用和管理资源成本，公司于 2014 年 3 月公告拟通过控股股东中国恒天的离岸公司进行 H 股全面要约收购，并于 2015 年 9 月发布要约收购全部 H 股股本并建议撤销 H 股上市的《综合要约及响应文件》，溢价回购的价格为 12 港币每股。顺利触发要约回

购条件，公司 H 股于 2015 年 12 月 28 日从香港联交所退市，中国恒天通过恒天控股要约收购 156,371,820 股经纬纺机退市 H 股，占全部已发行退市 H 股的 86.49%；后继续收购 H 股退市剩余股份，并于 2017 年 2 月 15 日公告完成，恒天控股持有本公司退市 H 股 172,407,491 股，约占全部退市 H 股的 95.36%。

- **整体出售亏损汽车业务，解决与集团同业竞争。**为理顺产业结构、聚焦核心主业，并且避免与控股股东中国恒天集团在汽车业务上的同业竞争问题，经纬纺机于 2016 年 12 月整体出售汽车资产给中国恒天集团及其子公司，转让汽车资产包括恒天汽车 100% 股权、新楚风 80.28% 股权、恒天鑫能 40% 股权以及 TAM-EUROPE D.O.O 97.76% 的股权，交易对价为 2.37 亿元。转让此前总体经营亏损的汽车之后，更加促进“纺机+金融”核心主业的发展和定位，提升整体运营效益。
- **中国恒天战略重组，整体划入国机。**作为央企改革合并试点之一，公司原控股股东中国恒天集团于 2016 年 10 月与中国机械工业集团（国机集团）签订战略重组协议，恒天集团整体产权无偿划入国机集团，成为国机集团全资子公司，并于 2017 年 6 月获国务院国资委正式批准，自此经纬纺机实际控制人变更为国机集团，持股比例合计为 58.32%，最终实际控制人仍为国务院国资委不变。

图表 6: 中国恒天战略重组前后股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **背靠骨干央企国际集团，后续发展可期。**国机集团成立于 1997 年 1 月，是总部位于北京的中央直管的国有重要骨干企业，业务围绕装备制造和现代制造服务业两大领域，对于国家重要装备制造具有战略意义。国机集团 2017 年末总资产 3815.6 亿元，净资产 1225.9 亿元，2017 年营业收入、营业利润、净利润分别为 2881.7、112.1、81.4 亿元，净利润较

2016 年同比增长 34.5%。国机集团旗下近 40 家全资及控股子公司，12 家上市公司，集团旗下布局包括装备、工贸、科研院所、汽车企业等，金融资产有国机资产管理、国机财务、国机资本控股公司，而经纬纺机作为国机集团内目前唯一的“纺织+金融”上市平台，并且中融信托为仅有的信托牌照，对于国机集团金融布局以及产融结合具有重要意义。

图表 7：集团及下属公司利润情况

2017 年，亿元	利润总额	净利润	归母净利润	母公司持股占比
国机集团	112.1	81.4	\	国务院国资委持股 100%
恒天集团	26.8	17.1	-5.3	国机集团持股 100%
经纬纺机	37.6	29.4	12.0	恒天集团持股 58.32%
中融信托	36.2	28.0	27.4	经纬纺机持股 37.47%（因董事会席位过半而合并报表）

来源：公司官网，公司公告，中泰证券研究所

- 进一步收购中融信托股权计划终止，后续继续寻求增加权益或仍然可期。**

经纬纺机于 2018 年 3 月 12 日公告拟通过发行股份及支付现金相结合的方式购买中植集团持有的中融信托约 32.9864% 股权，拟发行股份不超过 3 亿股，交易完成后经纬纺机将持有中融信托约 70.4562% 股权。而后于 2018 年 11 月公告终止该重大资产重组并召开投资者说明会，根据公告的投资者说明会内容，决定终止重组的原因为股票停牌期间资本市场走势发生较大波动，标的资产所处监管环境变化，交易双方就部分交易条款尚无法达成一致，且公司目前尚未取得上级管理部门及监管机构的有关批复，并表示中植集团是中融信托第二大股东，经纬纺机将继续视之为重要合作伙伴，与其保持密切联系，待各方面条件成熟时，公司将寻求增加在中融信托的权益。我们认为中融信托作为经纬纺机“纺织+金融”业务格局的重要组成部分，以及金融业务的主要承担者，后续继续寻求增加权益仍然可期。

中融信托综合实力与行业竞争力强劲

私募投行、资产管理和财富管理三轮驱动

- 股权受让，经纬是中融信托实际控制人。**

中融信托前身为哈尔滨国际信托投资公司，成立于 1987 年。2004 年原股东哈尔滨国有资产局和哈慈股份分别将所持有股份转让给哈尔滨市经济开发投资公司和中植集团。2010 年经纬纺机受让中植集团 1.17 亿所持股份，成为公司第一大股东，且在董事会席位过半（7 个席位中占 4 席）而成为中融信托实际控制人，

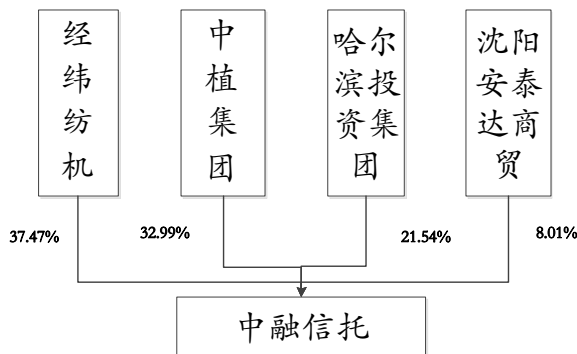
财务并表核算。而后经过数次现金入股，以及通过资本公积、未分配利润转增形式增资，中融信托注册资本由 3.25 亿增加至 120 亿元，经纬纺机、中植集团、哈尔滨投资集团、沈阳安泰达商贸持股比例分别为 37.470%、32.986%、21.538%、8.006%。

图表 8: 中融信托董事会成员

姓名	职务	所推举股东名称
刘洋	董事长	经纬纺机
姚育明	副董事长	经纬纺机
张向晖	副董事长	经纬纺机
张东	董事	经纬纺机
张宪军	董事	哈尔滨投资集团
李辉	独立董事	\
李华杰	独立董事	\

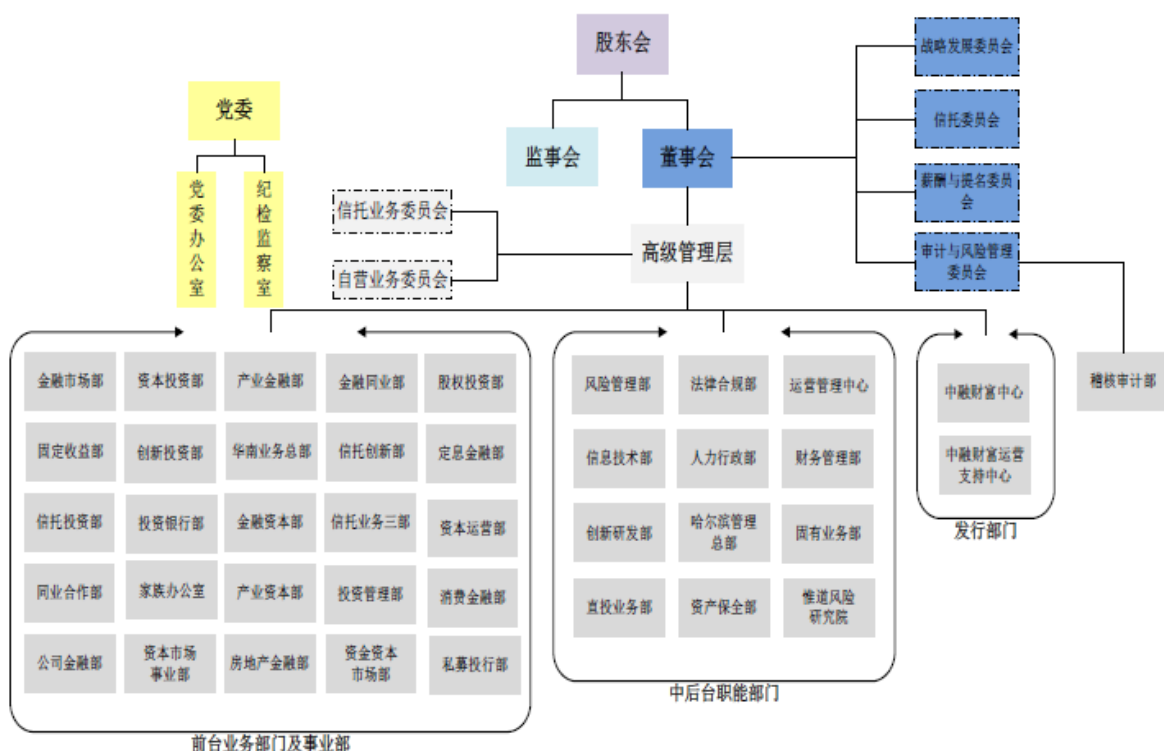
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 9: 中融信托股权图



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10: 中融信托组织架构图



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 作为信托行业第一梯队公司，中融信托保持信托规模和收入利润增长的同时，战略规划也具有特色与前瞻性。根据公司年报，2019 年是公司 2017-2019 三年战略规划的收官之年，中融的战略包括“一个目标、三组动力”，“一个目标”是指公司要从单纯的“资金提供者”转型为“综合金融服务提供者”，“三组动力”即驱动业绩增长和实现转型的三大板块，包括私募投行、资产管理和财富管理业务板块。
- 中融的私募投行、资产管理和财富管理三大业务驱动板块，将业务内容延展至更多领域，已经逐步引领改变信托业务只做传统融资类业务的印象。1) 私募投行不单聚焦于传统融资类信托业务，在传统基础产业、房地产业务发展的同时，一是投向多元化以支持多样的融资需求，包括参与国企混改、一带一路等战略支持业务，二是创新业务模式，包括通过 PE、并购、产业基金等形式参与到传统产业升级及新兴产业投资扶持业务；三是探索慈善公益信托、消费金融、科技金融等创新业务；2) 资产管理着力提升投资能力，一是对投资境内外一级、一级半和二级证券市场的标准化资产等的投资业务，二是与商业银行、资产管理机构等合作，开展 ABS 等业务；3) 财富管理以深耕的高净值人群为基础，提升公司直销渠道建设和能力，满足高净值客户财富传承、保护、管理、增值的多样化需求，如开展家族信托业务。
- 近五年来，中融信托每年净利润都保持在 20 亿以上，2017 年净利润达到 28.05 亿元，近五年平均 ROE 高达 20.3%，显著高于经纬纺机近五年 10% 的平均 ROE，中融的高盈利能力给经纬纺机带来稳定业绩贡献，

2014-2016 纺机板块处于亏损期间，中融的并表贡献超过 100%。

图表 11: 中融信托业绩、盈利能力以及对经纬纺机业绩贡献

中融信托 亿元	2014	2015	2016	2017	2018
净利润	24.33	26.05	27.04	28.05	21.4
净资产	98.05	118.85	139.94	185.4	193.96
ROE	27.9%	24.0%	20.9%	17.2%	11.3%
经纬纺机归母净利润	5.42	4.58	5.45	12	7.83
中融并表业绩占比	168%	213%	186%	88%	102%

来源：公司年报，中泰证券研究所

高主动管理占比、高信托报酬率

- 从核心指标排名看，中融综合排名在行业前五左右。根据用益信托网数据，2017 年中融信托集合信托资产余额为 4395 亿元，排名第二，由于集合信托多为主动管理，信托报酬率较高，因此对信托公司信托主业利润贡献大；2017 年中融信托的信托业务收入为 28 亿元，排名第四，净利润为 22 亿元，排名第六。另外，中融的信托报酬率（信托业务收入/信托规模）排名行业第九，也是综合实力前十的信托公司中，少数保持较高信托报酬率的公司（综合实力靠前的信托公司，往往费率较低的被动管理业务规模也较大，拉低综合信托报酬率）。

图表 12: 信托公司规模排名

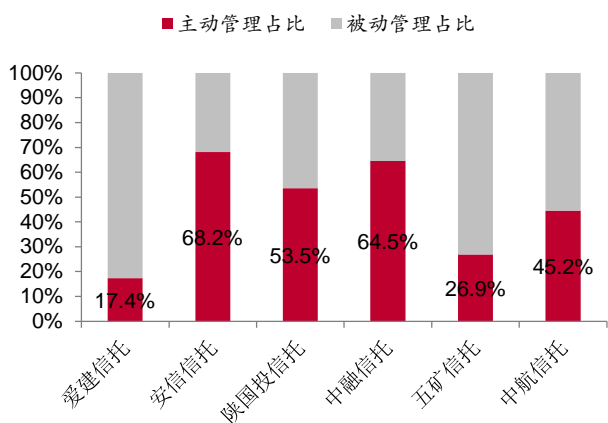
2017 年, 亿元	机构	集合信托资产余额	机构	信托业务收入	机构	净利润	机构	信托报酬率%
1	中信	6221	安信	52	平安	39	东莞	3.63
2	中融	4395	中信	44	安信	37	杭州	2.73
3	建信	4300	平安	40	重庆	34	安信	1.92
4	华润	3864	中融	28	中信	24	中建投	1.45
5	外贸	3597	华能	26	华润	23	长城	1.43
6	中航	3474	中航	26	中融	22	华信	1.27
7	平安	3453	重庆	21	华能	21	重庆	1.2
8	长安	3249	四川	21	民生	18	民生	1.17
9	交银	3129	上海	20	建信	16	中融	0.98
10	上海	3126	建信	20	中航	16	苏州	0.9

来源：用益信托网，中泰证券研究所

- 在上市信托公司对比中，中融信托 2017 年主动管理占比为 64.5%，在

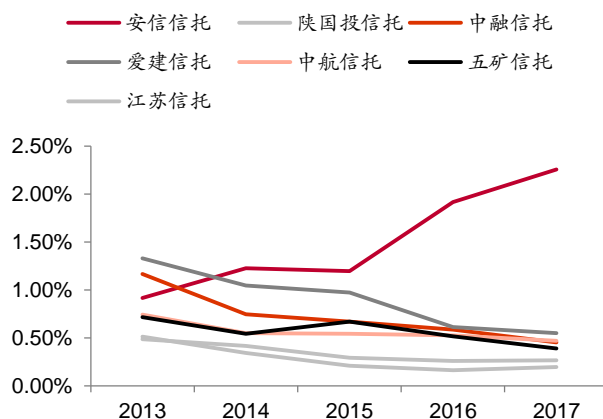
上市信托中处于较高水平；2013-2017年，和多数上市信托的综合信托报酬率呈一定下行趋势类似，但随着低费率的通道业务占比逐渐降低，主动管理占比提升，预计综合信托报酬率望企稳回升；在信托资产投向方面，中融信托2017年存量信托资产投向基础产业、房地产、证券市场、工商企业、金融机构和其他的占比分别为5.1%、6.6%、6.7%、40.5%、40.4%和0.7%，投向基础产业和房地产的占比合计为11.7%，要低于其他上市信托公司（爱建、安信、陕国投、五矿、中航分别为25.6%、27.4%、28.8%、27%、23.5%）。

图表 13: 上市信托公司主动、被动规模占比 (2017年)



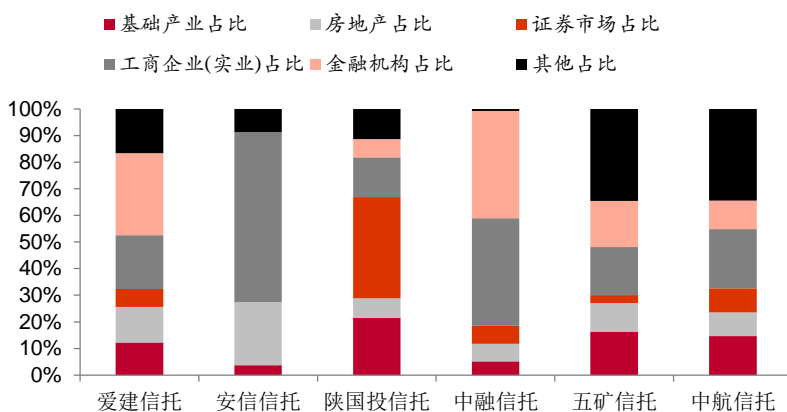
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 14: 上市信托公司信托报酬率



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 15: 上市信托公司信托投向占比



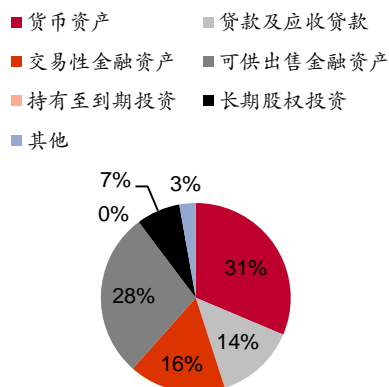
来源：公司年报，中泰证券研究所

固有业务实现自有资金稳定增值

- 中融信托的固有业务主要以高流动性资产形式进行管理投资，满足自有资金保值并且稳定增值的需要，2017年末自营资产总规模为287.8亿元，

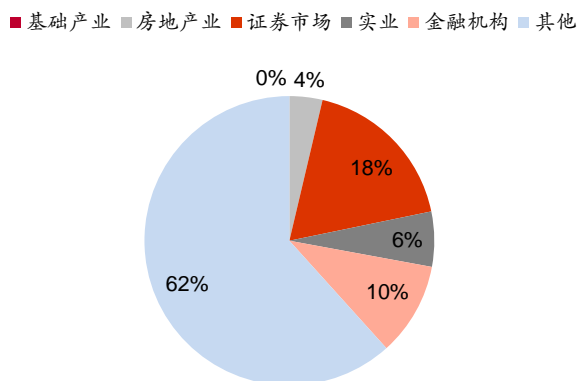
资产运用上在各个科目分布较为均衡，资产投向上证券市场、金融机构及其他类占据主要比例。

图表 16: 中融信托自营业资产运用



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 17: 中融信托自营业资产分布



来源：公司年报，中泰证券研究所

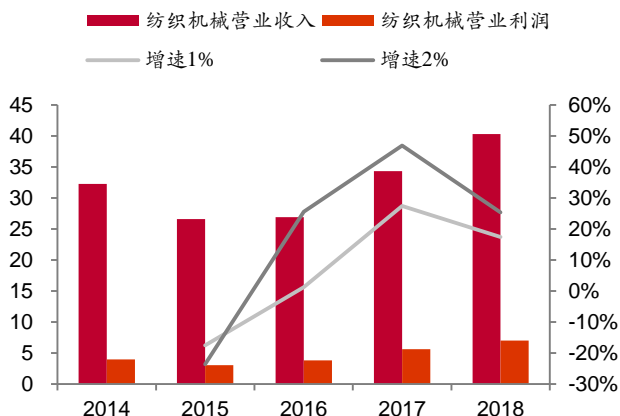
纺机和投资参股板块

受益于行业景气回升，纺机板块业绩复苏

- **国内纺机制造龙头，国内外享有良好声誉。** 纺织机械是公司的传统板块，公司前身是拥有 60 余年历史的原经纬纺织机械厂，经过多年的发展积淀，公司目前是国内纺机制造业的龙头，是技术先进的棉纺织全流程成套设备供应商，聚焦纺机、细分市场，在发展中逐步构建了“六大单元”（棉纺机械、织造机械、纺机专件、捻线机械、经编机械、印染机械）的产品格局，所生产的纺机产品在国内外享有良好的声誉。
- **下游纺织服装需求复苏，行业景气转暖。** 全球纺织机械的研发和生产主要集中于欧洲和亚洲，欧洲和日本的纺织机械水平领先，而中国在全球纺织机械的生产制造和销售中也占据了越来越重要的地位。2012 年至 2016 年纺织机械行业营业收入增速从 2012 年的 5.54% 下降到 2016 年的 0.51%，2016 年三季度开始的全球纺织行业复苏，带动了上游的纺织机械行业回暖。2017 年度我国纺织机械全行业实现主营业务收入 1,149.27 亿元，同比增长 9.64%；利润总额为 83.63 亿元，同比增长 23.11%。2018 年上半年，纺织机械行业实现主营业务收入 556.26 亿元，同比增长 16.02%；利润总额为 31.81 亿元，同比增长 19.56%。推进智能制造、调整优化产业结构是纺机行业趋势。随着纺织机械行业的结构调整和产品技术水平提高，以及下游纺织行业的景气度和纺织品内外销市场的稳定，同时控制成本费用的增长幅度，行业利润水平有所改善。
- **推进商业模式、产品、管理创新，毛利率提升。** 近年来经纬纺机在传统纺机板块方面，应对行业需求变革、用户企业集中度提升的趋势，以及产业链融合日益紧密的特征，积极推进商业模式创新、产品创新、管理创新，加快从制造型向制造服务型企业转型，如不断完善升级“智能化棉纺成套纺纱全流程设备”，在行业率先建设夜间无人值守纺纱车间，在

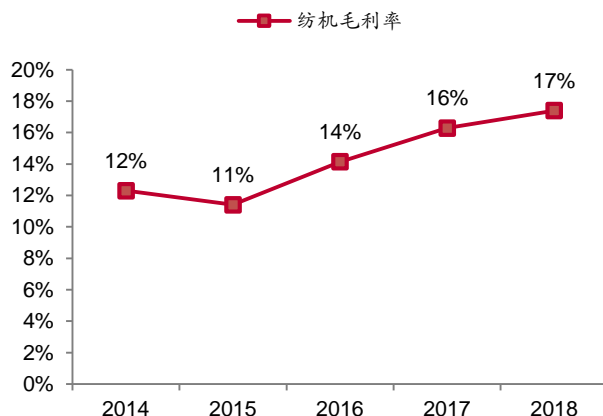
纺机行业中继续保持技术领先，市场地位稳定。随着纺机行业 2016 年下半年来的复苏转暖，经纬纺机的纺机板块营收和利润增速提高，2016、2017、2018 年营业收入分别为 26.93、34.33、40.30 亿元，营业利润分别为 3.81、5.59、7.01 亿元，营业利润三年复合增速为 33%。另外，随着纺机板块推进商业模式、产品、管理创新，毛利率由 2015 年的阶段低位 11% 提升至 2018 年的 17%。

图表 18: 纺机板块营收和营业利润 (亿元)



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 19: 纺机板块毛利率



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **资产价值大幅减少，纺机业绩继续受益。**公司资产减值损失主要由坏账损失和存货跌价损失构成，随着纺机行业回暖，存货跌价损失大幅降低。且预期公司经过多年资产清理，后续资产减值计提有望回落，2018 年全年资产减值损失由前三年的 4.55、2.03、3.33 亿元大幅降低至 0.79 亿元，我们认为受益于减值下降，后续纺机业绩有望继续改善。

图表 20: 资产减值损失情况

单位, 亿元	2014	2015	2016	2017	2018
资产减值损失	0.51	4.55	2.03	3.33	0.79
其中 坏账损失	0.19	1.27	0.26	2.12	0.26
其中 存货跌价损失	0.29	1.14	1.71	1.17	-0.32

来源：公司年报，中泰证券研究所

参股恒天财富、新湖财富，分享财富管理发展红利

- **投资参股带来持续投资收益。**公司参股的重要联营企业，以权益法计量，给经纬纺机带来较为可观的投资收益贡献，近两年业绩以及给经纬带来

的投资收益如下表所示，其中直接投资参股恒天财富 20% 股权、北京青扬投资 49.94% 股权以及新湖财富 8.16% 股权，并通过中融信托间接投资参股信保基金 13.04% 股权以及哈尔滨农商行 9.9% 股权，给公司带来投资收益占比较大。其中公司参股的恒天财富和新湖财富，产品发行能力、盈利水平在第三方理财市场均居于前列，品牌价值日益提升，为公司持续带来较好的投资回报。

- **参股恒天财富、以及新湖财富，能够充分受益于财富管理高速发展红利。**恒天财富成立于 2011 年，原为中融信托的私人银行部，发展至今成为接近万亿规模的综合性财富管理机构。截至 2018 年末，恒天财富累计资产配置规模超 8800 亿元，累计客户数将近 9 万名，其中企业客户累计近 3200 名，个人客户数量累计近 87000 名。

图表 21：重要联营企业业绩贡献（权益法）

重要联营企业业绩贡献（权益法），百万元	持股比例	2017 净利润	2017 投资收益贡献	2018 净利润	2018 投资收益贡献
中国纺织机械和技术进出口有限公司	25%	-25	-6	8	2
恒天中岩投资管理有限公司	20%	-2	0	-77	-15
恒天财富投资管理股份有限公司	20%	634	127	623	125
北京青扬投资中心（有限合伙）	49.94%	169	84	-267	-133
中国信托业保障基金有限责任公司	13.04%	931	121	968	126
哈尔滨农村商业银行股份有限公司	9.90%	445	44	471	47
北京京鹏投资管理有限公司	40.50%	21	9	-3	-1

来源：公司年报，中泰证券研究所

估值及投资建议

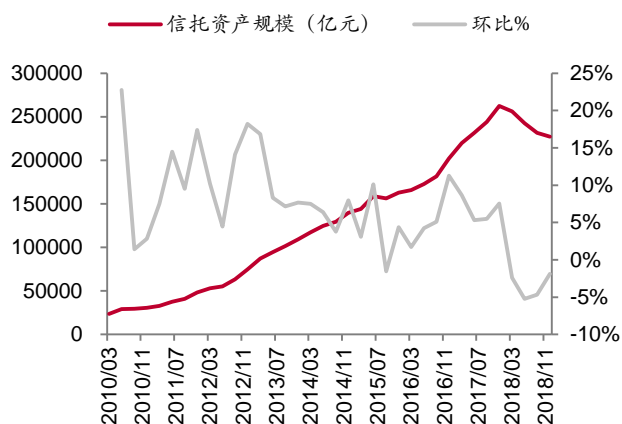
- **在经历 2018 年资管新规出台和金融去杠杆要求之后，信托中不符合要求业务已经大幅缩减，包括多层嵌套、银信合作通道、杠杆比例超标等。**从信托业协会季度行业数据可以看到，行业信托资产规模前三季度分别环比下降 2%、5%、5%，其中尤其以通道为主的单一信托回落较快，分别回落 3%、7%、5%。
- **信托监管政策缓和，行业信托资产规模降幅收窄。**2018 年下半年资管新规实施细则出台，对于指导意见中的“新老产品发行、公募产品投向、金融资产计量、过渡期安排”等细项明确补充，指明了监管方向和具体执行要求，信托行业由此前“盲目”控制规模、清理压缩，转变为有针对性的调整业务方向和结构。随后，银保监会下发银保监会下发《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》，即信托版资管新规细则，相较此前的监管标准有了一定的修正，包括支持信托公司依法合规开展融资类、投资类业务，以及符合监管要求、支持实体发展的通道业务，并允许信托公司自主有序确定整改计划、推进整改工作。我们认为相较细则出台前“一刀切”式的要求，在监管要求层面以及执行的

力度节奏上有了较为显著的缓和，我们认为信托作为实体经济融资的重要组成部分地位得到了支持。从数据上，2018年四季度信托资产规模环比降幅收窄至2%，尤其反映主动管理业务的集合资金信托规模环比降幅收窄至1%，较前三季度明显企稳改善。

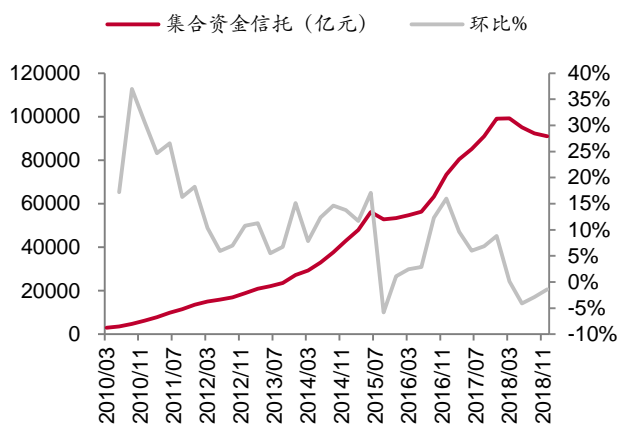
图表 22: 行业信托资产规模环比降幅收窄

时间	信托资产规模 (亿元)	环比%	集合资金信托 (亿元)	环比%	单一资金信托 (亿元)	环比%	管理财产信托 (亿元)	环比%
2017/03	219,669	9%	80,382	10%	106,492	5%	32,795	19%
2017/06	231,388	5%	85,192	6%	111,066	4%	35,130	7%
2017/09	244,053	5%	91,015	7%	115,416	4%	37,622	7%
2017/12	262,453	8%	99,050	9%	120,018	4%	43,384	15%
2018/03	256,131	-2%	99,193	0%	116,636	-3%	40,302	-7%
2018/06	242,684	-5%	95,127	-4%	108,427	-7%	39,131	-3%
2018/09	231,392	-5%	92,403	-3%	102,536	-5%	36,453	-7%
2018/12	227,013	-2%	91,080	-1%	98,366	-4%	37,566	3%

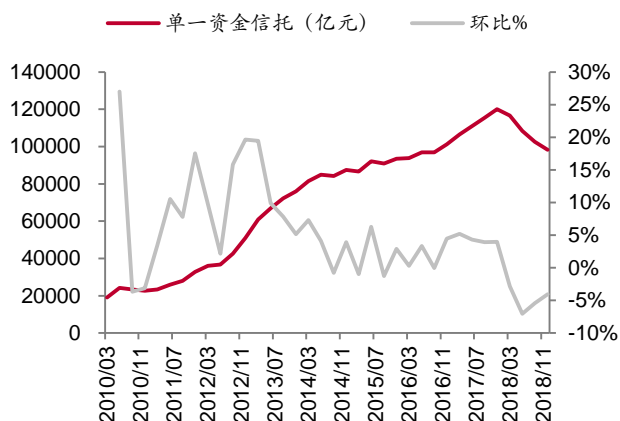
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 23: 行业信托资产规模及环比增速


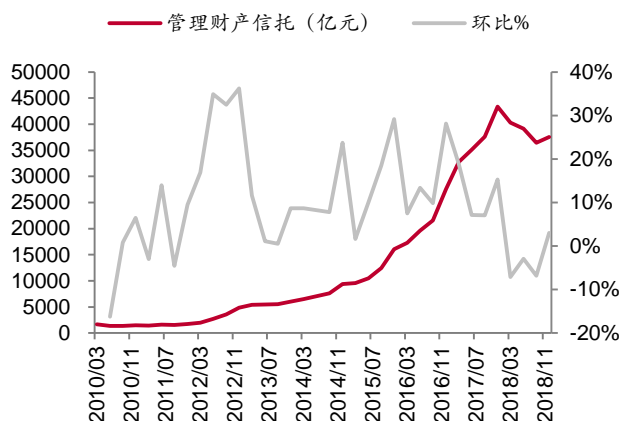
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 24: 行业集合资金信托规模及环比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 25: 行业单一资金信托规模及环比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 行业管理财产信托规模及环比增速


来源: wind, 中泰证券研究所

- 根据用益信托网发布的 2019 年一季度集合信托数据, 今年一季度集合资金信托发行规模为 5667 亿元, 同比+18%, 结合信托业协会发布的集合资金信托一季度预计到期规模为 4237 亿元, 我们预计一季度集合信托规模净新增 1430 亿元, 则一季度末集合信托存量规模达 92510 亿元, 较去年末环比+1.57%; 假设中性假设下今年新发行集合信托规模同比增长 20%, 结合到期规模, 我们预计 2019 年末集合信托存量规模达到 92585 亿元, 在今年到期规模压力仍较大情况下, 同比提升 2%。

图表 27: 信托业协会 2019 年资金信托到期规模预测数据

月份	个数	规模 (亿元)	其中: 集合 (亿元)	单一 (亿元)	财产权 (亿元)
2019 年 1 月	1012	3699	1636	1423	640
2019 年 2 月	699	2741	1089	1222	430
2019 年 3 月	1254	3999	1512	1828	659
2019 年 4 月	894	3467	1527	1567	372
2019 年 5 月	992	3978	1510	1947	520
2019 年 6 月	1244	5232	2188	2374	670
2019 年 7 月	926	3636	1567	1541	528
2019 年 8 月	1044	5008	2817	1703	489
2019 年 9 月	1480	5136	2566	1997	573
2019 年 10 月	879	3270	1554	1252	464
2019 年 11 月	1181	4769	2578	1895	296
2019 年 12 月	2090	9821	3792	4363	1667

来源: 信托业协会, 中泰证券研究所

图表 28: 2019 年行业集合信托规模预测

单位, 亿元	2018 年	2019 年悲观	2019 年中性	2019 年乐观
年初集合信托存量规模	99,050	91,080	91,080	91,080
集合信托发行规模	21,534	23,687	25,841	27,994
yoy	-12%	10%	20%	30%
集合信托到期规模	29,504	24,336	24,336	24,336
集合信托净新增	-7,970	-649	1,505	3,658
年初集合信托存量规模	91,080	90,432	92,585	94,739
yoy	-8%	-1%	2%	4%

来源: 信托业协会, 用益信托网, 中泰证券研究所

- 行业信托资产规模预测: 1) 今年以来, 随着宽货币以及信用疏导政策效率提升, 地产和基础产业开工投资意愿复苏, 信托融资需求回升显著; 在资管新规长期要求和信托公司自身发展规律之下, 未来信托公司将继续努力提升主动管理业务占比和能力, 假设 2019-2021 年集合资金信托规模同比分别增长 2%、5%、5%; 2) 单一资金信托方面, 存量通道仍有一定压缩空间, 但符合监管标准、支持实体的合规通道得到支持, 假设 2019-2021 年单一资金信托规模降幅逐年趋缓, 分别为-5%、-3%、0。3) 信托业务结构改善, 主动占比提升, 且信托作为传统银行信贷融资的重要且稀缺的补充和支持, 溢价能力稳中有升, 假设 2019-2020 年行业信托报酬率分别为 0.36%、0.37%、0.37%。基于以上假设, 预计 2019-2021 年行业信托业务收入分别为 815、846、874 亿元, 同比分别提升 4%、4%、3%。

图表 29: 行业信托资产规模预测

信托行业 单位, 亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
信托资产规模	139,799	163,036	202,186	262,453	227,013	225,794	231,580	240,797
yoy		17%	24%	30%	-14%	-1%	3%	4%
集合资金信托	42,921	53,436	73,353	99,050	91,080	92,902	97,547	102,424
yoy		25%	37%	35%	-8%	2%	5%	5%
单一资金信托	87,484	93,511	101,231	120,018	98,366	93,448	90,645	90,645
yoy		7%	8%	19%	-18%	-5%	-3%	0%
管理财产信托	9,394	16,089	27,602	43,384	37,566	39,444	43,389	47,728
yoy		71%	72%	57%	-13%	5%	10%	10%
信托业务收入	647	689	750	805	782	815	846	874
yoy		6%	9%	7%	-3%	4%	4%	3%
信托报酬率		0.46%	0.41%	0.35%	0.32%	0.36%	0.37%	0.37%

来源: 信托业协会, 中泰证券研究所

- 中融信托作为综合实力排名行业第一梯队公司, 在传统融资类业务和私

募投行业务创新方面均具备较强的资源储备和竞争能力。对于中融信托资产规模和信托业务收入核心假设为：2019-2021年主动管理规模保持15%左右的年均增长，被动管理规模总体保持稳定，综合信托报酬率稳中略升。预计2019-2021年中融信托的信托资产规模分别为7136、7870、8779亿元，同比增长9%、10%、12%，实现信托业务收入27.4、31.5、36.6亿元，同比增长16%、15%、16%。

图表 30：中融信托资产规模及信托业务收入预测

中融信托 亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
信托资产规模	7,106	6,699	6,830	6,699	6,547	7,136	7,870	8,779
yoy		-6%	2%	-2%	-2%	9%	10%	12%
信托报酬率		0.67%	0.59%	0.45%	0.36%	0.40%	0.42%	0.44%
主动管理规模	4,138	4,585	4,821	4,323	4,583	5,270	6,061	6,970
yoy		11%	5%	-10%	6%	15%	15%	15%
占比	58%	68%	71%	65%	70%	74%	77%	79%
被动管理规模	2,968	2,114	2,009	2,376	1,964	1,866	1,810	1,810
yoy		-29%	-5%	18%	-17%	-5%	-3%	0%
占比	42%	32%	29%	35%	30%	26%	23%	21%
信托业务收入		46.2	39.6	30.7	23.7	27.4	31.5	36.6
yoy			-14%	-22%	-23%	16%	15%	16%

来源：公司年报，中泰证券研究所

- 基于对于信托行业、中融信托规模增长的假设测算，考虑到中融信托稳定增长的并表收益，加上纺机行业回暖、毛利率提升贡献业绩，以及参股投资企业带来的投资收益，预计经纬纺机2019-2021年净利润分别为10.54、12.81、15.40亿元，同比增长34.60%、21.46%、20.22%，基本每股收益分别为1.50、1.82、2.19元每股。

图表 31：经纬纺机业绩预测

利润表预测 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
营业收入	9804.47	10195.99	11903.74	13884.32	16229.34	
减:营业成本	3190.07	3710.08	3986.80	4653.97	5515.38	
	营业税金及附加	90.25	86.52	101.01	117.82	137.71
	销售费用	145.92	171.98	200.78	234.19	273.74
	管理费用	3063.90	3197.23	3892.52	4353.81	4836.34
	财务费用	528.08	471.36	431.43	472.52	475.85
	资产减值损失	333.31	79.28	124.50	99.85	112.00
加:	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	投资收益	1234.47	222.03	354.20	386.78	422.62
	汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3752.20	2804.38	3520.89	4338.94	5300.93	
加:	营业外收入	48.64	175.28	258.73	233.79	179.11

减:	营业外支出	38.69	234.48	84.62	84.62	84.62
利润总额		3762.14	2745.19	3695.00	4488.11	5395.41
减:所得税		817.95	595.98	802.19	974.37	1171.35
税后利润		2944.19	2149.20	2892.81	3513.73	4224.06
减:	少数股东损益	1743.99	1365.86	1838.43	2233.04	2684.47
净利润		1200.21	783.35	1054.38	1280.69	1539.59
基本 EPS		1.70	1.11	1.50	1.82	2.19
应付普通股股利		147.87	147.87	164.46	220.76	252.77

来源: wind, 中泰证券研究所

- 选取 A 股信托(或信托为主的多元金融)公司作为可比公司, 爱建集团、中航资本、五矿资本、江苏国信对应 2019 年、2020 年的平均估值为 13.2、11.5 倍。考虑到经纬纺机的信托业绩占比高, 作为 A 股稀缺的纯正信托标的, 结合中融信托的行业竞争力和综合实力, 给予经纬纺机对应 2019 年 13 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 32: 可比公司估值

		总市值(亿元)	股价	EPS			PE		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600643.SH	爱建集团	192.52	11.87	0.72	0.89	1.06	16.5	13.4	11.2
600705.SH	中航资本	570.00	6.35	0.35	0.44	0.53	18.1	14.3	12.0
600390.SH	五矿资本	416.07	11.10	0.63	0.75	0.88	17.6	14.7	12.6
002608.SZ	江苏国信	358.54	9.49	0.72	0.92	0.95	13.2	10.3	10.0
平均							16.4	13.2	11.5

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 股价截至 2019 年 4 月 24 日收盘价; 可比上市公司盈利预测取自 wind 一致预期

风险提示

- 信托行业监管政策收紧。信托行业属于政策较敏感行业, 若政策收紧或超预期变化可能导致业务开展难度加大以及规模下降;
- 宏观经济下行压力增大, 资本市场大幅波动。影响融资类、投资类信托需求, 包括地产、基础产业、工商企业、金融机构等;
- 纺织机械行业景气度下降。纺机行业受下游纺织服装行业需求变化影响较大, 若行业景气度下降可能会影响公司纺机板块盈利。

图表 33: 财务报表及关键指标

损益表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	9,804	10,196	11,904	13,884	16,229
增长率	-6.0%	4.0%	16.7%	16.6%	16.9%
营业成本	-3,190	-3,710	-3,987	-4,654	-5,515
%销售收入	32.5%	36.4%	33.5%	33.5%	34.0%
毛利	6,614	6,486	7,917	9,230	10,714
%销售收入	67.5%	63.6%	66.5%	66.5%	66.0%
营业税金及附加	-90	-87	-101	-118	-138
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-146	-172	-201	-234	-274
%销售收入	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-3,064	-3,197	-3,893	-4,354	-4,836
%销售收入	31.3%	31.4%	32.7%	31.4%	29.8%
息税前利润 (EBIT)	3,314	3,030	3,723	4,525	5,466
%销售收入	33.8%	29.7%	31.3%	32.6%	33.7%
财务费用	-528	-471	-431	-473	-476
%销售收入	5.4%	4.6%	3.6%	3.4%	2.9%
资产减值损失	333	79	125	100	112
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1,234	222	354	387	423
%税前利润	28.3%	7.9%	9.0%	8.3%	7.5%
营业利润	4,354	2,860	3,770	4,539	5,525
营业利润率	44.4%	28.1%	31.7%	32.7%	34.0%
营业外收支	10	-59	174	149	94
税前利润	4,364	2,801	3,944	4,688	5,619
利润率	44.5%	27.5%	33.1%	33.8%	34.6%
所得税	-818	-596	-802	-974	-1,171
所得税率	18.7%	21.3%	20.3%	20.8%	20.8%
净利润	2,944	2,149	2,893	3,514	4,224
少数股东损益	1,744	1,366	1,838	2,233	2,684
归属于母公司的净利润	1,200	783	1,054	1,281	1,540
净利率	12.2%	7.7%	8.9%	9.2%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	2,944	2,149	2,893	3,514	4,224
加: 折旧和摊销	230	195	167	172	176
资产减值准备	333	79	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	548	515	431	473	476
投资收益	-1,234	-222	-354	-387	-423
少数股东损益	1,744	1,366	1,838	2,233	2,684
营运资金的变动	-3,632	3,406	-255	-63	-105
经营活动现金净流	-1,990	4,792	2,882	3,708	4,348
固定资本投资	210	-32	-60	-60	-50
投资活动现金净流	1,551	78	-206	-99	777
股利分配	-148	-148	-164	-221	-253
其他	-1,300	-2,261	-416	-958	-1,995
筹资活动现金净流	-1,448	-2,409	-581	-1,179	-2,247
现金净流量	-1,887	2,461	2,096	2,430	2,878

资产负债表 (人民币百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	9,988	12,511	14,607	17,037	19,915
应收款项	2,118	2,059	2,818	2,871	3,779
存货	859	938	993	1,262	1,410
其他流动资产	5,338	10,970	10,925	11,078	11,065
流动资产	18,304	26,479	29,343	32,248	36,169
%总资产	49.8%	67.9%	69.5%	71.0%	74.1%
长期投资	11,457	7,578	7,595	7,600	7,591
固定资产	1,461	1,398	1,295	1,191	1,084
%总资产	4.0%	3.6%	3.1%	2.6%	2.2%
无形资产	393	417	405	391	376
非流动资产	18,457	12,531	12,869	13,156	12,626
%总资产	50.2%	32.1%	30.5%	29.0%	25.9%
资产总计	36,761	39,009	42,212	45,404	48,795
短期借款	1,941	2,014	5,740	5,254	3,736
应付款项	2,450	2,749	3,208	3,593	4,531
其他流动负债	7,021	10,036	10,036	10,036	10,036
流动负债	11,412	14,799	18,983	18,882	18,302
长期贷款	132	89	50	50	50
其他长期负债	5,419	3,315	148	148	148
负债	16,964	18,203	19,182	19,081	18,500
普通股股东权益	7,635	8,355	8,741	9,801	11,087
少数股东权益	12,162	12,451	14,290	16,523	19,207
负债股东权益合计	36,761	39,009	42,212	45,404	48,795

比率分析					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益 (元)	1.70	1.11	1.50	1.82	2.19
每股净资产 (元)	10.84	11.87	12.41	13.92	15.75
每股经营现金净流 (元)	-2.83	6.81	4.09	5.27	6.17
每股股利 (元)	0.21	0.21	0.23	0.31	0.36
回报率					
净资产收益率	15.72%	9.38%	12.06%	13.07%	13.89%
总资产收益率	8.01%	5.51%	6.85%	7.74%	8.66%
投入资本收益率	166.83%	250.22%	-732.88%	-1914.93%	-2323.11%
增长率					
营业总收入增长率	-5.96%	3.99%	16.75%	16.64%	16.89%
EBIT增长率	36.52%	-24.73%	24.56%	21.74%	20.06%
净利润增长率	120.40%	-34.73%	34.60%	21.46%	20.22%
总资产增长率	4.08%	6.12%	8.21%	7.56%	7.47%
资产管理能力					
应收账款周转天数	60.6	52.2	52.2	52.2	52.2
存货周转天数	30.9	31.7	29.2	29.2	29.6
应付账款周转天数	129.0	73.1	101.0	87.1	94.0
固定资产周转天数	57.5	50.5	40.7	32.2	25.2
偿债能力					
净负债/股东权益	-19.76%	-31.01%	-36.31%	-44.55%	-51.74%
EBIT利息保障倍数	8.0	6.7	9.2	10.2	12.1
资产负债率	46.15%	46.66%	45.44%	42.02%	37.91%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。