

有色金属

2017年01月20日

***ST 金瑞 (600390)**

——注入五矿资本，央企金控平台扬帆起航

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2017年01月19日

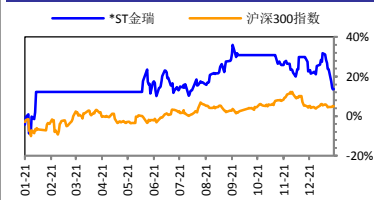
收盘价(元)	12.99
一年内最高/最低(元)	15.82/9.52
市净率	4.6
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5862
上证指数/深证成指	3101.30/9768.57

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	2.81
资产负债率%	58.72
总股本/流通A股(百万)	451/451
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王丛云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

李锦儿 A0230116080007
lije@swsresearch.com

联系人

李锦儿
(8621)23297818x7438
lije@swsresearch.com

投资要点：

- **注入五矿资本，打造金控平台。**本次交易实质上是将五矿股份下的金融资产五矿资本注入金瑞科技，重组完成后，五矿资本成为金瑞科技的全资子公司，金瑞科技将通过五矿资本间接持有五矿证券 99.76% 股权、五矿经易期货 99% 股权、五矿信托 67.86% 股权、外贸金融租赁 50% 股权。目前，发行股份购买资产已经完成过户，此外，公司发行股份募集配套资金 150 亿元，用于对五矿证券、五矿经易期货、五矿信托和外贸租赁增资。
- **注入五矿资本后，金瑞科技主业从原有的电池和锰及锰材料拓展到金融业务，成为拥有信托、证券、期货、金融租赁、基金以及商业银行等牌照的综合性金融控股平台。**(1) 五矿信托：注册资本、净资产排名靠后，但财务指标居前，盈利能力较强，集合信托计划资产占比 50% 以上，主动管理能力强；(2) 五矿证券：规模较小，总资产、净资产规模为行业平均的 16%、13%，盈利能力相对弱于行业平均水平，以固收业务为特色业务；(3) 五矿经易期货：市场占有率稳步提升；(4) 外贸金融租赁：股东背景强大，形成独特的优质客户群体；(5) 其他金融板块：银行、基金、保险经纪。五矿资本作为金控控股平台上市后，将打开业务天花板，扩张业务规模，提升盈利能力。
- **业务协同和资源整合是未来看点。**相对其他上市金控平台，公司手上金融牌照齐全，且拥有集中统一的股权管理模式。未来的关键点在于优化金控平台，实现资本的整合。中国五矿是金属矿产领域第一家和目前唯一的国有资本投资公司试点企业，资产规模超过 7000 亿元。中国五矿矿业产业链完整，产融结合空间大，借助五矿的平台，存在大量业务协同机会。而此前五矿资本因资本金的限制，很多业务不能承，未来将借力资本市场打破金融企业资本金不足的发展瓶颈，扩张业务规模，提升盈利能力。
- **我们采用分部估值法得出每股价值为 17.6 元，较最新收盘价仍有 30% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。**采用分部估值法，估计公司总价值为 637 亿元，考虑购买资产和募集配套资金发行的股份，公司总股本将达到 37.48 亿股，对应每股价值为 17 元。考虑 2017 年五矿资本并入后的备考盈利预测，预计 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.30、0.44、0.52，对应最新收盘价分别为 43、29 和 25 倍

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,366	1,281	1,571	20,076	24,092
同比增长率(%)	4.75	26.36	15.02	1177.91	20.00
净利润(百万元)	-370	97	134	1,632	1,958
同比增长率(%)	-	-	-136.18	1117.91	19.98
每股收益(元/股)	-0.82	0.22	0.30	0.44	0.52
毛利率(%)	3.6	17.9	25.0	29.1	29.1
ROE(%)	-31.6	7.7	10.3	4.5	5.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

首次覆盖给予公司“买入”评级。采用分部估值法进行估值，传统主业采用可比公司 PB 法估值，给予公司原有业务 4 倍的估值，合理估值为 51 亿。金融业务：考虑本次增资 150 亿后对业务规模的扩张，采用 PB 法进行估值，(1) 五矿信托：参考安信信托和陕国投估值，五矿信托 ROE、主动管理占比均高于陕国投，给予五矿信托 3 倍估值，合理估值为 220 亿；(2) 五矿证券：参考上市中小券商 2-3 倍的估值，给予行业平均 2.5 倍的估值，五矿证券合理估值为 187 亿元；(3) 五矿经易期货：近年来 A 股市场期货行业可比交易案例的交易市净率为 1.26-2.8 倍，参考本次交易 1.58 倍的市净率，合理估值为 59 亿元；(4) 外贸金融租赁：参考渤海金控 1.5 倍 PB、爱建集团 3.1 倍 PB，给予外贸租赁 2.5 倍 PB，合理估值为 106 亿；(5) 其他：给予安信基金、绵商行 1.5 倍估值，则合理估值分别为 1.3、12 亿。估计公司总价值为 637 亿元，考虑购买资产和募集配套资金发行的股份，公司总股本将达到 37.48 亿股，对应每股价值为 17 元。

关键假设点

- (1) 2017 年公司在证监会核准的有效期内非公开发行股票募集配套资金 150 亿。
- (2) 传统主业：锂电业务两个募集项目产能逐步释放，盈利能力提升；锰及锰系材料生产成本进一步降低，毛利率为 25%，主业扭亏为盈。
- (3) 金融业务：考虑配套资金 150 亿的投放，预计五矿资本收入 2017 年收入大幅增长，增速为 20%。

有别于大众的认识

市场往往忽略公司大股东的资源优势，金瑞科技是中国五矿下重要金融上市平台，我们认为公司可依托股东资源的优势，产融结合协同发展。中国五矿矿业产业链完整，产融结合空间大，例如融资需求、资本运作需求等，都能为五矿资本带来业务机会，而此前五矿资本因资本金的限制，很多业务不能承做。重组完成后，五矿资本将借力上市平台扩张业务规模，提升盈利能力。

股价表现的催化剂

非公开发行股票募集配套资金取得进展。

核心假设风险

非公开发行股票募集配套资金进展不达预期。

目录

1. 注入五矿资本，央企金控平台扬帆起航	6
1.1 锂电正极材料放量，主业或扭亏为盈	6
1.2 注入五矿资本，金融牌照齐全	7
1.3 实际流通市值小	8
1.4 背靠五矿集团，依托股东资源发展金融业务	8
2. 金融牌照齐全，资产质地优良	10
2.1 五矿信托：本次补充资本将提升盈利能力	10
2.2 五矿证券：以固收为特色，收入结构趋于合理	11
2.3 五矿经易期货：市场占有率稳步提升	14
2.4 外贸金融租赁：背靠大股东，业务发展优势明显	14
2.5 其他金融板块：银行、基金、保险经纪	16
3. 业务协同和资源整合是未来看点	18
4. 盈利预测与估值	20

图表目录

图 1: 公司主业为电池材料、锰及锰系材料	6
图 2: 2014、2015 年公司亏损	6
图 3: 发行前金瑞科技股权结构	9
图 4: 发行前五矿资本股权结构	9
图 5: 发行后金瑞科技股权结构	9
图 6: 五矿信托营业收入增速平缓	11
图 7: 五矿信托信托资产规模增速下滑	11
图 8: 2015 年, 五矿证券实现营业收入 6.16 亿元	12
图 9: 2015 年, 五矿证券实现净利润 1.80 亿元	12
图 10: 2016 年中资产规模与净资产规模对比	12
图 11: 2015 年 ROE 和 ROA 对比	12
图 12: 五矿证券收入结构	13
图 13: 金融租赁行业高速发展	15
图 14: 中国租赁市场渗透率低于 5%, 与发达国家存在较大差距	15
图 15: 安信基金公募基金业务管理资产规模情况 (万元)	17
图 16: 安信基金股权结构	17
表 1: 重组方案: 发行股份购买资产且募集配套资金	7
表 2: 发行数量及配套融资方	7
表 3: 交易前后公司财务指标	8
表 4: 五矿信托注册资本、净资产排名靠后, 但财务指标居前	10
表 5: 五矿信托报酬率高于行业平均水平	11
表 6: 五矿证券债券交割量排名居前	13
表 7: 五矿经易期货市场占有有所提升	14
表 8: 五矿经易期货主要财务数据	14
表 9: 外贸租赁财务情况 (万元)	15
表 10: 绵商行主要财务数据 (万元)	16
表 11: 安信基金主要财务数据 (万元)	17

表 12: 五矿保险经纪主要财务数据 (万元)	18
表 13: 中国五矿集团主要财务指标	18
表 14: 金控平台持牌情况	19
表 15: 五矿资本、中航资本对比	20
表 16: 上市信托公司对比 (截至 2017 年 1 月 19 日收盘价)	20
表 17: 估值分析	22

1. 注入五矿资本，央企金控平台扬帆起航

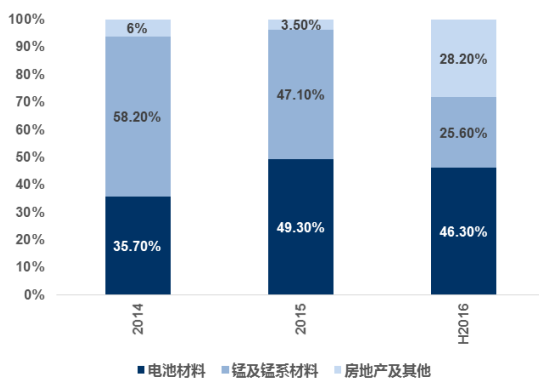
金瑞科技是中国五矿集团下的上市平台之一，实际控制人为国务院国资委。本次交易实质上是将五矿股份下的金融资产五矿资本注入金瑞科技，重组完成后，五矿资本成为金瑞科技的全资子公司。重组方案主要为：1) 拟以 10.15 元/股的价格向五矿股份发行股份购买其持有的五矿资本 100% 股权，同时向其他股东发行股份购买其持有的五矿证券、五矿经易期货、五矿信托剩余的股权，交易对价为 184.66 亿，目前已完成过户；2) 发行股份募集资金：拟非公开发行股份不超过 14.78 亿股，募集配套资金不超过 150 亿元，其中 149.2 亿元用于对五矿证券、五矿经易期货、五矿信托和外贸租赁增资。重组方案完成后，公司股本从 4.5 亿扩张到 37.48 亿股。

1.1 锂电正极材料放量，主业或扭亏为盈

金瑞科技传统主业分为两大块：电池材料板块、锰及锰系材料。主要产品包括锂电正极材料、镍氢正极材料、电解锰和四氧化三锰。(1) 电池材料板块：近年来开展的电池材料业务，毛利率较高，随着新能源汽车的逐步普及，未来发展潜力巨大；(2) 锰及锰系材料：核心产品电解锰受下游钢铁行业需求低迷影响，业务连年亏损，拖累整体利润，2014 年、2015 年亏损，并被实施退市风险提示。

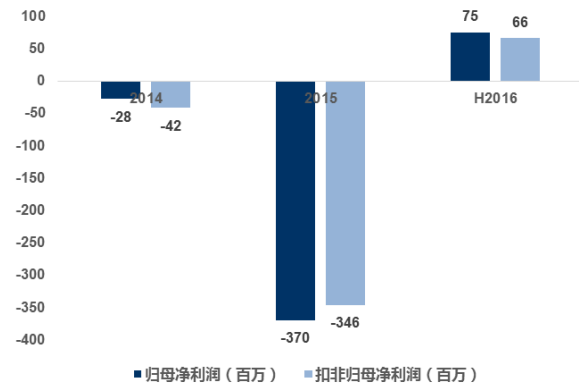
锂电正极材料放量+降低锰及锰系材料生产成本，主业或扭亏为盈。(1) 国内电池材料市场需求旺盛，2015 年非公开增发两个募集资金项目进展顺利，产能逐步释放，电池材料成为公司重要的利润增长点。营业收入同比增长 70.32%，锂电三元正极材料产销量同比增长 200% 左右，产销量创历史最高水平，毛利率同比增加 11.5 个百分点，盈利能力大幅提升；(2) 锰及锰系材料：公司通过推行精益生产、减员低价矿石，进一步降低了生产成本，同时积极与政府沟通，落实政府补贴到位工作，锰及锰系材料 2016 年上半年经营情况好于预期，成功实现了扭亏为盈。

图 1：公司主业为电池材料、锰及锰系材料



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2014、2015 年公司亏损



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 注入五矿资本，金融牌照齐全

发行股份收购资产，且募集配套资金。金瑞科技拟以 10.15 元/股的价格向五矿股份发行股份购买其持有的五矿资本 100% 股权，同时向金牛投资、惠州国华等八家公司发行股份购买其持有的五矿证券、五矿经易期货、五矿信托剩余的股权，并划转至五矿资本，股份交易对价 184.66 亿。交易完成后，金瑞科技将持有五矿资本 100% 股权，将通过五矿资本间接持有五矿证券 99.76% 股权、五矿经易期货 99% 股权、五矿信托 67.86% 股权和外贸融资租赁 50% 股权。

同时，公司以非公开发行方式向 10 名符合条件的特定对象发行股票募集配套资金。拟非公开发行股份不超过 14.78 亿股，募集不超过 150 亿元，其中 149.2 亿元用于对五矿证券、五矿经易期货、五矿信托和外贸租赁增资，剩余部分用于支付中介机构费用等。

表 1：重组方案：发行股份购买资产且募集配套资金

	发行股份购买资产	募集配套资金
发行价	10.15 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%	10.15 元/股，不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%
发行数量（股）	1,819,298,972	1,477,832,509
股份交易对价（万元）	1,846,588	1,500,000
锁定期	五矿股份 36 个月锁定期；其他交易对手 12 个月锁定期	36 个月
交易对手及交易内容/募集资金用途	五矿股份（五矿资本 100%）、金牛投资（五矿证券 2.7887%）、惠州国华（五矿证券 0.6078%）、经易控股（五矿经易期货 4.92%）、经易金业（五矿经易期货 4.42%）、九勋资讯（五矿经易期货 1.06%）、西宁城投（五矿信托 1.80% 股权）、青海华鼎（五矿信托 0.06%）	向五矿证券（59.2 亿）、五矿经易期货（15 亿）、五矿信托（45 亿）、外贸租赁增资（30 亿）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 2：发行数量及配套融资方

序号	配套资金认购方名称	发行数量（股）	募集金额（万元）
1	中海集运	147,783,251.00	150,000.00
2	华宝证券	147,783,251.00	150,000.00
3	中建资本控股	147,783,251.00	150,000.00
4	平安置业	147,783,251.00	150,000.00
5	前海开源基金	147,783,251.00	150,000.00
6	颐和银丰	147,783,251.00	150,000.00
7	招商财富	147,783,251.00	150,000.00
8	招商证券资管	98,522,167.00	100,000.00
9	中信证券	128,078,817.00	130,000.00
10	兴业全球基金	216,748,768.00	220,000.00
	合计	1,477,832,509.00	1,500,000.00

资料来源：公司公告，申万宏源研究

重组完成后，五矿资本将成为金瑞科技全资子公司。五矿资本通过下属五矿证券、五矿经易期货、五矿信托、外贸租赁、绵商行等参控股公司开展证券、期货、信托、租赁、银行等金融业务。重组完成后，公司财务指标将大大改善，彻底解决目前所面临的退市风险。

表 3：交易前后公司财务指标

财务指标	本次交易前（2016年6月30日）	本次交易后（备考）（2016年6月30日）
总资产（万元）	315124.9	3544864.24
总负债（万元）	182706.39	1840314.35
归属于上市公司股东所有者权益（万元）	124604.49	1491020.79
资产负债率	57.98%	51.91%
流动比率	1.31	1.17
财务指标	本次交易前（2016年6月30日）	本次交易后（备考）（2016年6月30日）
营业总收入（万元）	81493.03	516968.66
归属于上市公司股东的净利润（万元）	7480.88	98079.5
基本每股收益（元/股）	0.17	0.43
全面摊薄净资产收益率	6.00%	6.58%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 实际流通市值小

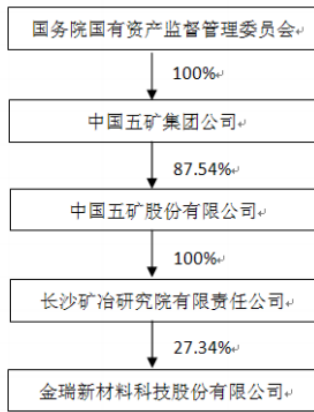
公司发行前总股本 4.51 亿，其中第一大股东长沙矿冶研究院持有 1.24 亿股，占比 27.5%。购买资产和募集配套资金分别发行 18.19、14.78 亿股，其中，向五矿股份发行 17.57 亿股，锁定期为 3 年。发行完成后，长沙冶炼研究院和五矿股份共持有 18.81 亿股，占比 50.19%。

此外，考虑到本次发行股份募集配套资金股份锁定期为 3 年，考虑这部分发行的 14.78 亿股，加上长沙冶炼研究院和五矿股份共持有 18.81 亿股，共占总股本的 89.61%，公司实际流通股本小。

1.4 背靠五矿集团，依托股东资源发展金融业务

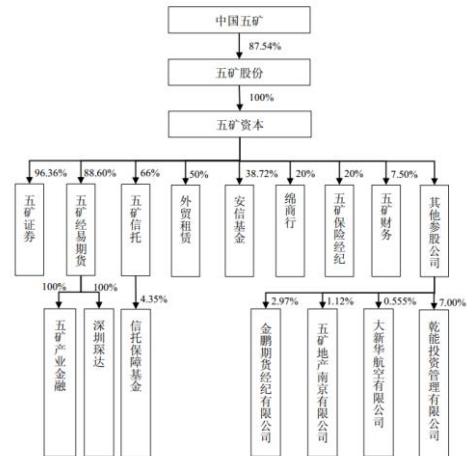
本次交易实质上为将五矿股份下的金融资产注入金瑞科技，五矿股份成为第一大股东，实际控制人仍为国务院国资委。交易完成后，公司的控制权未发生变化，公司的控股股东由长沙矿冶院变更为五矿股份，其中长沙矿冶院为五矿股份的全资子公司，实际控制人仍为国务院国资委。

图 3：发行前金瑞科技股权结构



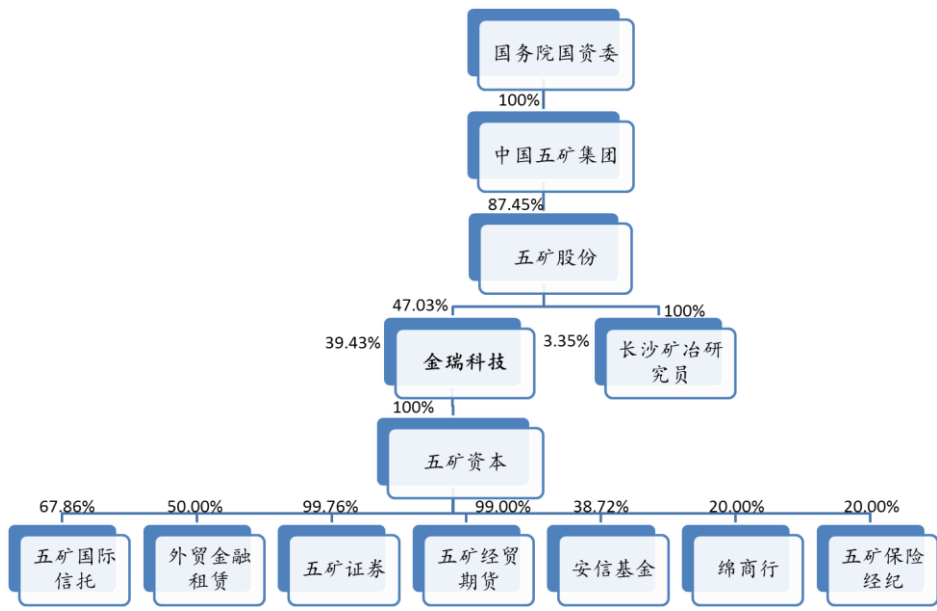
资料来源：公司 2015 年年报，申万宏源研究

图 4：发行前五矿资本股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：发行后金瑞科技股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 金融牌照齐全，资产质地优良

注入五矿资本后，金瑞科技主业从原有的电池和锰及锰材料拓展到金融业务，成为拥有信托、证券、期货、金融租赁、基金以及商业银行等牌照的综合性金融控股平台。（1）五矿信托：注册资本、净资产排名靠后，但财务指标居前，盈利能力较强；（2）五矿证券：规模较小，总资产、净资产规模为行业平均的 16%、13%，盈利能力相对弱于行业平均水平；（3）五矿经易期货：市场占有率稳步提升；（4）外贸金融租赁：股东背景强大，形成独特的优质客户群体；（5）其他金融板块：银行、基金、保险经纪。

2.1 五矿信托：本次补充资本将提升盈利能力

五矿信托于 2010 年 10 月在原庆泰信托完成司法重整的基础上变更设立，注册资本 20 亿元。除了五矿资本外，公司其他股东包括西宁市城市投资管理有限公司、青海省国有资产投资管理有限公司、青海华鼎实业股份有限公司。

信托公司牌照仍显稀缺。目前行业机构数量稳定在 68 家，银监会自 2012 年以来没有再发出新业务牌照。近几年，由于监管层对银信合作等通道业务的逐步收紧，以及泛资管时代下券商资管和基金子公司的冲击，信托行业资产规模及营业收入等指标增速明显放缓。2016 年 7 月银监会下发《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，其中规定商业银行理财产品投资的特定目的载体不得直接或间接投资于非标准化债权资产，符合银监会关于银信理财合作业务相关监管规定的信托公司发行的信托投资计划除外。若新规正式发出，将利好信托公司单一信托业务。

五矿信托注册资本、净资产排名靠后，但财务指标居前，盈利能力较强。从行业排名来看，五矿信托注册资本排名行业 36，2015 年末行业注册资本平均值为 24.3 亿元，处于中游水平。但净利润排名 15，信托业务收入排名第 8，排名靠前。此外，五矿信托主动管理能力强，2014 年末、2015 年末、2016 年 3 月末管理信托资产规模分别为 2664 亿元、2806 亿元、2585 亿元，其中集合信托计划资产占比分别为 52%、59%、57%，主动管理能力不断增强。

表 4：五矿信托注册资本、净资产排名靠后，但财务指标居前

信托公司	净资产	排名	收入	排名	净利润	排名	信托资产	排名	信托业务收入	排名	注册资本	排名
平安信托	227.75	1	62.87	2	31.09	4	5584.35	7	53.31	1	120	2
中信信托	179.52	2	101.94	1	31.5	2	10228.15	2	37.05	3	100	3
华润信托	168.35	3	54.75	4	31.3	3	7360.91	4	13.25	17	26.3	20
重庆信托	161.71	4	53.35	5	40.97	1	1550.72	35	24.86	4	128	1
中诚信托	141.18	5	26.75	11	16.42	8	2224.48	24	11.11	23	24.57	24
五矿信托	56.5	22	21.75	15	11.45	15	2805.99	19	17.11	8	20	36

资料来源：用益信托，申万宏源研究

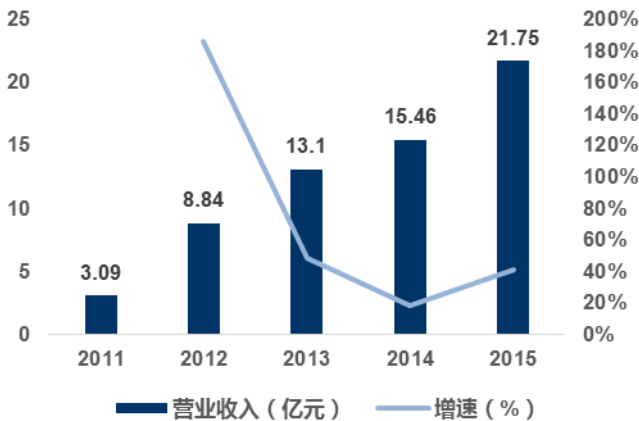
表 5: 五矿信托报酬率高于行业平均水平

	行业年化信托报酬率	五矿信托年化信托报酬率	行业排名
2012	0.75%	1.03%	19
2013	0.71%	0.72%	32
2014	0.51%	0.72%	27
2015	0.53%	0.69%	23

资料来源: 用益信托, 申万宏源研究

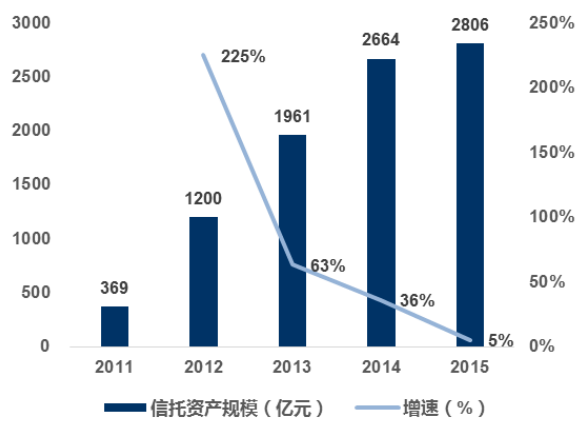
若资本得到补充, 信托资产规模得以快速增长, 提升五矿信托盈利能力。有助于公司满足监管评级要求、提升竞争力。自 2010 年 8 月颁布《信托公司净资本管理办法》以来, 信托公司的信托资产规模与净资本挂钩, 信托公司业务的发展往往受制于资本金瓶颈。2016 年 12 月, 《信托公司监管评级办法》正式颁布, 监管评级结果直接决定着信托公司业务范围, 并将作为监管部门确定监管收费风险调整系数的主要依据, 而资本实力对评级结果能够产生重要影响, 因此资本实力提升是公司提升市场竞争力的必经之路。2014、2015 年来, 五矿信托信托资产规模增速下滑, 2015 年末信托资产规模 2806 亿元。

图 6: 五矿信托营业收入增速平缓



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 7: 五矿信托信托资产规模增速下滑



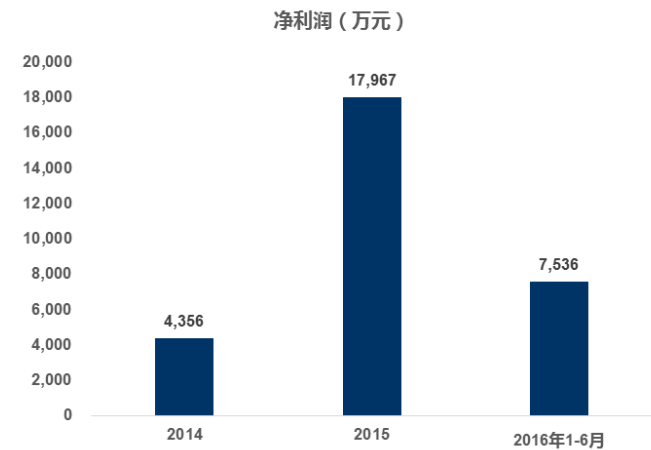
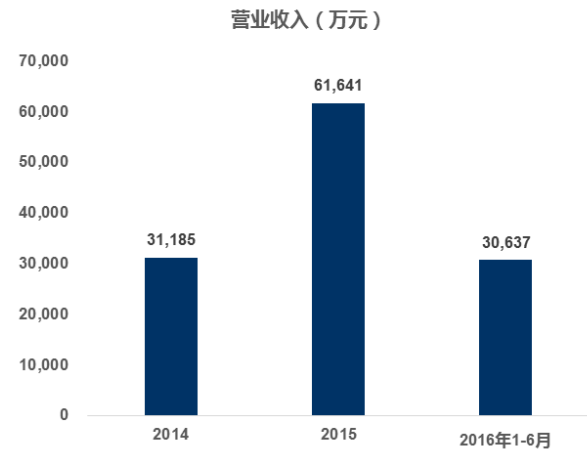
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

2.2 五矿证券: 以固收为特色, 收入结构趋于合理

五矿证券规模较小, 总资产、净资产规模为行业平均的 16%、13%, 盈利能力相对弱于行业平均水平。原名金牛证券, 于 2000 年获批成立, 2010 年更名为五矿证券, 注册资本 13.57 亿元。除了五矿资本外, 公司其他股东包括金牛投资(2.7887%)、惠州国华(0.6078%)、前海资管(0.24%)。截至目前, 五矿证券共有 34 家营业部。截至 2016 年中, 五矿证券总资产 73.17 亿, 净资产 16.24 亿, 分别为行业平均的 16%、13%; 2015 年, 五矿证券实现营业收入 6.16 亿元, 同比增长 97.66%; 实现净利润 1.8 亿, 同比增长 312.44%; 2016 年上半年实现营业收入 30636.62 万元, 净利润 7535.79 万元, 业绩增速表现优于行业平均水平。相对于行业平均来说, 五矿证券规模较小, ROA、ROE 均低于行业平均水平, 盈利能力相对弱于行业平均。

图 8: 2015 年, 五矿证券实现营业收入 6.16 亿元

图 9: 2015 年, 五矿证券实现净利润 1.80 亿元

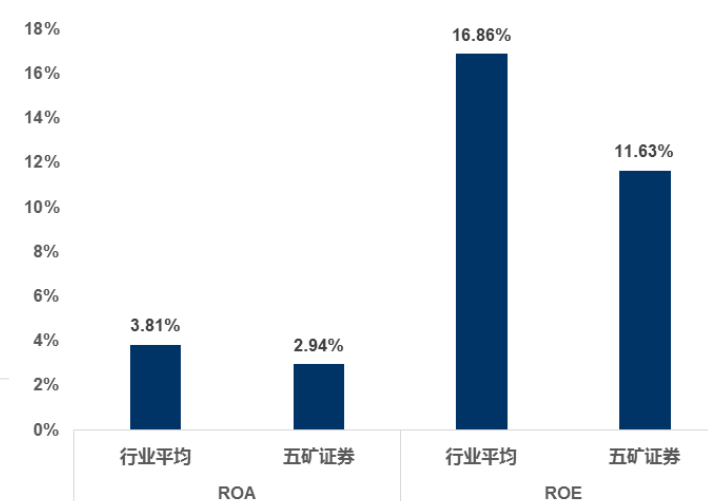
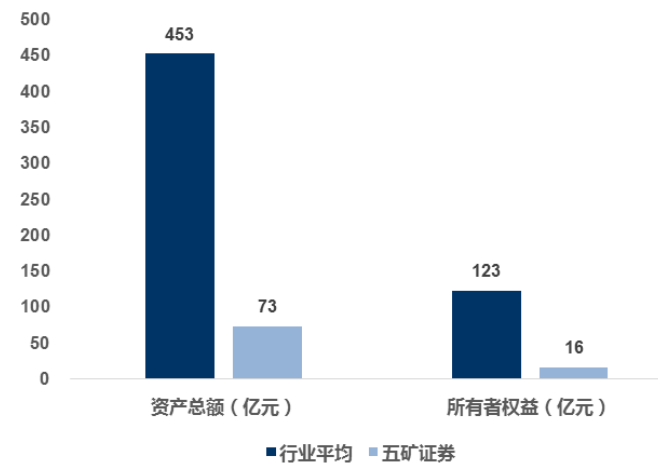


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 10: 2016 年中资产规模与净资产规模对比

图 11: 2015 年 ROE 和 ROA 对比

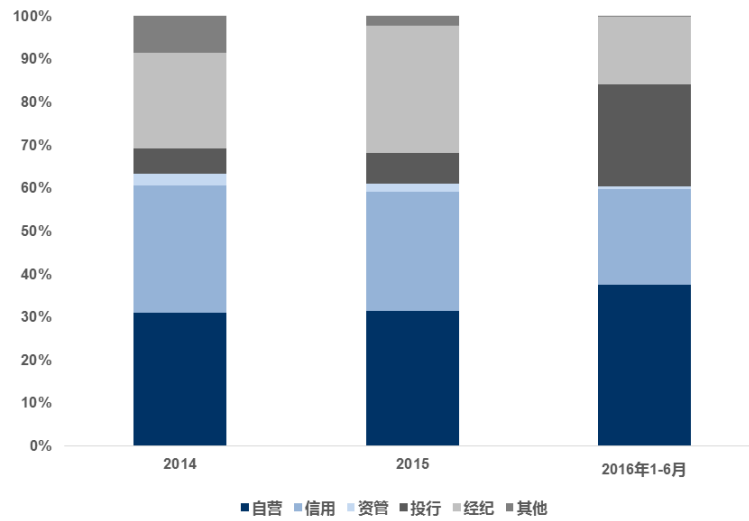


资料来源: 公司公告、wind, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告、wind, 申万宏源研究

五矿证券的营业收入主要来源于固定收益业务和经纪业务。2016 年上半年, 五矿证券的各项业务收入都有不同程度的增长, 其中, 以投资银行、债权融资、融资融券、经纪业务等收入增幅较大, 五矿证券的收入结构更加趋于合理, 逐步接近证券行业的平均水平。未来五矿证券将进一步优化业务收入的结构, 并重点加强融资融券、资产管理、投资银行、固定收益等业务的收入占比, 以平滑业绩波动, 向综合性券商转型。

图 12: 五矿证券收入结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

以固定收益业务为特色业务, 固定收益收入结构越来越趋于合理, 有利于提升收入结构的多元性。2016 年 1-6 月, 五矿证券固收业务收入在其业务总收入中占比 52%, 五矿证券 2015 年债券交割量 11320 亿元, 在所有券商中排名第 7 位, 创历史新高。债券交割量很好低代表了机构在市场上的活跃程度, 在业内已经享受一定声誉。2016 年 1-6 月, 债券自营收入占固收业务总收入比重为 17.85%, 债券撮合收入占固收业务总收入比重为 50.91%, 承销收入占固收业务比重为 31.24%。

资本实力弱限制业务发展, 注资完成后资本实力显著提升, 业务规模将大幅扩张可期。截至 2016 年 6 月 30 日, 五矿证券净资本为 14.57 亿元, 远远低于同行业平均水平, 资本实力较弱, 对五矿证券的业务发展造成了较大的限制。本次募资方案拟对五矿证券注资 59 亿, 注资完成后, 五矿证券净资产将达到 75 亿元, 大规模注资将大幅扩张其证券业务, 预计注资完成后五矿证券业务规模将大幅扩张。

表 6: 五矿证券债券交割量排名居前

年份	交割量 (亿元)	市场份额 (%)	交割量排名
2016 年 1-6 月	11320	3.24	7
2015	14312	2.83	10
2014	6191	2.13	12
2013	3227	1.18	23
2012	4021	1.13	22
2011	4684	1.63	19
2010	674	0.29	42

资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.3 五矿经易期货：市场占有率稳步提升

五矿经易期货设立于 1993 年,原名为“五矿实达期货经纪有限责任公司”,2010 年更名为五矿期货,后于经易期货合并。合并完成后,公司业务规模快速增长,市场占有率迅速提升。除了五矿资本,公司其他股东包括经易控股(5.92%)、经易企业(4.42%)、久勋咨询(1.06%)。

五矿经易期货的主营业务包括传统经纪业务、资产管理业务及风险管理业务。近三年,五矿经易期货的市场占有率逐渐提升,商品期货交易金额的市场份额占比从 2013 年的 1.21% 提升至 2015 年的 1.25%,金融期货交易金额的市场占比从 2013 年的 0.1% 提升至 2015 年的 2.12%。

表 7: 五矿经易期货市场占有有所提升

	2013	2014	2015	2016 年 1-6 月	
商品期货	交易量(万手)	2909.04	3507.33	4761.32	3794.85
	交易金额(亿元)	30652.65	25127.69	34014.12	20910.65
	交易金额市场占比(%)	1.21%	0.98%	1.25%	1.16%
金融期货	交易量(万手)	37.86%	377.72	1388.66	22.5
	交易金额(亿元)	2769.04	31833.77	177480.8	2152.33
	交易金额市场占比(%)	0.10%	0.97%	2.12%	1.15%

资料来源:公司公告,申万宏源研究

表 8: 五矿经易期货主要财务数据

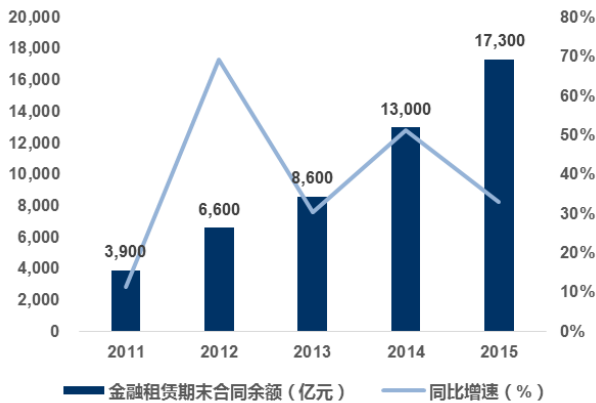
	2014	2015	2016 年 1-6 月
营业收入	670,498	634,887	302,660
利润总额	4,924	10,746	6,340
净利润	3,671	7,931	4,656
资产总额	643,044	800,417	923,538
负债总额	427,102	579,328	697,793
所有者权益	215,941	221,089	225,745

资料来源:公司公告,申万宏源研究

2.4 外贸金融租赁：背靠大股东，业务发展优势明显

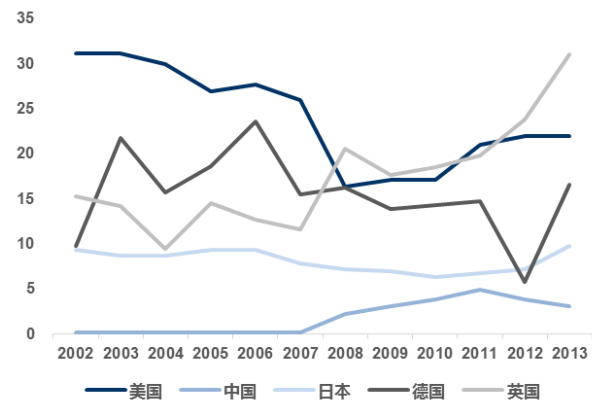
我国租赁行业高速发展,但与发达国家市场相比,租赁市场渗透率仍存在较大差距。截至 2015 年末,我国金融租赁业合同余额 1.73 万亿,过去三年每年同比增速超过 30%,增速较高。但与发达国家市场相比,租赁市场渗透率较低,2015 年渗透率仅为 3.1%,相较发达国家仍有较大差距,我国租赁市场仍有较大的发展空间。截至 2015 年末,我国具有金融牌照的金融租赁公司共有 47 家,具有非金融牌照的融资租赁公司数量达到 4461 家。

图 13: 金融租赁行业高速发展



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 14: 中国租赁市场渗透率低于 5%，与发达国家存在较大差距



资料来源: wind, 申万宏源研究

外贸租赁主营融资租赁业务，以售后回租业务为主。外贸租赁的前身为中国对外贸易租赁公司,设立于 1985 年 3 月 4 日。除了五矿资本外,公司其他股东包括东方资产(50%)。外贸租赁为金融租赁公司,主要从事融资租赁及少量经营性等租赁业务。目前,外贸租赁的融资租赁业务以售后回租业务为主,直接租赁业务为辅。在业务投放领域上,外贸租赁目前业务投放领域包括工业生产设备、基础设施、工程机械、采矿及冶炼设备、商业、服务业设施设备、车辆和医疗设备等。目前,外贸租赁将客户定位在特大型国企、行业龙头企业等。2014、2015、2016 年 1-6 月,外贸租赁营业收入分别为 23.9、35.5、14.5 亿元,其中,2014 年两大合营股东对外贸租赁增资 20 亿元,带动租赁项目投放规模迅速增加,充分体现在业绩上。

表 9: 外贸租赁财务情况 (万元)

	2014	2015	2016 年 1-6 月
营业总收入	239,239	355,023	144,903
营业利润	44,276	87,942	39,604
利润总额	44,292	88,298	40,605
归属余母公司所有者的净利润	31,539	69,609	30,001

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

在融资渠道上,外贸租赁为银监会监管的金融租赁公司,较商务部监管的普通融资租赁公司有着先天的融资渠道优势。目前,外贸租赁已经开拓了银行授信(同业借款、同业拆借、租赁资产保理、质押借款等)、信托借款、金融债等多种融资渠道。

股东背景强大,形成独特的优质客户群体。外贸租赁两方股东中国五矿、东方资产分别是国务院国资委和财政部下属的大型国有企业,其客户群体集中在大型国有企业、业绩良好的上市公司以及地区或行业的龙头企业。截至 2016 年 6 月底,外贸租赁客户群中,83% 以上为 AA 评级及以上公司。

目前，外贸租赁的注册资本、资产规模在行业内 47 家金融租赁公司中处于中游水平，但外贸租赁在资本金规模、管理水平等方面仍与行业内领先的几家银行系金融租赁公司存在一定差距。本次募资方案拟对外贸租赁注资 30 亿，与东方资产共同对外租赁同比例增资，合计补充资本 60 亿元，注资完成后，外贸租赁净资产将达到 110 亿元，大规模注资将扩张租赁项目投放，大幅提升盈利能力。

2.5 其他金融板块：银行、基金、保险经纪

绵商行稳健经营，保持平稳发展。绵商行全称绵阳市商业银行股份有限公司，成立于 2000 年 9 月 25 日。截至 2016 年 6 月 30 日，绵商行共设有 3 家异地分行，绵阳地区管理支行共有 18 家，综合性营业网点 70 个。基于小微金融、科技金融和其他特色业务，绵商行的主要业务包括公司银行业务、个人银行业务和金融市场业务。绵商行注册资本为 6.22 亿，五矿资本持有其 20% 的股权，为第一大股东。

近年来，绵商行一直保持着较为平稳的发展，截至 2016 年 6 月 30 日，绵商行资产总额 549.98 亿元，负债总额 508.48 亿元，所有者权益 41.51 亿元。2014 年、2015 年和 2016 年 1-6 月，绵商行分别实现营业收入 12.58 亿元、14.21 亿元和 5.88 亿元；实现利润总额 6.79 亿元、6.99 亿元和 3.60 亿元；实现归属于母公司所有者的净利润为 5.30 亿元、5.35 亿元和 2.37 亿元。

表 10：绵商行主要财务数据（万元）

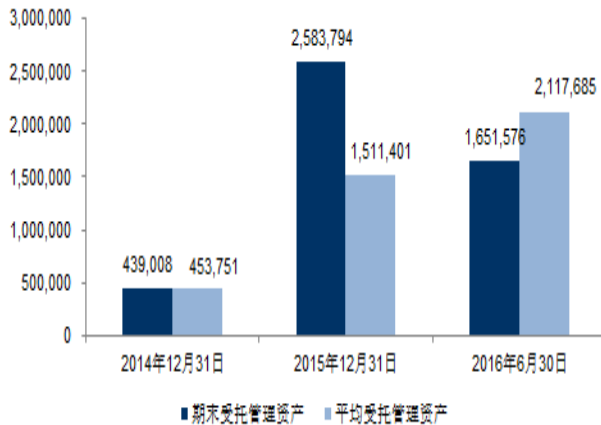
	2014	2015	2016 年 1-6 月
营业收入	58,792	142,117	125,797
利润总额	36,037	69,941	67,892
净利润	53,034	53,518	23,686
归属于母公司所有者的净利润	53,034	53,518	23,686
资产总额	4,458,623	5,269,664	5,499,828
负债总额	4,174,216	4,878,272	5,084,750
所有者权益	284,406	391,392	415,077

资料来源：公司公告，申万宏源研究

安信基金资产管理规模实现快速增长。安信基金成立于 2011 年 12 月 6 日，公司为各类客户提供包括基金募集、基金销售、特定客户资产管理、资产管理和中国证监会许可的其他业务等专业理财服务，其主营业务主要可以分为公募基金业务和专户资产管理业务。截至 2016 年 6 月 30 日，安信基金在北京和上海设有 2 家分支机构，拥有机构客户数量为 3611 户，个人客户数量为 799136 户。2015 年底安信基金管理的公募基金规模达到 258.38 亿元，同行业排第 56 位，较 2014 年提升 10 位。五矿资本持有安信基金 38.72% 的股份，是安信基金的第一大股东。

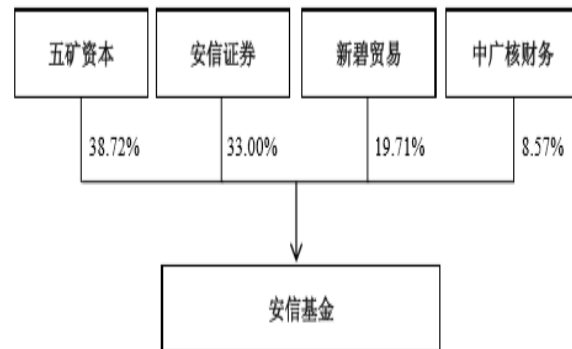
2015 年度，安信基金实现营业收入 43268.67 万元，较 2014 年度增长 209.60%，2015 年度，安信基金净利润为 4362.64 万元，较 2014 年度增长 2168.61%。

图 15: 安信基金公募基金业务管理资产规模情况(万元)



资料来源: wind, 申万宏源研究

图 16: 安信基金股权结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 11: 安信基金主要财务数据 (万元)

	2014	2015	2016年1-6月
营业收入	13,975	43,268	16,169
利润总额	442	5,207	870
净利润	192	4,362	769
资产总额	24,027	58,491	49,950
负债总额	7,187	37,258	27,980
所有者权益	16,840	21,233	21,971

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

五矿保险经纪业务涵盖三大领域，积累自身优势。五矿保险经纪成立 2007 年 1 月 10 日，其主营业务为保险经纪业务，即基于投保人的利益，为投保人与保险人订立保险合同提供中介服务，并依法收取佣金收入。五矿保险经纪业务主要涵盖财产保险、人身保险和再保险三大领域，并且在业务结构、客户服务、创新能力等方面都积累了自身的竞争优势。

五矿保险经纪 2014 年、2015 年、2016 年 1-6 月的收入规模分别达到 2208 万元、2078 万元、1344 万元。营业收入除了来自五矿系公司之外，也越来越多地来自于非五矿系公司。截至目前，五矿保险经纪已经与国内外众多知名保险公司、再保险公司、保险中介机构建立了良好的合作关系，其中包括中国人民保险集团股份有限公司、中国平安保险（集团）股份有限公司和中国太平洋保险（集团）股份有限公司等保险行业领军企业。尤其在贸易信用险领域，五矿保险经纪现已成为保险市场上贸易信用险经纪保费规模领先的保险经纪人，具备市场领先的业务能力。

表 12：五矿保险经纪主要财务数据（万元）

	2014	2015	2016年1-6月
营业收入	2,208	2,078	1,344
利润总额	1,481	1,373	955
净利润	1,096	1,020	680
资产总额	5,325	5,085	4,789
负债总额	2,789	2,516	2,458
所有者权益	2,536	2,569	2,332

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 业务协同和资源整合是未来看点

中国五矿集团是由中国五矿和中冶集团战略重组形成的中国最大、国际化程度最高的金属矿业集团，是金属矿产领域第一家和目前唯一的国有资本投资公司试点企业。重组后的中国五矿资产规模超过 7000 亿元。打造出一条金属矿产领域的全产业链通道，真正形成从资源获取、勘察、设计、施工，运营到流通的全产业链一体化优势。重组整合后的中国五矿将重点在以下四个方面发力：（1）加快境外铜、锌、镍等国内紧缺资源供应基地建设；（2）通过全产业链系统整合与集成服务提升金属矿产行业创新驱动能力，积极推动优势金属资源整合和保护性开发，致力于突破下游材料领域核心关键技术与共性基础性技术；（3）充分发展现代物流、电子商务、金融服务等生产性服务，强化全球资源配置与市场运作能力；（4）发挥全牌照金融服务优势，在全球资本领域打造行业领先的金融服务和产融结合平台。

中国五矿主要业务集中在金属矿产领域，在外贸、内贸、实业、资源开发等方面开展了较多的并购重组，资本运作实力强。金融业务是中国五矿重点发展的重要板块之一，中国五矿是中国最大的金属矿产集团，拥有黑色金属产业、有色金属产业、金融服务业、房地产业、物流业、海外企业六大业务板块，中国五矿旗下的有色金属、黑色金属、房地产板块均拥有上市平台，此次注入五矿资本的优质金融资产，可优化中国五矿上市平台整体架构。借助中国五矿强大的产业基础和资源，存在大量的业务协同机会。

表 13：中国五矿集团主要财务指标

(亿元)	2014	2015	2016Q3
营业收入	3227.6	2003.7	2846.8
利润总额	2.4	-181.7	27
净利润	-19.9	-181.1	8.2
归母净利	-23	-105.6	-6
资产总额	3661	3538.6	7510.5
负债总额	2841.5	3073.8	6266
所有者权益	819.4	464.8	1244.5

资料来源：公司公告，申万宏源研究

金融牌照齐全，金融资源丰富。五矿资本金融资源丰富，有利于金融与产业资源有效对接，有助于拓宽业务合作渠道、丰富业务模式，整合平台内的资源、客户、技术和服务渠道，为客户提供更为全面和优质的金融服务。相对其他上市金控平台，公司手上金融牌照齐全，未来的关键点在于优化金控平台，实现资本的整合。**主要着力点为证券、信托、租赁、期货。**金瑞科技通过五矿资本对其下属证券、期货和信托公司拥有控股权，且五矿资本为下属银行和基金子公司的第一大股东，持有下属租赁公司一半股权，与中国东方资产管理公司并列为第一大股东。

表 14：金控平台持牌情况

公司	证券	期货	信托	租赁	保险	基金	银行
五矿资本	√	√	√	√		√	√
中航资本	√	√	√	√			
泛海控股	√	√	√				
越秀金控	√	√		√		√	

资料来源：申万宏源研究

五矿资本拥有集中统一的股权管理模式。从股权结构上看，五矿资本作为金融控股平台上市后，上市公司将通过五矿资本持有下属金融牌照公司的股权；泛海控股直接持有下属证券、期货、保险等金融牌照公司的股权，通过全资子公司泛海建设投资有限公司参股信托公司；中航资本通过全资子公司中航投资控股有限公司持有下属金融牌照公司的股权；越秀金控通过全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司间接持有下属证券、租赁等金融子公司的股权，并通过证券牌照子公司间接持有期货、基金等金融子公司的股权。**相对其他金控平台，五矿资本的竞争优势在于对下属金融牌照子公司拥有集中统一的股权管理模式，使得五矿资本能够更有效地推进战略的实施、提高资源整合和分配的效率。**

五矿资本作为金融控股平台上市后，将借力资本市场打破金融企业资本金不足的发展瓶颈。中国五矿矿业产业链完整，产融结合空间大，例如融资需求、资本运作需求等，都能为五矿资本带来业务机会，而此前五矿资本因资本金的限制，很多业务不能承做。重组完成后，五矿资本将借力上市平台扩张业务规模，提升盈利能力。重组完成后，金瑞科技获得金融和产业直投双重发展机遇，在以下三个方面享受业务协同：

(1) 背靠五矿集团，依托股东资源发展金融业务。五矿资本的控股股东五矿集团是中国最大的金属矿业企业集团，业务板块涵盖黑色金属、有色金属、金融服务、房地产，旗下上市公司达到 8 家。五矿集团丰富的上下游资源有利于五矿资本的业务发展，例如融资租赁需求利好租赁业务发展。

(2) “牌照金融+产业直投”，发挥产业与金融的互补效应和协同效应，实现产融结合。通过优质金融资产的注入，公司可在原有新能源电池业务稳定发展的基础上，有效拓宽盈利来源。此外，通过注入五矿资本，公司将逐步构建牌照金融和产业直投的综合性金融控股平台，上市平台将为公司的牌照金融和产业直投业务提供有效的资本补充机制。

(3) 各业务条线通过战略整合实现协同。五矿资本作为拥有金融全牌照的控股平台，业务范围覆盖证券、期货、信托、金融租赁、基金、商业银行等各个领域。各业务条线通过有效的战略整合，能够实现客户共享、交叉销售，在很大程度上优化资源使用效率，协

同发展。此外,可通过发挥强势业务板块的“明星效应”,能够有效带动其他业务板块的发展,实现整体品牌效应。

4. 盈利预测与估值

对比中航资本和五矿资本,二者均为央企金控平台,中航资本是中国航空工业集团公司的重要平台——金融投资平台,旗下拥有证券、信托、租赁、期货牌照,与五矿资本所控股的牌照相近,具有可比性。

从二者经营数据上来看,五矿资本在期货业务上优势明显,在信托业务上稍具优势,而在证券业务上劣势明显。整体上看,五矿资本 ROE 高于中航资本。两个央企集团的营业收入和资产总额相近。考虑配套融资后,五矿资本净资产明显高于中航资本,ROE 高于中航资本。

表 15: 五矿资本、中航资本对比

五矿资本子公司	持股比例 (%)	2015 年净利润 (百万)	H2016 净资产 (百万)	中航资本子公司	持股比例 (%)	2015 年净利润 (百万)	H2016 净资产 (百万)
五矿信托	67.86%	1206.4	6347.13	中航信托	80.00%	1075.6	5773.1
五矿证券	99.76%	179.7	1623.6	中航证券	100.00%	903.8	3640.4
五矿经易期货	99%	79.3	2257.4	中航期货	82.42%	16.8	415.7
外贸金融租赁	50%	696.1	5542.7	中航国际租赁	97.51%	606	6633.8
安信基金	38.72%	43.6	219.7				
绵商行	20%	535.2	4150.8				
五矿保险经纪	20%	10.2	23.3				
五矿资本		2082.3	15734.7	中航资本		2312	20578.3
ROE		13%		ROE		11%	

资料来源:公司公告,申万宏源研究

采用分部估值法进行估值,五矿信托: 将五矿信托与其他上市信托公司安信信托与陕国投进行对比,信托资产余额最高,且主动管理规模占比最高,营业收入、净利润、ROE 介于安信信托和陕国投之间,采用 PB 法对五矿信托进行估值,五矿信托 ROE 为 22%、主动管理资产占比 59%,均高于陕国投 ROE8%、主动管理资产占比 22%,由于目前行业机构数量稳定在 68 家,银监会自 2012 年以来没有再发出新业务牌照,此外,监管趋严下券商资管和基金子公司业务受限,信托公司牌照仍显稀缺,给予五矿信托 3 倍的估值,注资完成后,五矿证券净资产将达到 108 亿元,大规模注资将大幅扩张其业务规模,提升盈利能力,对应 67.86%的持股比例,则五矿信托合理估值为 220 亿元。

表 16: 上市信托公司对比 (截至 2017 年 1 月 19 日收盘价)

	信托资产余额 (亿元)	主动管理占比 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	2015 净资产	信托报酬率 (%)	加权 ROE	PB
安信信托	2359.1	37%	29.55	17.22	63.09	1%	42%	3.66

陕国投 A	1867.54	22%	11.51	4.54	76.54	-	8%	2.4
五矿信托	2805.99	59%	21.75	11.45	56.5	0.69%	22%	-

资料来源：wind、公司公告，申万宏源研究

五矿证券：相对行业平均水平来说，规模较小，业绩增速表现优于行业平均水平。五矿证券 ROA、ROE 均低于行业平均水平，盈利能力相对弱于行业平均。参考上市中小券商 2-3 倍的估值，五矿证券规模较小，本次募资方案拟对五矿证券注资 59 亿，注资完成后，五矿证券净资产将达到 75 亿元，大规模注资将大幅扩张其证券业务，预计注资完成后五矿证券业务规模将大幅扩张，提升盈利能力，给予行业平均 2.5 倍的估值，对应 99.76% 的持股比例，则五矿证券合理估值为 187 亿元。

表：中小券商估值在 2-3 倍之间

券商	PB (截至 1 月 19 日收盘价)	2015 年(亿元)		2016 年 H1 (亿元)	
		营业收入	净利润	营业收入	净利润
国金证券	2.31	67.5	23.6	21.5	6.4
东兴证券	2.89	53.6	20.4	16.4	7.6
太平洋	2.9	27.4	11.3	5.9	1.5
山西证券	2.57	38.4	14.4	9.3	1.8
五矿证券	-	6.16	1.8	3.06	0.8

资料来源：wind，申万宏源研究

五矿经易期货：本次增资后，净资产达到 38 亿，近年来 A 股市场期货行业可比交易案例的交易市净率为 1.26-2.8 倍，参考本次交易 1.58 倍的市净率，考虑到五矿经易期货规模小，应享受估值溢价，给予 1.58 倍 PB，对应 99% 的持股比例，则五矿经易期货合理估值为 59 亿元。

表：可比公司估值

	五矿经易期货	上海中期期货	国投安信期货	万达期货	华泰期货
客户权益份额	1.46%	1%	1.22%	1.62%	2.84%
手续费份额	0.85%	0.92%	0.80%	1.35%	1.89%
交易 PB	1.58	1.26	2.45	2.8	1.46
交易日期	2015 年 12 月	2015 年 3 月	2015 年 7 月	2014 年 12 月	2015 年 2 月

资料来源：公司公告，申万宏源研究

其他：（1）外贸金融租赁：参考租赁行业公司渤海金控（租赁业务占比 90%）1.5 倍 PB，爱建集团（租赁业务占比 60%）3.1 倍 PB，由于外贸金融租赁规模小，应享受估值溢价，给予 2.5 倍 PB，对应 50% 持股比例，合理估值为 106 亿元；（2）给予安信基金、绵商行、五矿保险经纪 1.5 估值，分别对应 38.72%、20%、20% 的持股比例，则合理估值分别为 1.3、12、0.0693 亿；（3）公司原有业务部分：2016 年三季报显示净资产 12.68 亿元，参考锂电正极材料行业公司当升科技 6.89 倍 PB、中信国安 5 倍 PB，给予公司原有业务 4 倍的估值，合理估值为 51 亿。

综上，公司合理估值为 637 亿，对应重组完成后 37.48 亿股本，对应公司合理股价为 17 元。对应目前股价，仍有 30% 的上涨空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：估值分析

	H2016 净资产（考虑配套融资）（亿）	重组完成后持股比例（%）	PB	参考估值（亿）
五矿资本：				
五矿信托	108	67.86%	3	220
五矿证券	75	99.76%	2.5	187
五矿经易期货	38	99%	1.58	59
外贸金融租赁	85	50%	2.5	106
安信基金	2	38.72%	1.5	1.28
绵商行	42	20%	1.5	12
五矿保险经纪	0.23	20%	1.5	0
原有业务	13	100%	4	51
合计				637

资料来源：Wind、公司公告，申万宏源研究

财务摘要

利润表						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,053	1,304	1,366	1,571	20,076	24,092
二、营业总成本	1,152	1,337	1,719	1,389	17,862	21,435
其中：营业成本	980	1,177	1,316	1,178	14,242	17,090
营业税金及附加	4	4	7	8	106	127
销售费用	33	42	37	43	549	658
管理费用	92	75	202	232	2,966	3,559
财务费用	29	28	27	0	0	0
资产减值损失	13	11	129	(73)	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	83	0	0	0	0	0
三、营业利润	(16)	(33)	(353)	182	2,214	2,657
加：营业外收入	30	17	22	0	0	0
减：营业外支出	6	2	46	0	0	0
四、利润总额	9	(17)	(377)	182	2,214	2,657
减：所得税	5	6	(0)	46	554	664
五、净利润	4	(24)	(377)	137	1,661	1,993
少数股东损益	(6)	4	(7)	2	29	35
归属于母公司所有者的净利润	10	(28)	(370)	134	1,632	1,958
六、基本每股收益	0.026	-0.072	-0.891	0.30	0.44	0.52

资料来源：Wind、公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。