

*ST 金瑞 (600390.SH) 首次覆盖报告

背靠五矿集团 全牌照金控航母启航 买入 (首次)

2017 年 3 月 20 日

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

dingwt@dwzq.com.cn

021-60199746

证券分析师 胡翔

执业资格证书号码: S0600516110001

hux@dwzq.com.cn

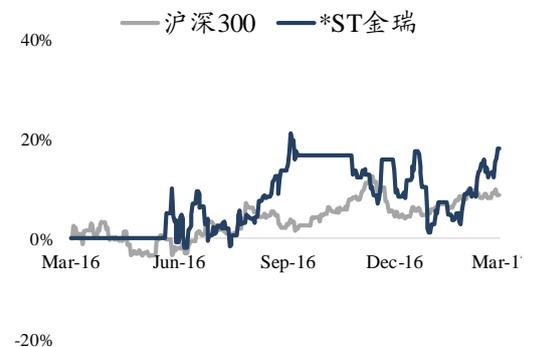
投资要点:

- 收购+募资,初步构建金融+产业直投运营模式,上市公司焕发新活力。**2016 年 12 月,金瑞科技收购五矿资本并募集 150 亿元配套资金获得证监会批复,目前所有购买资产已完成过户且配套资金已经到位。五矿资本注入的完成意味着金瑞科技成功转型金融+产业直投运营模式,金融业务将成为公司的主要收入来源和业绩增长的核心动力。同时 150 亿配套融资带动金融板块资本实力大幅提升,助力金融业务快速扩张。
- 公司两大原有业务(电池材料和锰及锰系材料)2016 年扭亏为盈,整体趋于稳定。**2016 年前三季度公司原有业务实现营业收入 12.81 亿元,净利润 9555.17 万元,首次实现扭亏为盈。电池材料市场需求旺盛,产能逐步释放,毛利率稳步提升,电池材料板块成公司原有业务重要的利润增长点。锰及锰系材料业务板块市场竞争激烈,公司积极压缩成本,并已实现盈亏平衡,预计不会对上市公司业绩造成拖累。
- 注入五矿资本,全牌照综合金融服务平台正式启航。**金瑞科技通过全资子公司五矿资本持有信托、金融租赁、证券、期货、基金、商业银行等牌照,初步构建起全牌照综合金融服务平台。1) 五矿信托综合实力居于行业上游,主动管理能力强,报酬率和增速均高于行业平均水平;2) 五矿证券净利润增长迅速,固收业务成为亮点,2015 年度债券交割量 11,320 亿元,在所有券商中排名第 7 位,创历史新高;3) 外贸租赁以售后回租业务为主,此次增资将打开净资本约束,推动业务快速扩张。
- 背靠五矿集团,受益千亿内部市场。**受制于公司金融子牌照的综合实力相对于五矿集团体量和行业地位仍存在一定差距,因此公司金融子公司内部协同程度不高。随着五矿资本注入上市公司,金融子公司的净资本实力和激励机制都将获得大幅改善,综合竞争力有望稳步提升,内部协同的深度和广度都将经营部加强。此外中冶和五矿完成合并,内部市场的外延进一步扩大,集团也提出“打造千亿内部市场”的口号。未来内部协同或将成为公司业绩增长的重要动力。

投资建议:150 亿配套融资到位,金融子公司持股比例大比例提升,以及千亿内部市场将助力公司业绩保持较高增长水平,我们预计 2017 年-2019 年上市公司归母净利润分别为 28.6 亿、36.4 亿、43.2 亿,对应 PE 为 19.9 倍、15.6 倍和 13.1 倍,首次覆盖给予买入评级。

风险提示:与集团业务协同不及预期,政策与监管风险

股价走势



市场数据 (2017 年 3 月 17 日)

收盘价 (元)	15.14
市盈率 (2015)	-153.22
市净率 (2015)	48.48
流通 A 股市值 (百万元)	6,832

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	0.31
资产负债率 (%)	45.27%
总股本 (百万股)	3,748
流动 A 股 (百万股)	451

目录

1. 收购+募资定位金控，上市公司焕发新活力.....	4
1.1. 注入金融资产，金融+产业直投运营模式形成.....	4
1.2. 150 亿配套融资提升金融板块实力.....	4
1.3. 定位金控平台，上市公司焕发新活力.....	5
2. 原有业务扭亏为盈，整体趋于稳定.....	6
2.1. 电池材料市场需求旺盛，盈利能力好.....	6
2.2. 锰系材料压缩成本，实现扭亏为盈.....	7
2.3. 工业地产盘活闲置土地，成为重要利润来源.....	7
3. 全牌照金控航母正式启航.....	8
3.1. 五矿信托：主动管理能力强，增速高于行业平均.....	8
3.2. 五矿证券：净利润增长迅速，固收业务成为亮点.....	10
3.3. 外贸租赁：售后回租业务为主，增资带动规模增长... ..	11
3.4. 五矿经易期货：协同效应触发业绩高增长，市场占有率提 升	13
4. 集团资源丰富，千亿内部市场可期.....	14
4.1. 金融子公司实力大幅提升，内部协同空间巨大.....	14
4.2. 中冶五矿合并，开启千亿内部协同市场.....	14
5. 业绩有望持续高增长，首次覆盖给予买入评级..	15
6. 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 交易完成后金瑞科技控股股权结构.....	4
图表 2: 交易前后资产规模(2016 年 6 月 30 日)对比 (单位: 亿元)	5
图表 3: 交易前后经营能力和盈利能力对比 (2016 年 1-6 月) (单位: 亿元)	5
图表 4: 2016 年上半年主营业务收入构成.....	6
图表 5: 两大主营业务销售收入情况 (单位: 亿元)	6
图表 6: 锂电正极材料毛利率 (%)	7
图表 7: 锰及锰系材料营业收入与营业成本 (单位: 亿元)	7
图表 8: 五矿信托收入结构 (单位: 千万元)	8
图表 9: 五矿信托管理信托资产构成 (单位: 百亿元)	9
图表 10: 五矿信托固有业务规模 (单位: 亿元)	9
图表 11: 五矿证券营业收入和净利润情况 (单位: 亿元)	10
图表 12: 2016 年 1-6 月五矿证券营业收入构成.....	11
图表 13: 外贸租赁营业收入和净利润 (单位: 亿元)	12
图表 14: 外贸租赁融资租赁新签合同额 (单位: 亿元)	12
图表 15: 外贸租赁主要风险指标.....	13
图表 16: 五矿经易期货期货经纪成交额 (单位: 万亿元)	13
图表 17: 五矿经易期货交易金额市场占比.....	14
图表 18: 公司盈利预测表 (单位: 百万元)	15

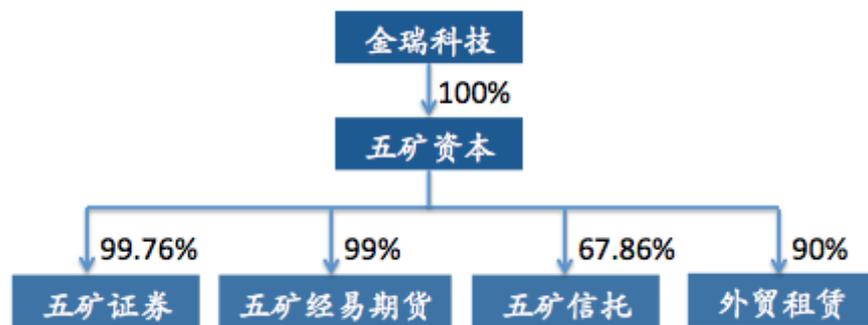
1. 收购+募资定位金控，上市公司焕发新活力

1.1. 注入金融资产，金融+产业直投运营模式形成

金瑞科技于 2016 年 2 月 26 日发布重大资产重组停牌公告，历时 10 月，于 12 月 26 日获得中国证监会批复。金瑞科技以 10.15 元/股的价格向五矿股份等发行股份购买五矿资本 100% 股权，五矿证券 3.3965% 股权，五矿经易期货 10.4% 股权，五矿信托 1.86% 股权。本次交易完成后，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 99.00% 股权、外贸租赁 50% 股权和五矿信托 67.86% 股权。截止 2017 年 1 月 5 日，所有购买资产已完成过户。

目前金瑞科技正在进行重大资产购买事项，拟通过全资子公司五矿资本参与中国东方转让外贸租赁股权项目的竞买，受让外贸租赁 40% 的股权；若竞买成功，金瑞科技将通过五矿资本间接持有外贸租赁 90% 股权。

图表 1：交易完成后金瑞科技控股股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

资产注入的完成意味着金瑞科技从一家主营电子基础材料和超硬材料的企业成功转型为金融+产业直投的金控平台，成为拥有证券、期货、信托、金融租赁、基金、商业银行、产业直投等业务的平台公司。此次金融资产的注入有助于上市公司摆脱经营困境，拓宽盈利来源，提升可持续发展能力；此外五矿资本背靠五矿集团，集团内部资源丰富，业务协同可期。未来，**金融业务将成为上市公司的核心主业。**

1.2. 150 亿配套融资提升金融板块实力

金瑞科技采用锁价发行的方式，以 10.15 元/股向中海集运等 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，募集配套资金总额 150 亿元，募集配套资金拟用于补充五矿资本下属的五矿证券（59.2 亿元）、五矿经易期货（15 亿元）、五矿信托（45 亿元）和外贸租赁（30 亿元）资本金，以及用于支付中介机构费用等。截止 2017 年 1 月 6 日，所募集的 150 亿元现金已全部到位。

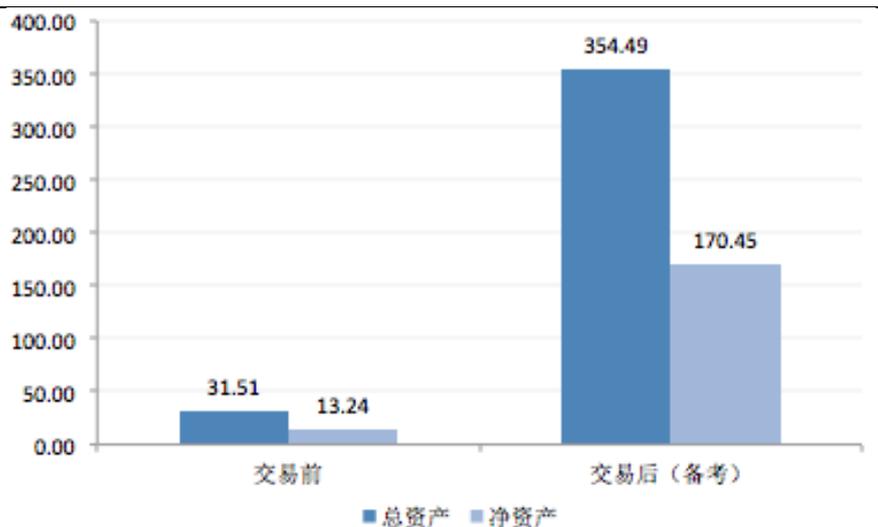
五矿资本下属牌照公司规模较小，但资质较优；随着行业的发展，原有资本金已无法满足规模增长和业务拓展的需求，增资势在必行。根据最优增资规模和自身管控能力确定的各家牌照公司增资数额，将有效提升资本金利用效率，同时资本实力的提升有助于业务的拓展和规模的扩大。目前，五矿资本的控股比例较高，未来还有进一步引入资源背景

雄厚的战略投资者和可能，上市公司金融板块实力将得到进一步提升。

1.3. 定位金控平台，上市公司焕发新活力

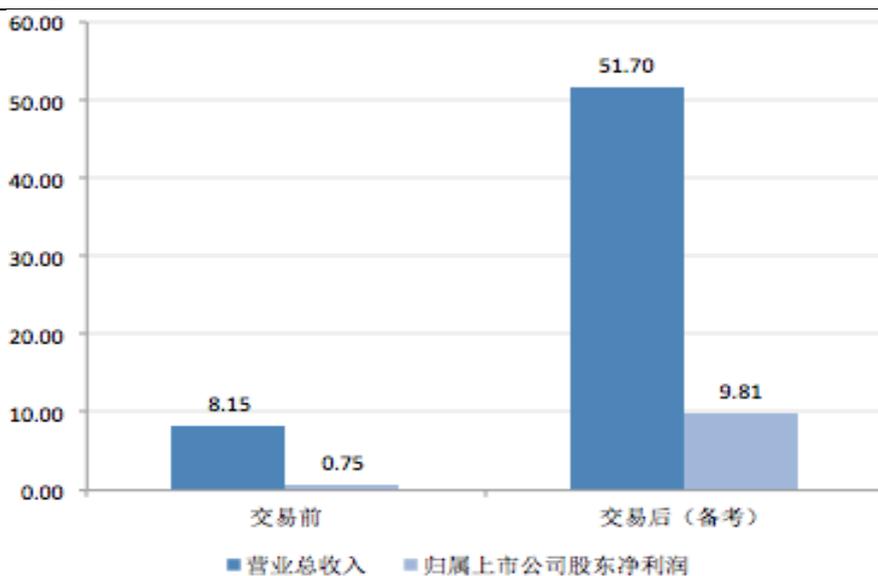
本次交易后，公司的总资产、净资产规模将大幅增加，公司的营业收入、净利润均大幅提高。交易完成后上市公司总资产达 354.49 亿元，净资产 170.45 亿元，资金实力大大提升；2016 年上半年营业收入(备考)为 51.70 亿元，是交易前的 6 倍，ROE 提升至 6.58%。根据 st 金瑞公布的 2016 业绩预盈公告，重组后将实现归母净利润 15.8 亿元，盈利能力大大提升。

图表 2：交易前后资产规模(2016 年 6 月 30 日)对比 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 3：交易前后经营能力和盈利能力对比 (2016 年 1-6 月) (单位：亿元)

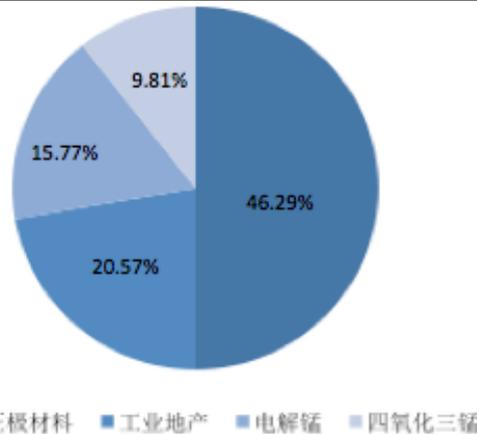


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 原有业务扭亏为盈，整体趋于稳定

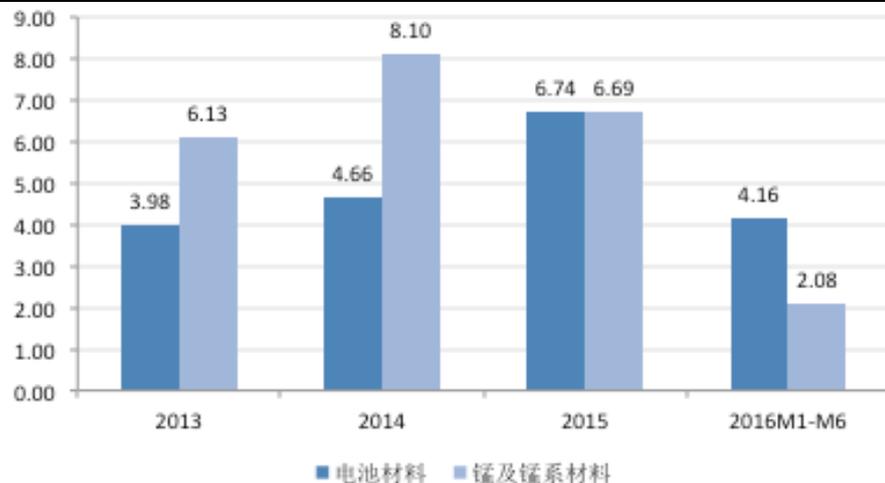
本次交易之前，金瑞科技的两大主营业务为电池材料业务和锰及锰系产品业务，主要产品包括锂电正极材料、镍氢正极材料、电解锰和四氧化三锰；2015 年开始涉足工业地产。从营业收入来看，电池材料占比较大，且处于不断发展壮大的阶段。在“强基固本”的战略发展下原有业务整体趋于稳定：2016 年前三季度公司原有业务实现营业收入 12.81 亿元，净利润 9555.17 万元，实现扭亏为盈。

图表 4：2016 年上半年主营业务收入构成



资料来源：公司中报，东吴证券研究所

图表 5：两大主营业务销售收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司报告，东吴证券研究所

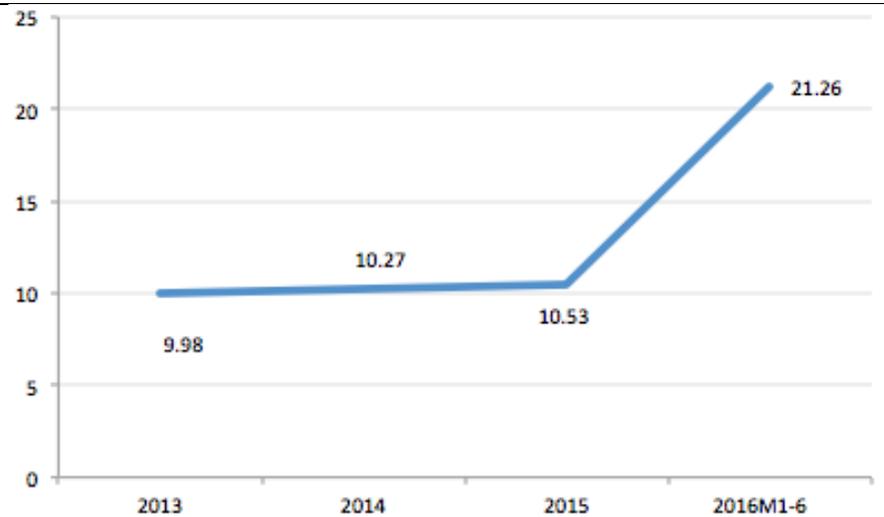
2.1. 电池材料市场需求旺盛，盈利能力好

金瑞科技电池材料业务主要以锂电正极材料业务为主，属于锂电池的上游行业，其发展前景与锂电池的发展状况密切相关。据高工产研锂电研究所(GGII)调查，2015 年中国正极材料市场规模达到 134.27 亿元，同比 2014 年增长 40%。2016 年国内电池材料市场需求旺盛，产能逐步释放，电池材料板块成为金瑞科技原有业务最重要的利润增长点。

2016 年上半年公司电池材料板块营业收入同比增长 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 11.50 个百分点, 锂电正极材料毛利率高达 21.26%, 盈利能力大幅提升。

图表 6: 锂电正极材料毛利率 (%)

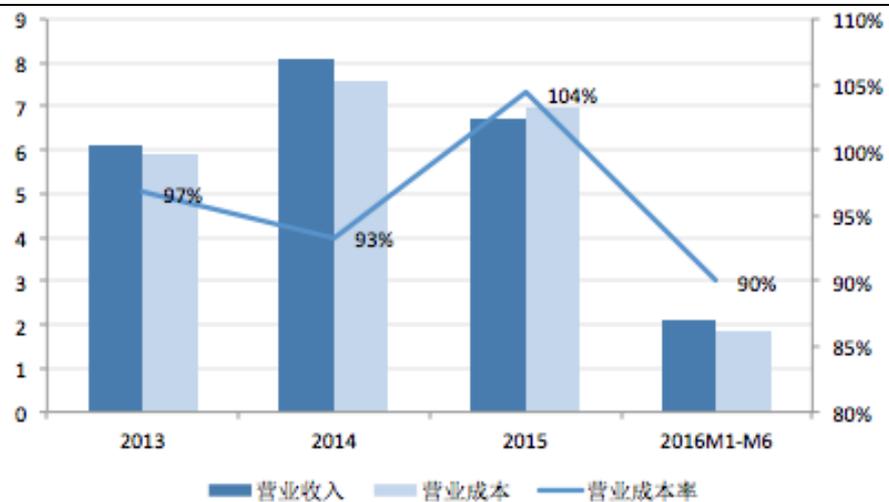


资料来源: 公司报告, 东吴证券研究所

2.2. 锰系材料压缩成本, 实现扭亏为盈

在销售端增长乏力的情况下, 金瑞科技通过推行精益生产、减员增效等措施, 提高了锰综合回收率, 降低了人工成本; 同时锁定低价矿石进一步降低了生产成本; 2016 年上半年成功实现扭亏为盈。

图表 7: 锰及锰系材料营业收入与营业成本 (单位: 亿元)



资料来源: 公司报告, 东吴证券研究所

锰及锰系材料的冶炼加工属于高污染产业, 在竞争激烈的市场环境下, 通过压缩成本实现不亏损并维持住现有规模, 预计不会对上市公司业绩造成拖累, 另外, 随着公司向金控平台转型的推进, 此类业务也存在被剥离的可能性。

2.3. 工业地产盘活闲置土地, 成为重要利润来源

2015 年开始建设的金拓置业“金瑞·麓谷科技园”工业地产项目开始销售, 截止 2016 年 6 月 30 日累计已签订认购协议或合同的建筑面积超

过计划的 70%。一方面，工业地产业务成为金瑞科技重要利润来源：2016 年上半年实现营业收入 1.676 亿元，净利润 2,924.99 万元，占公司上半年总净利润的 39.37%；另一方面，对公司闲置工业土地进行开发能够盘活公司资产，提高资本回报率和流动性。

3. 全牌照金控航母正式启航

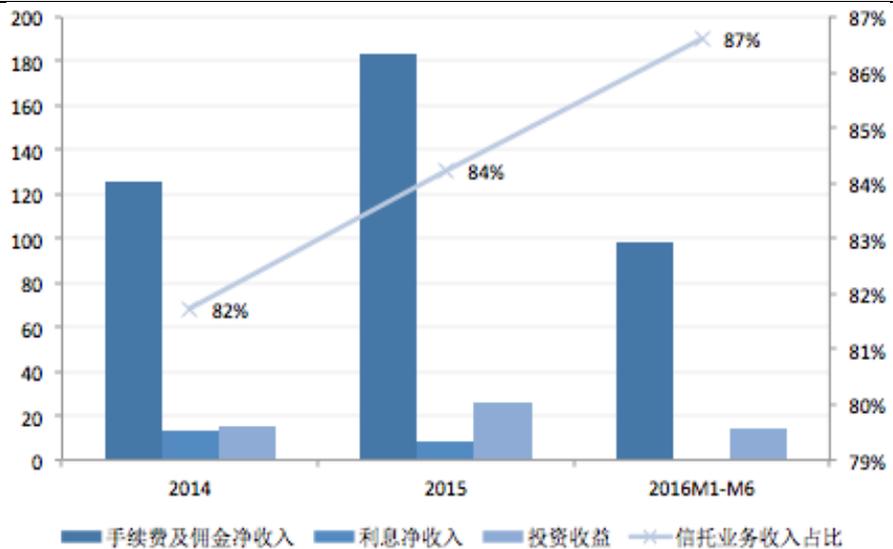
资产注入完成后，金瑞科技通过全资子公司五矿资本间接控股五矿证券、五矿信托、五矿经易期货和外贸租赁，上市公司金融牌照齐全。受制于资本金不足规模较小，主要金融牌照子公司过去几年都处于打基础的阶段，此次增资将大大提升牌照子公司的行业地位，同时提高运营能力，扩宽业务渠道，实现较快发展。

3.1. 五矿信托：主动管理能力强，增速高于行业平均

五矿信托设立于 1977 年，前身是青海庆泰；此次增资 45 亿元后，净资产将达到 108.47 亿元。最近两年五矿信托主营业务收入迅速增加，2015 年主营业务收入同比增加 40.69%，高于 23.15% 的全行业增速，其中信托手续费收入同比增速为 46.05%。

信托业务收入占比不断上升，信托报酬率优于行业平均水平。2016 年上半年信托业务收入占比高达 87%。2015 年度及 2014 年度五矿信托的信托报酬率分别为 0.69% 和 0.72%，根据中国信托业协会公布的行业数据，2015 年度及 2014 年度信托行业的信托报酬率分别 0.53% 和 0.56%，均高于行业平均水平。

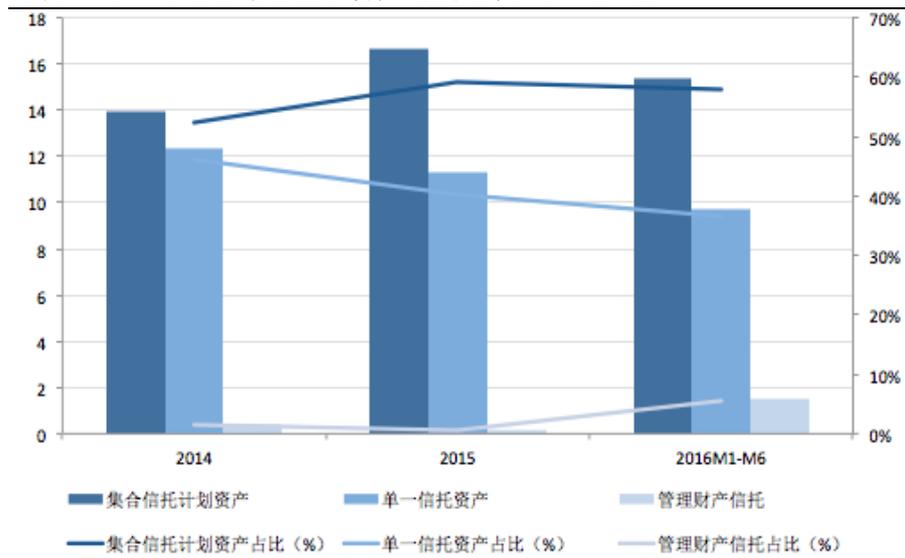
图表 8：五矿信托收入结构（单位：千万元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

主动管理能力强。从业务结构方面看，五矿信托主动管理项目占比较高，因而获取了高于行业平均水平的收益率。五矿信托的资产主要分布于集合信托计划，截止 2016 年 6 月末管理信托资产规模为 1648.76 亿元，其中集合信托计划资产 1533.11 亿元，占比 57.88%，近两年维持在 50% 以上；单一信托资产占比的持续下降也一定程度上体现了公司加快提升主动管理能力的步伐。

图表 9：五矿信托管理信托资产构成（单位：百亿元）

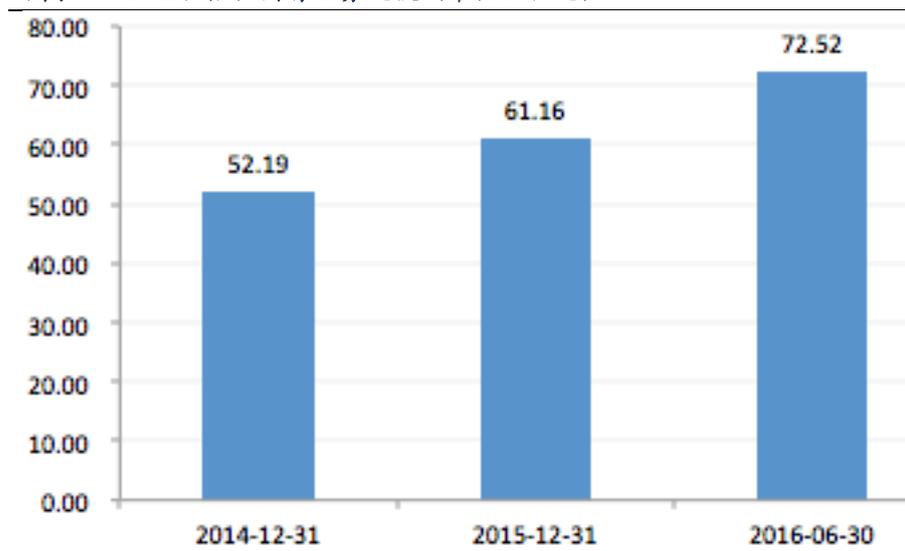


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

背靠五矿集团，丰富资源利好通道业务。2016 年监管层对通道业务的规范，包括对基金子公司的净资本约束等相关政策，实质上是将此类业务挤回信托通道；同时，八大业务分类也使得信托通道业务更加规范化和阳光化，行业整体形势大好。在此次信托发展浪潮中，五矿集团与商业银行深厚的关系等丰富资源将给五矿信托带来优势，有利于五矿信托在通道业务中获得较好的收益分享，从而提升公司整体业绩。

资本金增加，固有业务贡献有望提升。五矿信托固有业务规模不断上升，截止 2016 年 6 月 30 日，固有业务规模已达 72.52 亿元，同比增长 18.58%。未来 45 亿元增资的到位，固有资产规模必将进一步壮大；同时随着 2017 年投资环境的改善，投资收益率也将呈现一定的上升，固有业务贡献有望提升。

图表 10：五矿信托固有业务规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

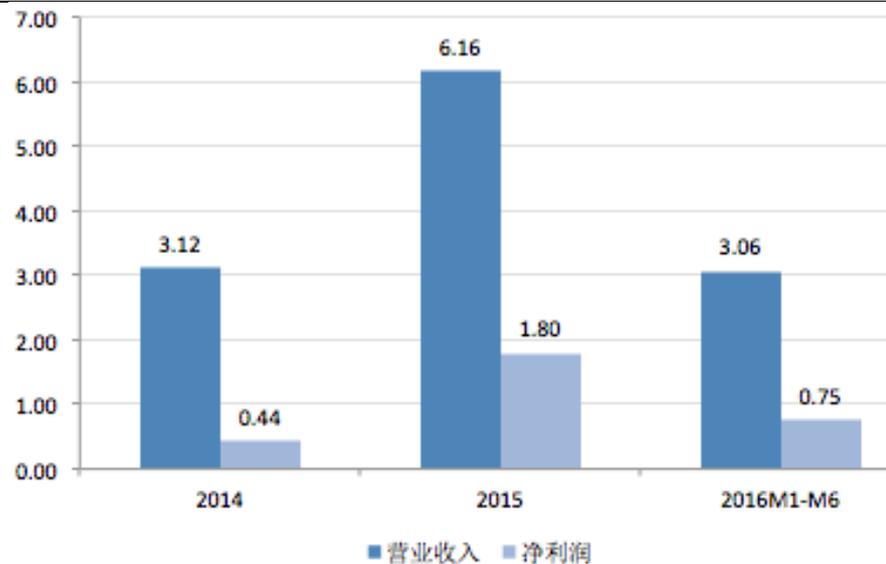
根据中国信托业协会公布的数据测算, 2015 年五矿信托管理信托资产占全行业比例为 1.72%; 2015 年五矿信托营业收入、净利润等指标在全行业排名均为 15 名, 为未来发展奠定了扎实的基础。此次增资必将提升五矿信托行业地位, 发展前景好。

3.2. 五矿证券: 净利润增长迅速, 固收业务成为亮点

五矿证券原名金牛证券, 成立于 2000 年。截止 2016 年 12 月, 五矿证券共有 34 家营业部; 2016 年上半年实现营业收入 3.06 亿元。

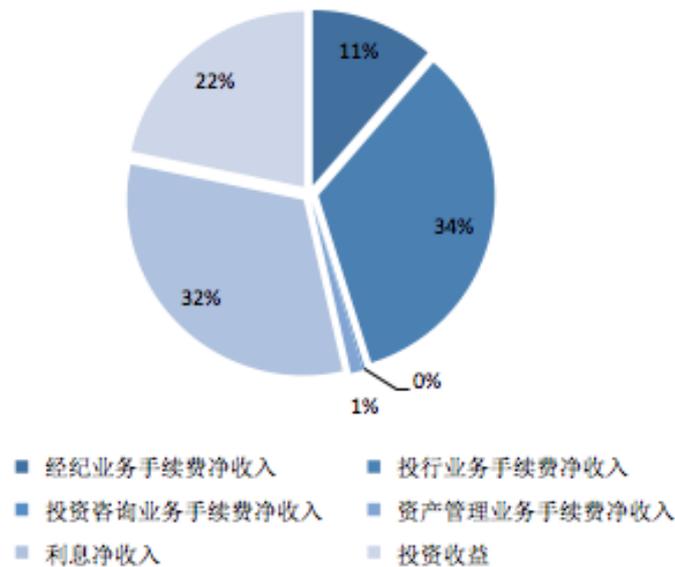
净利润增长迅速。2015 年度, 五矿证券实现营业收入 61,640.85 万元, 同比增长 97.66%; 实现净利润 17,966.75 万元。同比增长 312.44%。从业务构成看, 2015 年度, 五矿证券的收入和利润主要来源于证券经纪、固定收益与融资融券三大类业务, 三项业务合计贡献了 90% 以上的收入和利润; 证券市场行情较好, 股票交易量的大幅增加带来了证券经纪和融资融券业务净收入的大幅增长。另外, 五矿证券加强了成本控制, 营业支出的增幅远低于营业收入的增幅。

图表 11: 五矿证券营业收入和净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 表 12：2016 年 1-6 月五矿证券营业收入构成



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

固定收益业务贡献大，收入结构优化。五矿证券固定收益事业部成立于 2010 年 3 月，在项目承揽、承做、承销方面都具有扎实的业务能力和丰富的合作资源。2016 年 1-6 月，五矿证券固收业务收入在其业务总收入中所占比重约 52%。五矿证券 2015 年度债券交割量 11,320 亿元，在所有券商中排名第 7 位，创历史新高。债券交割量很好地代表了机构在市场上的活跃程度，在业内已经享有一定声誉。2016 年 1-6 月，债券自营收入、债券撮合收入、承销收入分别占固收业务总收入比重为 17.85%、50.91%和 31.24%。固定收益收入结构越来越趋于合理，收入结构的多元性也有了明显提升。

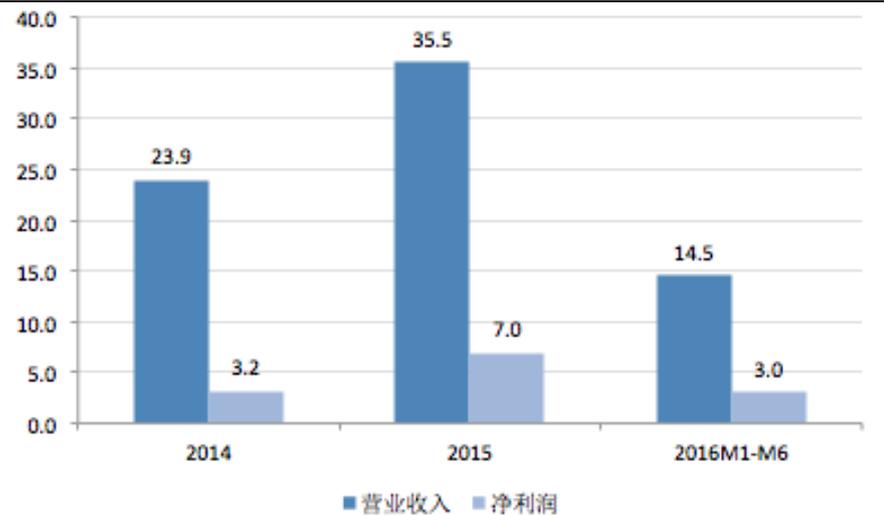
投行业务、资管业务和自营业务基础牢固，逐渐发展。过去几年，五矿证券规模较小，对投行等业务的定位是盈亏平衡；在此次配套资金到位后，公司资本金将达到行业平均水平，对于公司弱势业务的展开和拓展带来便利，未来受益于前期的牢固业务基础和后期资本金的夯实，投行、资管、自营等业务预计将迎来发展契机。

3.3. 外贸租赁：售后回租业务为主，增资带动规模增长

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。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租赁等租赁业务。

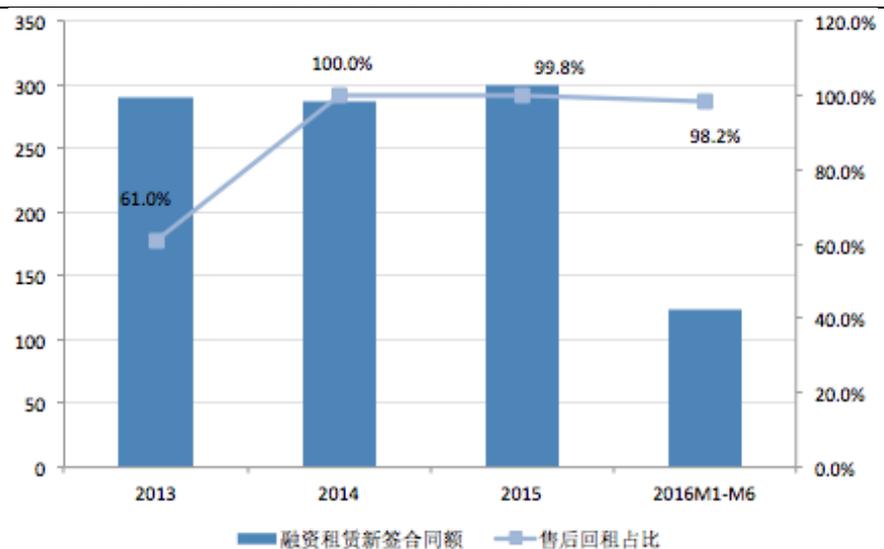
外贸租赁业务稳定增长。2015 年营业收入同比增长 48.40%，净利润同比增长 118.75%；2016 年上半年实现营业收入 14.5 亿元，净利润 3.0 亿元，业绩实现较快增长。目前，外贸租赁的融资租赁业务以售后回租业务为主，近两年来占比高达 99%以上。2016 年上半年，融资租赁新签合同 124.26 亿元，其中售后回租为 121.97 亿元，直接租赁为 2.29 亿元。从融资租赁新签合同额的近三年数据来看，整体租赁业务维持较为稳定的发展。

图表 13: 外贸租赁营业收入和净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 14: 外贸租赁融资租赁新签合同额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

资本金充实带动租赁项目投放规模迅速增加。2014 年, 两大合营股东, 五矿和东方对外贸租赁各增资 10 亿元, 充实了外贸租赁的资本金, 带动租赁项目的投放规模迅速增加, 其导致的收入增长在 2015 年度得到了充分体现。2015 年, 外贸租赁应收融资租赁款的余额为 455.07 亿元, 较 2014 年的余额 342.41 亿元增长了 32.90%, 使得营业收入实现大幅增长。此次募集配套资金将对外贸租赁继续增资 30 亿元, 资本金的进一步充实有利于外贸租赁扩大规模, 释放规模效应, 推动净利润的进一步增长。

风险水平可控, 各项指标优于行业标准。融资租赁行业主要风险是交易对手不能履约导致损失的信用风险, 较大部分的租赁客户往往是在银行融资不畅的情况下选择以融资租赁方式进行融资, 行业潜在风险较大。外贸租赁的资本充足率等各项指标均达到相关标准, 整体风险可控。

图表 15: 外贸租赁主要风险指标

	2014-12-31	2015-12-31	2016-06-30	行业监管标准
资本充足率	13.69%	11.68%	12.60%	≥10%
单一客户融资集中度	12.32	19.58%	22.32%	≤30%
不良资产率	0.45%	0.70%	0.68%	

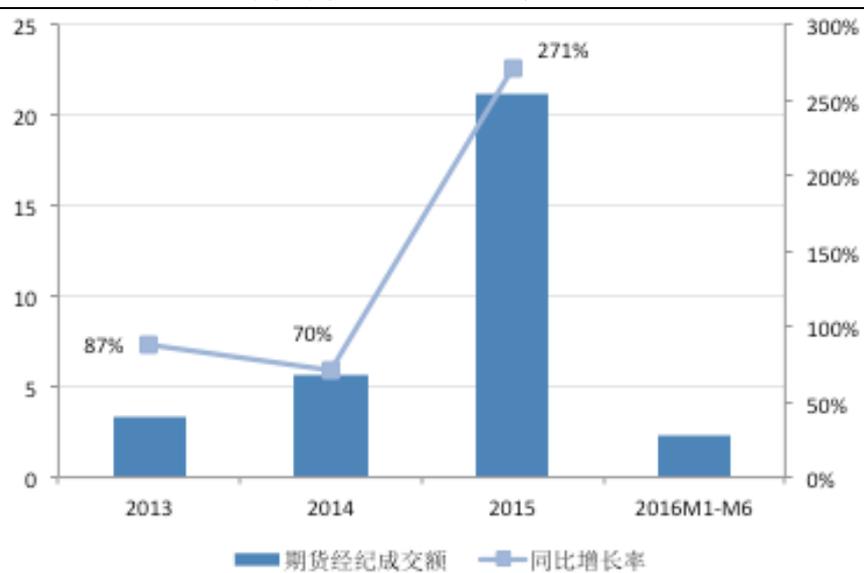
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.4. 五矿经易期货: 协同效应触发业绩高增长, 市场占有率提升

五矿经易期货旗下有全资子公司五矿产业金融和深圳琛达。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; 其中, 风险管理业务由其子公司五矿产业金融开展。

2014 年五矿期货和经易期货合并后, 协同效应明显, 日均客户权益、成交额等主要业务指标都保持了较快速的增长。2015 年是五矿经易期货合并后的第一个完整运行年度, 期货经纪成交额与日均客户权益均大幅增长; 期货经纪成交额 21.15 万亿元, 较上年增加 271.29%; 日均客户权益 49.12 亿元, 较上年增加 92.48%。2016 年上半年, 受股指期货限仓政策持续等因素影响, 金融期货的成交量、成交金额有所下滑, 五矿经易期货实现期货经纪成交额 2.31 万亿元。

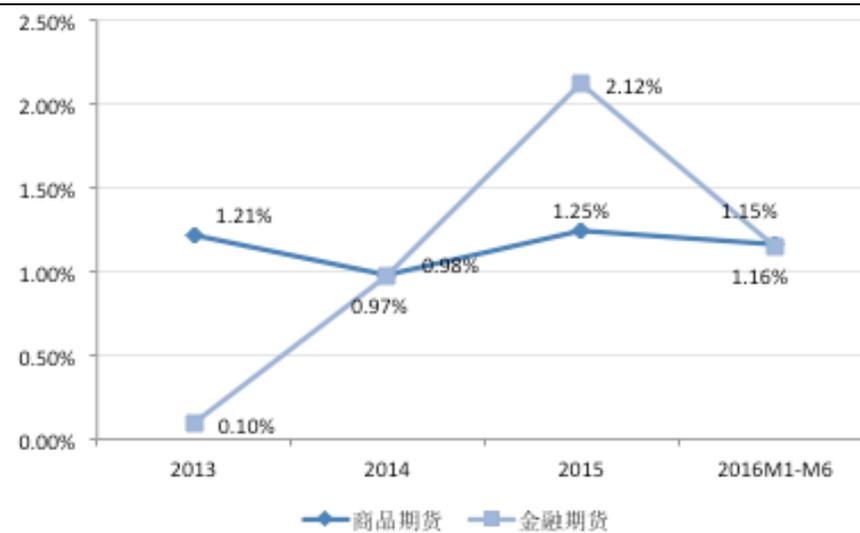
图表 16: 五矿经易期货期货经纪成交额 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

五矿经易期货的市场占比整体有所提升。商品期货交易金额市场占比较为稳定, 近年来维持在 1.2% 左右; 金融期货受到宏观环境和市场波动的影响, 波动较大, 2015 年市场占有率由 0.97% 上升至 2.12%, 2016 年受到政策影响有所回落; 但整体来看较 2013 年已有较大的提升。

图表 17: 五矿经易期货交易金额市场占比



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

另外, 五矿经易期货还具有资产管理业务牌照。目前五矿经易期货的产品以单层结构为主, 包含一对一专户产品和一对多产品。一对多产品中, 管理型产品占比较大。截至 2016 年 6 月 30 日, 五矿经易期货共计成立运行 77 个资产管理计划, 规模合计 19.00 亿。同时, 五矿经易期货与工商银行、中国银行、招商银行、国信证券、中信证券、五矿证券、五矿信托建立了合作关系, 并正尝试与基金公司合作拓展营销渠道; 未来发展可期。

4. 集团资源丰富, 千亿内部市场可期

4.1. 金融子公司实力大幅提升, 内部协同空间巨大

受制于旗下金融子公司的资本实力较低, 部分金融子公司综合实力行业排名靠后 (比如五矿证券), 和五矿集团的行业地位和实力存在较大差异, 因此集团层面很多内部协同的业务机会很难对接到五矿资本。五矿资本和集团层面的业务协同广度和深度都非常低。五矿资本与集团业务协同的收入占比低于 2%。

此次五矿资本顺利注入上市公司后, 旗下金融牌照顺利拿到 150 亿配套融资净资产实力大幅提升; 另外金融子公司注入上市主体后, 管理和激励机制有望进一步优化; 受益于净资产补充和人才机制革新, 旗下核心金融子公司的行业地位和竞争实力有望实现快速提升, 五矿资本和五矿集团业务协同的广度和深度均有望趋势性增加。

4.2. 中冶五矿合并, 开启千亿内部协同市场

2015 年 12 月 8 日, 经国务院批准, 中冶集团将整体并入五矿集团, 重组成为其下属上市公司。作为两家“世界 500 强企业”, 合并后的五矿和中冶集团总资产规模将超过 6000 亿元, 旗下拥有中国中冶、五矿发展、五矿资源等 8 家上市公司。

并购重组后, 五矿集团将吸收中冶的资源类业务, 而中冶将承接双方在基建地产板块的业务。中冶的优势在于建筑工程和设备制造方面,

同时具备丰富的项目资源，合并有利于其与五矿的业务深化和拓展。此次合并使得五矿资本与集团业务协同的外延和潜在规模翻倍。

在五矿和中冶合并后，五矿集团就提出“打造千亿内部市场”的战略目标，上市公司有望持续受益于内部协同市场的发展和壮大。

5. 业绩有望持续高增长，首次覆盖给予买入评级

自上而下来看，信托行业和租赁行业迎来重要发展机遇期，将助推公司信托业务和金融租赁业务的快速发展。150 亿配套融资会在今年陆续增资到旗下金融子公司，将极大提升旗下金融子公司净资本实力，推动业绩快速提升。外延并购（收购租赁 40% 股权）以及增值带来的持股比例大幅提升（信托），均将进一步提升上市公司的归母净利润水平。我们预计 2017 年-2019 年上市公司归母净利润水平分别为 28.6 亿、36.4 亿、43.2 亿，对应 PE 为 19.9 倍、15.6 倍和 13.1 倍，首次覆盖给予买入评级。

图表 18：公司盈利预测表（单位：百万元）

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入	1366	8497	14923	18825	22621
营业收入增速	-	522%	76%	26%	20%
归母净利润	-370	1580	2860	3640	4320
归母净利润增速	-	-	81%	27%	19%
EPS	-0.89	0.42	0.76	0.97	1.15
PE（对应最新股价）	-17.01	35.93	19.85	15.60	13.14

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

6. 风险提示

五矿资本与集团业务协同不及预期
信托、租赁等行业增速趋缓
子公司层面激励机制落实不及预期

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

