

## 公司研究/首次覆盖

2017年04月10日

非银行金融/其他金融服务 II

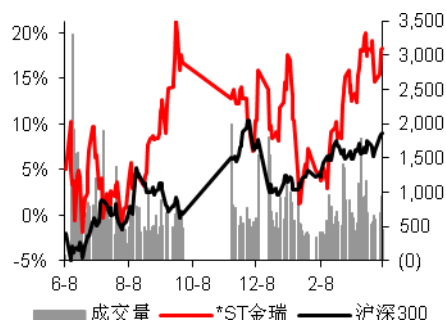
投资评级：增持（首次评级）

 当前价格(元): 15.16  
 合理价格区间(元): 17-19

 沈娟 执业证书编号: S0570514040002  
 研究员 0755-23952763  
 shenjuan@htsc.com

 刘侨捷 0755-82573832  
 联系人 liuqiaojie@htsc.com

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 金控利长久，产融共婣娟

## \*ST金瑞(600390)

## 五矿资本重组上市，募资夯实资本实力

2016年12月\*ST金瑞资产重组获得证监会审核通过，185亿元五矿旗下金融资产注入，包括信托、租赁、证券、期货等金融子板块，同时配套募资150亿元增量金融子公司。目前购买资产已完成过户，配套资金已到位，此外公司拟现金收购外贸金融租赁40%股权。本次重组上市借力资本市场，实现中国五矿旗下的金融资产证券化，优化国有资产资源配置和运行效率，落实国企改革精神。

## 信托租赁双轮驱动，子公司各有千秋

1) 五矿信托: 行业政策面利好，通道业务回流持续，自身主动管理能力较强，带动公司业绩、信托报酬率优于行业平均水平，目前风控指标良好，增资后净资产超百亿，业务拓展可期。2) 外贸租赁: 金融租赁牌照稀缺，直租合同规模和占比回升，增资助成长，创造利润空间。3) 五矿证券: 净利润增长迅速，固收业务成亮点。4) 五矿经易期货: 传统经纪业务稳中求进，资管产品丰富纷呈。未来公司将拥有牌照优势，借力五矿集团资源支持，增资后打开净资本约束，大金控平台蓄势待发。

## 背靠全球矿产巨头，产融协同促活力

1) 自身“牌照金融+产业直投”，助力新能源电池业务。2) 依靠五矿集团央企背景，五矿资本品牌效应突出，同时五矿集团丰富的客户资源也是五矿资本业务发展的重要支撑力量。3) 五矿集团上下游客户的融资租赁需求将成为五矿资本旗下租赁业务的发展机会。4) 集团上下游丰富的客户资源将为五矿经易期货发展金属期货业务的天然优势。5) 集团资产证券化率提升潜力较大，有望带动五矿证券投行和直投业务发展。

## 增资促发展，多牌照布局

预计公司2017年归母净利润约22亿元。其中1) 五矿信托: 本次增资45亿元资金到位后，净资产将超过100亿元，按2015年行业净资产可进入排名前十，预计2017年可为\*ST金瑞贡献净利润10亿元。2) 外贸金融租赁: 本次增资30亿元夯实资本实力，并考虑现金收购其40%股权所带来的业绩增量，预计外贸租赁2017年为\*ST金瑞贡献净利润8亿元。3) 五矿证券: 增资前净资产仅16亿元，本次方案为其增资约60亿元，补充资本金短板，未来投行、资管、自营等业务预计将迎来发展契机，预计五矿证券2017年为\*ST金瑞贡献净利润1.5亿元。

## 股东资源+增资+实际流通盘小，首次覆盖给予增持评级

预计公司2016-2018年归母净利润水平分别为16/22/27亿元，EPS为0.42/0.58/0.73元/股。公司背靠五矿集团发挥协同作用，金融资产增资有助于业务拓展；公司流通盘市值69亿元，除原大股东持股外的实际流通盘48亿元，实际流通盘小、股价弹性大。结合公司股东资源+增资+实际流通盘较小的特点，给予公司合理溢价，认为公司2017年合理估值约为30-32倍PE，根据我们盈利预测公司2017年净利润22亿元，本次增发后总股本37.48亿股，2017年对应目标价为17-19元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示: 业务协同不如预期、市场波动风险、转型失败。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	3,748
流通A股(百万股)	451.26
52周内股价区间(元)	12.58-15.54
总市值(百万元)	56,826
总资产(百万元)	3,260
每股净资产(元)	0.34

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,304	1,366	9,512	13,055	16,264
+/-%	24%	5%	596%	37%	25%
净利润(百万元)	-28	-370	1,580	2,166	2,720
+/-%	-384%	-1220%	527%	37%	26%
EPS(元, 最新摊薄)	-0.07	-0.89	0.42	0.58	0.73
PE(倍)	/	/	36	26	21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

重组搭建金控平台，增资夯实资本实力 .....	4
原有主营新能源电池，注入金融资产促盈利 .....	4
185亿元收购五矿金融资产，150亿元配套募资支持金融版块 .....	5
信托租赁双轮驱动，多牌照搭建金控 .....	7
五矿信托：百尺竿头，更进一步 .....	7
行业政策面利好，通道业务回流持续 .....	7
资产规模：单一信托资产占比下降，反映主动管理能力提升 .....	8
业绩：2015年业绩增速、信托报酬率均高于行业平均水平 .....	9
风控指标总体可控，增资扩股顺应监管趋严 .....	10
外贸租赁：增资带动营收和利润增长，金融租赁牌照优势明显 .....	11
增资带动营收和利润增长 .....	11
售后回租业务为主，直租规模和占比回升 .....	11
金融租赁牌照更稀缺，优势更明显 .....	12
五矿证券：业绩增速良好，营收结构多元 .....	12
2015年业绩增速高于行业平均，营收结构愈加多元 .....	12
固收逐渐成为优势，收入占营业收入超50% .....	13
五矿经易期货：经纪业务稳步发展，资产管理产品丰富 .....	14
传统经纪业务稳步发展 .....	14
资产管理产品丰富 .....	15
国改政策春风吹，金控协同促活力 .....	16
借力资本市场，落实国改精神 .....	16
背靠金属矿产航母，产融协同可期 .....	16
自身“新能源电池”+“金融”协同作用 .....	17
与五矿集团协同作用 .....	17
盈利预测与投资建议 .....	18
盈利预测 .....	18
投资建议 .....	19
PE/PB - Bands .....	20
风险提示 .....	21

## 图表目录

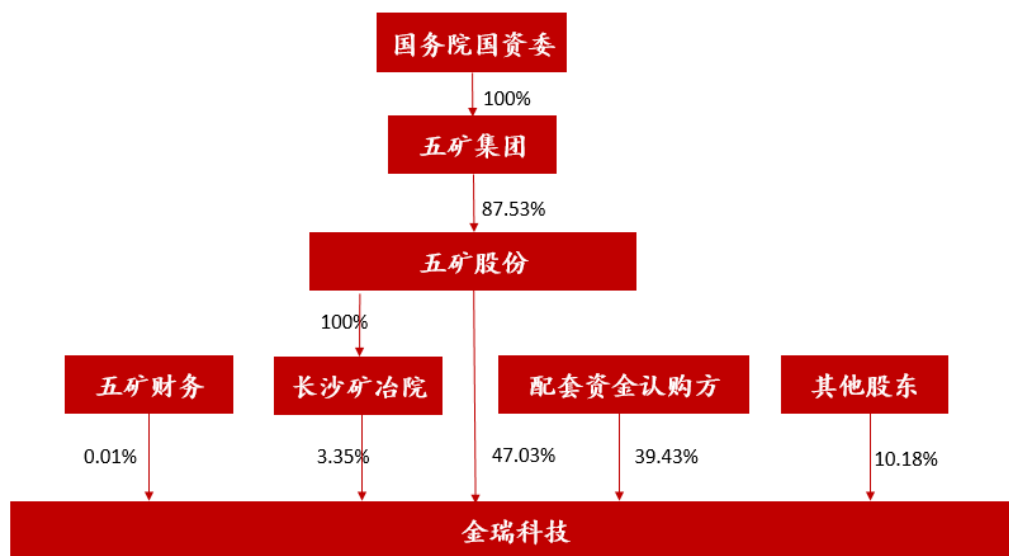
图表 1: 2017 年 1 月资产过户完成后公司股权结构 .....	4
图表 2: 交易前后财务指标比较 (单位: 亿元) .....	4
图表 3: 发行股份购买 185 亿元五矿金融资产 .....	5
图表 4: 配套募资共 150 亿元 .....	5
图表 5: 重组前后股权结构对比 .....	6
图表 6: 五矿资本注入已完成, 若收购外贸租赁 40% 股权完成后公司金融板块及持股比例 .....	6
图表 7: 信托租赁双轮驱动 (单位: 亿元) .....	7
图表 8: 信托行业跨入“20 万亿”时代 .....	7
图表 9: 基金子公司规模开始下滑 .....	8
图表 10: 券商资管规模及增速 .....	8
图表 11: 单一信托资产占比下降, 反映主动管理能力提升 .....	8
图表 12: 主动管理规模占比 40% .....	9
图表 13: 基础产业一直是五矿信托最重要的信托业务的行业领域 .....	9
图表 14: 五矿信托收入组成 (单位: 亿元) .....	10
图表 15: 五矿信托报酬率高于行业平均水平 .....	10
图表 16: 信托公司风险控制指标实例 (单位: 亿元) .....	11
图表 17: 股东增资带动租赁项目投放规模, 促使 2015 年营收增长 .....	11
图表 18: 外贸租赁以售后回租业务为主 (单位: 亿元) .....	12
图表 19: 五矿证券营业收入和净利润情况 .....	13
图表 20: 2015 年五矿证券营业收入及占比 (单位: 亿元) .....	13
图表 21: 2016H1 五矿证券营业收入及占比 (单位: 亿元) .....	13
图表 22: 五矿经易期货的营收与净利润 .....	14
图表 23: 五矿经易期货经纪业务数据 .....	14
图表 24: 央企系金控平台、下属金融资产及其共同控制人下的上市公司 .....	16
图表 25: “1+N”: 1 个指导意见+N 个国企改革配套文件 .....	16
图表 26: 金控模式核心优势 .....	17
图表 27: 损益表 .....	19
图表 28: 部分金控估值水平 .....	20
图表 29: *ST 金瑞历史 PE-Bands .....	20
图表 30: *ST 金瑞历史 PB-Bands .....	20

## 重组搭建金控平台，增资夯实资本实力

### 原有主营新能源电池，注入金融资产促盈利

金瑞科技成立于1999年，2001年在上交所上市，是五矿集团旗下的上市平台之一。重组前，长沙矿冶院持有公司27.84%股份，为公司的控股股东，隶属于五矿集团，实际控制人为国务院国资委。金瑞科技的原来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。本次重组实质上是五矿股份下的金融资产五矿资本注入金瑞科技，重组后，五矿资本将成为金瑞科技的全资子公司，实际控制人仍为国务院国资委。

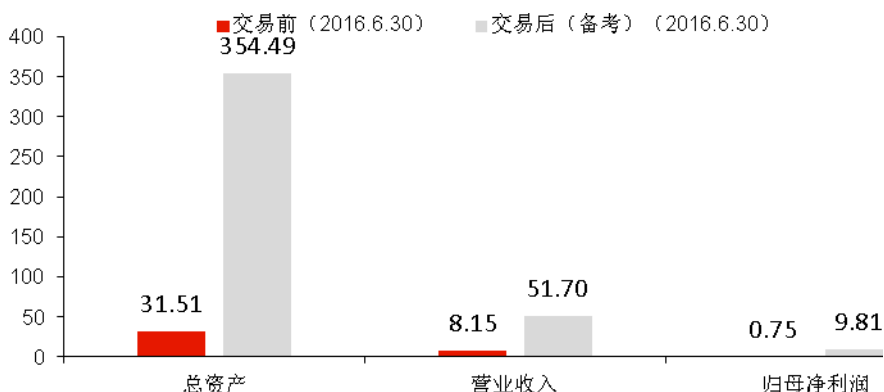
图表1：2017年1月资产过户完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

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，本次交易完成后，公司的业务范围将涵盖金融业务，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。考虑到金融行业目前处于发展机遇期，通过本次交易注入优质金融资产，上市公司将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，提升可持续发展能力、抗风险能力以及后续发展潜力，并为整体经营业绩提升提供保证。

图表2：交易前后财务指标比较（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 185 亿元收购五矿金融资产，150 亿元配套募资支持金融版块

**发行股份购买 150 亿元五矿金融资产。**2016 年 6 月 8 日，公司公布重大资产重组方案，拟以 10.15 元/股的价格向五矿股份等发行股份购买其持有的五矿资本 100% 股权、五矿证券 3.40% 股权、五矿经易期货 10.40% 股权和五矿信托 1.86% 股权，本次交易共发行 18.2 亿股股份，交易对价合计为 184.66 亿元。五矿股份锁定期为 36 个月，其他交易对手锁定期为 12 个月。重组完成后，公司股本从 4.51 亿扩大到 37.48 亿股，公司将持有五矿资本 100% 股权，并通过五矿资本持有五矿证券 99.76% 股权、五矿经易期货 99.00% 股权、五矿信托 67.86% 股权、外贸租赁 50.00% 股权，以及已经持有的绵商行、安信基金、五矿保险经纪等其他金融企业股权，公司将成为拥有证券、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。

**图表3： 发行股份购买 185 亿元五矿金融资产**

重组交易对方	交易内容	股份交易对价 (亿元)	支付股份数量 (百万股)
五矿股份	五矿资本 100% 股权	178.34	1,757.02
金牛投资	五矿证券 2.7887% 股权	0.73	7.15
惠州国华	五矿证券 0.6078% 股权	0.16	1.56
经易控股	五矿经易期货 4.92% 股权	1.72	16.96
经易金业	五矿经易期货 4.42% 股权	1.55	15.24
久勋咨询	五矿经易期货 1.06% 股权	0.37	3.65
西宁城投	五矿信托 1.80% 股权	1.74	17.16
青海华鼎	五矿信托 0.06% 股权	0.06	0.57
<b>合计</b>		<b>184.66</b>	<b>1819.30</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**募集配套资金 150 亿元用于补充子版块资本金。**公司采用锁价发行的方式向中海集运、华宝证券等 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金对五矿资本进行增资，以 10.15 元/股的价格定向增发 14.78 亿股股份，募集 150 亿元配套资金，锁定期三年。2017 年 1 月 150 亿元配套募资到位，公司向五矿证券增资 59.2 亿元、向五矿经易期货增资 15 亿元、向五矿信托增资 45 亿元、向外贸租赁增资 30 亿元，总计 149.2 亿元，其余部分用于支付中介机构费用等，五矿资本的注册资本由 92.09 亿元增加至 241.29 亿元。

**图表4： 配套募资共 150 亿元**

配套资金认购方名称	发行数量 (百万股)	募集金额 (亿元)
中海集运	148	15
华宝证券	148	15
中建资本控股	148	15
平安置业	148	15
前海开源基金	148	15
颐和银丰	148	15
招商财富	148	15
招商证券资管	99	10
中信证券	128	13
兴业全球基金	217	22
<b>合计</b>	<b>1,478</b>	<b>150</b>

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

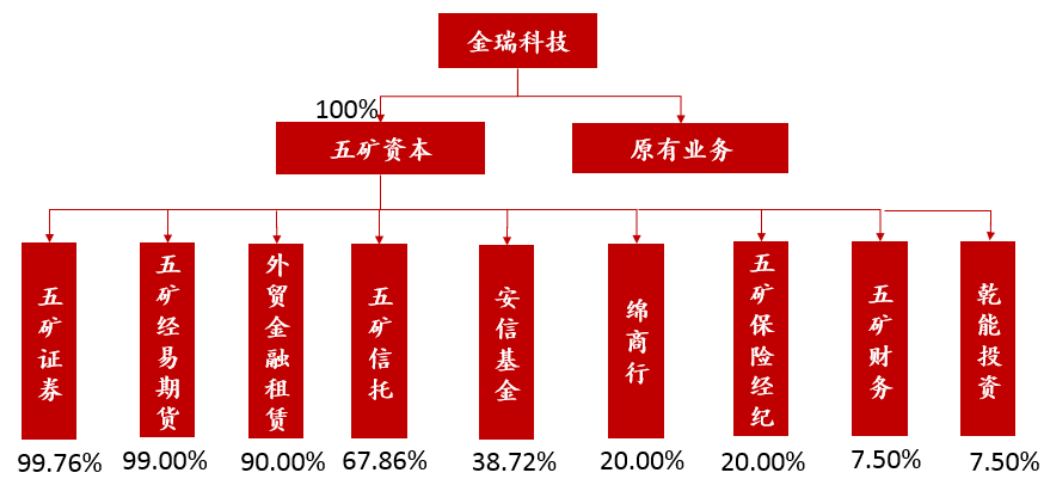
**图表5：重组前后股权结构对比**

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量 (亿股)	比例	数量 (亿股)	比例
五矿股份	0.06	1.32%	17.63	47.03%
五矿财务	0.01	0.11%	0.01	0.01%
长沙矿冶院	1.26	27.84%	1.26	3.35%
其他投资者	3.19	70.73%	3.81	10.18%
配套资金认购方	-	-	14.78	39.43%
总股本	4.51	100.00%	37.48	100.00%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

此外，收购外贸租赁 40% 股权。2017 年 3 月公司公告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，若收购成功，公司持股外贸租赁的股权比例将达到 90%，公司能够对外贸租赁实现实际控制。

**图表6：五矿资本注入已完成，若收购外贸租赁 40% 股权完成后公司金融板块及持股比例**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

在国家金融改革的大背景下，牌照金融业务目前处于发展机遇期，公司通过重组，已经成为拥有证券、期货、信托、金融租赁、基金、商业银行等业务的平台公司。未来金瑞科技将持续做大做强牌照金融业务，以新能源锂电池材料业务为基础，发展产业直投业务，形成牌照金融和产业直投的综合金控平台。此外五矿资本背靠五矿集团，集团内部资源丰富，未来产融协同效应可期。



## 信托租赁双轮驱动，多牌照搭建金控

本次重组完成后，公司通过全资子公司五矿资本间接控股五矿信托、五矿证券、五矿经易期货和外贸租赁等，多牌照助力金控发展。同时，本次150亿元的配套融资主要用于补充各金融板块的资本金，夯实资本实力，有助于未来业务的进一步拓展。

图表7：信托租赁双轮驱动（单位：亿元）

子板块	公司持股比例	2015年营业收入	2015年净利润	2016H1营业收入	2016H1净利润
原有业务	100.00%	13.66	-3.77	8.15	0.74
五矿证券	99.76%	6.16	1.80	3.06	0.75
五矿经易期货	99.00%	63.49	0.79	30.27	0.47
外贸租赁	90.00%	35.50	6.96	14.50	3.00
五矿信托	67.86%	21.75	12.06	11.38	6.39
安信基金	38.72%	4.33	0.44	1.62	0.08
绵商行	20.00%	14.21	5.35	5.88	2.37
五矿保险经纪	20.00%	0.21	0.10	0.13	0.07

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

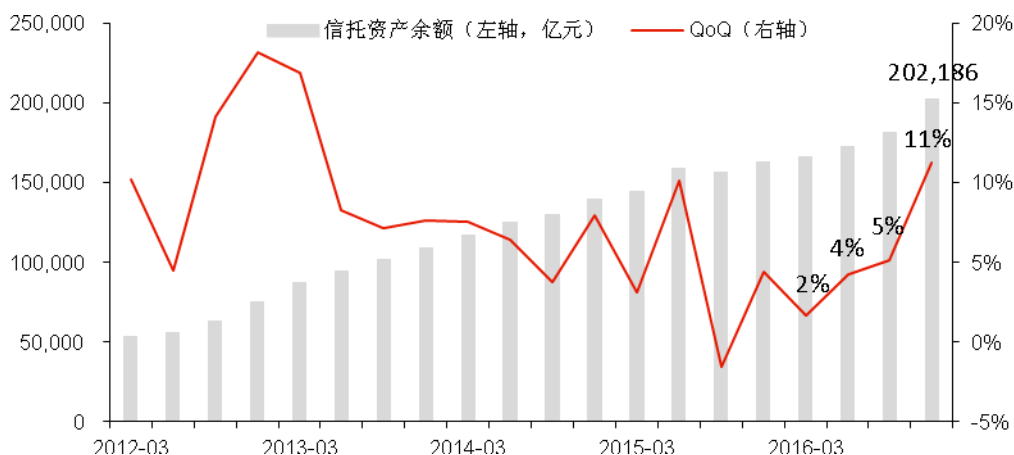
## 五矿信托：百尺竿头，更进一步

五矿信托成立于1977年，前身是青海庆泰，公司持有五矿信托67.86%股权。五矿信托规模增速、信托报酬率均高于行业平均水平，单一信托规模占比持续下降彰显主动管理能力优势，本次对五矿信托增资45亿元夯实资本实力，资金到位后五矿信托净资产将达到108.47亿元，按照2015年行业净资产排名前十，在资管新规和银行理财新规的“挤出效应”下公司有望得到进一步发展。

## 行业政策面利好，通道业务回流持续

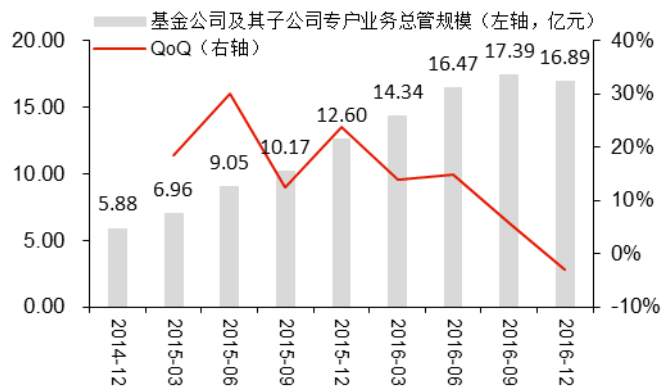
2016年信托业信托资产规模再创新高，达到20.22万亿元，YoY 24%，行业规模正式跨入“20万亿”时代。2016年资产规模增速扭转之前颓势，2016年四个季度环比增速依次为2%、4%、5%和11%。16年下半年券商风控新规、基金管理办法相继出台，银行理财新规规定信托为非标资产唯一通道，通道业务洗牌导致基金子公司规模开始下滑，证监会系统通道业务回流信托，预计未来挤出效应持续，信托规模增长可期。

图表8：信托行业跨入“20万亿”时代



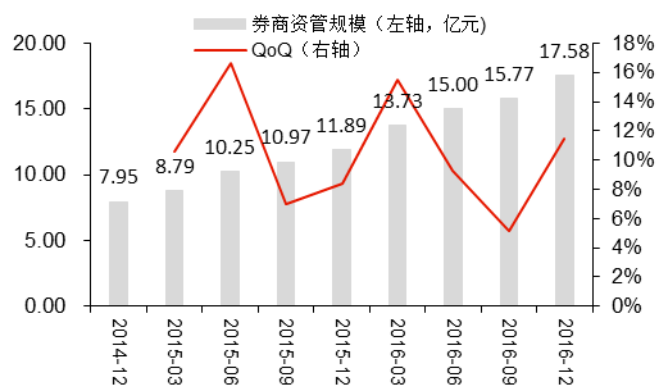
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9: 基金公司规模开始下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 券商资管规模及增速

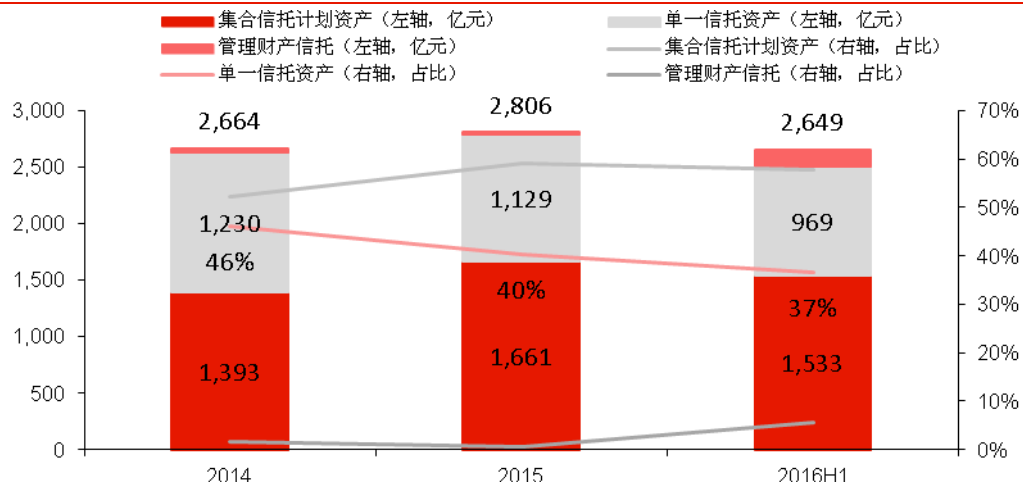


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**资产规模: 单一信托资产占比下降, 反映主动管理能力提升**

从资金来源看, 单一信托资产占比下降, 反映主动管理能力提升。2016年6月末五矿信托的信托资产规模达到2,649亿元, 固有资产规模为72.52亿元。从信托资产的资金来源分析, 2016H1集合信托资产规模和单一信托资产规模分别为1,533亿元和969亿元, 分别占比58%和37%。其中单一信托规模占比从2014-2016H1分别为46%、40%和37%呈现连续下降趋势, 反映公司主动管理规模提升。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%, 营业收入、净利润等指标在全行业排名均为15名, 预计随着监管引导行业主动管理转型加速, 未来公司主动管理能力继续提升。

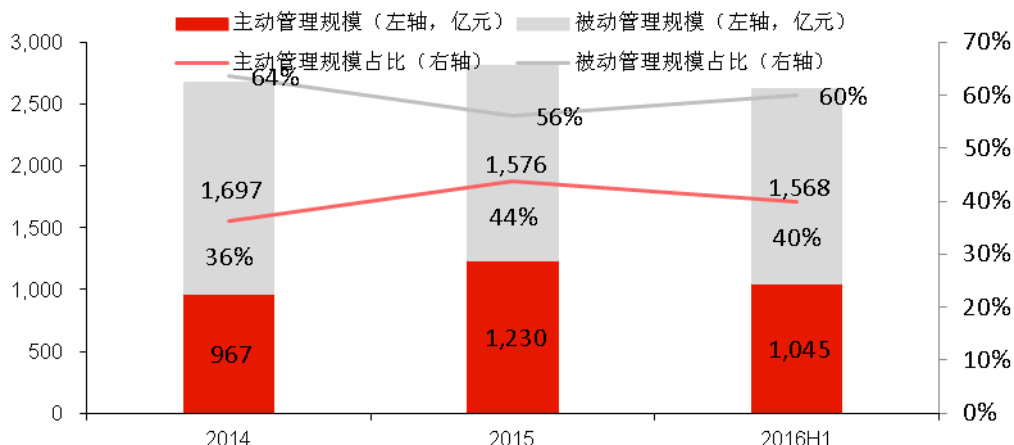
图表11: 单一信托资产占比下降, 反映主动管理能力提升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



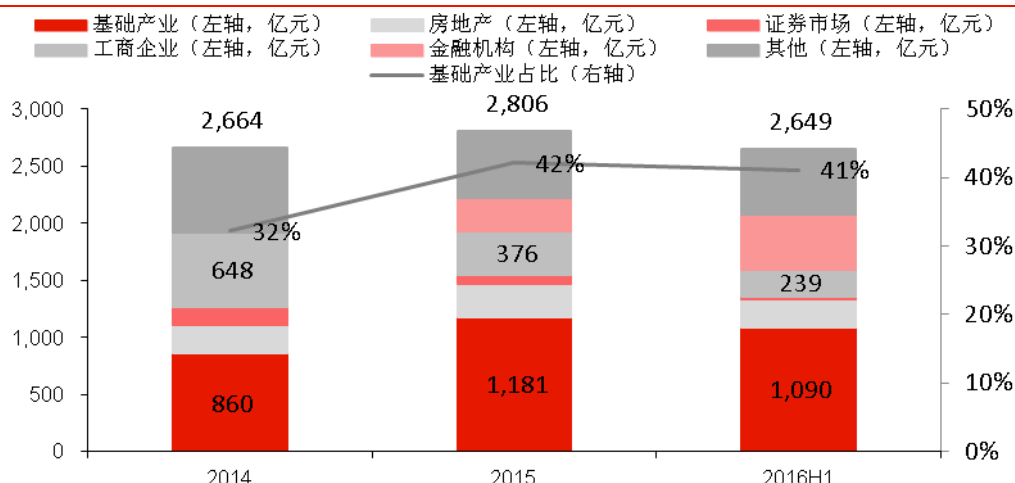
**图表12: 主动管理规模占比 40%**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从资产投向来看,基础产业一直是五矿信托最重要的信托业务的行业领域。2014年至2016H1投向基础产业的信托规模分别为860、1,181和1,090亿元,占比分别为32%、42%和41%。此外,近两年五矿信托在证券投资、房地产的资产分布占比下降,反映十三五以来中央不断强调金融业“脱虚入实”下,投向转型初见成效。

**图表13: 基础产业一直是五矿信托最重要的信托业务的行业领域**

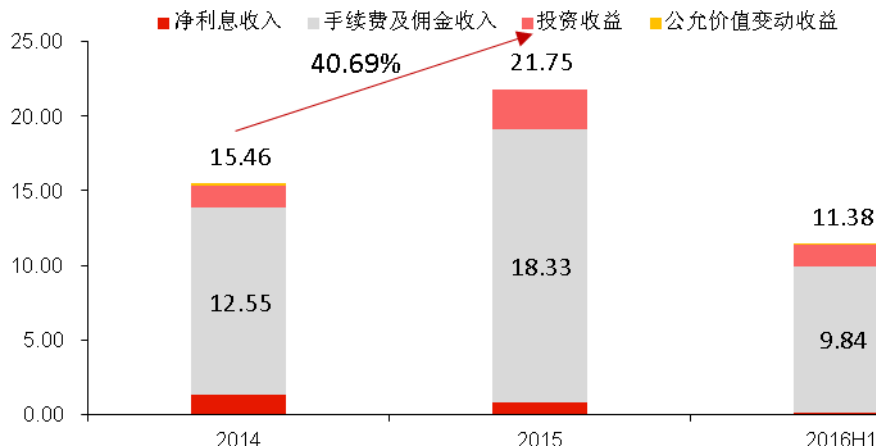


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

固有业务方面,2014年末、2015年末以及2016年6月末五矿信托的固有业务规模分别为52亿元、61亿元和73亿元,主要以存放同业存款和可供出售金融资产组成。

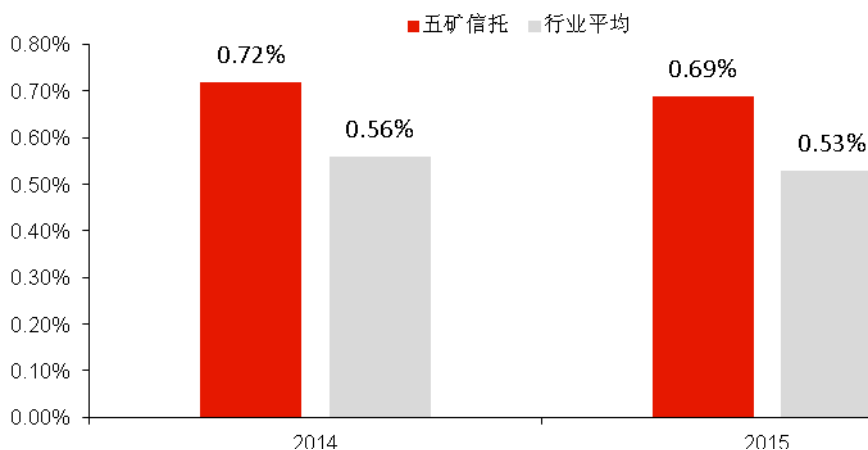
**业绩: 2015年业绩增速、信托报酬率均高于行业平均水平**

**2015年五矿信托主营业务收入迅速增加。**2015年主营业务收入21.8亿元, YoY 40.69%, 高于23.15%的全行业增速, 其中信托手续费收入18.33亿元, YoY 46.05%, 占当期营收84.29%, 净利润12.1亿元, YoY 37.12%。2016年1-6月, 五矿信托实现营业收入约11.38亿元, 约占2015年全年营业收入的52.33%, 营业收入规模同比继续扩大。

**图表14：五矿信托收入组成（单位：亿元）**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

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和业绩增速。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%，而同期信托行业的信托报酬率分别0.53%和0.56%。

**图表15：五矿信托报酬率高于行业平均水平**


资料来源：信托业协会，华泰证券研究所

### 风控指标总体可控，增资扩股顺应监管趋严

五矿信托净资本/风险资本2016H1较2015年底略有下降，略低于同业的安信信托和陕国投A。这与五矿信託管理的信託业务规模上升及合理调整业务构成相关，五矿信託近两年注重提升主动管理能力，适度提高了主动管理类集合项目的占比。随着业务规模稳步扩大，五矿信託风险资本略有增加，但总体仍在可控范围，符合监管要求。本次募集配套资金中有45亿元将用于增资五矿信託，资金到位后五矿信託净资产将达到108.47亿元，按照2015年行业净资产排名进入可以进入前十，增资扩股夯实资本实力，顺应监管趋严。

图表16： 信托公司风险控制指标实例（单位：亿元）

主要指标	安信信托		陕国投 A		五矿信托		监管标准
	2016 年	2015 年	2016 年	2015 年	2016H1	2015 年	
信托资产规模	2349.51	2359.1	2538.11	1867.54	2648.75	2805.99	-
所有者权益	137.18	63.09	77.28	76.54	61.16	57.11	-
净资本	112.83	43.53	57.23	63.51	54.14	52.55	≥2
净资本/各项业务风险资本之和	258.56%	170.40%	229.56%	332.58%	213.63%	230.86%	≥100%
净资本/净资产	82.25%	69.00%	74.05%	82.97%	85.30%	92.01%	≥40%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

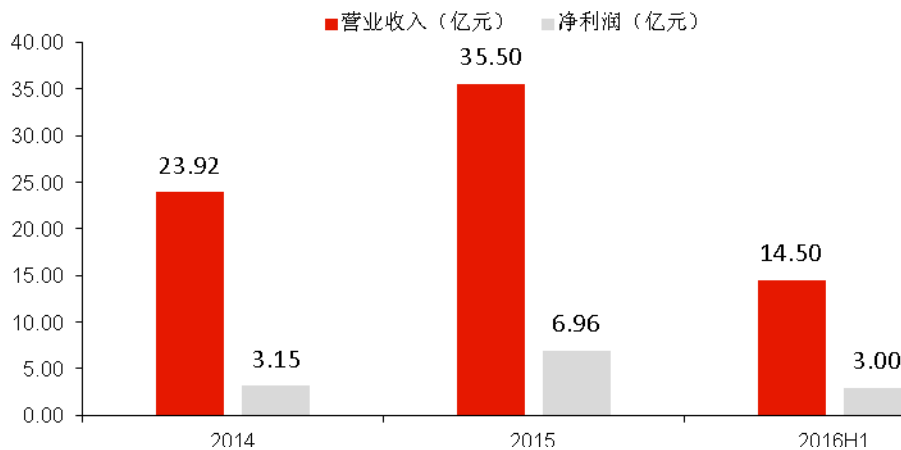
### 外贸租赁：增资带动营收和利润增长，金融租赁牌照优势明显

外贸租赁的前身为中国对外贸易租赁公司，设立于 1985 年，截止 2016 年底，东方资产和五矿资本分别持有外贸租赁 50% 股权。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。

#### 增资带动营收和利润增长

2014 年度、2015 年度、2016 年 1-6 月，外贸租赁实现营业收入分别为 23.92 亿元、35.50 亿元、14.50 亿元，其中 2015 年 YoY 48%；净利润分别为 3.15 亿元、6.96 亿元、3.00 亿元，其中 2015 年 YoY 121%，增速远高于营业收入增速，主要原因在于：2014 年，两大合营股东对外贸租赁各增资 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。增资扩股、融资结构、议价能力、市场利率下行等内部和外部因素共同推动导致了外贸租赁的净利润增速高于营业收入的增速。

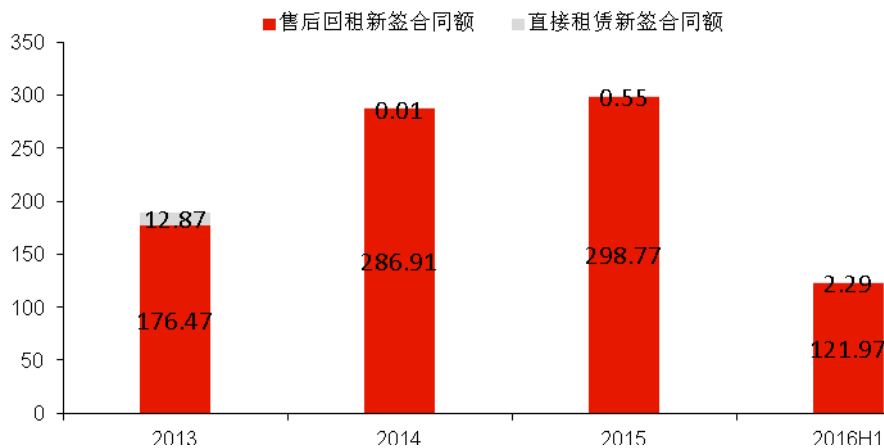
图表17： 股东增资带动租赁项目投放规模，促使 2015 年营收增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

#### 售后回租业务为主，直租规模和占比回升

近年来，外贸租赁业务保持稳定增长。2015 年，融资租赁新签合同 299.33 亿元，同比增长 4.33%；2014 年，融资租赁新签合同 286.92 亿元，同比 51.53%。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，2016H1 直租占比有所提升。

**图表18: 外贸租赁以售后回租业务为主 (单位: 亿元)**


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

2017年3月24日, 财政部、国家税务总局发布的《营业税改征增值税试点实施办法》(财税〔2017〕36号), 对售后回租业务政策作了重大调整, 税率从17%调整为6%, 针对利息部分开票, 承租人可抵扣较少, 往往租赁公司收费较低; 而动产设备直租税仍为17%, 针对本金与利息开票, 承租人可抵扣较多, 且直租要求租赁公司专业性较强, 往往租赁公司利润率较高。随着外贸租赁2016年上半年开始直租业务新签合同额回升, 预计未来有助于公司业绩增长。

#### 金融租赁牌照更稀缺, 优势更明显

金融租赁公司在融资渠道和杠杆率方面更具优势。外贸金融租赁公司隶属于金融租赁, 与融资租赁公司相比, 金融租赁公司融资渠道更加多元化, 可进行同业拆借和发行公司债, 综合融资成本更低。同时, 金融租赁公司的经营杠杆上限是12.5倍, 高于融资租赁公司的10倍经营杠杆限制。截止2016年6月末, 金融租赁公司共52家, 每家公司平均融资租赁余额为350亿元; 融资租赁公司共5656家, 每家公司平均融资余额为5亿元, 由此充分显示金融租赁公司在行业中的竞争优势。

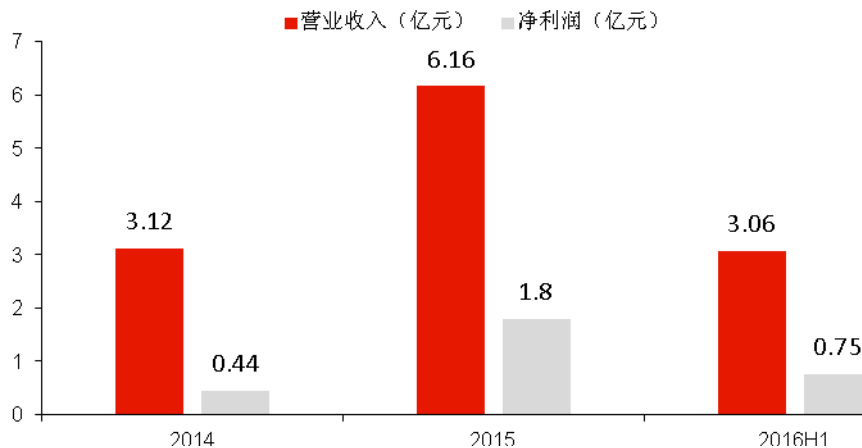
#### 五矿证券: 业绩增速良好, 营收结构多元

五矿证券有限公司原名金牛证券, 于2000年正式成立, 为全牌照证券公司, 业务范围基本涵盖了证券公司的全部传统业务类型, 并已开拓部分创新业务。截止2016年底, 五矿证券共有34家营业部, 广泛分布于全国各省市。

#### 2015年业绩增速高于行业平均, 营收结构愈加多元

受益于规模效应和成本控制, 五矿证券2015年利润率提高。2015年度, 五矿证券实现营业收入6.16亿元, 同比增长98%, 实现净利润1.80亿元, 同比增长312%, 业绩增速高于行业平均水平(153%)。2016年上半年实现营业收入3.06亿元, 净利润0.75亿元。受牛市行情的影响, 2015年五矿证券各项主要业务收入规模大幅上升, 进而导致净利润大幅增加。五矿证券业务规模的持续增长带来了较为良好的规模经济效应, 受益于成本控制加强, 各项支出的增长幅度均有较大幅度的降低, 对同期净利润增幅高于营业收入增幅的影响较大。

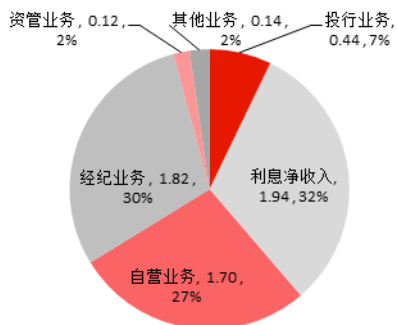
**图表19：五矿证券营业收入和净利润情况**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

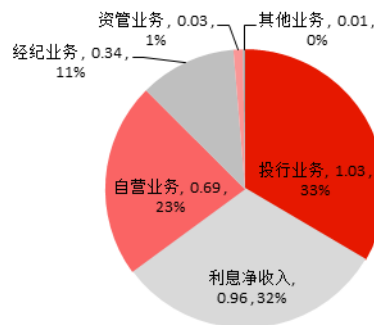
从业务构成看，2015年五矿证券的收入和利润主要来源于证券经纪、固定收益与融资融券三大类业务，三项业务合计贡献了90%以上的收入和利润。2016H1受市场交易量下滑影响，经纪业务收入占比下滑，投行收入占比提高，资本中介业务收入占比维持稳定，整体收入结构更加趋于多元。

**图表20：2015年五矿证券营业收入及占比（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表21：2016H1五矿证券营业收入及占比（单位：亿元）**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**固收逐渐成为优势，收入占营业收入超50%**

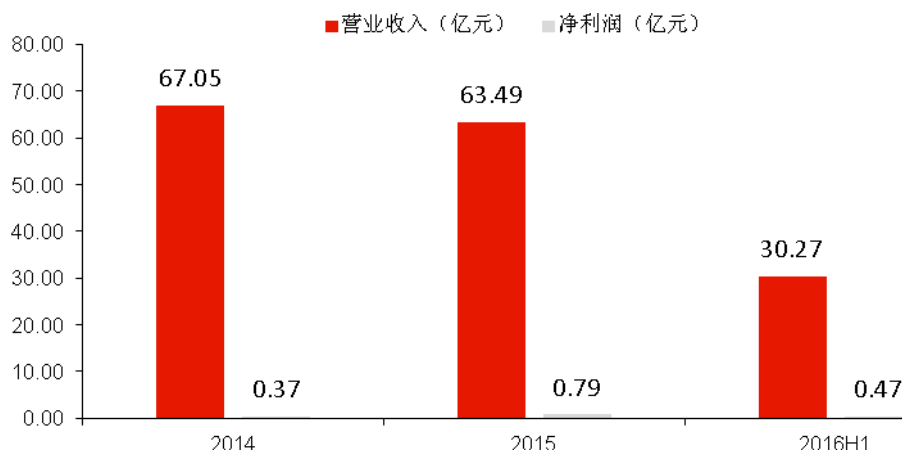
五矿证券固定收益事业部成立于2010年3月，构建了涵盖多层次、多品种的固定收益业务全产业链和全方位的客户服务体系，团队成员拥有资深的项目运作经验，在项目承揽、承做、承销方面都具有扎实的业务能力和丰富的合作资源。2016年上半年，五矿证券固收业务收入在营业收入所占比重约52%。五矿证券2015年度债券交割量11,320亿元，在所有券商中排名第7位，创历史新高。债券交割量很好地代表了机构在市场上的活跃程度，在业内已经享有一定声誉。2016年上半年，债券自营、债券撮合、债券承销占固收业务总收入比重分别为18%、51%、31%。固定收益收入结构越来越趋于合理，收入结构的多元性也有了明显提升。

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，实现稳定、可持续的多元化发展之路，并积极推进服务型投行向交易型投行转型、传统经纪商向高端化经纪商转型。

### 五矿经易期货：经纪业务稳步发展，资产管理产品丰富

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。2015年度，五矿经易期货实现营业收入63.49亿元，较2014年度减少5.31%；归属于母公司净利润为7,931万元，较2014年度增长116.05%。

图表22：五矿经易期货的营收与净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 传统经纪业务稳步发展

2013年度，五矿经易期货实现期货经纪成交额3.3万亿元，较上年增加1.6亿元，增幅87%；日均客户权益23.18亿元，较上年增加0.96%。五矿经易期货于2014年完成合并后，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。2014年度五矿经易期货实现期货经纪成交额5.7万亿元，较上年增加2.4万亿元，增幅70%；日均客户权益达25.52亿元，较上年增加10%。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21万亿元，较上年增加271%；日均客户权益49.12亿元，较上年增加92%。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2.3万亿元；与此同时，五矿经易期货大力推进经纪业务经营模式转型，取得较好成效，日均客户权益61.47亿元，较2015年末增加25%。

近三年，五矿经易期货的市场占有率也有所提升，商品期货交易金额的市场占比由2013年的1.21%上升至2015年的1.25%，而金融期货交易金额的市场占比则由2013年的0.10%上升至2015年的2.12%。

图表23：五矿经易期货经纪业务数据

类别	项目	2013	2014	2015	2016H1
商品期货	交易量(万手)	2,909	3,507	4,761	3,795
	交易金额(亿元)	30,653	25,128	34,014	20,911
	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)	38	378	1,389	23
	交易金额(亿元)	2,768	31,834	177,481	2,152
	交易金额市场占比	0.10%	0.97%	2.12%	1.15%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所



### 资产管理产品丰富

五矿经易期货的资金引入主要有两种方式，一是依托经纪业务积累的客户资源和渠道，开发资管客户；二是通过与大型银行及其他金融机构合作，以合作建立 FOF 基金及建立授信合作等方式，拓宽资金引入渠道。在资金投向上，五矿经易期货产品主要以二级市场为主。五矿经易期货于 2014 年 10 月获得证监会批准开展资产管理业务，旗下资产管理部组织架构已于 2015 年搭建完成，并发行了一对一管理型、一对多管理型、结构化、跨市场等多个类似的产品。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 亿元，其中包括一对一管理型资管计划 14 个，一对多管理型资管计划 15 个，一对多结构化资管计划 48 个。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。

## 国改政策春风吹，金控协同促活力

### 借力资本市场，落实国改精神

2016年我国金融改革全面提速，无论是地方国有企业改革还是央企兼并重组均在有条不紊地进行。2015年9月13日国企改革顶层设计方案——《关于深化国有企业改革的指导意见》出炉，其后国企改革配套文件也已相继出台17个。自新一轮国企改革启动以来，央企间的重组整合也全面开启，截至目前国资委直接监管中央企业数量已减至104家。

图表24：央企系金控平台、下属金融资产及其共同控制人下的上市公司

金控平台	证券	保险	银行	信托	租赁	其他
ST 济柴	中银国际	中意财险、中意人寿、昆仑 保险经济、专属保险	昆仑银行	山东信托、昆仑信托	昆仑金融租赁	中债信增、中油财务
华菱钢铁	财富证券	吉祥人寿		湖南信托		华菱财务
ST 金瑞	五矿证券			五矿信托	外贸租赁	五矿经易期货
中航资本	中航证券	中航安盟保险		中航信托	中航租赁	中航基金

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：“1+N”：1个指导意见+N个国企改革配套文件

时间	政策	主要观点
2015年8月	中共中央国务院出台《关于深化国有企业改革的指导意见》	对自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开、特许经营、政府监管为主要内容的改革，根据不同行业特点实行网运分开、放开竞争性业务，促进公共资源配置市场化；对需要实行国有全资的企业，也要积极引入其他国有资本实行股权多元化；对特殊业务和竞争性业务实行业务板块有效分离，独立运作、独立核算。
2015年12月	《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	明确国有企业将被分为商业类和公益类，在发展方向、监管方式和考核方式上，两类国企都将分类施策。
2016年7月	《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”。
2016年8月	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	明确员工持股总量原则上不高于公司总股本的30%，单一员工持股比例不高于1%；保证国有股东控股地位，其持股比例不得低于34%。

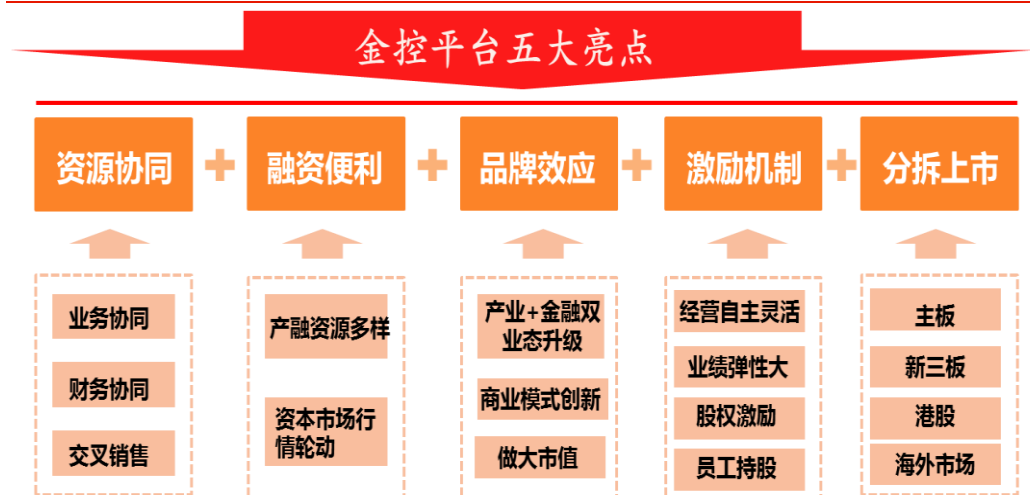
资料来源：国务院网站，华泰证券研究所

本次中国五矿金融业务上市，将形成多元化股东结构，符合国有企业混合所有制的改革精神，有利于完善金融业务体制机制，优化国有资产资源配置和运行效率。通过资产注入，实现中国五矿旗下的金融资产证券化，为国企改革的推进树立标杆。

### 背靠金属矿产航母，产融协同可期

本次中国五矿金融业务上市，有利于其利用资本市场平台建立持续资本补充机制，拓宽融资渠道，筹集金融业务长期发展资金；有利于其优化公司整体资本结构，提高财务抗风险能力；有利于其形成多元化的股东结构，符合国有企业混合所有制改革精神；有利于其提升金融业务协同机制，提升整体盈利水平及风险管理能力；有利于其优化国有资产资源配置和运行效率，实现国有资产保值增值。

图表26： 金控模式核心优势



资料来源：华泰证券研究所

### 自身“新能源电池”+“金融”协同作用

“牌照金融+产业直投”，助力新能源电池业务。此次重组交易完成后，上市公司将持续做大做强牌照金融业务，同时以新能源锂电池材料业务为基础发展产业直投业务，形成牌照金融和产业直投的综合业务格局。五矿资本注入上市公司后，公司新能源电池业务有望获得更强大的资金支持，将公司在正极材料研发方面的优势更好的转化为产能和收入。

### 与五矿集团协同作用

**五矿集团——全球金属矿产航母。**五矿资本的控股股东五矿集团是中国最大的金属矿产央企，拥有黑色金属、有色金属、金融服务、房地产、物流、海外企业六大业务板块。2015年12月，五矿集团实施战略重组，整体并购中冶集团，重组完成后，五矿集团2015年营业收入超过4300亿元，资产规模超7000亿元，体量超过必和必拓、力拓和淡水河谷三大矿业巨头，成为全球金属矿产行业名副其实的“航母”，旗下上市公司达到8家。

依托集团客户资源及国企背景，产融结合可期。(1) 依靠五矿集团央企背景，五矿资本品牌效应突出，同时五矿集团丰富的客户资源也是五矿资本业务发展的重要支撑力量。(2) 五矿集团上下游客户的融资租赁需求将成为五矿资本旗下租赁业务的发展机会。(3) 集团上下游丰富的客户资源将为五矿经易期货发展金属期货业务的天然优势。(4) 集团资产证券化率提升潜力较大，有望带动券商投行和直投业务发展，目前五矿集团资产证券化率仅为33%，远低于68%的央企平均资产证券化率水平，随着央企改革的推进，五矿集团证券化率水平有望不断提升，从而有望带动五矿证券投行以及直投业务的快速发展。

## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测

通过对公司 2015 年和 2016 年 1-6 月的备考数据和发展前景分析，我们预计公司 2016-2018 归母净利润水平分别为 16 亿元、22 亿元、27 亿元，并对公司的各子版块有如下的判断：

- 1、预计公司 2017 年归母净利润约 22 亿元**，其中约 10 亿元来自五矿信托，约 8 亿元来自外贸租赁，约 1.5 亿元来自五矿证券，约 1 亿元来自五矿经易期货，约 1.5 亿元来自公司原有业务。预计 2017 年 150 亿元资本金到位后，金融子板块资本净实力增强，随着公司自身、与五矿集团的协同作用逐渐成熟，预测 2018 年净利润可达到 27 亿元，同比 2017 年增加 23%。
- 2、五矿信托**，银行理财新规下通道业务回流信托持续，资管新规内审稿压缩通道、引导行业主动管理转型，利好主动管理有优势的五矿信托。且本次增资 45 亿元资金到位后，净资产将超过 100 亿元，按照 2015 年行业净资产可进入排名前十。在通道回流+主动管理能力转型背景下，预计五矿信托 2017 年归母净利润约 15 亿元，为\*ST 金瑞贡献净利润 10 亿元。
- 3、外贸租赁**，金融租赁牌照较为稀缺，叠加本次增资 30 亿元夯实资本实力，并考虑现金收购 40%外贸租赁所带来的业绩增量，预计外贸租赁 2017 年为\*ST 金瑞贡献净利润 8 亿元。
- 4、五矿证券**，稳中求进，收入结构多元，成本控制起效。过去几年五矿证券规模较小，本次方案为其增资约 60 亿元，补充资本金短板，未来投行、资管、自营等业务预计将迎来发展契机，预计五矿证券 2017 年为\*ST 金瑞贡献净利润 1.5 亿元。

信托租赁迎来重要发展期，资金助力金控业绩增长。150 亿元配套融资将大幅提升旗下金融子公司资本实力，进一步推动业绩快速上升。基于目前公司各金融业务的盈利能力，并考虑现金收购 40%外贸租赁所带来的的业绩增量，我们预计公司 2016-2018 归母净利润水平分别为 16 亿元、22 亿元、27 亿元，EPS 为 0.42、0.58、0.73 元/股，对应 PE 为 36、26、21 倍。

图表27: 损益表

损益表 (单位: 百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
一、总营业收入	1,303.89	1,365.88	9,511.94	13,055.19	16,264.32
二、总营业成本	1,336.64	1,718.67	8,633.52	11,292.63	13,968.04
营业成本	1,176.95	1,316.33	7,043.66	9,315.32	11,561.17
营业税金及附加	3.99	7.21	169.52	291.10	361.29
销售费用	42.19	37.32	26.34	56.24	69.80
管理费用	75.10	201.77	985.30	1,309.97	1,625.79
财务费用	27.63	26.68	178.76	120.00	150.00
资产减值损失	10.78	129.36	229.94	200.00	200.00
三、其他经营收益			1,415.20	1,500.00	1,800.00
投资收益			1,411.58	1,500.00	1,800.00
公允价值变动收益			3.32	-	-
汇兑损益			0.30	-	-
四、营业利润	-32.75	-352.79	2,293.62	3,262.56	4,096.28
加: 营业外收入	16.89	21.70	91.32	-	-
减: 营业外支出	1.53	46.02	8.74	-	-
五、利润总额	-17.39	-377.11	2,376.20	3,262.56	4,096.28
减: 所得税费用	6.43	-0.13	476.88	652.51	819.26
六、净利润	-23.82	-376.98	1,899.32	2,610.05	3,277.03
减: 少数股东损益	4.23	-6.59	319.09	443.71	557.09
七、归属于母公司普通股股东净利润	-28.05	-370.39	1,580.23	2,166.34	2,719.93
每股收益 (元)	-0.07	-0.89	0.42	0.58	0.73
PE (倍)	/	/	36	26	21

资料来源: 华泰证券研究所

注: 2016年公司净利润数据取自公司1月25日发布的业绩预告。

## 投资建议

我们选取了Wind部分金控平台的估值水平预测, 2017年平均PE、PB值为22和2.2倍。考虑到公司背靠五矿集团发挥协同作用, 金融资产增资有助于业务进一步拓展; 本次重组发行股份购买资产锁定期1年(五矿股份为3年), 募集配套资金锁定期为3年, 公司流通盘市值仅为69亿元, 除原有大股东持股外的实际流通盘48亿元, 实际流通盘小、股价弹性大, 属于资金较青睐的标的。因此结合公司股东资源+增资+实际流通盘较小的特点, 给予公司合理溢价, 认为公司2017年合理估值约为30-32倍PE, 根据我们盈利预测公司2017年净利润为22亿元, 本次增发后总股本为37.48亿股, 2017年对应目标价为17-19元, 首次覆盖给予增持评级。

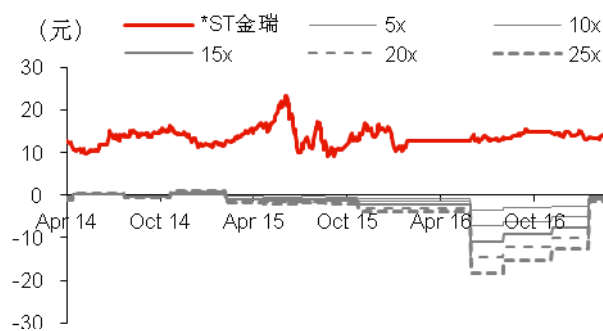
图表28: 部分金控估值水平

股票代码	公司名称	2017E		2016E	
		PE	PB	PE	PB
600120.SH	浙江东方	19.30	2.16	20.59	2.41
000415.SZ	渤海金控	16.79	1.28	21.69	1.38
000617.SZ	中油资本	26.00	1.72	27.95	1.84
000932.SZ	华菱钢铁	21.92	1.80	50.41	1.94
002208.SZ	合肥城建	20.98	2.51	25.10	2.77
000828.SZ	东莞控股	15.45	2.59	17.88	2.89
600643.SH	爱建集团	16.49	2.27	21.53	2.54
002670.SZ	国盛金控	25.26	1.90	29.19	2.05
600705.SH	中航资本	15.67	2.17	18.44	2.34
300023.SZ	宝德股份	48.29	4.27	73.46	4.69
000987.SZ	越秀金控	19.95	1.59	24.37	1.70
平均值		22.37	2.20	30.05	2.41

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

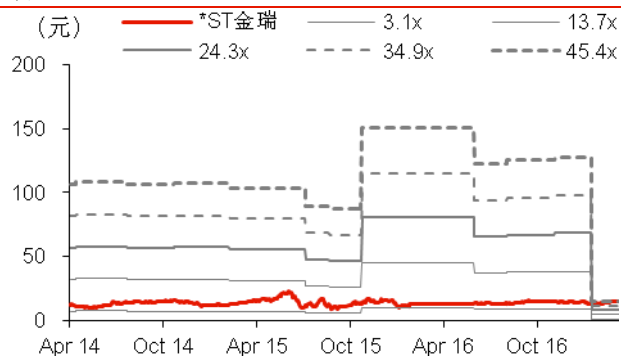
**PE/PB - Bands**

图表29: \*ST金瑞历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表30: \*ST金瑞历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 风险提示

考虑到管理大型金融业务集团的特殊性及其复杂性，上市公司能否在短期内建立起符合大型金融业务集团公司经营特点的内部管理架构存在不确定性，进而可能对公司经营带来挑战和风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com