

强烈推荐-A (首次)

五矿资本 600390.SH

目标估值: 18.3-18.3 元

当前股价: 15.03 元

2017 年 05 月 04 日

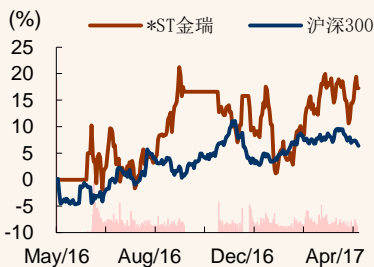
脱星摘帽 涅槃重生 (更新版)

基础数据

上证综指	3135
总股本 (万股)	374839
已上市流通股 (万股)	45126
总市值 (亿元)	563
流通市值 (亿元)	68
每股净资产 (MRQ)	7.9
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	47.3%
主要股东	中国五矿股份有限公
主要股东持股比例	47.07%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	1	17
相对表现	2	-2	9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

王立备

wanglibei@cmschina.com.cn  
S1090517040 005

马鲲鹏

021-68, 407836  
Makunpeng@cmschina.com.cn  
S1090516030003

- 公司公布 2016 年报及 2017 年一季报, 2016 年营业收入 89.38 亿, 同比降 30%, 归母净利润 15.57 亿, 同比降 8%, EPS 3.45 元, ROE 10.52%。2017 年一季度营收 19.91 亿, 同比增 1%, 归母净利润 4.36 亿, 同比降 25%。
- 传统业务低迷, 资产重组及增资后开启业绩增长大门。2016 年考虑合并后口径, 归母净利润 15.57 亿, 同比降 8%, 主因传统锰业务持续低迷、金融业务受市场大幅调整短期拖累。未来金融资产注入上市平台、叠加配套资金到位后, 二次进化空间再次打开, 公司盈利能力和增长潜力得到显著提升。
- 五矿资本强势注入, 置之死地而后生。公司成功完成资产购买及资金募集等重大工作后, 将拥有五矿信托 66%、五矿证券 99.76%、外贸金融租赁 90%、五矿经易期货 99% 股权及其他金融资产, 华丽转身金融股。同时配套募资 150 亿, 增资五矿信托 45 亿、五矿证券 59.2 亿、外贸租赁 30 亿、五矿期货 15 亿, 用于做大做强金融业务。公司成为稀缺的上市金融平台, 并且未来将保持扩张态势, 金融协同和互补能力将有效支撑业绩增长。
- 五矿信托-行业迎来白银时代, 公司注资上市后发展可期。信托行业排名前 1/3, 16 年净利润 9.8 亿, 同比降 19%, 为集团贡献 42% 净利润。信托资产规模 4117 亿, 同比涨 47%; 信托业务收入 18 亿, 占比 87%。17 年行业量价齐增, 收入拐点板上钉钉, 公司注资上市后固有业务迎来发展黄金时代, 同时信托业务也将搭乘行业快车加速向上。预计 17 年净利润增速可达 15%。
- 五矿证券-注资打开高速增长空间, 信用业务领衔增长。五矿证券是全牌照综合证券公司, 但此前资本实力较弱, 净资产 15 亿行业排名第 92 位, 增资后将扩大至 75 亿, 跃升至行业中游。16 年净利润 1.13 亿, 同比降 37%。资本实力增强后, 信用业务有望率先爆发, 资管、自营年内也将产生质变, 经纪、投行提供 18 年增长动力。预计 17 年净利润增速将高达 200%。
- 外贸金融租赁-绝对控股后公司业绩有望强势进击, 产融结合、协同效应得天独厚。完成资产购买后五矿将控股租赁 90% 股权, 东方资管持有 10% 股权。16 年净利润 5.5 亿, 同比增长 9%, 利润贡献高达 18%。外贸租赁新签合同金额 286 亿, 再创新高。五矿未来将绝对掌控租赁公司运行, 考虑新签合同规模, 资金快速到位提供发展空间, 板块协同效应明显增强, 我们认为其业绩增速有望明显提升, 预计 17 年净利润增速将高达 30%。
- 投资建议: 首次覆盖给予强烈推荐评级。看好公司未来发展基于: 1) 五矿资本强势注入, 成为上市公司后领导班子励精图治; 2) 募集 150 亿资金补充营运资本及增资子公司, 做大做强金融业务; 3) 证券、信托、租赁有望未来两年持续快速发展, 业绩增长无忧。采用分部估值法, 给予公司 2017 年 686 亿总市值 (信托 230 亿+证券 195 亿+租赁 171 亿+期货 80 亿+银行 10 亿), 对应目标价 18.3 元, 空间 22%, 对应 17 年 29 倍 PE。

风险提示：市场风险

表 1：财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	13.66	116.47	157.18	179.68	202.58
同比增长	5%	753%	35%	14%	13%
营业利润(百万)	-3.53	21.55	35.68	42.87	50.40
同比增长	-970%	710%	66%	20%	18%
净利润(百万元)	-3.70	15.57	23.36	27.93	33.42
同比增长	-1221%	521%	50%	20%	20%
每股收益(元)	-0.82	3.45	0.62	0.75	0.89
PE	-18.3	4.4	24.1	20.2	16.9
PB	5.79	0.48	1.79	1.64	1.50

资料来源：wind，招商证券

表 2：2017 年五矿资本利润构成 (亿)

	16 年净利润	17 年净利润增速	持股比例	17 年净利润
五矿信托	9.8	15%	66%	7.44
外贸金融租赁	5.5	30%	90%	6.44
五矿证券	1.13	200%	99.80%	3.38
经易期货	1.69	30%	99%	2.18
其他资产	3.57	10%	100%	3.93
合计				23.36

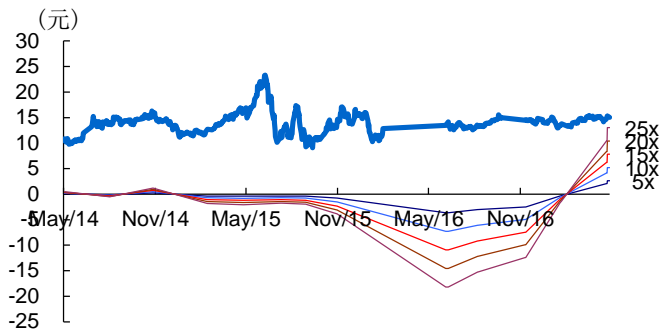
资料来源：wind，招商证券

表 3：五矿资本利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	13.66	116.47	157.18	179.68	202.58
营业收入	13.66	89.38	89.38	98.32	108.15
其他类金融业务收入		27.08	67.80	81.36	94.43
营业总成本	17.19	106.37	133.53	150.03	166.73
其他经营收益		11.44	12.02	13.22	14.55
公允价值变动净收益		0.20	0.22	0.24	0.27
投资净收益		11.24	11.80	12.98	14.28
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		3.87	1.12	1.12	1.12
营业利润	-3.53	21.55	35.68	42.87	50.40
加：营业外收入	0.22	3.21	2.57	2.82	2.82
减：营业外支出	0.46	0.12	0.16	0.16	0.16
其中：非流动资产处置净损失	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03
利润总额	-3.77	24.64	38.09	45.54	53.07
减：所得税	0.00	5.10	10.28	12.30	14.33
净利润	-3.77	19.54	27.81	33.24	38.74
减：少数股东损益	-0.07	3.97	4.45	5.32	5.32
归属于母公司所有者的净利润	-3.70	15.57	23.36	27.93	33.42

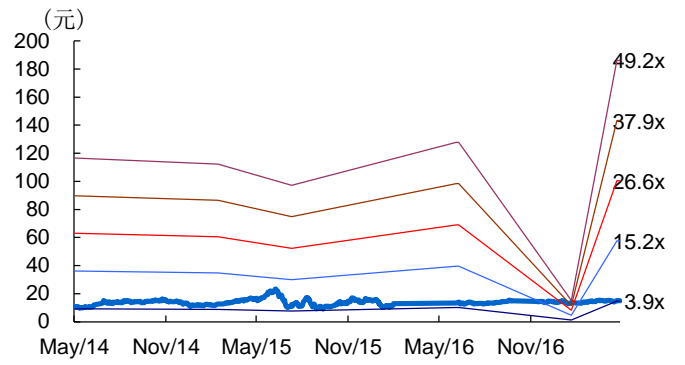
资料来源：wind，招商证券

图 1：五矿资本历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：五矿资本历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，美国纽约大学克朗数学研究所硕士。曾就职于招商财富投资管理部。2015 年加入招商证券，从事非银行金融行业研究。2015 年获得金牛奖第五名（团队），2016 年获得新财富、金牛奖、IAMAC 等评选第二名（团队）。

王立备，从事保险精算工作近四年，对保险行业具有深刻的理解，南开大学精算学硕士，大连理工大学工程力学学士。

马鲲鹏，金融行业首席分析师，对大金融行业全局性策略研究和银行业研究有深刻认识和丰富经验，英国杜伦大学金融与投资学硕士，西南财经大学保险学学士。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。