

五矿资本 (600390.SH)

背靠新五矿集团，打造产融结合特色金控

- **资产整合，转型“牌照金融+产业直投”央企金控平台。**公司原名 ST 金瑞，以电池、锰系材料为主营业务。2017 年 1 月，公司转型为产融结合型金控平台并募资 150 亿元，直接或间接持有五矿信托（78%）、外贸租赁（90%）、五矿证券（99.76%）、五矿经易期货（99%）、绵阳商行（20%）和安信基金（38.72%）等金融业务。传统业务占营收比例为 12%。
- **背靠新五矿集团，打造产融结合型特色金控。**1) 公司大股东“新”中国五矿由中国五矿与中冶集团合并而来，是中国最大的金属矿业集团，旗下拥有 9 家上市公司。公司可以助力集团融资、外延式扩张，推动集团资产证券化；集团可以为公司提供客户资源、信用评级和产业经验支持。2) 公司内部已成立协同部门，协同效应将逐渐体现。
- **金融牌照丰富，多元业务协同发展。**1) **五矿信托：**信托 AUM 持续增长至 2016 年底的 4116.7 亿元，业内排行 15；增资 45 亿到位后公司净资产达 106.22 亿元，跃升业内 12 名；公司历史风险项目已得到有效控制，准备计提充足，随着公司发挥基建转型业务的优势，业绩将逐步释放。2) **外贸租赁：**拥有金融租赁业务，享有更高的杠杆和更低负债成本；扩股、增资即将完成，有助于拓展高端租赁业务并降低公司经营风险。3) **五矿证券：**债券业务是五矿证券的特色业务，2016 年上半年五矿证券债券交割量行业排名第 7；自营团队拥有丰富的经验。五矿证券是增资后业绩弹性最大的板块，信用、债券自营业务有望获得收益。4) **五矿经易期货：**股指期货政策松绑助力经纪业务成交量回升，15 亿元增资有利于公司继续扩大市场份额，促进资管及风险管理业务规模的增长。
- **投资建议：**未来，金控业务将更进一步，公司产融结合、金控协同效应将逐渐体现，金融生态闭环有望形成。预计 2017、2018 年净利润为 22.9、29.7 亿元，给予买入评级。
- **风险提示：**市场波动幅度增大，合同签订不达预期，不良率提高

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,647	13,698	18,375	20,918
增长率(%)	752.7%	17.6%	34.1%	13.8%
净利润(百万元)	1557	2290	2970	3385
增长率(%)	-8.18%	47.1%	29.7%	13.9%
EPS(元/股)	3.45	0.61	0.79	0.90
市盈率(P/E)	3.49	19.83	15.29	13.41
市净率(P/B)	3.20	1.53	1.42	1.31

数据来源：公司财务报表、广发证券发展研究中心

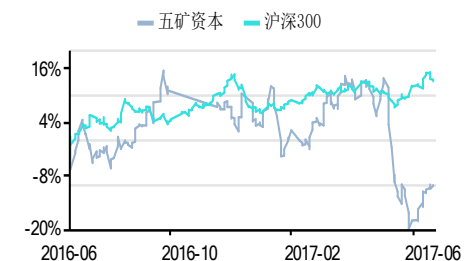
公司评级	买入
当前价格	12.03 元

报告日期 2017-06-21

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,748/451
流通 A 股市值(百万元)	45,505
每股净资产(元)	31.38
资产负债率(%)	52.53
一年内最高/最低(元)	15.54/10.79

相对市场表现



分析师：陈福 S0260517050001

0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

分析师：商田 S0260516050001

021-60750634

shangtian@gf.com.cn

相关研究：

《沐浴改革春风，金控产业扬帆起航》 2016-05-25

联系人：陈卉 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

目录索引

资产整合，转型“牌照金融+产业直投”央企金控平台	4
资产重组方案：证券、期货、信托、租赁牌照齐全	4
交易完成后实际控制人仍为国务院国资委	5
增资：夯实资本实力，助推业务升级	6
摘帽脱星，管理层换届完成	6
背靠新五矿集团，布局产融结合	6
五矿中冶合并，大股东实力雄厚	6
金控内部协同多	7
传统业务：电池、锰系材料与金控产融结合	8
五矿资本享有金控效应	8
金融牌照丰富，多元业务协同发展	9
五矿信托：信托主业结构持续优化，坏账压制接近尾声	9
外贸租赁：拥有金融租赁业务，扩股、增资即将完成	11
五矿证券：牌照齐全，大力发展债券、信用业务板块优势	13
五矿经易期货：经纪业务有望回升，资管及风险管理具发展潜力	14
绵阳商行：持股 20%	15
投资建议	16
盈利预测：2017、2018 年净利润分别为 22.9、29.7 亿元	16
投资建议	17

图表索引

图 1: 五矿资本的产权及控制关系结构图	4
图 2: 五矿集团、中冶集团合并	7
图 3: 五矿资本电池材料的营业收入增势显著	8
图 4: 锂电正极材料产能逐步释放	8
图 5: 公司主要财务数据 (亿元)	10
图 6: 公司业务结构	10
图 7: 受托资产规模稳步上升 (亿元)	10
图 8: 五矿信托资产配置优于行业水平(2016 数据)	10
图 9: 信托资产分布	11
图 10: 租赁财务数据 (亿元、%)	12
图 11: 五矿证券财务数据 (亿元、%)	13
图 12: 五矿证券营业收入构成	14
图 13: 公司盈利水平持续优化 (亿元)	15
图 14: 五矿经易期货交易金额市占率变化	15
图 15: 绵阳商行财务数据 (亿元、%)	16
表 1: 五矿资本资产重组交易对价	4
表 2: 五矿资本十大股东	5
表 3: 五矿资本定增方案	6
表 4: 五矿集团 9 大上市平台、6 大优势产业	7
表 5: 五矿资本各版块 ROE 计算 (亿元、%)	8
表 6: 2016 年五矿资本主要金融子公司业绩占比 (单位: 百万)	9
表 7: 公司租赁业务合同额 (亿元)	12
表 8: 盈利预测 (亿元、%)	17
表 9: 估值比较	17

资产整合，转型“牌照金融+产业直投”央企金控平台

金瑞科技是以长沙矿冶研究院有限责任公司为主发起人，联合华菱集团等四家发起人于1999年共同发起设立的股份有限公司，业务主要涉及电池材料和锰系材料两大板块。公司于2001年1月在上交所挂牌上市，2009年随控股股东长沙矿冶研究院整体并入中国五矿集团公司。受锰系材料下行影响，公司2014、2015年净利润为负，被实施退市风险警示。

资产重组方案：证券、期货、信托、租赁牌照齐全

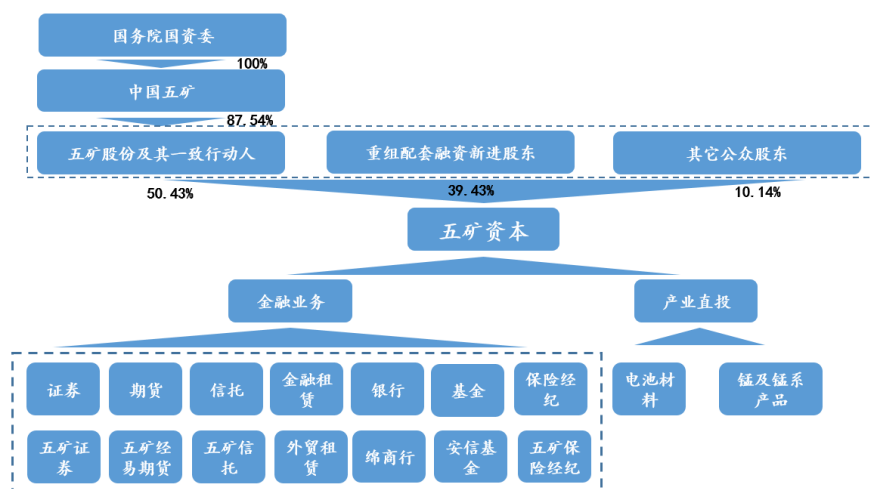
2017年1月，公司完成重大资产重组，交易作价184.66亿元，以10.15元/股的价格发行股份购买资产，交易完成后，金瑞科技持有五矿资本控股100%股权，并通过五矿资本控股间接持有五矿证券99.76%股权、五矿经易期货99.00%股权、五矿信托78.0%股权和外贸租赁50%股权。

表 1: 五矿资本资产重组交易对价

交易对方	交易标的	股份交易对价 (万元)	支付股份数量 (股)
五矿股份	五矿资本控股 100% 股权	1,783,372.89	1,757,017,625
金牛投资	五矿证券 2.7887% 股权	7,253.48	7,146,285
惠州国华	五矿证券 0.6078% 股权	1,580.90	1,557,536
经易控股	五矿经易期货 4.92% 股权	17,214.11	16,959,714
经易金业	五矿经易期货 4.42% 股权	15,464.71	15,236,167
久勤咨询	五矿经易期货 1.06% 股权	3,708.73	3,653,921
西宁城投	五矿信托 1.80% 股权	17,413.20	17,155,862
青海华鼎	五矿信托 0.06% 股权	580.44	571,862
	合计	1,846,588.46	1,819,298,972

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图 1: 五矿资本的产权及控制关系结构图



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

另外，公司拟受让外贸租赁40%的股权，待银监部门批复后进行交割，并计划在交割后增资。五矿资本成为同时拥有证券、信托、期货、租赁、银行和基金牌照的上市金控平台。

重组后，公司将继续拓展电池材料业务，现已完整保留相应人才团队，“产业+金融”协同发展。

交易完成后实际控制人仍为国务院国资委

此次资产重组交易，公司向五矿股份和西宁城投、青海华鼎等重组交易对方发行18.19亿股，其中向五矿股份支付股份17.57亿股，即股份交易对价178.34亿元，约占全部交易对价的96.58%；同时，对外配套融资发行股份不超过14.78亿股。此次交易完成后，公司的股权结构将发生重大变化，控股股东将由长沙矿冶院变更为五矿股份，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。

表 2: 五矿资本十大股东

排名	股东名称	持股数量(亿股)	占总股本比例(%)
1	中国五矿股份有限公司	17.64	47.07
2	中远海运发展股份有限公司	1.47	3.94
3	中建资本控股有限公司	1.47	3.94
4	招商财富资产-招商银行-招商银行股份有限公司	1.47	3.94
5	颐和银丰(天津)投资管理有限公司	1.47	3.94
6	深圳市平安置业投资有限公司	1.47	3.94
7	前海开源基金-农业银行-上海茁蓄投资管理合伙企业(有限合伙)	1.47	3.94
8	华宝证券-平安银行-华宝证券华增五号集合资产管理计划	1.47	3.94
9	长沙矿冶研究院有限责任公司	1.25	3.35
10	招商证券资管-兴业银行-招商智远智增宝一号集合资产管理计划	0.98	2.63

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

增资：夯实资本实力，助推业务升级

公司以不低于10.15元/股的价格向中海集运、华宝证券等10名符合条件的特定对象非公开发行股份不超过14.78亿股，募集配套资金总额不超过150亿元。其中，向五矿证券增资59.20亿元，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。增资将增强旗下金融机构整体资金实力，同时，有助于进一步提升对旗下金融机构的控股权，进而提高“金控平台”整体运作效率。

表 3：五矿资本定增方案

发行对象	中海集运、华宝证券、中建资本控股、平安置业、前海开源基金、颐和银丰、招商财富、招商证券资管、中信证券、兴业全球基金
发行价格	不低于 10.15 元/股
发行数量	1,477,832,509 股
募集配套资金总额	150 亿元
锁定期	36 个月
募集配套资金用途	向五矿证券增资 59.20 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，支付中介机构费用 0.80 亿元

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

摘帽脱星，管理层换届完成

公司于2017年5月正式脱帽摘星，由“ST金瑞”更名为“五矿资本”，日涨跌幅限制由5%恢复至10%，股票交易恢复正常；管理层换届完成，任珠峰先生出任董事长，五矿资本原有领导顺利过渡到上市公司，重组完成、管理层到位有利于公司高管专注于公司业务经营，促进各项业务部门发挥出更大的价值。

背靠新五矿集团，布局产融结合

五矿中冶合并，大股东实力雄厚

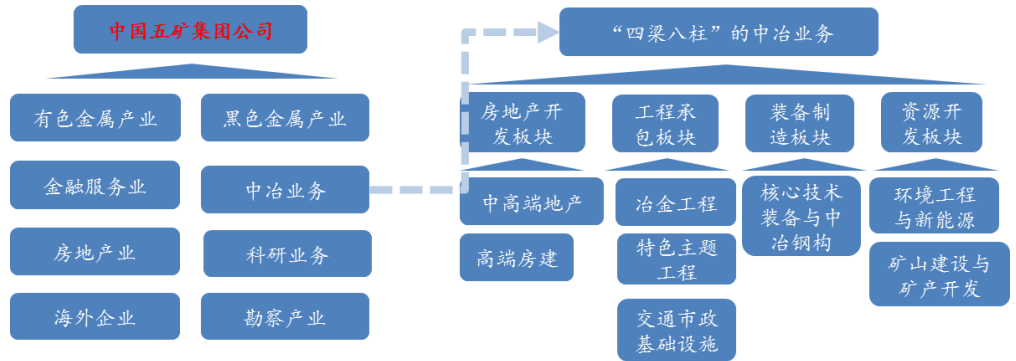
五矿资本背靠五矿集团，具有极大的集团业务空间。中国五矿集团是国有综合型企业集团，成立于1950年。2016年，中国五矿与中冶集团实施战略重组，形成了中国最大、国际化程度最高的金属矿业企业集团，全球最大最强的冶金建设运营服务商，其体量超过必和必拓、力拓和淡水河谷三大矿业巨头。

根据公司官网披露，五矿集团资产总额8139亿元，境外机构、资源项目与承建工程遍布全球60多个国家和地区。公司2016年实现营业收入4355亿元。合并后五矿旗下相当于拥有中国中冶、五矿发展等9家境内外上市平台。新五矿在金属矿业、冶金工业建设等6大领域均具有较大优势。

背靠五矿集团，发挥与集团的产融结合、融融结合优势。1) 五矿资本可以助力集团融资、外延式扩张，推动集团资产证券化的进程，发挥期货套期保值的作用为集团

主业规避风险、帮助集团及内部员工进行资产管理等；2) 集团可以为五矿资本提供更加优质的客户资源、信用评级支持、更加成熟的产业经验 等帮助。

图2: 五矿集团、中冶集团合并



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 4: 五矿集团 9 大上市平台、6 大优势产业

	株冶集团 (600961.SH)	五矿资源 (01208.HK)	中钨高新 (000657.SZ)
9 大上市平台	五矿稀土 (000831.SZ)	五矿资本 (600390.SH)	五矿发展 (600058.SH)
	锌业股份 (000751.SZ)	中国中冶 (601618.SH) (1618.HK)	五矿地产 (00230HK)
6 大优势产业	独特的全产业链竞争优势; 金属矿产资源储量丰富, 境外矿山遍及亚洲、澳洲、南美和非洲等地, 在国内外拥有一批世界级优质山, 铜、锌、镍等资源量进入世界第一梯队, 钨、锑、铋资源量位居全球第一		
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 积累了贯穿各环节的核心技术优势和设计施工能力, 承担了中国大中型钢铁企业超过 90% 的设计施工任务和全球 60% 冶金建设任务, 是冶金建设的“国家队”; ✓ 是全球最大的钨资源生产商, 硬质合金产量全球第一; ✓ 拥有遍布全球的贸易流通网络, 全球采购、全球营销, 金属矿产品流通规模稳居国内第一 		
	城市交通基础设施	完成了多个城市新区的整体开发建设, 是国内领先的城市建设全方位方案解决专家	
	金融业务	拥有金融业务全牌照, 信托、租赁、证券等业务优势显著	
	房地产业务	国资委首批确定的 16 家以房地产为主业的央企之一, 旗下五矿地产、中冶置业, 享有较高知名度	
	战略新兴产业	在地下综合管廊建设、海绵城市、特色主题工程建设等六大方面提前布局, 形成显著的竞争优势	

数据来源: 公司官网、广发证券研究所

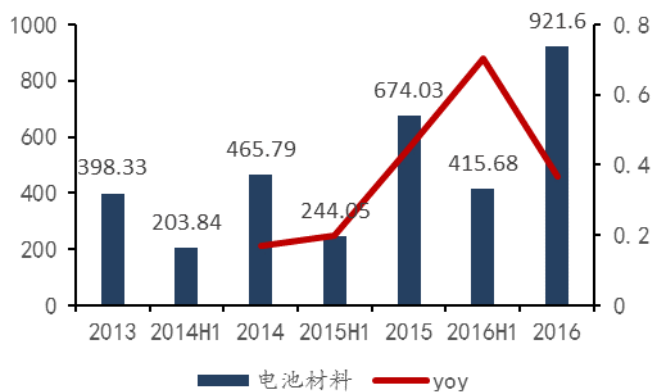
金控内部协同多

我们认为, 五矿资本旗下金融牌照较为齐全, 享有金控平台的协同优势。在五矿资本交流会上, 管理层表示, 早在 2011 年, 五矿资本控股就已成立了包括总部管理层、所属企业管理层及业务骨干在内的业务协同工作组, 在随后的工作开展中逐步制定了相关的沟通、研发与激励机制。根据不完全统计, 十二五期间 (2011 至 2015 年), 业务协同业务涉及金额约有 61 亿元。随着各金融牌照实力的进一步提升, 业务协同模式、体量将继续增长, 有助于风险防控或节约成本。

传统业务：电池、锰系材料与金控产融结合

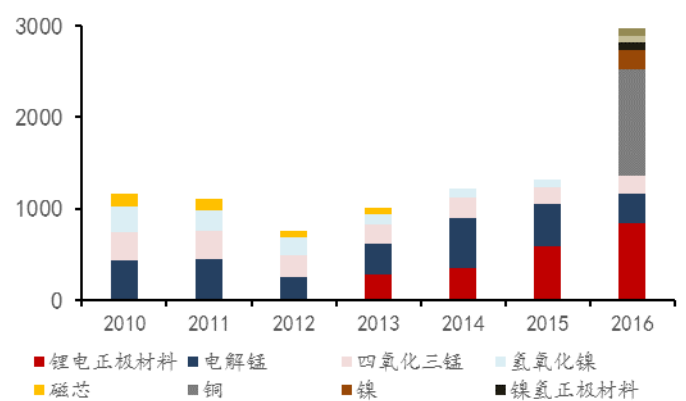
电池材料业务正加快募集资金项目的实施进度，提升市占率；电池材料利润开始增长，2016年实现营收9.22亿元，同比增长36.73%，毛利率19.91%，比上年增加9.49%。重组后，公司金融业务与新能源电池业务可产融结合。金控业务板块帮助电池板块募资、帮助电池板块外延扩张等，在金融去杠杆的环境下，帮助实业板块稳健向前。

图3：五矿资本电池材料的营业收入增势显著



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图4：锂电正极材料产能逐步释放



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

锰系材料方面，作为五矿系企业，公司锰及锰系品拥有竞争优势。公司电解锰产能为6万吨，2016年度产量约为4.5万吨左右，产量居国内电解锰生产企业第六位，市占率约为3.90%；产业链上游的锰矿资源储量较多，自给率约为30%左右；锰产业链下游四氧化三锰产能3万吨，2016年实际产量约为22000吨，国内市场占有率约35%，位居全国第一位。2016年实现营收5.3亿元，毛利率同比增长13.9个百分点。

五矿资本享有金控效应

金控板块收益多样，客户稳定，抗风险能力强。根据我们对金控行业的研究，金控集团的收益来自于不同的各子行业，因此综合业绩波动要小于单一业务的波动。以摩根大通为例，2008年摩根大通的第三大业务委托交易业务收入遭遇滑铁卢，从之前的年盈利约100亿美元跌至亏损106亿美元，而凭借其他领域尤其是利息收益的大幅增长，摩根大通的业绩整体上只下滑了40亿美元左右，跌幅不足6%，且迅速回升。根据我们计算，五矿资本2014-2016年ROE在9%-14%之间波动，收益较为稳定，小于子公司1.7%-18%间的波动。随着业务的不断拓展，抗风险能力和盈利能力也将逐步提升。同时，根据我们对美国的摩根大通和台湾的富邦集团的研究，我们认为五矿资本应享受比单一业态高10%-30%估值水平。

表5：五矿资本各版块ROE计算（亿元、%）

ROE	2014			2015			2016		
	净利润	净资产	ROE	净利润	净资产	ROE	净利润	净资产	ROE
五矿证券	0.44	8.92	4.88%	1.80	15.48	11.60%	1.13	15.48	7.29%

五矿 经易 期货	0.37	21.59	1.70%	0.79	22.11	3.59%	1.69	22.11	7.63%
五矿 信托	8.80	48.69	18.07%	12.06	57.11	21.12%	9.80	57.11	17.16%
外贸 金融 租赁	3.15	46.83	6.73%	6.96	52.43	13.28%	5.52	57.94	9.52%
安信 基金	0.02	1.68	1.14%	0.44	2.12	20.55%	0.29	2.40	12.22%
绵阳 商行	5.30	28.44	18.65%	5.35	39.14	13.67%	5.41	43.01	12.59%
五矿 资本	9.61	105.47	9.11%	17.03	123.28	13.81%	14.41	128.24	11.24%

数据来源：广发证券发展研究中心（此处五矿资本ROE计算未计入安信基金、绵阳商行；且为备考利润、净资产，已计入租赁90%的股权）

五矿资本是A股金控上市公司中金融业务架构相对完整、协同效应逐渐体现、金融生态闭环有望形成的标的。根据我们梳理，在现有16家产融结合型金控A股上市公司中，五矿资本金控构架已经更为成熟，旗下金融牌照也较为齐全，将更早享有金控板块效应带来的优势。

金融牌照丰富，多元业务协同发展

五矿资本2016年实现净利润15.57亿元，其中五矿信托、外贸租赁、五矿证券、五矿经易期货、绵阳商行贡献主要业绩。

表6：2016年五矿资本主要金融子公司业绩占比（单位：百万）

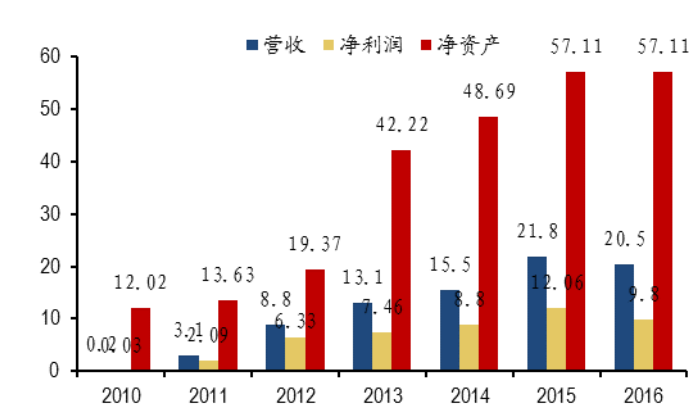
公司名称	持股比例	净利润
五矿信托	67.87%	980.15
外贸租赁	50.00%	551.51
五矿证券	99.76%	112.87
绵阳商行	20.00%	541.45
五矿经易期货	99.00%	168.76
安信基金	38.72%	29.39

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

五矿信托：信托主业结构持续优化，坏账压制接近尾声

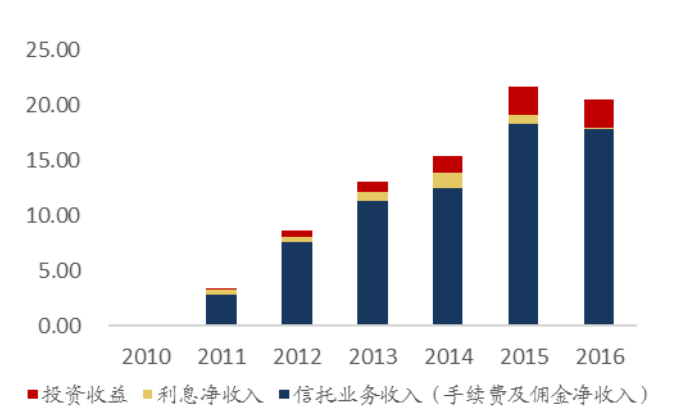
五矿国际信托有限公司于2010年10月在原庆泰信托完成司法重整的基础上变更设立五矿信托。2016年，五矿信托公司营收20.5亿元，净利润9.8亿元；截至2016年底，公司净资产57.11亿元。2017年5月，青海银监局批准公司增资45亿元。目前增资款已经到账，还未完成工商变更。从业务结构上看，2016年公司87%的收入都来自于信托业务，12%的收入来自投资收益，剩下1%来自利息净收入。

图5：公司主要财务数据（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

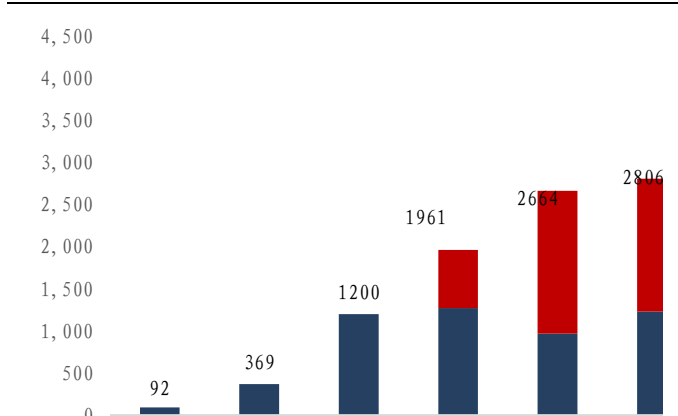
图6：公司业务结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

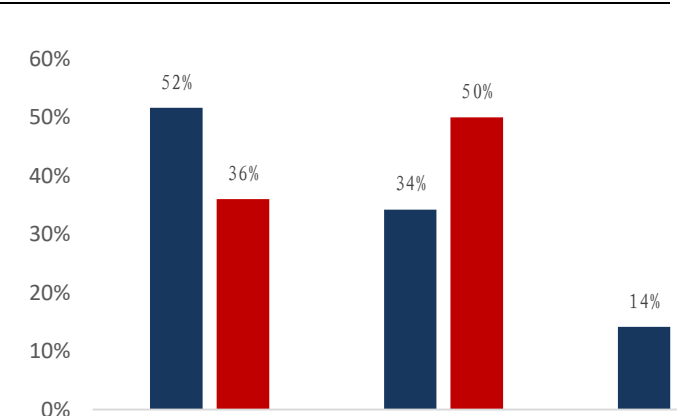
信托资产大幅增长。公司受托资产规模逐年上升，截至2016年底，公司AUM达4116.7亿元，较年初增长46.7%，在业内68家信托中排行15位。

图7：受托资产规模稳步上升（亿元）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8：五矿信托资产配置优于行业水平(2016数据)



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

信托主业结构优化。2016年公司集合资金类信托规模占比52%，单一资金类信托占比34%，财产管理类信托占比14%，优于行业结构水平；主动管理占比在23.5%左右。

信托板块未来看点

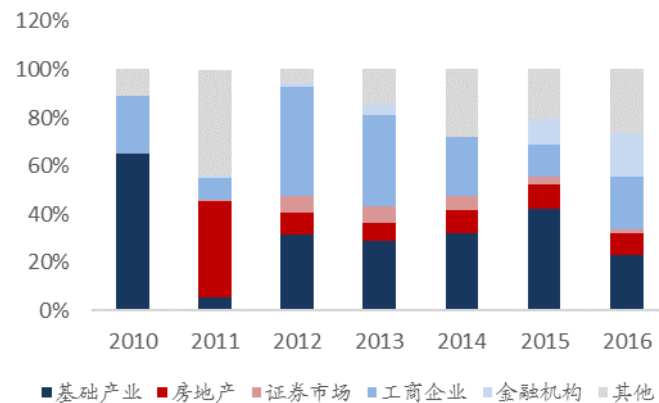
45亿增资到位大幅提升资本实力。公司2016年净资产排名为行业34名，增资到位后，公司净资产达106.22亿元，将跃升至业内12名。2016年公司营收、净利排名为业内16、21名，我们认为公司收入规模和盈利能力将得到迅速提升。

大力发展信托基建转型业务。2014年五矿信托便与抚顺沈抚新城管委会、中建一局合作基建类PPP项目，公司在基础设施业务风险把控、资金安排和项目选择都有一定优势，不同与简单与基建公司进行“类贷款”模式的合作，基建转型业务是主动管理业务。公司将发挥自有优势，促进与大型国有建筑公司之间的合作，有利于提升公司信托报酬率；根据业绩交流会公司披露，基础设施转型信托占主营业务比例估计在30%-40%之间，会成为信托业务的支撑业务。

公司历史风险项目已得到有效控制，业绩抑制因素逐步减弱。一直以来公司不良率维持在较小的水平，2015年公司以固有资金化解部分风险项目，开始计提减值准备，2016年公司累计计提7.7亿左右的坏账准备，坏账准备计提进入尾声。

严控风险、稳健发展。1) 2016年是监管之年，公司一直追求合法合规、稳健发展，通道业务占比处于较低、房地产信托占比较小，受监管因素冲击较小。2) 公司针对信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、声誉风险等内容均制定了相应政策。现有风险项目主要是来自广西有色和房地产，公司管理层在投资者交流会上表态未来将谨慎涉足高风险领域，公司要求存量、存续新项目都不出风险，风险较可控，未来资产减值比例低。

图9：信托资产分布

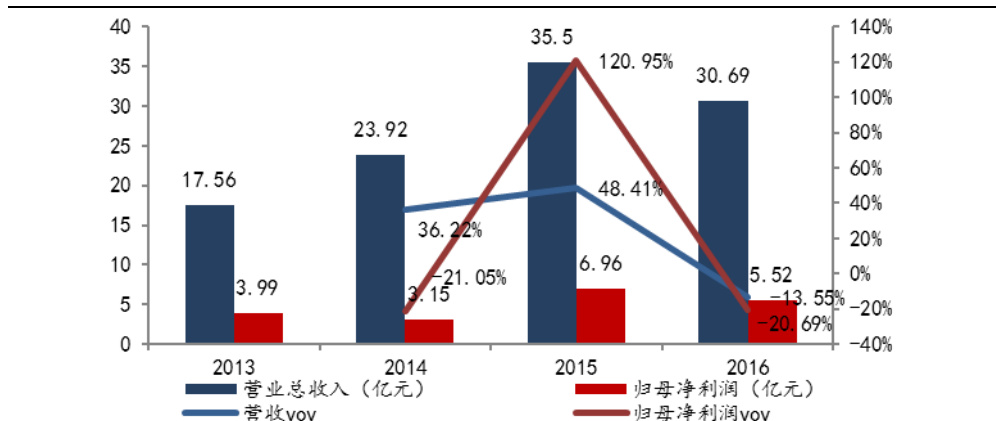


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

外贸租赁：拥有金融租赁业务，扩股、增资即将完成

扩股后并表贡献业绩，增资后盈利提升可期。外贸租赁为金融租赁公司，其前身为中国对外贸易租赁公司，设立于1985年3月4日。截至2016年底，东方资产和五矿资本分别持有外贸租赁50%的股份；2017年2月，五矿资本获得40%外贸租赁股权的受让权，目前在等待银监会部门批复；批复后，公司将正式持有金融租赁90%的股权，外贸租赁净资产也将提升至88亿元，注册资本65亿元跃居金融租赁公司中的第5名。回望公司2014年末增资20亿元后，2015年业绩提振近70%，2016年业绩略有下滑是受到对应过剩行业投放节奏放缓等原因影响。我们认为公司本次增资扩股后也能充分发挥运营效率，将业绩与净资产规模相匹配。

图10: 租赁财务数据 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

拥有金融租赁业务。金融租赁是融资租赁的一种, 由银监会监管, 另两种是由商务部监管的内资租赁和外资租赁; 金融租赁业务具有稀缺性, 截至2016年, 在全国7664家融资租赁企业中, 仅56家金融租赁企业, 近两年来金融租赁牌照审批节奏略有加快; 在经营杠杆的要求上, 金融租赁公司不得高于12.5倍, 而内资租赁和外资租赁不得高于10倍; 金融租赁在负债端具有优势, 可以在银行间拆借, 融资效率高、成本较低, 外贸租赁目前已开拓了银行授信、金融债发行等多种融资渠道。

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。截至2016年上半年, 售后回租占融资租赁的98%, 2016年营改增将融资性售后回租税率调整为6%, 经过我们计算, 实际税负占营收比例由6%减少到4%, 减轻了企业的负担。

目前业务投放领域主要分布在制造业, 水利、环境和公用设施管理业, 交运, 商业服务和采矿业等。公司租赁资产投放质量较好, 客户均为大型国企、优质上市公司等, 2016年, 公司不良率约为0.58%, 小于行业不良率0.93%。

表7: 公司租赁业务合同额 (亿元)

	租赁融资新签合同额 (亿元)	售后回租新签合同额 (亿元)	直接租赁新签合同额 (亿元)
2013	189.34	176.47	12.87
2014	286.92	286.91	0.01
2015	299.33	298.78	0.55
2016	286.10	273.85	12.25

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

未来: 向高端租赁进军, 积极调整扩大息差

增资30亿元后, 有助于拓展高端租赁业务领域, 向飞机、船舶租赁领域进军; 调节负债结构, 优化资金来源与租赁业务的期限匹配, 改变外贸租赁短期借款为主、融资租赁业务主要以中长期业务为主的局面, 减少资金来源与租赁业务期限的不匹配

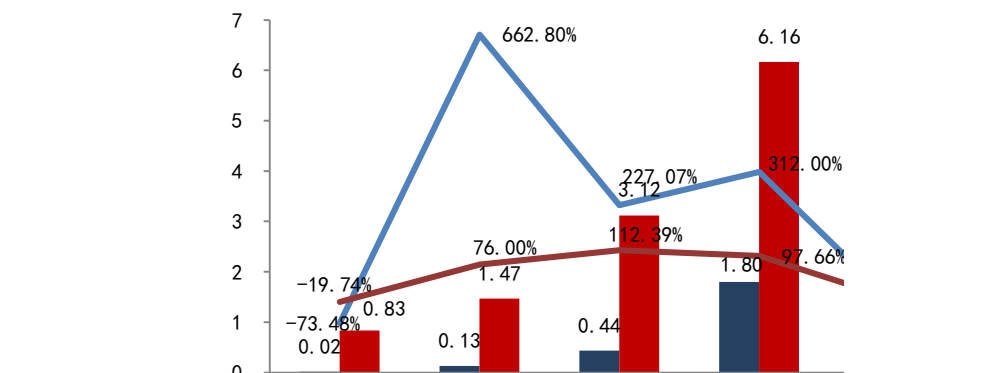
可能产生流动性风险。

公司将进一步调整资产端与负债端利息匹配程度，抬升资产端利息，缩小负债端加息带来的影响，预计2017年租赁业务息差将进一步扩大，增厚公司利润。

五矿证券：牌照齐全，大力发展债券、信用业务板块优势

五矿证券是全牌照证券公司，截至2016年末，五矿证券总资产60.46亿元，净资产15.48亿元；2016年五矿证券实现营收5.15亿元，同比下降16.5%；实现净利润1.13亿元，同比下降37.2%。2016年公司营收、净利降幅均小于行业营收、净利降幅50%+、40%+。目前，五矿证券以固定收益业务和经纪业务为主要收入来源，其中债券交易业务为公司优势与特色业务。

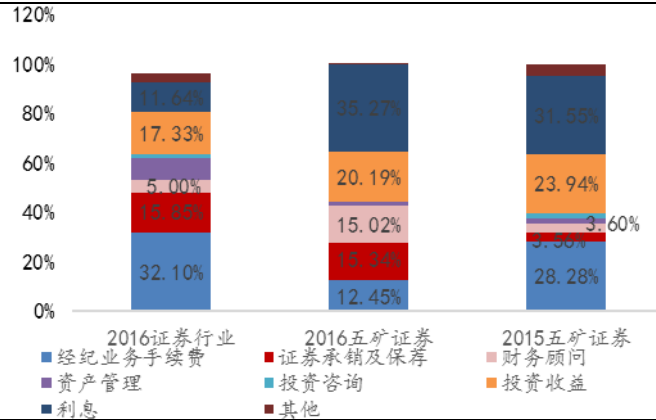
图11：五矿证券财务数据（亿元、%）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心（此处为营收数据，非年报披露营业总收入数据）

收入结构更趋合理，资本中介、投行业务发力。受制于低迷的市场行情和收紧的监管政策，五矿证券固定收益业务和经纪业务收入出现了一定程度下滑，投行、利息收入占比分别上升23.2、3.72个百分点，使公司整体收入结构更趋合理，提升抗周期性。

图12: 五矿证券营业收入构成



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

债券业务是五矿证券的特色业务。1) **债券交易方面。**2016年上半年五矿证券债券交割量11,320 亿元, 在所有券商中排名第 7 位; 在债市资金面偏紧的情况下具有较大融资优势。2) **债券自营方面。**目前公司债券投资能力已经有较大进步, 投资收益水平在市场中具有竞争力。

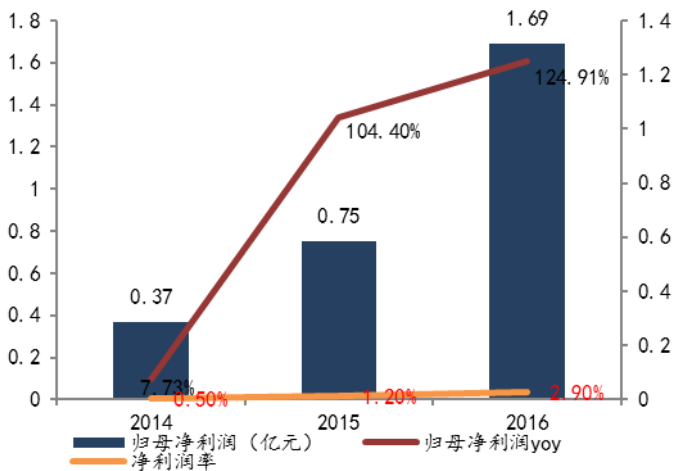
五矿证券是增资后业绩弹性最大的板块。目前五矿证券的资本金规模限制了其发展, 2015年末的净资本仅14.51亿元, 排名仅位于96名, 与行业平均水平100.18亿元存在明显差距。此次定增方案中, 五矿证券增资59.2亿元, 配置在融资融券、资管、直投等板块。

五矿经易期货: 经纪业务有望回升, 资管及风险管理具发展潜力

五矿经易期货于2014年由五矿期货和经易期货合并而来, 近两年来协会评级均在A级及以上, 较高的评级为五矿经易期货扩展业务提供了良好的保障。截至2016年末, 五矿经易期货总资产为95.25亿元, 净资产为22.11亿元; 公司2016年净利润为1.69亿元, 营业总收入为58.64亿元。**五矿经易期货营业收入主要来源于期货经纪业务、资管业务和风险管理业务。**

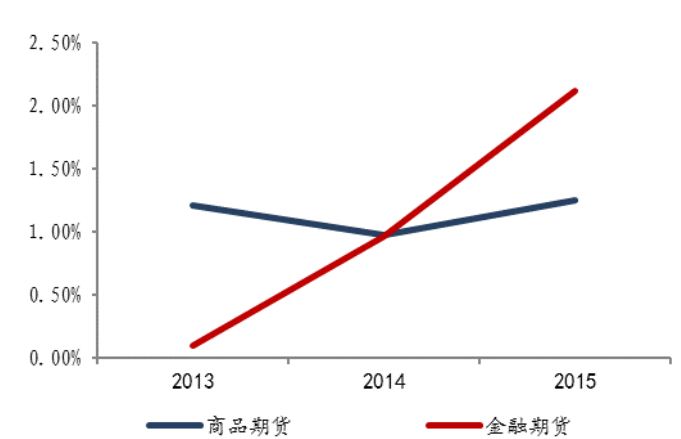
公司依托控股股东中国五矿集团的强大的有色金属、贵金属、黑色金属的生产、加工、贸易实力, 连续多年在铜、锌、铝等金属期货上的成交量和持仓量国内领先; 同时依托中国五矿集团金融中心各机构之间的协同合作, 公司在股指期货、国债期货等金融领域的服务上具有协同优势。

图13: 公司盈利水平持续优化 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图14: 五矿经易期货交易金额市占率变化



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

传统经纪业务稳定增长。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，商品期货的市占率由2013年的1.21%上升至2015年的1.25%；金融期货的市占率由2013年的0.10%上升至2015年的2.12%。2016年度，受股指期货限仓政策等因素影响，公司期货经纪业务收入2.4亿元，较上年下降4.75%，公司及时转变经纪业务经营模式使得日均客户权益同比增长25.14%，稳定了业绩；公司期货手续费净收入1.09亿元，利息净收入1.13亿元。

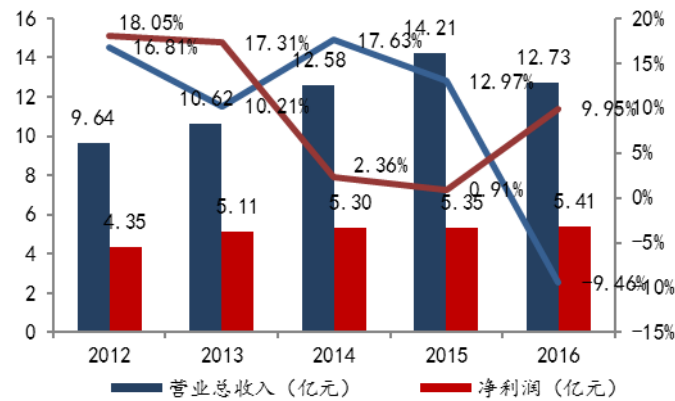
资管业务快速发展，风险管理业务协同优势明显。资管业务增长较快，截至2016年末，资产管理业务收入327万元，较上年增长374%；资管规模26.50亿元，同比增长180.13%。风险管理业务收入56.16亿元，占营收比例较大，净资产收益率7.1%，公司将投入5亿元用于大力支持风险管理业务的发展。

未来: 政策松绑+增资, 助力业绩回升。股指期货政策松绑助力经纪业务成交量回升，另一方面期货15亿元增资有利于公司继续扩大市场份额，促进资管及风险管理业务规模的增长。公司还投入3000万元在香港新设综合类全资子公司，打造国际化的平台。

绵阳商行: 持股 20%

绵阳商行成立于2000年9月，主营业务包括公司银行业务、个人银行业务和金融市场业务，在小微金融、科技金融、军民融合金融等方面具有特色和优势。五矿资本作为绵阳商行第一大股东，持有绵阳商行20%的股份。截至2016年末，绵阳商行总资产648.00亿元，净资产43.00亿元；公司2016年净利润5.41亿元，营业收入12.73亿元。2016年各项存款余额377.89亿元，同比增长21.21%；各项贷款余额247.40亿元，同比增长10.17%；全行实现税前利润7.19亿元，同比增长5.11%。

图15: 绵阳商行财务数据 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议

盈利预测: 2017、2018 年净利润分别为 22.9、29.7 亿元

- 1、重组、增资进度假设:** 假设 2017 年已经完成租赁业务板块 40%的股权收购, 以及租赁 30 亿元的增资。母公司分别持有证券、期货、信托、租赁公司 99.76%、99%、78.002% (工商注册信息更改后) 和 90%的股权。
- 2、五矿信托:** 假设 2017 年公司 AUM 规模增速为 15%, 2017 年信托报酬率有所下滑; 2018 年 AUM 增速为 30%, 信托报酬率回升且坏账计提基本结束, 我们预计信托板块 2017、2018 年净利润为 11.04、16.74 亿元, 为母公司贡献 8.61、13.06 亿元的净利润。
- 3、五矿租赁:** 假设增资到位后, 公司依然保持 5 倍左右的杠杆, 且新签合同推进顺利, 息差逐步回升, 我们预计公司 2017、2018 年净利润为 8.48、9.75 亿元, 为母公司贡献 7.63、8.78 亿元净利润。
- 4、五矿证券:** 假设 2017、2018 年行业日均成交额增速为-10%、10%, IPO 规模增速为 80%、50%, 定增规模增速为-40%、10%; 假设公司可以充分运用信用业务、自营板块的增资拓展业务, 我们预计公司 2017、2018 年归母净利润分别为 2.53、3.38 亿元, 为公司贡献 2.52、3.37 亿元净利润。
- 5、五矿经易期货:** 假设公司可以如期完成重组公告中的规划, 至 2019 年, 经纪业务保证金新增 150 亿元, 增至 210 亿元; 资管业务、风险管理业务分别投入 3.2 亿元、3 亿元; 假设股指期货政策维持不变、期货市场交易量保持 20%的增速; 我们预计公司资管、风险管理业务将逐步贡献更大收益, 2017、2018 年营业收入分别为 76.26、94.12 亿元, 净利润为 2.67、2.71 亿元。
- 6、传统业务:** 看好电池材料行业的发展与公司产能释放, 预计 2017、2018 年营收增速分别为 17.48%、20%, 2017、2018 年营收分别为 17、20.4 亿元。
- 7、综上所述,** 我们预计公司 2017、2018 年净利润分别为 22.9、29.7 亿元, 分别同比+47.1%、+29.7%。预计 2017、2018 年 eps 为 0.61、0.79 元。

表 8: 盈利预测 (亿元、%)

	营收	归母净利	贡献营收	贡献归母净利
2017E				
证券	7.22	2.53	7.20	2.52
期货	76.26	2.67	75.50	2.64
信托	23.01	11.04	17.95	8.61
传统	17.00	1.50	17.00	1.50
租赁	21.49	8.48	19.34	7.63
2018E				
证券	9.65	3.38	9.62	3.37
期货	94.12	2.71	93.18	2.68
信托	34.87	16.74	27.2	13.06
传统	20.40	1.84	20.40	1.84
租赁	24.71	9.75	22.24	8.78
合计	营收	YOY	归母净利	YOY
2016A	116.47		15.57	
2017E	136.98	17.6%	22.90	47.1%
2018E	183.75	34.1%	29.70	29.7%

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资建议

综上所述,未来,五矿资本旗下金控业务更进一步,公司领导层将更加专注于公司业绩,公司产融结合、金控协同效应将逐渐体现、“客户-平台-资产”的金融生态闭环有望形成。与同类金控比较,公司静态 PB、PE 较低。我们看好五矿资本的发展,给予买入评级。

表 9: 估值比较

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(LF)
600390.SH	五矿资本	23.26	1.53
000617.SZ	中油资本	19.31	2.02
000987.SZ	越秀金控	34.85	2.07
600705.SH	中航资本	21.87	2.22
000046.SZ	泛海控股	13.08	2.35

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

风险提示

五矿资本不同业务间未能形成协同优势；股、债市场波动幅度增大，市场交易量继续向下；租赁合同签订不达预期；信托资产不良率再度上升等

附表:

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	9179	9987	11000	12000	净利润	1557	2290	2970	3381
应收款项	977	1126	1510	1719	资产减值准备	246	-243	-20	-22
存货净额	515	568	734	861	折旧摊销	100	157	164	168
其他流动资产	8093	1370	1837	2092	公允价值变动损失	355	100	100	100
流动资产合计	19830	18450	21782	22672	财务费用	165	69	105	4
固定资产	1055	1105	924	741	营运资本变动	-2777	-1129	1351	-181
无形资产及其他	584	560	537	514	其它	-318	734	656	747
投资性房地产	8683	8700	8500	9200	经营活动现金流	-836	1909	5222	4193
长期股权投资	3841	18066	18442	19168	资本开支	-170	-40	-40	-40
资产总计	33993	46882	50184	52294	其它投资现金流	-1067	-4333	-1300	700
短期借款及交易性金融	3201	7416	5693	3147	投资活动现金流	-2335	-4973	-2040	-140
负债									
应付款项	293	324	420	492	支付股利、利息	-235	-344	-445	-507
其他流动负债	14125	6644	8678	9677	其它融资现金流	12724	4215	-1723	-2546
流动负债合计	17619	14385	14791	13316	融资活动现金流	12254	3872	-2169	-3053
					现金净变动	9083	808	1013	1000
其他长期负债	239	299	359	419	货币资金的期初余额	96	9179	9987	11000
长期负债合计	239	299	359	419	货币资金的期末余额	9179	9987	11000	12000
负债合计	17858	14684	15150	13735	企业自由现金流	-1521	-809	2158	1064
少数股东权益	1975	2466	3103	3827	权益自由现金流	11203	3351	351	-1485
股东权益	16135	32198	35034	38559					
负债和股东权益总计	33993	46882	50184	52294					
					关键财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
					每股收益	0.4	0.6	0.8	0.9
					每股净资产	3.8	7.9	8.5	9.3
					ROE	11.0%	7.7%	9.3%	9.7%
					收入增长	752.7%	17.6%	34.1%	13.8%
					净利润增长率	-8.2%	47.1%	29.7%	13.9%
					资产负债率	52.5%	31.3%	30.2%	26.3%
					P/E	3.5	19.8	15.3	13.4
					P/B	3.2	1.5	1.4	1.3
					EV/EBITDA	13.72	146.85	59.61	37.86
利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
营业收入	11647	13698	18375	20918					
营业成本	8565	9312	11986	14059					
营业税金及附加	111	685	919	1046					
销售费用	35	685	919	209					
管理费用	1111	2763	3698	4207					
财务费用	165	69	105	4					
投资收益	1124	3500	4000	4000					
资产减值及公允价值变	-355	-100	-100	-100					
动									
其他收入	-274	0	0	0					
营业利润	2155	3585	4648	5293					
营业外净收支	309	0	0	0					
利润总额	2464	3585	4648	5293					
所得税费用	510	717	930	1059					
少数股东损益	397	578	749	853					
归属于母公司净利润	1557	2290	2970	3381					

数据来源: 广发证券发展研究中心

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福: 首席分析师, 经济学硕士, 2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 曹恒乾: 资深分析师, 英国达勒姆大学 (University of Durham) 金融学硕士, 2008年进入广发证券发展研究中心。
- 商田: 分析师, 安徽财经大学金融学硕士, 2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄: 研究助理, 英国阿伯丁大学 (University of Aberdeen) 金融投资管理硕士, 武汉大学双学士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉: 研究助理, 英国布里斯托大学 (University of Bristol) 金融投资专业硕士, 2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨: 研究助理, 香港中文大学经济学硕士, 中山大学学士, 2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。