

五矿资本 (600390.SH)

业绩平稳，关注金融业务整合与增效

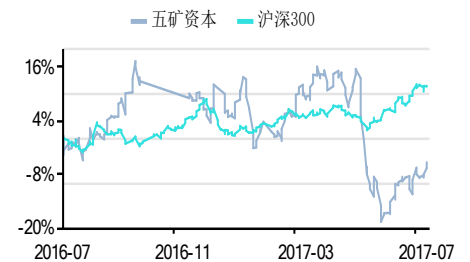
- **五矿资本公布 2017 年半年报业绩预告**，预计 2017 年上半年实现归属于上市公司股东的净利润 9.9 亿元左右，较去年同比+0.94%（备考数据）。五矿资本业绩增速较慢是由于证券市场的波动、信托行业去通道、租赁业务息差暂时性缩窄及外贸租赁审批速度不达预期。
- **五矿信托 2017H 实现营收 10.03 亿元**，同比减少 12%；净利润 6.19 亿元，同比减少 3%。业绩负增长的原因是由于投资收益下滑幅度较大，另外，受到行业去通道去杠杆监管影响，信托业务手续费及佣金收入下降 8.84%。我们认为，信托公司将受益于净资本投入，未来，利息收入、手续费及佣金收入都有望继续增长，投资收益触底有望回暖。
- **外贸租赁 2017H 实现营收 16.07 亿元**，同比增长 8%；净利润 3.01 亿元，同比增长 39%。公司现持有外贸租赁 50%的股权，受审批进度影响，剩余 40%股权尚在体外，增资未能到位，外贸租赁暂未纳入上市公司合并报表。2017H 租赁公司业绩受到利息上行导致息差缩窄和一季度银监会窗口指导业务暂停影响，尚未发全力。未来随着利率走势逐步趋稳、客户端费率的调整及业务的迅速恢复，租赁业务息差有望加大。
- **五矿证券 2017H 实现营收 2.65 亿元**，同比减少 13%；净利润 0.84 亿元，同比增加 12%；净资产 75.69 亿元，环比增加 336%。受益于本金的增加及市场回暖，公司投资收益大幅增长 175.35%，投行业务、利息收入出现下滑。随着注入资金进一步发挥效用，以及市场监管层面边际改善，公司投资板块将继续贡献较大占比的业绩，利息收入与投行储备项目有望在下半年回暖。
- **投资建议**：公司金融牌照丰富，背靠新五矿集团，产融结合、协同效应将逐渐体现，随着募集资金投入运营，利润有望较快增长。预计 2017、2018 年净利润为 22.9、29.7 亿元，对应 20X、15XPE，维持买入评级。
- **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(%)	25.7%	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)	3.70	19.83	15.29	13.41
市净率(P/B)	4.93	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	13.18 元
前次评级	买入
报告日期	2017-07-12

相对市场表现



分析师： 陈 福 S0260517050001
 0755-82535901
 chenfu@gf.com.cn

相关研究：

五矿资本：背靠新五矿集团，打造产融结合特色金控 2017-06-21
 金瑞科技(600390.sh)：业绩拐点已现，“猛”虎出山在即 2012-11-21

联系人： 陈卉 0755-82535901
 gfchenh@gf.com.cn

五矿资本公布2017年半年报业绩预告，预计2017年上半年，实现利润总额14.3亿元左右，较去年同比-3.04%（备考数据）；实现归属于上市公司股东的净利润9.9亿元左右，较去年同比+0.94%（备考数据）。业绩增长主要来源于五矿证券、信托、期货股权的纳入及配套增资和传统业务电池板块的增长。五矿资本业绩增速较慢源于证券市场的波动、信托行业去通道、租赁业务暂时性缩窄及外贸租赁40%股权纳入及增资审批速度不达预期。

表 1: 2017H 五矿资本业绩数据 (亿元、%)

	2016H (上市公司)	2016H (备考)	2016	2017Q1	2017H	同比 (上市公司)	同比 (备考)
利润总额	0.93	14.75	24.64	6.56	14.3	1437.63%	-3.04%
归母净利润	0.75	9.81	15.57	4.36	9.9	1220.00%	0.94%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

五矿证券：投资收益大幅增长，投行、利息收入下半年有望回暖

五矿证券2017H实现营收2.65亿元，同比减少13%；净利润0.84亿元，同比增加12%；净资产75.69亿元，环比增加336%。公司投资、经纪、投行、信用、资管业务分别收入1.9、0.32、0.25、0.12亿元，其中受益于资本金的增加及市场回暖，公司投资收益大幅（含公允价值变动）增长175.35%，投行业务业绩降幅较大和收益确认时点有关；利息收入出现下滑，未能与投入资金匹配，与生息导致息差收窄、公司经纪业务规模较小、证券市场波动有关。

表 2: 证券业务拆项收入及对比 (亿元、%)

	2016H	2017H	同比
投资收益	0.69	1.9	175.36%
资管业务	0.03	0.05	66.67%
经纪业务	0.34	0.32	-5.88%
投行业务	1.03	0.25	-75.73%
利息收入	0.96	0.12	-87.50%
咨询业务	0.006	0.0003	-95.00%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2017年证券市场监管趋严，经纪业务方面，前6月累计日均成交金额4366亿元，同比小幅下滑-17.8%；自营业务市场环境有所改善，截至6月末，沪深300前6月累计收益率10.8%，去年前6月累计收益率-15.5%，创业板指前6月累计收益率-7.3%，去年前6月累计收益率-17.9%，中证全债前6月累计收益率-0.2%，去年前6月累计收益率1.6%；投行业务方面，前6月累计股权融资额8774亿元，累计同比-12.1%；资本中介业务方面，6月融资融券余额8799亿元，同比增长3.1%。

今年监管政策逐步落地，行业风险得到较为充分释放，监管领导表态有边际改善迹象；今年行业ROE预计7%，虽未触及历史上6%-7%的业绩底，6月上市券商业绩

数据环比大幅改善。我们认为五矿证券下半年业绩将有较好改善，将随着注入资金进一步发挥效用，以及市场监管层面边际改善，公司投资板块将继续贡献较大占比的业绩，利息收入与投行储备项目有望在下半年回暖。

五矿信托：受去通道政策影响较小

五矿信托2017H实现营收10.03亿元，同比减少12%；净利润6.19亿元，同比减少3%；净资产108.3亿元，较年初增加90%。业绩负增长的原因是由于投资收益下滑幅度较大，另外，受到行业去通道去杠杆监管影响，信托业务手续费及佣金收入下降8.84%。由于公司净资本的增加，固有业务部分利息收入增长333%至0.39亿元。

2017年一季度信托行业实现营收216.8亿元，同比增加1%；截至2017年3月末，信托行业资产管理规模达到21.97万亿元，较年初增加9%；反映主动管理规模的投资类信托规模为6.1亿元，较年初增长2%，但通道业务回流冲击下规模占比收缩至28%。监管严压下，券商资管及基金子公司业务开展受约束，业务转移或造好短期信托资管体量相对亮眼增长。但去通道去杠杆监管目标不变下，信托行业传统通道业务长期仍将面临收缩，预计未来信托资管规模扩张速度将放缓。

我们认为，信托公司将受益于净资本投入，未来，利息收入、手续费及佣金收入都有望继续增长，投资收益触底有望回暖。下半年信托公司业绩收入有望出现改善。

表3：信托营收拆项对比（亿元、%）

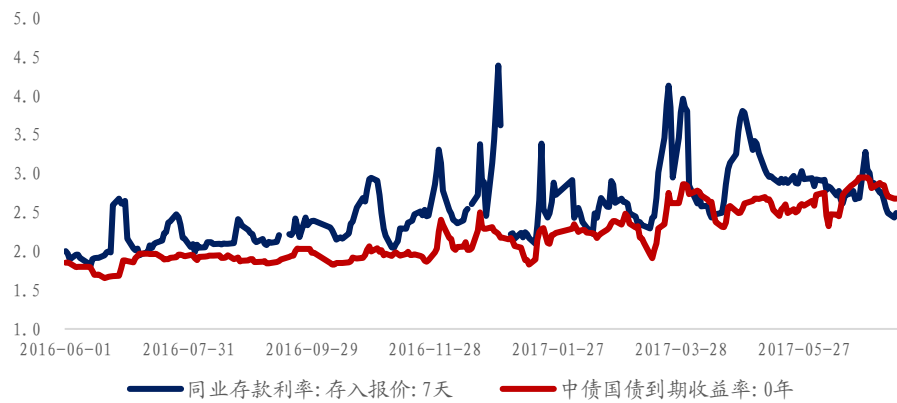
	2016H	2017H	同比
利息收入	0.09	0.39	333.33%
手续费以及佣金	9.84	8.97	-8.84%
投资收益	1.45	0.67	-54%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

外贸租赁：资产尚未注入，下半年业绩有望发力

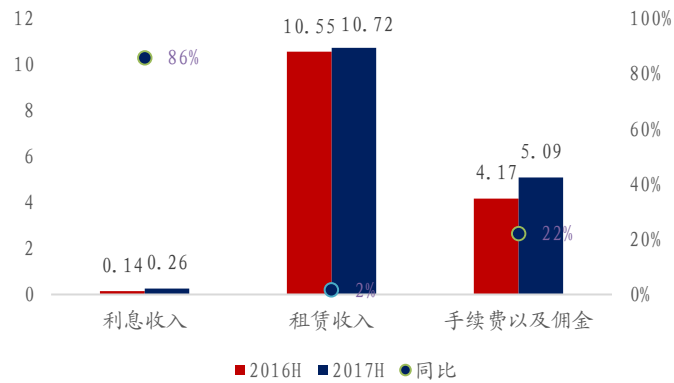
外贸租赁2017H实现营收16.07亿元，同比增长8%；净利润3.01亿元，同比增长39%；净资产61亿元，环比增长8%。公司现持有外贸租赁50%的股权，受审批进度影响，剩余40%股权尚在体外，且增资未能到位，外贸租赁暂未纳入上市公司合并报表。2017年上半年租赁公司业绩受到利息上行导致息差缩窄和一季度银监会窗口指导业务暂停影响，尚未发全力。基准利率方面，7天同业存款利率和国债到期收益率较去年同期分别上浮24%、44%，而客户端利率调整稍迟，导致息差缩窄，未来随着利率走势逐步趋稳、客户端费率的调整及业务的迅速恢复，租赁业务息差有望进一步加大。

图1: 利率上行影响租赁业务息差



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图2: 2017H租赁营收拆项业务同比变化 (亿元、%)



数据来源: 公司公告、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,预计2017、2018年净利润为22.9、29.7亿元,给予买入评级。

表4: 静态估值对比 (倍)

证券代码	证券简称	PE(TTM)	PB(LF)
600390.SH	五矿资本	24.57	1.61
600120.SH	浙江东方	23.96	1.96
000987.SZ	越秀金控	36.05	2.14
000617.SZ	中油资本	20.93	2.19
600705.SH	中航资本	22.18	2.25

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)					现金流量表 (百万元)				
2016	2017E	2018E	2019E	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					支付股利、利息	-235	-344	-445	-507
应付款项	293	324	420	492	其它融资现金流	12724	4215	-1723	-2546
其他流动负债	14125	6644	8678	9677	融资活动现金流	12254	3872	-2169	-3053
流动负债合计	17619	14385	14791	13316	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	3.45	0.6	0.8	0.9
每股净资产	2.59	7.9	8.5	9.3
ROE	11.0%	7.7%	9.3%	9.7%
收入增长	25.7.7%	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	3.70	19.8	15.3	13.4
P/B	4.93	1.5	1.4	1.3

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
资产减值及允价值变动	-355	-100	-100	-100
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

识别风险, 发现价值请务必阅读末页的免责声明

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：分析师，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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。