



增资金融板块，金控巨舰整装待发

投资要点

- **公司概况:** 原名金瑞科技，主营业务为电池材料和锰系材料两大板块，在2017年1月份资产重组过程中，五矿集团将旗下的金融资产注入到金瑞科技中，公司更名为五矿资本。通过控股五矿信托、五矿证券、五矿经易期货、外贸租赁，参股安信基金、绵阳商业银行等金融机构，分别经营信托、证券、期货、金融租赁、基金、商业银行等业务，是五矿集团旗下唯一的上市金融控股平台。
- **并入金融资产，增发充实资本。** 公司2017年1月份完成重大资产重组，募集资金184.66亿元，用以收购旗下金融板块部分股权。交易完成后，公司持有五矿资本控股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%股权和五矿信托67.86%股权。重组过程中公司还募集配套资金150亿元。其中，59.2亿元用于增资五矿证券；15亿元用于增资五矿经易期货；45亿元用于增资五矿信托；30亿元用于增资外贸租赁。增资带来的充裕资金流为公司旗下金融板块未来的业务运营和项目开拓提供了强有力的资金支持，促进公司整体规模和盈利水平跨上新的台阶。
- **金融牌照齐全，业务发展平衡。** 五矿国际信托近年资产规模持续扩张，公司信托业务结构相对均衡，主动管理产品占比较大。五矿证券业务牌照齐全，虽然2016年经纪、固收业绩下滑，但投行和信用业务增长明显，整体业绩表现优于同业。外贸金融租赁借助稀缺的金融租赁牌照资源，租赁资产规模稳步提升，在2016年实现净利润5.5亿元，同比增长8.9%。五矿经易期货资产规模位居行业前列，2016年期货风险管理业务毛利率提升明显拉动期货业务净利润同比大增112.8%。公司参股的绵阳商业银行资产质量较好，不良率低于地区同业，业绩贡献相对稳定。公司旗下的电池材料和锰系产品受产品市场价格上涨因素影响，业绩回暖实现了扭亏为盈。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2017-2019年EPS分别为0.57元、0.78元、1.03元，未来三年公司归母净利润将保持34.9%的复合增长率，目标价格18.5元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司重组业绩或不达预期，对租赁板块的增资进度或慢于预期，资本市场下行或使公司估值承压。

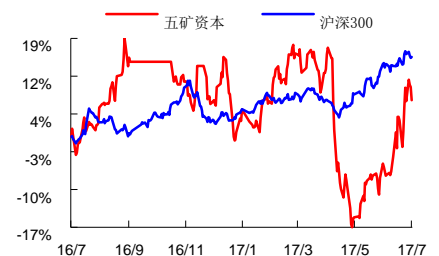
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11646.91	14523.57	16964.35	19792.42
增长率	752.70%	24.70%	16.81%	16.67%
归属母公司净利润(百万元)	1557.06	2128.96	2916.93	3871.72
增长率	520.39%	36.73%	37.01%	32.73%
每股收益EPS(元)	0.42	0.57	0.78	1.03
净资产收益率ROE	12.11%	8.85%	10.51%	13.44%
PE	34	25	18	14
PB	3.25	1.53	1.43	1.42

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郎达群
执业证号: S1250517070003
电话: 010-57758623
邮箱: ldqun@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	37.48
流通A股(亿股)	4.51
52周股价区间(元)	10.79-15.54
总市值(亿元)	524.40
总资产(亿元)	602.36
每股净资产	7.93

相关研究

目 录

1 公司概况：牌照齐全的央企金控平台	1
2 并入金融资产，增发充实资本	2
2.1 增发引入战略投资者，聚焦金融剥离非主营业务	2
2.2 增发募资增资金融板块	3
3 金融牌照齐全，业务发展平衡	4
3.1 信托业务——资产快速扩张，业务平衡发展	4
3.2 证券业务——证券牌照齐全，业绩表现优于同业	5
3.3 租赁业务——金融租赁牌照稀缺，租赁资产稳步提升.....	6
3.4 期货业务——资本规模位居行业前列，盈利能力提升较快.....	8
3.5 银行业务——参股绵阳商业银行，业绩贡献稳定	9
3.6 产业直投业务——供需价格稳定，业绩扭亏为盈	10
5 盈利预测与估值	11
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 五矿资本金融布局情况	1
图 2: 公司 2016 年主营业务收入结构情况	1
图 3: 公司 2016 年主营业务净利润情况 (单位: 百万元)	1
图 4: 五矿资本旗下金融板块注册资本显著提升 (亿元)	3
图 5: 公司定增募资投向情况 (亿元)	3
图 6: 信托资产结构及增速 (单位: 亿元)	4
图 7: 信托行业营业收入增长情况 (单位: 亿元)	4
图 8: 信托行业利润总额增长情况 (单位: 亿元)	4
图 9: 五矿信托存续期项目结构情况 (单位: 亿元)	5
图 10: 五矿信托资产规模变化情况 (单位: 亿元)	5
图 11: 五矿信托营收及净利润增长情况 (单位: 亿元)	5
图 12: 2016 年五矿信托营收构成情况 (单位: 万元)	5
图 13: 五矿证券分业务营收构成情况	6
图 14: 五矿证券分业务盈利占比情况	6
图 15: 2017 年 1 季度租赁企业数量占比	7
图 16: 2017 年 1 季度租赁合同余额占比	7
图 17: 融资租赁业合同余额保持增长趋势 (单位: 亿元)	7
图 18: 2015 年全球租赁市场渗透率对比情况 (单位: %)	7
图 19: 外贸金租营收净利增长情况 (单位: 亿元)	8
图 20: 外贸金租资产投向结构变化	8
图 21: 五矿期货营收及净利润变化情况 (单位: 万元)	9
图 22: 五矿期货分业务利润贡献情况 (单位: 万元)	9
图 23: 绵阳商业银行营收及利润变化情况 (单位: 亿元)	10
图 24: 绵阳银行资产规模逐年扩张 (单位: 亿元)	10

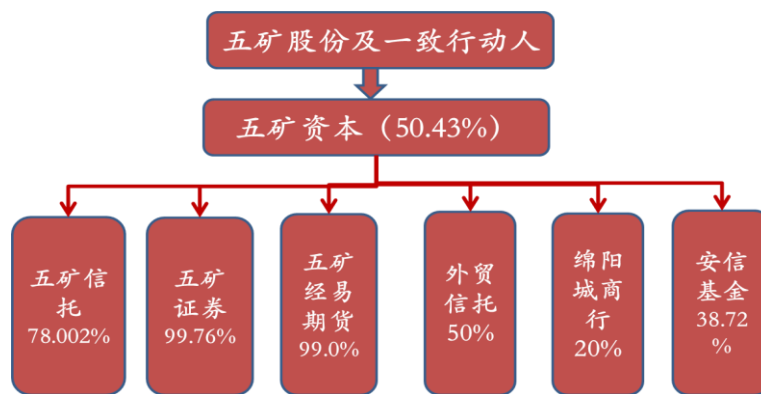
表 目 录

表 1: 金融机构股权收购情况	2
表 2: 公司股权结构图	2
表 3: 原有非主营业务剥离情况	3
表 4: 2016 年底期货公司注册资本排名	8
表 5: 分业务营业收入分析情况 (单位: 亿元)	11
表 6: 分业务利润贡献情况 (单位: 亿元)	11
表 7: 分业务估值情况 (单位: 亿元)	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：牌照齐全的央企金控平台

公司原名金瑞科技，前身是由长沙矿冶研究院、华菱钢铁集团、中电科技四十八所、银佳科技、中冶进出口湖南公司 5 家单位共同发起的股份有限公司。由于控股股东长沙矿冶研究院隶属于五矿集团，所以公司实控人为国务院国资委。公司原主营业务为电池材料业务和锰系材料业务两大板块，在 2017 年 1 月份资产重组过程中，五矿集团将旗下的金融资产五矿资本注入到金瑞科技当中，公司更名为五矿资本，持有五矿资本控股 100% 股权。五矿资本控股为控股型公司，主要经营长期性股权投资业务以及自营投资业务。五矿资本控股通过控股五矿信托、五矿证券、五矿经易期货，参股外贸租赁、安信基金、绵商行等金融机构，分别经营信托、证券、期货、金融租赁、基金、商业银行等业务，成为五矿集团旗下的上市金融控股平台公司。

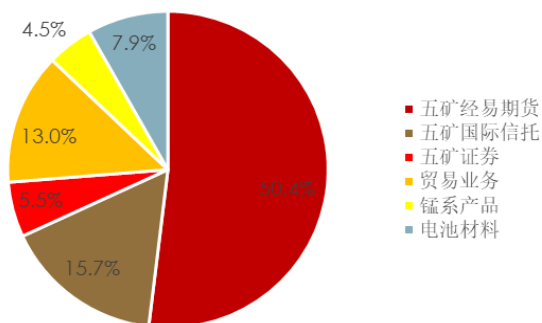
图 1：五矿资本金融布局情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

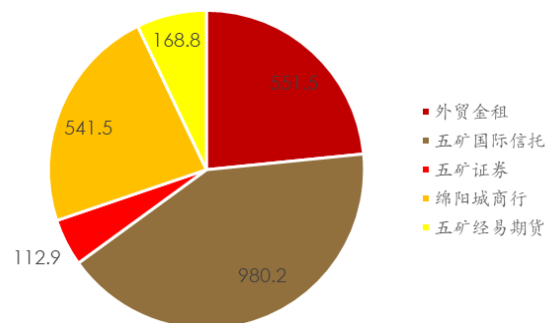
公司主营业务结构：公司主营业务包括期货、信托、证券、租赁、电池材料及锰系材料产品，虽然营收结构中期货业务的占比超过 50%，但是从盈利能力来看，信托和租赁业务才是公司主要盈利来源，在归母净利润中的占比分别达到 42.7% 和 17.7%。

图 2：公司 2016 年主营业务收入结构情况



数据来源：公司公告、西南证券整理

图 3：公司 2016 年主营业务净利润情况（单位：百万元）



数据来源：公司公告、西南证券整理

公司业绩状况: 公司过去作为主营锂电池材料和锰系金属材料产品的公司, 业绩受市场供需价格变动影响较大。在 2014 年和 2015 年锰矿价格下降期间, 公司归母净利润分别亏损 2804 万元和 3.7 亿元, 被实施退市风险警示。2016 年公司通过资产重组并入五矿资本旗下的金融资产, 经营业绩开始扭亏为盈。

重组之后的五矿资本主要以金融业务为主要收入来源, 受 2016 年资本市场巨幅震荡以及金融强监管政策环境影响, 公司营收利润同比有所回落, 但依然呈现出良好的发展势头。2016 年公司实现营业总收入 116.5 亿元, 同比下降 25.7%; 净利润 19.5 亿元, 同比下降 7.8%; 归母净利润 15.6 亿元, 较去年同期减少 8.2%。

2 并入金融资产, 增发充实资本

2.1 增发引入战略投资者, 聚焦金融剥离非主营业务

公司 2017 年 1 月份完成重大资产重组, 以 10.15 元/股的价格发行 18.2 亿股, 募集资金 184.7 亿元, 用以收购旗下金融板块部分股权。其中就包括五矿资本控股 100% 股权, 五矿证券 3.4% 股权, 五矿经易期货 10.4% 股权, 五矿信托 1.86% 股权。交易完成后, 公司持有五矿资本控股 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% 股权和五矿信托 67.86% 股权。在增发股份的过程当中, 公司还借机引入了中远海运等大型产业集团作为公司股东, 为公司未来业务开拓提供了股东资源支持。

表 1: 金融机构股权收购情况

时间	购买标的	出售方
2016.12.27	五矿资本控股有限公司 100% 股权	五矿股份
2016.12.27	五矿证券 3.4% 股权	金牛投资、惠州国华
2016.12.27	五矿经易期货 10.40% 股权	经易控股、经易金业、久勋咨询
2017.01.05	五矿信托 1.86% 股权	西宁城投、青海华鼎
2016.10.01	金驰能源材料有限公司 7% 股权	长沙矿冶院
2016.08.01	铜仁市弘盛能源有限公司 10% 股权	重庆秉立金属材料有限公司

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 2: 公司股权结构图

排名	股东名称	持股比例 (%)
1	中国五矿股份有限公司	47.07
2	中远海运发展股份有限公司	3.94
3	中建资本控股有限公司	3.94
4	招商财富资产-招商银行-招商银行股份有限公司	3.94
5	颐和银丰(天津)投资管理有限公司	3.94
6	深圳市平安置业投资有限公司	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	3.94
8	华宝证券-平安银行-华宝证券华增五号集合资管计划	3.94
9	长沙矿冶研究院有限责任公司	3.35
10	招商证券-兴业银行-招商智远智增宝一号集合资管计划	2.63

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

在注入五矿资本的金融资产后，公司定位为五矿集团旗下的金融控股平台，开始逐步剥离原有的煤炭、金属贸易、房地产、私募投资等不符合公司长期规划的业务资产，聚焦金融业务战略规划。

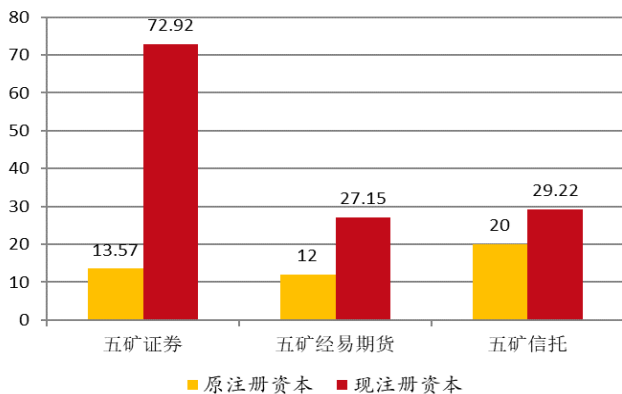
表 3：原有非主营业务剥离情况

时间	转让标的	转让价格（万元）	受让方
2015.12.30	青海中地矿 18%的股权	无偿	五矿勘查开发有限公司
2016.06.23	五矿金牛进出口贸易（上海）有限公司 100%股权	3700	五矿股份
2016.06.29	北京旷怡园房地产有限公司 2.32%股权	1606	五矿置业有限公司
2016.06.30	五矿恒信投资管理（北京）有限公司 88%股权	5167	五矿股份
2016.06.21	五矿鑫扬（浙江）投资管理有限公司 70%股权	837	五矿股份

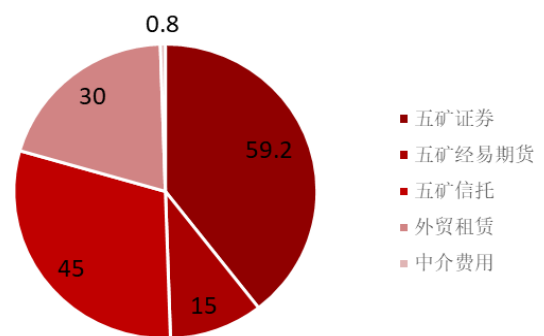
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 增发募资增资金融板块

2017 年 1 月，公司以 10.15 元/股的价格非公开发行 14.78 亿股，募集配套资金 150 亿元。其中，59.2 亿元用于增资五矿证券；15 亿元用于增资五矿经易期货；45 亿元用于增资五矿信托；30 亿元用于增资外贸租赁。截至到 2017 年 7 月 7 日，除外贸租赁的增资事项尚未完成，其余金融板块的增资活动已经基本完成。此次增资完成后，五矿证券、五矿经易期货和五矿信托的注册资本实力均有不同程度提高。其中，五矿证券注册资本一跃达到 72.9 亿元，接近行业排名前十的水平；五矿经易期货注册资本实力也从之前的行业前十向行业前三迈进。增资带来的充裕资金流为公司旗下金融板块未来的业务运营和项目开拓提供了强有力的资金支持，促进公司整体规模和盈利水平跨上新的台阶。

图 4：五矿资本旗下金融板块注册资本显著提升（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司定增募资投向情况（亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

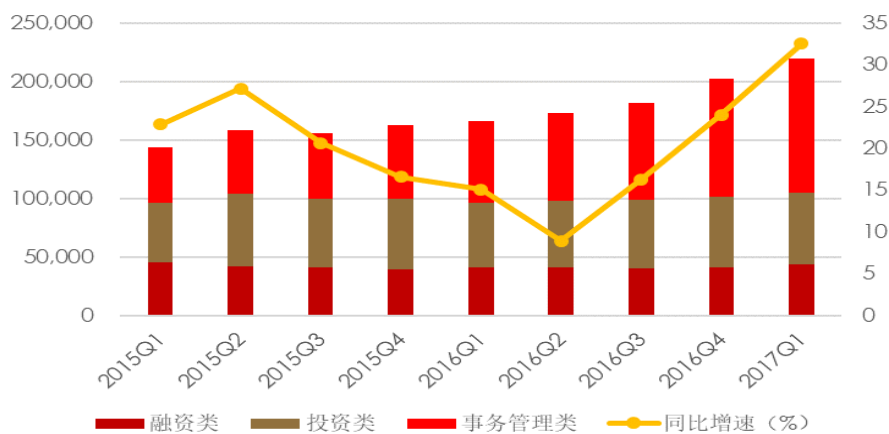
3 金融牌照齐全，业务发展平衡

公司拥有信托、金融租赁、证券、期货、银行等多个金融牌照，可以在牌照公司之间通过客户资源共享及业务共同拓展发挥协同创新优势，实现各项业务之间的有效配合。同时，公司的金融业务与电池材料业务可以相互协同，合力推动产业升级和资本运作。

3.1 信托业务——资产快速扩张，业务平衡发展

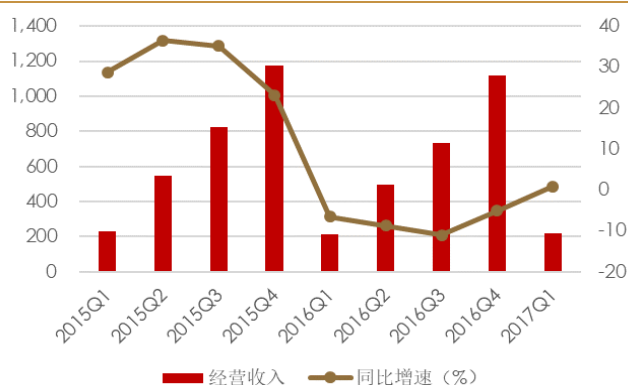
行业受益通道业务回流，信托牌照价值凸显。2016年在监管层大力推行金融行业去杠杆的政策引导下，银行表外理财业务规模增速受限，券商资管、基金子公司的通道业务面临的杠杆约束门槛显著提高。部分融资需求旺盛的企业转而借道监管相对宽松的信托通道进行融资，使信托资产规模在2017年初迎来较大扩张。根据信托业公布的行业数据，信托业资产增速在2016年2季度触底后逐渐回升。在2017年一季度末资产规模达到22.0万亿元，同比增长32.5%，增速为近两年来的最高水平。一季度融资类和投资类信托虽然分别同比增长7%和10%，但在信托资产中的占比却小幅下降，而以通道业务为主的事务管理类信托却同比大增65%，达到11.5万亿元，占比首次超过50%，达到52%。

图6：信托资产结构及增速（单位：亿元）



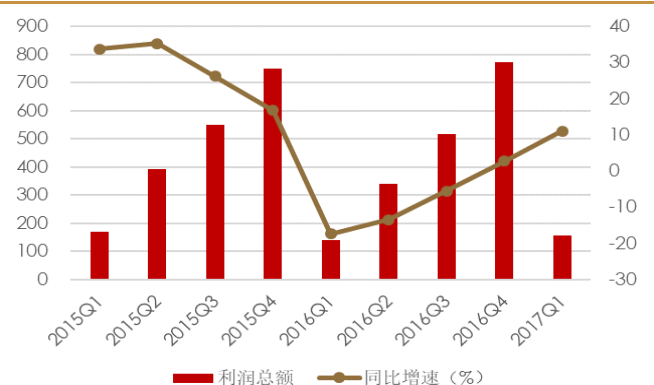
数据来源：信托业协会、西南证券整理

图7：信托行业营业收入增长情况（单位：亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

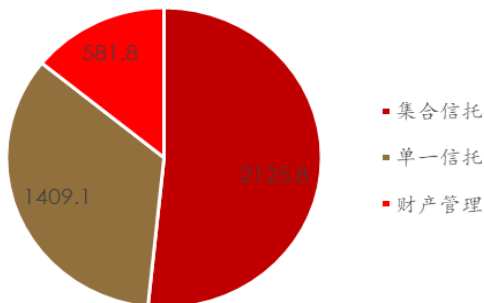
图8：信托行业利润总额增长情况（单位：亿元）



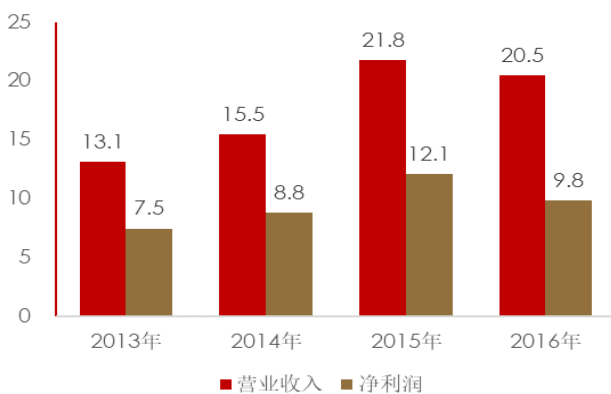
数据来源：公司公告，西南证券整理

五矿信托资产大幅增长，主业结构相对平衡。五矿信托近年积极开展多个领域、多种类型的信托业务，不断探索业务创新，信托资产规模快速增长。2016年五矿信托总资产规模72.1亿元，同比增长17.8%，受托资产规模受通道业务回流等因素影响同比大增46.7%至4116.7亿元，在68家信托公司当中排名第15位。

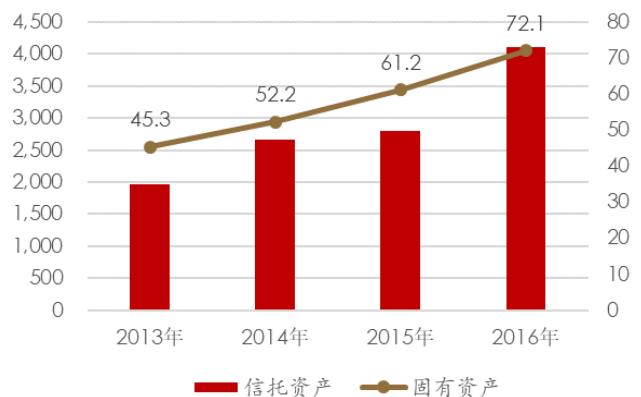
五矿信托2016年实现营业收入20.5亿元，净利润9.8亿元。其中，信托业务手续费收入17.9亿元，占比达到87.4%；其次是投资收益2.5亿元，占比达到12.4%。公司信托业务结构相对平衡，主动管理型产品占比较大。2016年底存续期内的信托项目当中，集合项目规模2125.8亿元，占比51.6%；单一信托项目1409.1亿元，占比34.2%；财产管理类信托项目581.8亿元，占比14.1%。其中，以融资类和投资类信托项目为代表的主动管理型信托资产规模为969.3亿元，在信托总资产中的占比达到23.6%。

图9：五矿信托存续期项目结构情况（单位：亿元）


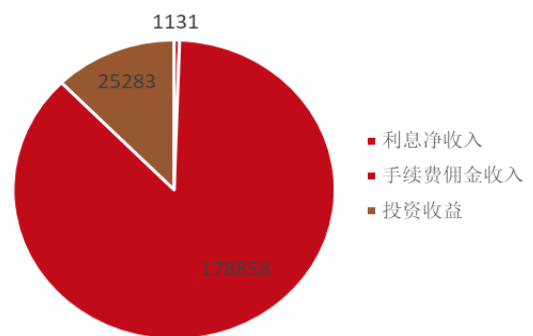
数据来源：公司公告，西南证券整理

图11：五矿信托营收及净利润增长情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图10：五矿信托资产规模变化情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图12：2016年五矿信托营收构成情况（单位：万元）


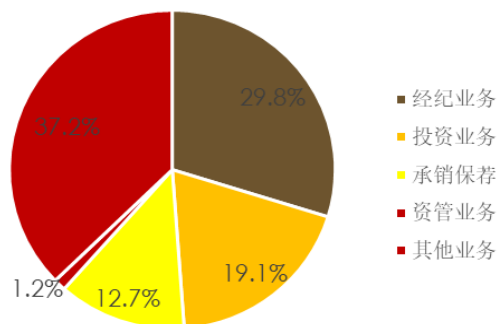
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 证券业务——证券牌照齐全，业绩表现优于同业

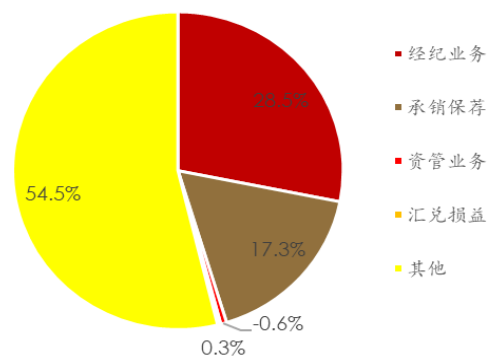
五矿证券是全牌照证券公司，业务开展领域相对全面。目前公司不仅可以从事证券经纪、投资咨询、承销保荐、自营投资、资产管理、融资融券等传统证券业务，还可以从事期货中介等创新业务。齐全的证券牌照可以丰富公司的创收渠道，帮助公司在增资完成后，向着综合性券商行列迈进。

过去，五矿证券以固定收益业务和经纪业务为主要收入来源，其中债券交易业务是公司的优势与特色业务，在市场享有较高声誉。但在 2016 年持续低迷的市场行情和不断收紧的监管政策共同影响下，公司固定收益业务和经纪业务收入出现了一定程度下滑。其中，债券交易收入 1.8 亿元，同比下滑 26.2%，但仍是公司的主要收入来源之一，占比达到 34%。而经纪业务收入中的代理买卖证券业务净收入下滑幅度较大，2016 年实现净收入 5436 万元，同比降幅达到 68.9%。值得注意的是，虽然公司经纪、固收业务去年表现一般，但投行和信用业务的增长趋势明显，在一定程度上弥补了经纪和固收业务留下的业绩空白。2016 年公司投行业务在债券承销和新三板挂牌领域实现了快速增长，分别完成 4 家债券主承销和 21 家新三板挂牌项目，实现业务收入 5825 万元，同比增长 152%。公司在新引入 2 位保荐代表人后，进一步充实了力量，开始向股权融资领域转型。信用业务方面，公司两融业务 2016 年底在融资规模和利息收入等方面已经基本恢复甚至超过 2015 年底水平，而股票质押业务也在与商业银行建立合作渠道之后逐步成为资本中介业务的重要支柱。2016 年公司以自有资金融出资金余额 9.3 亿元，年化收益率高达 10.2%。

凭借着投行业务和信用业务的收入增长，公司取得了优于同业的业绩表现。2016 年公司实现营业收入 5.2 亿元，同比下降 17%，小于行业 43% 的降幅；实现利润总额 1.5 亿元，同比下降 37%，也优于行业 49% 的同比降幅。当前公司在完成增资之后，资本实力得到显著提升，为后续信用业务、自营业务以及资管业务的规模扩张提供了充裕的资金支持，有望成为行业中的一匹黑马。

图 13：五矿证券分业务营收构成情况


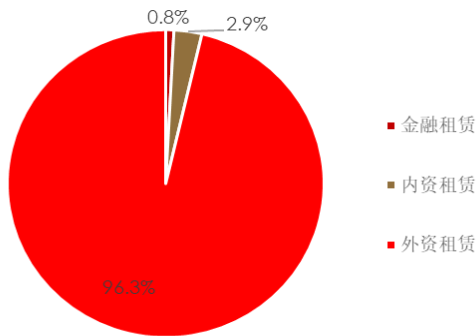
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 14：五矿证券分业务盈利占比情况


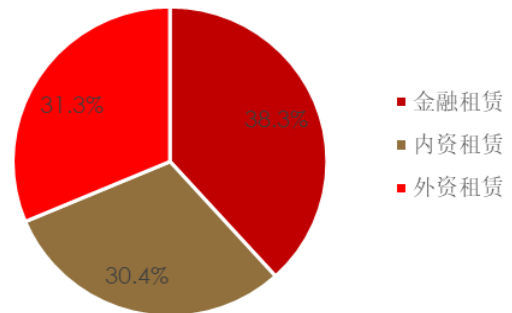
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.3 租赁业务——金融租赁牌照稀缺，租赁资产稳步提升

目前的融资租赁业务主要分为三大类，数量最多的是由商务部负责监管的内资租赁和外资租赁，而由银监会负责监管的是金融租赁。截止到 2017 年一季度，我国共有融资租赁企业 7626 家，合同余额 5.3 万亿元。其中，金融租赁企业虽然仅有 63 家，数量占比 0.8%，但是合同余额规模却达到 2.0 万亿元，占比 38.3%。由此可以看出，金融租赁的牌照资源相对稀缺。而从牌照价值上来看，相对于其他融资租赁公司，金融租赁公司作为银监会批准的非银行金融机构可以从事吸收非银行股东定期存款、向金融机构借款、同业拆借、固定收益类证券投资等其他融资租赁公司不能开展的业务，资金总量较大且杠杆倍率最高可达 12.5 倍，因此牌照价值更大。

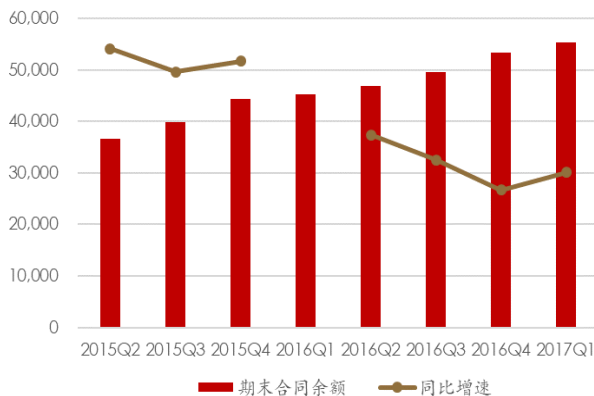
图 15：2017 年 1 季度租赁企业数量占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

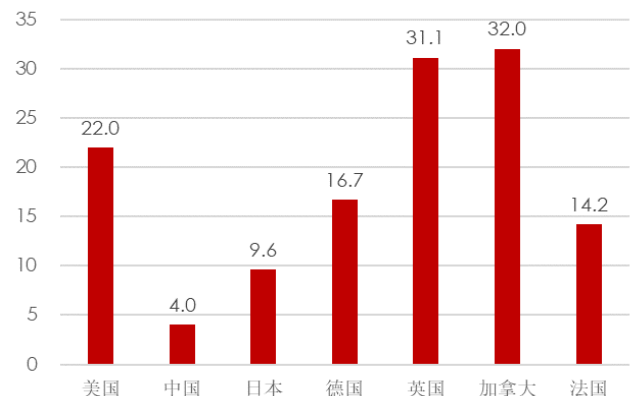
图 16：2017 年 1 季度租赁企业合同余额占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

我国租赁行业近年来虽然增速有所趋缓，但整体规模保持稳健增长。2017 年一季度融资租赁合同余额达到 5.5 万亿元，同比增长 22.6%，增速相比于 2016 年底回升 2.5 个百分点。目前，虽然我国租赁行业发展较快，但是相较于全球发达国家租赁市场来说，仍然存在着市场渗透率较低的问题。2015 年的数据显示，我国租赁市场渗透率仅 4.0%，相对于发达国家的 10%-30% 的租赁市场渗透率来说还有很大的增长空间。

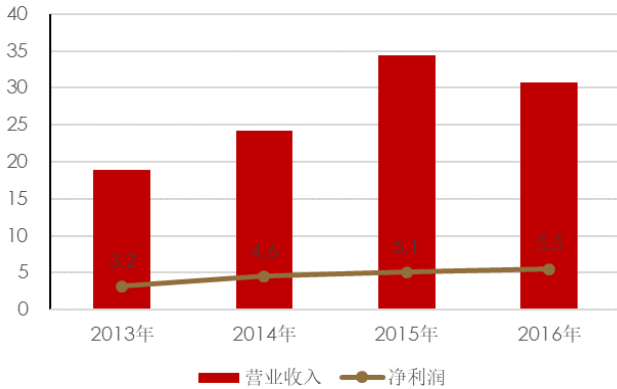
图 17：融资租赁业合同余额保持增长趋势（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

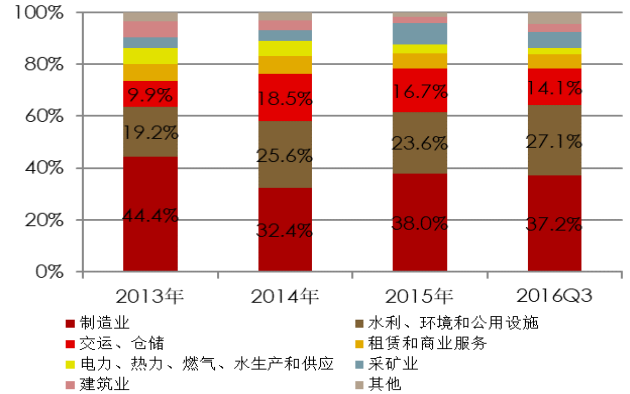
图 18：2015 年全球租赁市场渗透率对比情况（单位：%）


数据来源：公司公告，西南证券整理

五矿资本旗下的外贸租赁作为金融租赁公司，主要从事融资租赁及少量经营性租赁等租赁业务，以收取租金为主要的盈利模式。通过开展融资租赁业务向承租人收取租赁利息、支付自身融资利息，由此获得的利差是租赁公司的主要利润来源。2016 年外贸金租实现营业收入 30.7 亿元，同比下降 10.9%；实现净利润 5.5 亿元，同比增长 8.9%，整体业绩表现良好。在目标客户的选择上，外贸租赁将电信行业、医疗行业等大型国有企业及资产优良的上市公司定位为公司的主要目标客户，合作的客户包括中国移动、中国电信、中国网通、中国联通、西京医院、浙江武警总院、广西中医学院附属瑞康医院、西宁特钢、云南铜业集团、内蒙古电视台、江钨集团、中国昊华化工总公司等大型国有企事业单位。通过观察近几年外贸金租的资产投向行业可以看出，制造业、环保水利和交运仓储是公司租赁资产的主要配置行业。在完成 30 亿元增资之后，公司将突破资金瓶颈，增加在绿色环保行业的投入，并向船舶、飞机等大型设备的租赁业务迈进。

图 19：外贸金租营收净利增长情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：外贸金租资产投向结构变化


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 期货业务——资本规模位居行业前列，盈利能力提升较快

期货公司的业务范围主要包括期货经纪业务、资产管理业务、风险管理业务三大类。根据中国期货业协会数据，2016 年我国期货市场累计成交 41.4 亿手，同比增长 15.7%，累计成交 195.6 万亿元，同比下降 64.7%。随着股指期货限制政策将逐步松绑，商品期权将逐步上市，期货经纪业务规模将稳步增长。

五矿经易期货作为行业当中实力雄厚、业务全面的代表，目前拥有上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、中国金融期货交易所等国内全部期货交易所的席位，在金属期货和持仓量方面处于行业领先地位。公司主要为客户提供专业的期货经纪、风险管理、资产管理服务。2016 年公司总资产 95.3 亿元，实现营业收入 58.6 亿元，同比下降 7.6%；实现净利润 1.7 亿元，同比增长 112.8%。公司营收下降而净利润增幅较大的主要原因一方面是因为在 2016 年实施营改增政策后，公司整体税金支出大幅下降了 54.7%；另一方面是期货风险管理业务毛利率同比增加 0.5 个百分点至 0.5%，提高了盈利能力。

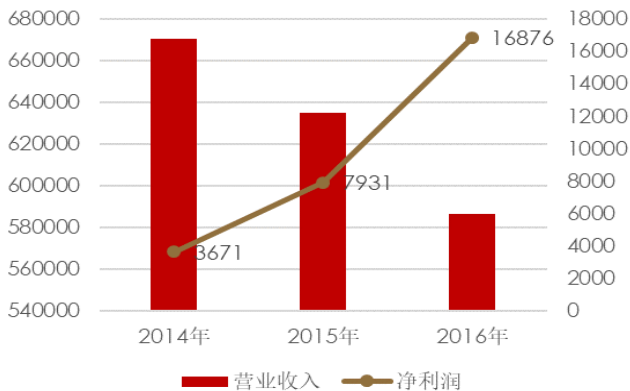
公司 2016 年底注册资本金 12 亿元，在期货公司中排名第七位，在年初完成 15 亿元增发资金补充资本金后，公司当前注册资本金达到 27 亿元，在期货公司当中排名遥遥领先。

表 4：2016 年底期货公司注册资本排名

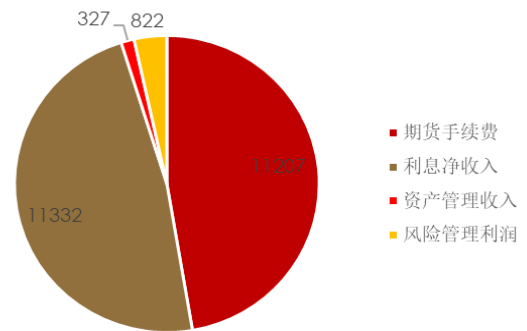
排名	公司名称	注册资本 (万元)
1	中国国际期货	170000
2	中信期货	160479
3	永安期货	131000
4	海通期货	130000
5	广发期货	130000
6	华信万达期货	126166
7	银河期货	120000
8	五矿经易期货	120000
9	国泰君安	120000
10	国投安信期货	108600

数据来源：公司公告，西南证券整理

2016 年公司三大主营业务中，期货经纪业务中的手续费收入和利息收入仍是主要创收来源。其中手续费 1.1 亿元，同比下降 17.7%；利息净收入 1.1 亿元，同比增长 0.5%；公司资产管理业务增长较快，资管规模达到 26.5 亿元，管理费收入 327 万元，较上年增长近 4 倍；公司风险管理业务收入达到 56.2 亿元，小幅下降 7.3%。其中，仓单服务业务收入 56.0 亿元，占比 99.6%。

图 21：五矿期货营收及净利润变化情况（单位：万元）


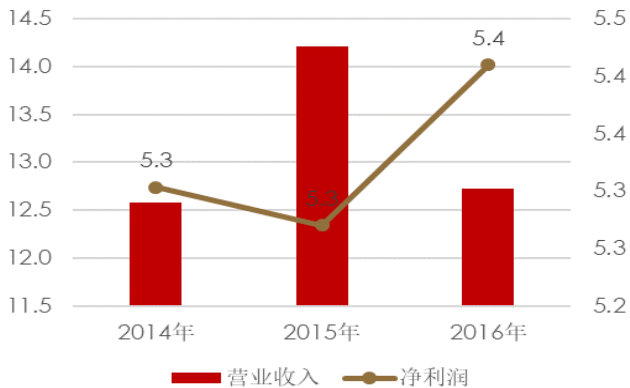
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：五矿期货分业务利润贡献情况（单位：万元）


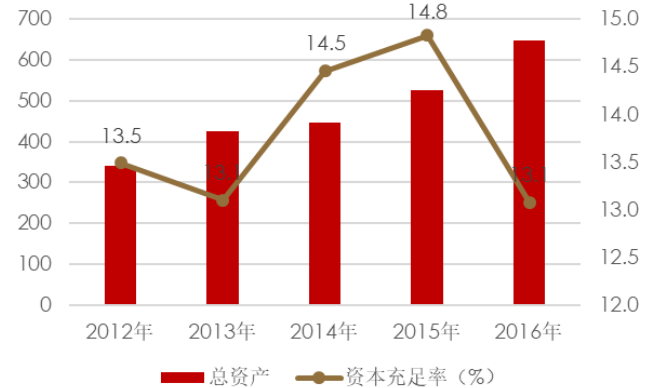
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.5 银行业务——参股绵阳商业银行，业绩贡献稳定

绵阳市商业银行成立于 2000 年，是四川省第二家城市商业银行，目前五矿资本通过五矿资本控股间接持有绵阳市商业银行 20.0% 股权，是第一大股东。绵阳市商业银行的主要业务包括公司银行业务、个人银行业务和金融市场业务。截至 2016 年底，公司总资产规模达到 648 亿元，同比增长 23%；实现净利润 5.4 亿元，同比增长 2.7%；实现营业收入 12.7 亿元，同比下降 10.4%。2016 年公司各项存款余额 377.9 亿元，同比增长 21.2%；各项贷款余额 247.4 亿元，同比增长 10.2%。公司 2016 年不良贷款率 1.6%，同比上升 0.1 个百分点，仍低于地区同业 2% 的平均不良水平。这主要有两方面原因：一是绵阳市商业银行地处四川科技新城绵阳市，城市产业结构中产能过剩行业比重较低，公司客户资质整体较好。另一方面是公司管理层过去经营策略注重风控，业务开展相对保守。2016 年公司拨备覆盖率 268.8%，同比上升 64.9 个百分点；资本充足率 13.1%，同比下降 1.8 个百分点，资金运用效率有所提高。公司在 2014 年底引入五矿集团作为大股东后，先后在四川地区新增了成都、南充、资阳等三个分行，未来银行业务有望实现区域联动发展。

图 23：绵阳商业银行营收及利润变化情况（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 24：绵阳银行资产规模逐年扩张（单位：亿元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

3.6 产业直投业务——供需价格稳定，业绩扭亏为盈

电池材料业务

2016 年中国新能源汽车全年产量 51.7 万辆，同比增速 36.4%。受新能源汽车市场持续快速扩张的影响，我国锂离子动力电池需求快速增长，动力锂电池逐步成为了锂离子电池产业增长的主导力量，从而促进动力型锂电池正极材料的快速发展。

公司下属全资子公司长远锂科和金驰材料经营电池材料业务。电池材料业务研发能力强，拥有液相合成的专有技术，具有前驱体和正极材料研发优势，具备正极材料较为齐全的新能源电池材料品种，生产管理经验丰富，产品质量优良、稳定，在行业中有较高知名度和影响力。五矿资本持有长远锂科 100% 股权。长远锂科的经营范围为研究、生产、销售钴酸锂及其他高效电池材料，并提供相关技术服务。2016 年底长远锂科公司总资产规模达到 5.1 亿元，实现净利润 2994.8 万元，营业收入 7.8 亿元。

五矿资本同时持有金驰材料 100% 股权。金驰材料的经营范围为新型能源材料、金属材料、化工材料（不含危险品）的研制、开发、生产和销售，注册资本 3.5 亿元。2016 年底，金驰材料总资产规模达到 6.1 亿元，净利润 2643.6 万元，营业收入 4.3 亿元。

锰及锰系产品业务

2016 年电解锰市场格前稳后涨，8 月份之前电解锰市场价格一直持稳在 9800 元/吨左右，下半年 8 月份电解锰市场价格开始不断探涨，到 12 月底电解锰市场价格已经上涨突破 17000 元/吨，据统计数据显示，2016 年我国电解锰产量 115.1 万吨，较 2015 年产量增加 13.7 万吨，同比增幅 13.5%，整个电解锰市场供需基本平衡。

公司锰及锰系产品业务的核心是电解锰和四氧化三锰，目前，公司已形成碳酸锰矿开采→电解金属锰→四氧化三锰的锰系列产业链，主要产品包括有锰矿石、电解金属锰、锰球、锰锭、四氧化三锰等。其中，公司电解锰产能为 6 万吨，2016 年度电解锰产量约为 4.5 万吨左右，产量居国内电解锰生产企业第六位，市场占有率约为 3.9%；

作为五矿系企业，公司拥有镍、钴、锰、锂等资源长远保障优势；锰及锰系产品研发能力强、人才储备丰富，公司生产工艺稳定，生产成本控制良好，产品质量优良，在同行业中

有较高的品牌号召力和市场影响力，公司客户基础良好，合作关系紧密，产品需求稳定，产销率高。五矿资本持有铜仁金瑞 100% 股权。铜仁金瑞的经营范围为电解金属锰、电解金属锌的生产销售，锰矿、精矿收购、加工、销售等，注册资本 2.9 亿元。2016 年底同仁金瑞总资产规模达到 5.2 亿元，净资产 2.2 亿元，净利润 938.7 万元，营业收入 3.2 亿元。松桃金瑞的经营范围为电解金属锰及锰制品加工，锰矿收购、加工、销售、金属材料贸易，注册资本 1 亿元。2016 年公司总资产 2.4 亿元，净利润 65.0 万元，营业收入 1.5 亿元。

5 盈利预测与估值

公司定增募资完成并购重组旗下金融资产后，将分别持有五矿信托 78.002%；五矿证券 99.76%；五矿经易期货 99%；外贸租赁 90% 的股权，而增发募资补充的 150 亿元资本金也将逐步补充到各金融板块当中。我们认为公司未来营业收入和净利润增长的主要驱动力来自于以下几个方面：首先是收购东方资管持有的 40% 外贸金融租赁公司股权，通过控股外贸金融租赁所带来的财务并表影响；其次是公司通过增发募资补充了资本实力，进而突破原有的资金瓶颈，为业务规模扩张打开了空间；最后是旗下金融子板块和公司股东集团旗下的产业板块协同合作带来的产融协同效应，有望使公司降低中间成本，提高资源配置效率。

假设公司 2017 年完成外贸金融租赁 40% 的股权收购并对其完成 30 亿元的增资，在 2017 年完成资产并表，我们预计五矿资本各金融板块 2017 年增长情况如下：（1）五矿信托在完成 45 亿元的增资后，业务规模将保持扩张趋势，营业收入有望达到 26 亿元，净利润贡献增至 9.3 亿元；（2）五矿证券在完成 59.2 亿元的增资后，随着业务规模逐步扩张 2017 年归母净利润有望达到 2.0 亿元；（3）外贸金融租赁和五矿经易期货在增资完成后，资本实力进一步提升，在 2017 年行业整体业绩回暖的背景下业绩贡献有望分别达到 5.2 亿元和 2.0 亿元。综合上述板块发展情况，我们认为五矿资本在 2017-2019 年的归母净利润年化复合增长率将高达 34.9%，分别达到 21.3 亿元、29.2 亿元、38.7 亿元，对应的 EPS 分别为 0.57 元、0.78 元、1.03 元。

表 5：分业务营业收入分析情况（单位：亿元）

营业收入	2016A	2017E	2018E	2019E
五矿信托	20.47	26.00	32.15	39.30
五矿证券	5.14	7.20	10.68	15.21
外贸租赁	30.69	35.29	42.39	50.55
期货业务	58.64	60.80	66.88	73.57
产业直投业务	14.50	15.95	17.55	19.30
合计	116.47	145.24	169.64	197.92
YOY		24.70%	16.81%	16.67%

数据来源：公司公告，西南证券

表 6：分业务利润贡献情况（单位：亿元）

归母净利润	2016A	2017E	2018E	2019E
五矿信托	6.47	9.28	11.61	15.66
五矿证券	1.13	2.02	3.52	5.42
外贸租赁	2.76	5.18	8.31	10.90

归母净利润	2016A	2017E	2018E	2019E
期货业务	1.67	1.96	2.66	3.42
安信基金	0.11	0.15	0.17	0.19
银行业务	1.08	1.14	1.19	1.25
产业直投业务	1.19	1.55	1.71	1.88
合计	14.41	21.29	29.17	38.72
YOY		47.71%	37.01%	32.73%

数据来源：公司公告，西南证券

根据分部估值法，我们将五矿资本的业务分拆进行估值测算。假设条件如下：（1）信托业务方面，目前行业上市信托公司 PB 估值差异较大，区间基本在 2.5-5 倍之间，五矿信托在完成增资后资本实力接近行业前十，因此给予 3.5 倍 PB 估值；（2）租赁业务和期货业务对标行业上市公司估值水平给予 1.5 倍 PB 估值；（3）证券业务参考目前证券行业同类上市券商估值水平，给予 2.0 倍 PB 估值；（4）其他业务由于占比较小，故采取保守的 1 倍 PB 估值。通过估值测算汇总，我们认为五矿资本 2017 年合理的估值为 694.5 亿元，对应 PB 估值为 2.0 倍。公司 2017 年目标价格 18.5 元，对应当前股价有 32% 的增长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：分业务估值情况（单位：亿元）

	净资产（2016A）	净资产（2017E）	持股比例	PB 倍数	估值
五矿信托	57.11	122.40	78.00%	3.5	334.15
五矿证券	15.48	78.44	99.76%	2	156.50
外贸租赁	57.94	92.34	90.00%	1.5	124.66
期货业务	22.11	40.82	99.00%	1.5	60.62
安信基金	2.40	2.65	38.72%	1	1.02
银行业务	43.01	47.52	20.00%	1	9.50
产业直投业务	6.63	8.08	100.00%	1	8.08
合计	159.27	342.08		2.03	694.54

数据来源：公司公告，西南证券

6 风险提示

公司重组业绩或不达预期，对租赁板块的增资进度或慢于预期，资本市场下行或使公司估值承压。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11646.91	14523.57	16964.35	19792.42	净利润	1954.03	3026.48	3844.48	4969.91
营业成本	8564.99	12176.35	13827.76	15381.60	折旧与摊销	115.70	191.97	267.38	345.03
营业税金及附加	110.77	138.13	161.34	188.24	财务费用	164.90	136.87	146.21	143.10
销售费用	35.49	44.26	51.70	60.32	资产减值损失	375.15	200.00	246.61	252.50
管理费用	1110.61	1384.92	1617.67	1887.34	经营营运资本变动	7468.97	6644.40	3089.33	2894.97
财务费用	164.90	136.87	146.21	143.10	其他	-9842.07	-1123.00	-1286.78	-1500.70
资产减值损失	375.15	200.00	246.61	252.50	经营活动现金流净额	236.67	9076.72	6307.23	7104.80
投资收益	1123.74	899.00	1011.37	1213.64	资本支出	-713.14	-1190.00	-1190.00	-1190.00
公允价值变动损益	20.17	24.00	28.80	34.56	其他	1289.87	-19959.56	-1847.10	-1834.45
其他经营损益	0.48	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	576.73	-21149.56	-3037.10	-3024.45
营业利润	2154.52	3548.30	4558.17	5947.60	短期借款	2822.42	-1374.68	-1325.32	-200.00
其他非经营损益	309.11	188.10	188.10	188.10	长期借款	0.00	200.00	300.00	400.00
利润总额	2463.63	3736.39	4746.27	6135.69	股权融资	9553.34	16195.43	-694.03	-3494.48
所得税	509.60	709.91	901.79	1165.78	支付股利	-1220.53	0.00	0.00	0.00
净利润	1954.03	3026.48	3844.48	4969.91	其他	-12275.18	-569.38	-146.21	-143.10
少数股东损益	396.97	897.52	927.55	1098.19	筹资活动现金流净额	-1119.95	14451.37	-1865.56	-3437.57
归属母公司股东净利润	1557.06	2128.96	2916.93	3871.72	现金流量净额	-306.10	2378.53	1404.56	642.78
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	9179.13	11390.25	12964.71	13607.69	成长能力				
应收和预付款项	1123.20	1795.23	2090.17	2425.76	销售收入增长率	752.70%	24.70%	16.81%	16.67%
存货	514.57	737.04	840.06	936.69	营业利润增长率	710.70%	64.69%	28.46%	30.48%
其他流动资产	9013.54	25018.83	26645.79	28159.28	净利润增长率	618.34%	54.88%	27.03%	29.27%
长期股权投资	3840.92	4040.92	4240.92	4440.92	EBITDA 增长率	1024.87%	59.22%	28.23%	29.45%
投资性房地产	7.98	7.98	7.98	7.98	获利能力				
固定资产和在建工程	1055.19	2041.95	2961.85	3812.65	毛利率	26.46%	16.16%	18.49%	22.29%
无形资产和开发支出	1094.26	1109.62	1116.43	1114.69	三费率	11.26%	10.78%	10.70%	10.56%
其他非流动资产	8164.54	19898.47	20864.76	21879.56	净利率	16.78%	20.84%	22.66%	25.11%
资产总计	33993.31	66210.29	71732.67	76385.23	ROE	12.11%	8.85%	10.51%	13.44%
短期借款	3200.00	1825.32	500.00	300.00	ROA	5.75%	4.57%	5.36%	6.51%
应付和预收款项	1081.32	1678.45	1927.26	2185.27	ROIC	-182.40%	-46.96%	-38.13%	-41.69%
长期借款	0.00	200.00	500.00	900.00	EBITDA/销售收入	20.91%	26.70%	29.31%	32.52%
其他负债	13576.71	28298.18	32224.71	36016.66	营运能力				
负债合计	17858.03	32001.95	35151.97	39401.92	总资产周转率	0.64	0.29	0.25	0.27
股本	451.26	3748.39	3748.39	3748.39	固定资产周转率	13.53	10.73	7.50	6.30
资本公积	10723.86	23622.16	22928.13	19433.65	应收账款周转率	24.29	22.06	19.20	19.19
留存收益	2553.71	4682.67	7599.59	11471.31	存货周转率	16.39	18.84	17.07	16.90
归属母公司股东权益	14160.34	32053.21	34276.11	34653.36	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	79.69%	—	—	—
少数股东权益	1974.93	2155.13	2304.58	2329.95	资本结构				
股东权益合计	16135.28	34208.34	36580.70	36983.31	资产负债率	52.53%	48.33%	49.00%	51.58%
负债和股东权益合计	33993.31	66210.29	71732.67	76385.23	带息债务/总负债	17.92%	6.33%	2.84%	3.05%
					流动比率	1.13	1.23	1.24	1.18
					速动比率	1.10	1.21	1.21	1.15
					股利支付率	78.39%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
PE	33.68	24.63	17.98	13.54	每股收益	0.42	0.57	0.78	1.03
PB	3.25	1.53	1.43	1.42	每股净资产	4.30	9.13	9.76	9.87
PS	4.50	3.61	3.09	2.65	每股经营现金	0.06	2.42	1.68	1.90
EV/EBITDA	-3.43	4.96	3.08	2.11					
股息率	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn