

强烈推荐-A (维持)

五矿资本 600390.SH

目标估值: 17.9-17.9 元
当前股价: 13.09 元

2017年10月15日

业绩大超预期, 估值拆细探底, 股价上行可期

2017年三季度业绩预告点评

基础数据

上证综指	3391
总股本(万股)	374839
已上市流通股(万股)	45126
总市值(亿元)	491
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	8.0
ROE(TTM)	5.3
资产负债率	47.1%
主要股东	中国五矿股份有限公司
主要股东持股比例	47.07%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《五矿资本(600390)——业绩表现最确定, 估值修复最确信》2017-09-01
- 2、《五矿资本(600390)——业绩表现最确定, 估值修复最确信!》2017-07-18
- 3、《五矿资本(600390)——脱星摘帽 涅槃重生(更新版)》2017-05-04

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

- 公司公布2017年前三季度业绩预告公告, 1-3Q17归母净利润约21.10亿, 同比增57.07%, 其中金融板块贡献19.90亿, 占比约94%。
- 聚焦金融主业、置出实业资产。公司坚定推进置出锰系业务(铜仁金瑞、松桃金瑞)和地产(金拓置业)等相关实业资产, 另外对锂电正极材料业务(长远锂科、金驰材料)持积极观望态度, 后续发展待定。17前三季度受益于资源品价格上涨, 产业直投贡献6%净利润。公司目前聚焦金融主业战略明晰, 顺利置出实业资产后将带来15亿现金, 有望投入金融主业继续做大做强。
- 三季报大超预期, 有情理之中, 更有意料之外。情理之中: 公司并表外贸金融租赁实现并表收益立竿见影, 预计这将是3季度业绩超预期主因之一, 公司7月完成对外贸金融租40%的股权收购, 持股比例提升至90%; 意料之外: (1) 租赁3季度并表业绩或超预期; (2) 资本金补充年内尚未显现成效, 注资进度低于预期, 但3季报预报看来, 预计各子公司内生业绩增速较快。
- 资金到位进度略低于预期, 但增强明年增长信心。证券59亿增资3月到位, 信托45亿增资6月到位, 而预计租赁子公司的增资将于年底完成。资金到位进度整体略低于预期, 一定程度上影响业务发展, 但随资金完全到位后, 后续业务逐步扩张背景下, 2018年业绩增长动能更强, 更有保障。
- 多张高价值核心牌照+高度控股, 发展潜力尚不言顶。公司拥有信托、证券、期货、金融租赁、银行等众多高价值核心牌照, 且股权比例较高(信托78%、证券99.76%、期货99%、外贸金融租90%、银行20%), 放眼市场, 具备多张高价值核心牌照且持股比例如此高的国有金控平台凤毛麟角。同时随着公司150亿资本金到位投产, 资本实力大增、人员结构调整、叠加内部考核机制激励、风控的综合优化, 全方位提升公司发展潜力, 五矿资本精彩启航。
- 五矿信托增资打开成长空间, 叠加行业量价逻辑持续向好, 利润飞扬无虞。公司6月完成增资五矿信托45亿元, 持股比例提升至78%, 净资产规模突破百亿, 进入行业前十, 净资本监管体系下增资即意味着增长空间。同时行业量价逻辑向好, 受益于金融服务于实体经济的政策加持和集团资源的倾斜, 预计3、4季度业绩将加速释放, 全年利润增速超30%。
- 外贸租赁: 并表效果立竿见影, 期待业绩扬帆起航。7月完成收购40%股权, 公司持有90%股权, 实现高度控股。预计并表因素导致Q3带来2亿以上业绩。同时公司业绩大放异彩必然有租赁公司内生业绩快速增长的强力支持。此外预计年底30亿增资到位后(净资产增至88亿), 租赁财务费用下降、规模有望更上一层楼, 利差基本保持稳定背景下, 业绩有望扬帆起航。
- 五矿证券: 实力大增, 勇往直前。公司3月完成对证券增资, 注册资本从14亿跃升至73亿, 资本实力增强后业务规模有望持续扩大, 信用有望率先爆发、自营再接再厉, 创收能力大增, 预计全年利润增速达150%。同时公司积极创新盈利模式, 9月29日董事会通过拟成立全资另类投资子公司的决议, 未来将开展自有资金股权投资, 拓展公司盈利来源。往18年看, 投行进入收获期、经纪渠道拓展见效、直投业务有序推进, 共同作用下五矿证券18年有望保持较快增长。

投资建议：维持公司强烈推荐评级。看好公司走势基于：**1) 业绩大超预期**，大幅上调全年归母净利润至 27 亿（此前 23 亿），同比增长 74%，前三季度已完成 78% 的全年目标；**2) 高价值核心牌照+高度控股**，发展潜力尚不言顶；**3) 估值修复最确信**：整体估值法测算公司当前 17 年 PE 估值仅 18X，全市场金控最低估值；采用分部估值法，拆分当前市值得出信托 16 倍 PE、证券 1.5 倍 PB、租赁 1.5 倍 PB、期货 2 倍 PB。给予公司 2017 年 670 亿总目标市值（信托 258 亿+证券 155 亿+租赁 170 亿+期货 78 亿+银行 10 亿），对应目标价 17.9 元，空间 37%，对应 17 年 25 倍 PE。

风险提示：增资进度不达预期，资本金补充助力业绩增长不达预期；金融子公司协同效应不达预期；金融监管超严；市场波动风险

财务数据与估值

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,366	11,647	15,723	18,396	21,156
同比增长(%)	5%	753%	35%	17%	15%
营业利润(百万元)	-353	2,155	3,620	4,344	5,125
同比增长(%)	-977%	711%	68%	20%	18%
归母净利润(百万元)	-370	1,557	2,717	3,271	3,934
同比增长(%)	-1221%	520%	74%	20%	20%
每股收益(元)	-0.89	3.45	0.72	0.87	1.05
PE	-14.7	3.8	18.1	15.0	12.5
PB	5.05	0.42	1.55	1.41	1.27

资料来源：wind, 招商证券

表 1：五矿资本拆分估值

	持股比例	17E 净利润/净资产	当前估值	当前市值
五矿信托	78.00%	13.2	16.0 X	165
五矿证券	99.76%	77.5	1.5 X	116
外贸金租	90.00%	94.6	1.5 X	128
经易期货	99.00%	39.3	2.0 X	78
绵阳商行	20.00%	49.0	1.0 X	10
			当前总市值	496

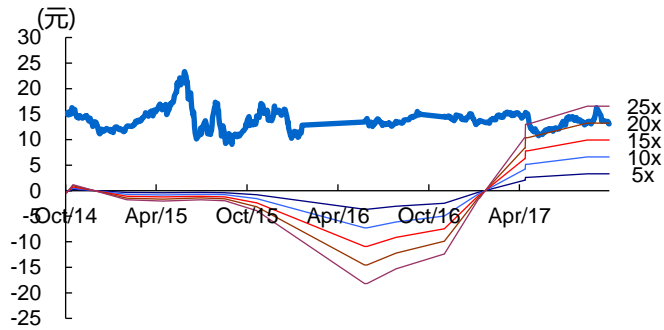
资料来源：wind,招商证券

表 2：五矿资本利润表

单位：亿元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	13.7	116.5	157.2	184.0	211.6
营业收入	13.7	89.4	89.4	98.3	108.2
其他类金融业务收入		27.1	67.9	85.6	103.4
营业总成本	17.2	106.4	133.1	153.7	174.9
其他经营收益		11.4	12.0	13.2	14.6
公允价值变动净收益		0.2	0.2	0.2	0.3
投资净收益		11.2	11.8	13.0	14.3
营业利润	-3.5	21.6	36.2	43.4	51.3
加：营业外收入	0.2	3.2	2.6	2.8	2.8
减：营业外支出	0.5	0.1	0.2	0.2	0.2
利润总额	-3.8	24.6	38.6	46.1	53.9
减：所得税	-	5.1	7.7	9.2	10.8
净利润	-3.8	19.5	30.9	36.9	43.1
减：少数股东损益	-0.1	4.0	3.7	4.2	3.8
归属于母公司所有者	-3.7	15.6	27.2	32.7	39.3

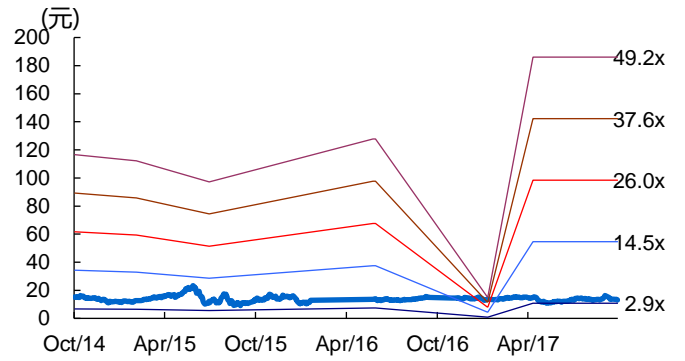
资料来源：wind,招商证券

图 1：五矿资本 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）。

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。