

增发资金陆续到位，业绩潜力逐渐兑现

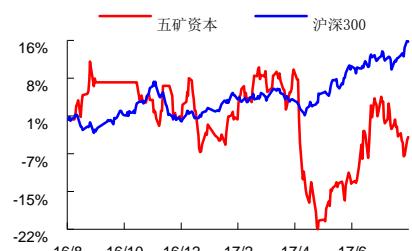
投资要点

- 事件:**公司发布2017年半年报，报告期内实现营业收入48.71亿元，同比下滑6.56%；实现归属于上市公司股东的净利润为9.98亿元，同比增长3.51%；基本每股收益0.31元；加权平均净资产收益率3.68%，同比减少2.99个百分点。
- 除租赁外，其余金融板块增资相继完成。**公司在报告期内募集配套资金150亿元用于增资旗下金融板块。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。截至报告期末，除外贸租赁因股权变更等待监管审批，增资有所时滞外，其余各金融板块的增资活动相继完成，资本实力得到显著提升。
- 五矿国际信托：资产持续扩张，结构相对均衡。**上半年五矿信托资产规模为4805.9亿元，同比大增81.4%。其中，单一项目规模2506.8亿元，占比52.2%；集合项目规模2299.1亿元，占比47.8%，信托项目结构相对均衡。
- 五矿经易期货：资管业务表现抢眼。**经纪业务实现收入2.36亿元，相当于去年全年的96.7%；资产管理业务受资产管理规模大幅增长逾两倍的影响，收入同比大增139%达到348.8万元。风险管理业务收入37.6亿元，同比增长30.6%。
- 外贸租赁：增长稳健，资产质量回升。**上半年外贸租赁实现营业收入16.1亿元，净利润3.05亿元，分别达到2016年的52%和55%，保持正向增长趋势。不良贷款余额较去年末下降39.2%，不良率下降0.26个百分点至0.32%。
- 五矿证券：业绩表现优于同业。**上半年证券行业平均营收和净利润同比分别下降8%和11%，而五矿证券虽然营收降幅与行业持平，但净利润同比增长11%，显示出突出的盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。**随着金融板块增资带来的业绩逐渐释放，预计公司2017-2019年EPS分别为0.57元、0.78元、1.03元，公司未来三年归母净利润将保持34.9%的复合增长率，目标价格18.5元，维持“买入”评级。
- 风险提示：**对租赁板块的增资进度或慢于预期，市场下行或使公司估值承压，行业系统性风险。

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周内股价区间(元) | 10.79-15.54 |
| 总市值(亿元) | 502.28 |
| 总资产(亿元) | 610.16 |
| 每股净资产(元) | 7.96 |

相关研究

- 五矿资本(600390): 增资金融板块，金控巨舰整装待发 (2017-07-28)

| 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

关键假设：

假设 1：公司 2017 年对外贸金融租赁 40%的股权收购获得监管通过，完成对其 30 亿元的增资，在 2017 年完成资产并表。

假设 2：五矿信托在完成 45 亿元的增资后，业务规模将保持扩张趋势，2017 年资产规模同比增长 200%，2018-2019 年资产规模保持 25%增速。

假设 3：五矿证券在完成 59.2 亿元的增资后，2017 年资产规模同比扩张 3.5 倍，信用业务、资管业务和投行业务的资本实力进一步提升。随着增资带来的利润逐渐释放，2017-2019 年净利润增速有望达到 40%以上。

假设 4：五矿经易期货在完成 15 亿元的增资后，2017-2019 年经纪业务手续费和利息增速保持年化 30%的复合增长率；资产管理规模 2017 年保持 200%的增速，2018-2019 年维持 30%以上增速。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务归母净利润贡献如下表：

表 1：分业务归母净利润贡献情况（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 |
| 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

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 | 经营活动现金流量净额 | 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 | 投资活动现金流量净额 | 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 | 筹资活动现金流量净额 | -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% |
| 业绩和估值指标 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 流动比率 | 1.13 | 1.23 | 1.24 | 1.18 |
| PE | 33.68 | 24.63 | 17.98 | 13.54 | 速动比率 | 1.10 | 1.21 | 1.21 | 1.15 |
| PB | 3.25 | 1.53 | 1.43 | 1.42 | 股利支付率 | 78.39% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PS | 4.50 | 3.61 | 3.09 | 2.65 | 每股指标 | | | | |
| EV/EBITDA | -3.43 | 4.96 | 3.08 | 2.11 | 每股收益 | 0.42 | 0.57 | 0.78 | 1.03 |
| 股息率 | 2.33% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 每股净资产 | 4.30 | 9.13 | 9.76 | 9.87 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.06 | 2.42 | 1.68 | 1.90 |

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 |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| | 程建雄 | 机构销售 | 021-68415020 | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 机构销售 | 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 |