

## 非银金融

2019年06月28日

## 五矿资本 (600390)

——增资到位补强竞争实力，估值极具吸引力的央企金控

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2019年06月27日

收盘价(元)	9.53
一年内最高/最低(元)	12.36/6.33
市净率	1.1
息率(分红/股价)	2.08
流通A股市值(百万元)	4894
上证指数/深证成指	2996.79/9239.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年03月31日

每股净资产(元)	8.96
资产负债率%	69.72
总股本/流通A股(百万)	3748/514
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

## 证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002  
makp@swsresearch.com  
王丛云 A0230516090001  
wangcy@swsresearch.com

## 研究支持

葛玉翔 A0230118070005  
geyx@swsresearch.com  
华天行 A0230117120002  
huatx@swsresearch.com  
许旖珊 A0230118070006  
xuys@swsresearch.com

## 联系人

葛玉翔  
(8621)23297818×7412  
geyx@swsresearch.com

## 投资要点：

- 2016年6月\*ST金瑞公布重大资产重组方案，五矿资本通过资产重组、注入金融资产、剥离非金融业务，从以电池材料业务和锰及锰系产品业务为主业逐步转化为以信托、金融租赁、证券及期货业务并参股银行、保险、基金的综合金融控股公司。受益于150亿元定增到位，2018年核心金融业务营收净利增长显著优于同业。五矿集团总经理国文清提出打造千亿级内部市场的创新型经营计划，五矿资本将发挥产业与金融的互补效应和协同效应。
- 五矿信托：规模、营收、净利润逆市提升。2018年新任管理层履行以来，公司信托主动管理项目比重提升至48%，信托资产同比增长15.8%至5994.0亿元，核心客户与“双百+”渠道建设初见成效，信托业务收入占营收比例82%（行业70%）。近年来公司发力消费金融、供应链金融信托，处于业务拓展初期，未来信托报酬率（2018年为0.48%，处于上市同业中枢）仍有提升空间，基于主业量质双升和稳定固有业务盈利能力，我们预计19年至20年五矿信托ROE分别为17.6%、18.6%和18.3%。
- 外贸租赁：稀缺金租牌照，不良率显著优于行业平均。2015-2018年公司应收融资租赁款净额年复合增长率为11.6%，据测算2018年公司融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额为7.05%，利息支出/平均负债约为5.30%，息差约为1.75%，不良率仅为0.51%，显著较低，预计19年至20年ROE稳定在8.7%附近，关注杠杆水平提升能力。
- 五矿证券：固收业务优势明显，结构多元化仍有空间。近年来证券行业集中度不断提升，中小券商差异化竞争难度提升。2018年，五矿证券实现营业收入8.11亿元，同比增长13.19%，利润总额3.22亿元，同比下滑8.53%（行业同比分别为-14.5%和-41.0%），显著优于同业主要得益于公司在补强资本金的同时在信用业务、资产管理业务、债券自营业务等业务利润大幅增长。公司固收业务特色明显（债券交易），大自营口径营收贡献达67%。
- 五矿经易期货：产融结合服务集团空间巨大。公司连续多年在铜、锌、铝等金属期货上的成交量和持仓量国内领先，2018年实现净利润1.54亿元，同比增长19.2%，表现远超行业平均（-84%）。公司净资产排名处于行业第一梯队（2017年排名第3），但净利润排名仍较行业第一有差距（2017年为25位），未来在对集团的净利润贡献上仍有提升空间，公司天然在套保、风险管理等业务方面与集团内黑色、有色金属企业形成协同。
- 首次覆盖给予买入评级。我们预计五矿资本营业总收入19年至21年同比增长15.6%、12.1%和8.5%；归母净利润分别同比增长36.4%、14.2%和8.9%。考虑到五矿信托主要财务及经营指标位列行业第一梯队，成长性较好，结合上市同业平均给予11.2倍PE估值。五矿证券、外贸租赁和五矿经易期货，我们均给予相对保守的1倍PB，得到公司合理目标市值为444.2亿元，对应每股股价约为11.85元，对应6月27日收盘价有24.3%上行空间，当前股价对应19/20/21年PB分别为1.0X、0.9X和0.9X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：信托规模收缩，权益市场量价齐跌，宏观经济下行，佣金率持续下行

## 财务数据及盈利预测

	2018	2019Q1	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8,235	1,619	14,904	16,715	18,143
同比增长率(%)	-16.9	11.3	15.6	12.1	8.5
净利润(百万元)	2,249	1,031	3,077	3,505	3,819
同比增长率(%)	-9.2	89.9	36.4	14.2	8.9
每股收益(元/股)	0.60	0.28	0.82	0.94	1.02
净资产收益率(%)	7.1		9.1	9.6	9.6
市盈率	15.9		11.6	10.2	9.4
市净率	1.1		1.0	0.9	0.9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计五矿资本营业收入 2019 年至 2021 年同比增长 15.6%、12.1%和 8.5% 至 149.04、167.15 和 181.43 亿元；归母净利润分别同比增长 36.4%、14.2%和 8.9% 至 30.77、35.05 和 38.19 亿元，合并报表 ROE 分别为 9.1%、9.6%和 9.6%。我们采取分布估值法给予目标市值为 444.2 亿元，对应每股股价约为 11.85 元，对应 2019 年 6 月 27 日收盘价，仍有 24.3%的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

1.信托业务方面，我们预计 2019 年至 2021 年，五矿信托信托资产规模分别为 7492、8616 和 9478 亿元，同比增长 25.0%、15.0%和 10.0%，其中主动管理类规模占比分别为 51.0%、52.0%和 53.0%，信托综合报酬率分别为 0.48%、0.50%和 0.51%，ROAE 分别为 17.6%、18.6%和 18.3%。

2.外贸租赁方面，我们预计随着公司资本金的补足以及股东资源优势不断体现的背景下，我们预计外贸租赁融资租赁资产余额 2019 年至 2021 年增长率分别为 15.0%、12.0%和 10.0%，不良率维持在 0.5%水平，息差（融资租赁收入/平均应收融资租赁款-利息支出/平均负债）小幅提升至为 2.0%。

3.证券业务方面，五矿证券当前主要依托债券交易实现的投资收益构成对营收最大贡献，预计 2019 年至 2021 年自营投资收益率分别为 5.5%、5.6%和 6.0%，ROAE

4.期货业务方面，子公司风险管理业务收入 2019 年至 2021 年分别为 50、53 和 56 亿元，对营收产生重大影响，但净利润贡献依旧不大，预计 ROAE 分别为 5.0%、5.7%和 6.5%。

### 有别于大众的认识

五矿信托近年来公司发力消费金融、供应链金融信托，处于业务拓展初期，未来信托报酬率（2018 年为 0.48%，处于上市同业中枢）仍有提升空间，基于主业量质双升和稳定固有业务盈利能力。

五矿集团总经理国文清提出了打造千亿级内部市场的创新型经营计划，五矿资本将发挥产业与金融的互补效应和协同效应，集团估值无需担忧估值折价。

### 股价表现的催化剂

权益市场量价齐升带动估值与业绩双升

行业信托资产规模降幅持续收窄，主动管理规模持续提升

### 核心假设风险

信托业务：监管政策趋严、行业增速放缓、信托报酬率走低

租赁业务：宏观经济下行、市场利率波动大幅向下

证券业务：市场大幅波动、佣金率持续下行、市场竞争加剧

期货业务：传统的经纪手续费业务不断下滑、风险管理子公司业务创新风险

集团协同：子公司业务关联增加公司整体风险、协同效应不及预期

## 目录

---

<b>1.五矿资本：从产业实体向金控平台华丽转身 .....</b>	<b>6</b>
1.1 通过资产重组、注入、剥离，公司实现整体上市 .....	6
1.2 背靠五矿集团，股东资源优势突出，千亿级内部协同市场 .....	8
<b>2.核心金融业务竞争实力提升明显，显著优于同业 .....</b>	<b>10</b>
2.1 五矿信托：规模、营收、净利润逆市提升 .....	10
2.2 外贸租赁：稀缺金租牌照，不良率显著优于行业平均 .....	15
2.3 五矿证券：固收业务优势明显，结构多元化仍有空间 .....	18
2.4 五矿经易期货：产融结合服务集团空间巨大 .....	20
<b>3.估值与投资建议 .....</b>	<b>24</b>
<b>4.风险提示 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图 1：五矿资本分部净资产构成（2018 年）	7
图 2：五矿资本分部净利润构成	7
图 3：五矿资本股权结构（截止 2018 年年末）	7
图 4：1Q19 信托资产同比增速降幅收窄（亿元）	11
图 5：当月新增信托贷款 2019 年以来由负转正（亿元）	11
图 6：五矿信托主动规模占比处于行业中枢（亿元）	13
图 7：五矿信托核心财务指标行业排名（2018 年）	13
图 8：五矿信托主动管理规模增长处于上市信托公司前列（单位：亿元）	13
图 9：五矿信托报酬率处于上市信托公司中枢上方	13
图 10：“流贷”模式下消费金融业务模式	14
图 11：“助贷”模式下的消费金融业务模式	14
图 12：外贸租赁资产投向分布	17
图 13：外贸租赁的“息差”保持稳定	17
图 14：2016 年以来证券行业营收、净利润及 ROE 趋势性下行(亿元)	18
图 15：龙头券商集中度在提升	18
图 16：五矿证券近年来营收构成中“大自营”业务占比提升	20
图 17：长端利率下行，2018 年以来债牛格局延续（%）	20
表 1：五矿资本资产重组后对各子公司增资一览	6
表 2：五矿资本并表子公司与联/合营企业概览（2018 年末）	6
表 3：国企改革“1+N”系列措施相继出台	8
表 4：五矿集团旗下各子公司规模及战略布局要求	9
表 5：2017 年以来信托行业政策规范	11
表 6：五矿信托主要财务业绩及经营数据汇总表	12
表 7：近年来关于租赁行业发展的政策支持	16
表 8：外贸金融租赁财务业绩和经营数据汇总表	17
表 9：五矿证券财务业绩与经营数据表	19
表 10：近年来监管机构对期货行业发展政策汇总	21

表 11 : 五矿经易期货风险管理子公司主要业务模式 .....	21
表 12 : 五矿经易期货主要财务业绩与经营数据汇总表 .....	22
表 13 : 五矿经易期货主要财务指标市场排名 .....	22
表 14 : 五矿资本业绩核心假设表 .....	24
表 15 : 五矿资本分布估值法 ( 对应 2019 年财务数据 , 单位 : 亿元 ) .....	25
表 16 : A 股上市信托可比公司估值 ( 2019 年 6 月 27 日 ) .....	25

# 1.五矿资本：从产业实体向金控平台华丽转身

## 1.1 通过资产重组、注入、剥离，公司实现整体上市

2016年6月\*ST金瑞公布重大资产重组方案,五矿资本通过资产重组、注入金融资产、剥离非金融业务,从前身金瑞科技(以电池材料业务和锰及锰系产品业务为主营业务)逐步转化为以信托、金融租赁、证券及期货业务并参股银行、保险、基金的综合金融控股公司,在提升运营效率,优化公司治理结构的同时助力公司转型升级和长远发展。五矿资本完成资产重组后,通过非公开发行引入战略投资者(150亿元)实现对五矿信托(78%)、外贸租赁(93%)、五矿证券(99.8%)和五矿经易期货(99%)的控股,并通过合营企业持有安信基金(39.84%)和绵阳市商业银行(20%),**公司不断补强子公司资本实力,强化各领域竞争优势。**

**表 1：五矿资本资产重组后对各子公司增资一览**

董事会公告时间	方式	对象公司	交易金额 (亿元)	增资后持股比例	目前进度
2017年11月	受让	工银安盛人寿保险	15.8	10.0%	已完成
2017年9月	置出	长远锂科 100%股权、金驰材料 100%股权、松桃金瑞 100%股权、铜仁金瑞 100%股权、金贵矿业 60%股权、金拓置业 100%股权和公司原新材料事业部本部相关资产及负债	6.8	-	已完成
2017年9月	受让	中国外贸金融租赁	25.0	40.0%	已完成
2017年12月	增资	五矿证券	59.2	99.8%	已完成
2017年12月	增资	五矿经易期货	15.0	99.0%	已完成
2017年12月	增资	五矿信托	45.0	78.0%	已完成
2017年12月	增资	中国外贸金融租赁	30.0	93.2%	已完成
2018年3月	设立	五矿金通股权投资基金管理有限公司	2.0	100.0%	已完成
2019年3月	增资	五矿集团财务公司	5.3	7.5%	待批复

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：2017年金瑞科技拟向五矿股份发行股份收购五矿资本 100%股权，向金牛投资和惠州国华发行股份购买其持有的五矿证券 2.7887%和 80.6078%股权，向经易控股、经易金业和久勋咨询发行股份购买其持有的五矿经易期货 4.92%、4.42%和 1.06%股权，向西宁城投和青海华鼎发行股份购买其分别持有的五矿信托 1.80%和 0.06%股权

**表 2：五矿资本并表子公司与联/合营企业概览 (2018 年末)**

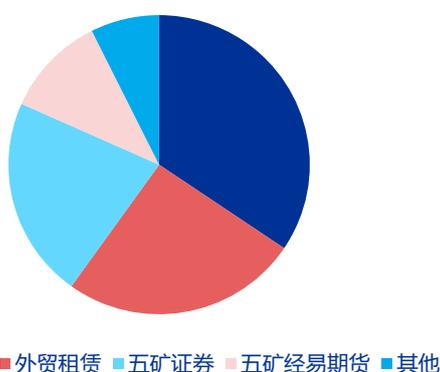
公司名称 并表子公司	持股比例	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净资产收益率
五矿信托	78.00%	165.1	123.6	24.1	17.2	13.9%
外贸租赁	93.21%	650.9	91.4	43.5	6.8	7.5%
五矿证券	99.76%	203.7	78.2	6.0	2.4	3.1%
五矿经易期货	99%	103.1	39.3	55.2	1.5	3.9%
<b>联/合营企业</b>						
安信基金	39.84%	7.7	5.3	3.4	0.4	7.5%
绵阳市商业银行	20%	857.2	54.2	20.7	6.3	11.6%
公司整体	/	1,202.1	359.0	128.9	26.8	7.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：表 2 中营业收入按照 2018 年年报中“主要控股参股公司分析”章节摘录，在并表子公司财务与经营分析中按照金融企业单体报表财务数据，之间的差距来自于五矿资本的合并报表中将公允价值变动收益、投资收益、汇兑收益、资产处置收益和其他收益计入其他经营收益而非营业收入，特此说明

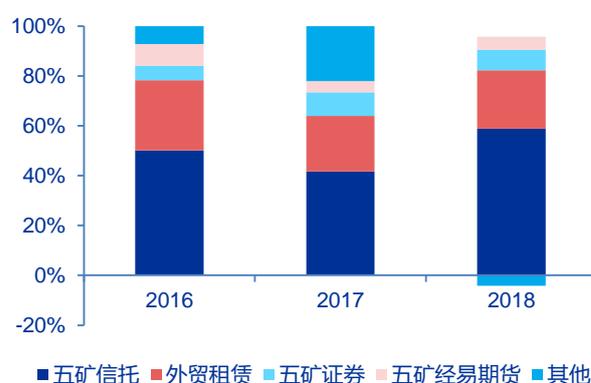
2018 年，五矿资本实现营业总收入 128.9 亿元，同比下滑 3.9%；实现归母净利润 26.8 亿元，同比下滑 9.2%，其中信托业务、金融租赁业务、证券业务和期货业务对净利润的贡献占比分别为 64.3%、25.5%、9.1%和 5.8%，期末净资产占比分别为 34.4%、25.5%、21.8%和 11.0%。

图 1：五矿资本分部净资产构成（2018 年）



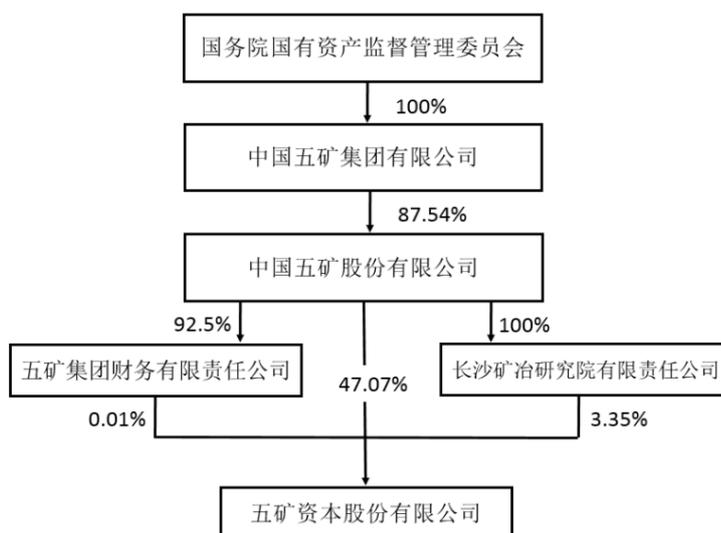
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：五矿资本分部净利润构成



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：五矿资本股权结构（截止 2018 年年末）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

五矿资本作为 2015 年深化国企改革下央企金控平台整体上市的典型案例，代表性强，在近期央企整体上市的带动下有望进一步获得市场关注。2015 年 8 月国企改革的纲领性文

件《关于深化国有企业改革的指导意见》发布，国企改革全面深化，此后中央相继发布多份与指导意见相关的文件，形成了以《指导意见》为引领、以若干文件为配套的国企改革顶层设计方案，标志着国企改革顶层设计基本完成。2019年4月《改革国有资本授权经营体制方案》发布强调将更多具备条件的中央企业纳入国有资本投资、运营公司试点范围，赋予企业更多经营自主权。这为2016年五矿集团与中冶集团的重组提供了政策支持，作为2016年国企改革的典型，通过内部的协同效应增强了国有资本的经济活力、控制力、影响力。集团内部各业务线逐渐实现相互协调，取长补短。**2019年以来英大信托、英大证券有望注入上市公司置信电气，国家电投集团混改东方能源启动重组，中粮资本或将注入上市公司中原特钢等事项有望再次带动市场对央企重组板块的关注度。**

**表 3：国企改革“1+N”系列措施相继出台**

时间	政策名称	主要内容
2015年8月	《关于深化国有企业改革的指导意见》	新时期指导和推进国企改革的纲领性文件，从总体要求到分类改革、完善现代企业制度和国资管理体制、发展混合所有制经济、强化监督防止国有资产流失等方面提出国企改革目标和举措。
2015年11月	《关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	明确国有资产管理体制三方面的改革举措：一是推进国有资产监管机构职能转变，准确把握国有资产监管机构的职责定位，明确国有资产监管重点，建立监管权力清单和责任清单。二是改革国有资本授权经营体制，改组组建国有资本投资、运营公司，明确国有资产监管机构与国有资本投资、运营公司关系，界定国有资本投资、运营公司与所出资企业关系。三是提高国有资本配置和运营效率，建立国有资本布局和调整机制，推进国有资本优化重组，建立健全国有资本收益管理制度。
2017年5月	《国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案》	调整、精简、优化监管职能，将强化出资人监管与落实管党治党责任相结合、落实保值增值责任与搞活企业相结合，做好整合监管职能与优化机构设置的衔接，强化3项管资本职能，精简43项监管事项，整合三方面相关职能。
2018年7月	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。
2019年4月	《改革国有资本授权经营体制方案》	出资人代表机构加快转变职能和履职方式，切实减少对国有企业的行政干预。国有企业依法建立规范的董事会，董事会职权得到有效落实。将更多具备条件的中央企业纳入国有资本投资、运营公司试点范围，赋予企业更多经营自主权。

资料来源：公司公告，国务院，申万宏源研究

## 1.2 背靠五矿集团，股东资源优势突出，千亿级内部协同市场

公司间接控股股东中国五矿是中国最大、国际化程度最高的金属矿产企业集团之一，是全球最大的冶金建设运营服务商，其产业链上下游市场潜力巨大。2016年中国五矿与中冶集团两家世界500强企业顺利完成重组，重组以后的新五矿经营业绩出现明显改善。**2016年管理层提出新中国五矿未来的发展方向和目标：坚定不移按照“三步走”战略，到2020年实现“三大步、两翻番”奋斗目标。**第一步是：到2017年底，实现利润100亿元，比2016年翻一番，完成止血控亏、改组改造的过渡期任务；第二步是：到2018年底，实现利润200亿元，比2017年再翻一番，完全具备国有资本投资公司功能；第三步是：到2020年，新中国五矿在金属矿产品方面，钨、锑保持世界第一，铜、镍、铅锌在国际上具

有较强影响力和一定控制力，具备全球配置矿产资源能力和产供贸一体化能力，实现“中国第一、世界一流”中国金属矿业集团目标，实现金属矿业护国报国梦想。

**中国五矿集团成立于 1982 年 12 月 9 日，旗下控股和参股 8 家境内外上市公司**，内部协同空间极大。五矿集团当前持有上市公司领域包含中国中冶、五矿资源、五矿地产、五矿发展、中钨高新、锌业股份、五矿稀土和株冶集团，涉及领域包括：冶金工业建设、金属矿业和房地产业务等领域。2016 年底重组完成以后，**中国五矿总经理国文清提出了打造千亿级内部市场的创新型经营计划**。五矿与中冶的战略重组打通了从勘查、矿山、冶炼加工到贸易的整条金属矿业产业链，新中国五矿发挥产业链优势，通过打造千亿内部市场来带动整合融合，消除产业链各环节之间断缝，向产业链的连接处发力寻求效益、再造优势。内部市场的形成也能够把以往分散的、低层次的、可替代性强的服务和产能，变成集产业、技术、服务、资金于一身的高端供给，形成不可替代的、全产业链贯通的比较优势，提高运行质量和效益，提升新中国五矿的核心竞争力。

**表 4：五矿集团旗下各子公司规模及战略布局要求**

公司名称 (持股比例)	所处行业	总资产 (亿元)	归母净资产 (亿元)	战略部署要求
五矿资本	金融业务	1,202	325	秉持“成为中国一流综合性产业金融服务平台”的战略愿景，以“服务实体经济，创造股东价值”为使命，以内部为根据地、以外部为主战场，全面推进金控平台由持股型向事业型转型，全方位实现经营模式转换，持续打造综合金融服务体系和“产融协同、以融促产”的行业标杆
中国中冶 (56.18%)	冶金工业 建设	4,389	839	“聚焦中冶主业，建设美好中冶”为发展愿景，以“做冶金建设国家队、基本建设主力军、新兴产业领跑者，长期坚持走高技术高质量发展之路”的战略新定位
五矿资源 (72.62%)	金属矿业	912	199	持续加强矿山运营管理，充分挖掘资产周边资源潜力，密切跟踪优质战略性资源并购机会，助力公司实现可持续、高质量发展
五矿地产 (61.88%)	房地产业 务	417	131	聚焦现有四大区域和重点拓展的成渝城市群，采取合作策略，把握机遇适时补充优质土地资源；提高公司在房地产开发上的软实力，丰富产品和服务的价值，增强业务综合竞争力，全面支撑业务发展
五矿发展 (62.56%)	金属矿业	209	66	成为国内领先的金属矿业流通服务商为愿景，以资源贸易、金属贸易、供应链服务为三大核心主业，将商品经营和资本运营相结合，力争成为三大业务领域的领军者
中钨高新 (60.94%)	冶金工业 建设	74	32	紧紧围绕打造“具有全球竞争力的世界一流钨产业集团”发展目标，以高质量发展为中心，通过提质量、稳规模、调结构、降成本、增活力、保安环，逐步实现产品高附加值化，产业链向深度加工及工具配套延伸，深入布局深蓝市场
锌业股份 (23.59%)	冶金工业 建设	47	24	发挥企业优势，使工艺技术装备达到行业先进水平。依照向主业聚焦、向上游拓展、向下游延伸、像巨人靠拢战略，努力完成重点投资项目，以延长产业链条、扩大产业规模及工业总量，增强抵御市场风险的能力
五矿稀土 (40.08%)	战略新兴 业务	24	21	致力于稀土行业的发展，积极构建以稀土分离及技术研发为核心的经营体系，充分发挥自身优势，成为国内外客户的长期合作伙伴
株冶集团 (43.52%)	冶金工业 建设	59	1	“四梁十柱”的远景总体发展规划，通过铅锌冶炼及深加工、新材料、环保转型、服务发展等四大板块的转型升级，最终打造成“铅锌冶炼的领跑者、新能源材料的生力军、环保产业的排头兵”

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

五矿资本积极利用股东产业资源拓展业务渠道，以产业协同为重要支点，沿产业链输出服务，形成了能力提升到市场份额提升的良性循环，强化了竞争优势。在国家倡导金融服务支持实体经济发展的环境下，公司依靠产业背景、股东产业资源及品牌效应，围绕政府及大型产业集团提供覆盖产业链的综合金融服务，深入挖掘客户的需求，基于现有网点分布构建区域化服务体系并利用业务多元化优势制定综合金融服务方案。

在国企改革的大背景下，五矿资本通过业务结构的战略性调整，发挥产业与金融的互补效应和协同效应。2016年7月，五矿集团正式被列为国有资本投资公司试点，同时也是金属矿业领域唯一的国有资本投资公司试点，成为国有资本投资公司试点。五矿资本拥有丰富的金融资源，作为五矿集团的金融控股平台，五矿资本实现了金融资本与产业资本的有效对接，金融业务与主业信息资源及时共享，展开多元合作，进而降低主板块金融服务的搜寻成本和谈判成本，提高了运作效率。例如五矿信托可以为集团内黑色有色金属的优质上下游企业提供融资，五矿经易期货为集团内企业提供全方位套期保值、风险管理全流程服务，五矿证券为集团兄弟公司提供投行业务服务，同时集团内固定资产等设备需求为外贸租赁开展协同创造条件。五矿资本拥有的金融牌照齐全，可以解决客户多角度，全方位的个性化金融需求，形成完整的产业链，提高了五矿集团的核心竞争力。

## 2.核心金融业务竞争实力提升明显，显著优于同业

### 2.1 五矿信托：规模、营收、净利润逆市提升

五矿资本通过五矿资本控股间接持有五矿国际信托 78.002%股权，青海省国有资产投资管理公司持有公司 21.204%的股权，西宁城市投资管理公司持有公司 0.794%的股权。2017年12月五矿资本对五矿信托增资 45 亿元后公司股本达 60 亿元。作为集团旗下最重要的核心金融资产，五矿信托公司依托股东产业背景，立足服务实体经济，以“核心客户、核心渠道”为抓手，加快内外部资源的整合与优化；建立系统、全面的内控及风险管理体系；搭建大运营管理平台，建立起信托业务全生命周期的服务支持体系，目标是成为国内一流、具有核心竞争优势的综合型信托公司。

信托行业短期迎来政策回暖，长期受益于大资管变局下的新机遇。从外部环境看，2018年下半年宏观经济下行压力增大，中央政策基调由“强监管、去杠杆”转向“稳增长、稳杠杆”，2019年一季度以来“宽货币”向“宽信用”传导效率改善，信托融资需求回暖，尤其是基础设施领域，叠加经济预期改善、前期通道乱象整治缓释风险，2018年被动收缩趋势逐渐收敛，信托主动投放意愿增强。从经营效率来看，1Q19信托行业平均年化综合信托报酬率 0.43%，较去年明显提高。这主要得益于“资管新规”落地后，通道与多层嵌套业务不断清理与压缩，信托公司主动管理能力增强，信托业务结构优化，带动信托报酬率提高。从信托资金的投向来看，截至 1Q19 末，信托行业投向工商企业的信托资金占比依然稳居榜首，其后依次为金融机构、基础产业、房地产、证券投资等。相较于 2018 末，投向基础产业与房地产领域的信托资金占比有所上升（分别占比 14.77%和 14.75%，较上年末上升 0.19 和 0.56 个百分点），虽然投向金融机构与证券投资领域的信托资金占比有所下降，但考虑到资本市场逐步回暖，证券投资类信托有望持续回暖，我们预计 2019 年全年

信托总量增速达到 9.5%。展望未来，资管新规明确信托行业回归本源，在破刚兑、去通道的严监管下主动管理类业务是信托业务收入的核心来源，信托是拥有横跨货币市场、资本市场和实业投资领域的金融机构，资金端通过市场化方式聚集社会资金，资产端通过跨市场配置的牌照。过去 10 多年，在银行信贷覆盖范围受限、证券市场不够发达的背景下，信托有效弥补了传统融资渠道的不足，有效地缓解了金融体系中供给过剩与供给不足并存的问题，展望未来，信托在发挥制度灵活优势，解决实体经济短板中融资难、融资贵，支持民营企业、中小微企业发展方面大有可为。

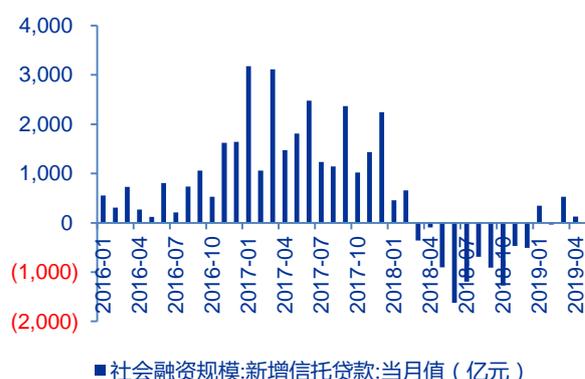
**表 5：2017 年以来信托行业政策规范**

日期	政策	主要内容
2017 年 12 月	《关于规范银信类业务的通知》	分别从商业银行和信托公司双方规范银信类业务，并提出了加强银信类业务监管的要求。1.明确银信类业务及银信通道业务的定义；2.规范银信类业务中商业银行的行为（不得利用信托通道规避监管要求或实现资产虚假出表）；3.规范银信类业务中信托公司的行为（不得为委托方银行规避监管要求或第三方机构违法违规提供通道服务）；4.加强银信类业务的监管
2018 年 1 月	《中国银保监会关于印发商业银行委托贷款管理办法的通知》	明确委托贷款业务定位和各方当事人职责、规范委托贷款的资金来源、资金用途、要求商业银行加强委托贷款风险管理和监管等五方面的内容
2018 年 4 月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	文件旨在规范金融机构资产管理业务，统一同类资产管理产品的监管标准，引导社会资金流向实体经济，更好的支持经济结构调整和转型升级。包括公募产品投资限制、资管产品禁止多层嵌套、约束资金池业务等
2018 年 8 月	《信托部关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》	以财产权信托的名义开展的资金信托业务的情况，适用于资管新规。同时将家族信托、公益（慈善）是信托确定为不受资管新规限制的产品
2018 年 9 月	《信托公司受托责任尽职指引》	对信托公司的尽职调查、投资者适当性等问题均作出规定，旨在明确信托公司开展信托业务的受托责任、尽职要求，达到约束受托人和委托人“卖者尽责，买者自负”的目的
2019 年 5 月	开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作	整治信托行业的违规行为：如向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资等

资料来源：银保监会、申万宏源研究

**图 4：1Q19 信托资产同比增速降幅收窄（亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

**图 5：当月新增信托贷款 2019 年以来由负转正（亿元）**


资料来源：Wind，申万宏源研究

根据信托业协会披露的 2018 年全行业 68 家信托公司主要业务数据(除信托报酬率外)来看,五矿信托排名位列 6 至 14 位之间,其中信托业务收入(23.92 亿元)、人均净利润(585.88 万)和主动管理信托规模(2865.74 亿)均位列行业第 6 位,净利润达 17.2 亿元行业排名第 11 位,注册资本达 60 亿元,行业排名第 11 位,2018 年公司信托报酬率为 0.48%。

**营收、净利、信托规模逆势增长,彰显行业领先的主动管理能力。**2018 年公司实现营业收入 29.3 亿元,同比增长 37.2%,实现净利润 17.2 亿元,同比增长 47.2%,而 2018 年信托行业实现经营收入达 1140.63 亿元,同比下降 4.2%,实现利润总额 731.80 亿元,同比下降-11.2%。**我们认为公司营收净利实现逆势增长,主要得益于以下几个方面。**

表 6：五矿信托主要财务业绩及经营数据汇总表

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入(亿元)	13.1	15.5	21.8	20.5	21.4	29.3
其中:手续费及佣金收入(亿元)	11.3	12.6	18.3	17.9	18.1	23.9
投资收益+公允价值变动(亿元)	0.9	1.6	2.6	2.5	2.9	6.3
利息净收入(亿元)	0.9	1.3	0.8	0.1	0.4	-1.7
营业成本(亿元)	5.0	5.7	9.9	8.0	5.9	6.4
营业利润(亿元)	8.1	9.8	11.8	12.5	15.5	22.9
净利润(亿元)	7.5	8.8	12.1	9.8	11.7	17.2
净资产(亿元)	42.2	48.7	57.1	57.1	113.8	123.6
ROAE	24.2%	19.4%	22.8%	17.2%	13.7%	14.5%
净利润率	56.9%	56.9%	55.5%	47.9%	54.6%	58.6%
信托资产总计(亿元)	1961	2664	2806	4117	5175	5994
主动管理规模(亿元)	1269	967	1230	969	1389	2866
主动管理规模占比	64.7%	36.3%	43.8%	23.5%	26.9%	47.8%
新增信托资产规模(亿元)	1055	1586	2286	3618	4535	2433
新增主动管理占比	47.2%	37.1%	63.6%	21.1%	24.7%	78.0%
信托报酬率	0.72%	0.72%	0.69%	0.53%	0.42%	0.48%
人均利润(万元)	355	356	402	453	490	586

资料来源:公司公告,申万宏源研究

**1.新任管理层履行,带动五矿信托市场化转型。**2017 年末原华能信托任职副总经理王卓上任五矿信托总经理,深入贯彻“双核驱动”(核心客户+核心渠道)的业务战略,通过“激发潜能,考核未来”的激励机制改革、“大运营”管理平台的搭建,“翔雁人才培养计划”、“质量提升百日行动”以及“纵横”管理机制的实施等一系列举措,激发了员工活力,通过市场化改革的手段提升公司整体的经营效率。2018 年是公司优结构促转型的关键年,**业务结构实现优化,主动管理项目比重近半,核心客户与“双百+”渠道建设初见成效,直销能力显著增强。**

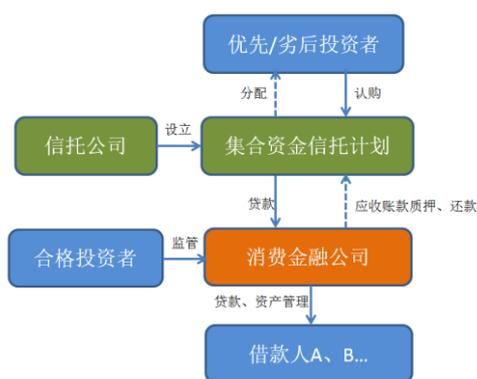
**2.主管管理能力快速提升。**2018 年五矿信托的信托资产规模为 5993.97 亿元较上年增加 819.28 亿元,同比增幅 15.83%(其中主动管理类规模同比翻番至 2866 亿元,而被动管理类规模同比压降 17.4%至 3128 亿元,主动管理规模占比达 47.8%,较 2017 年大幅提升 21 个百分点)我们预计 2019 年中期公司整体信托规模有望突破 7000 亿元 较 2018



**布局消费金融业务，抢占优质赛道。**消费金融业务属于资产端的零售业务，普遍具有风险分散、利润稳定、逆周期性强等特征，能够抵消宏观经济的波动对传统信托业务的影响，可以为信托公司带来稳定的收入来源。五矿信托近年来通过加大科技手段提升客户体验，降低运营成本，提高客户粘性以此夯实零售业务竞争基础。**公司积极从基础设施、产品服务场景等方面着力，促进行业与信息化、数字化的深度融合，推进价值链延伸和商业模式的变革。**五矿信托与马上金融携手合作，根据展业需求，马上金融提供线上电子渠道全流程管理的各项功能，满足五矿信托对于电子渠道管理的各种需求，打造信托业移动化、数字化、平台化战略新标准。比如，马上金融为五矿信托进行 APP 建设，提供 OCR、人脸识别、活体检测 SDK 包，配合 APP 完成身份认证，打造精准获客、风险把控能力，建立了以数据驱动的高效运营体系，实现了业务的自动化、线上化和智能化。

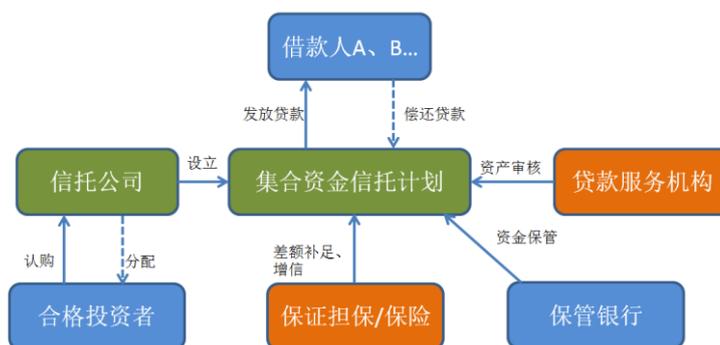
相较于上市信托公司，五矿信托在主动管理规模的提升上十分明显，2018 年公司主动管理规模达 2866 亿元，绝对规模仅次于中融国际信托，近 6 年年平均增长率高达 23%；在信托报酬率方面，上市信托公司算术平均信托报酬率 2018 年约为 0.51%，**五矿信托因主要发力报酬率较低但易上规模的消费金融信托，并且资金获取成本较高，因而报酬率处于中枢。**相比于同业竞争对手，其信托业务的开展有更为完备的风控措施，风险管理遵循全面性、有效性、合理性、制衡性、独立性及可操作性的原则。以其代表性产品紫骅 1 号集合资金信托计划为例(资金用途为用于向浙江大搜车融资租赁有限公司发放信托贷款+租赁资产收益权转让，资金最终用于向整车厂支付购车款，形成租赁资产后将收益权转让至我五矿信托。**还款来源**为融资人质押资产现金流，包括每期租金、购车尾款、银行分期回款、退还车辆处置款和到期订单对接新的投资人资金)，在条款方面规定了信托计划满 3 个月公司可获得标的资产的质押、对手方对应收账款提供差额补足和到期回购以及连带担保责任等，保证第二还款来源价值的准确性和处置可行性，使得公司与客户所面临信用风险处于基本可控范围之内。

图 10：“流贷”模式下消费金融业务模式



资料来源：用益信托网，申万宏源研究

图 11：“助贷”模式下的消费金融业务模式



资料来源：用益信托网，申万宏源研究

当前五矿信托参与较多的消费信托模式主要包括：“助贷”模式（放贷通道角色，信托公司直接与消费者签订个人消费信托贷款合同，消费金融服务机构作为贷款中介服务机构，一方面提供 B 端商户和 C 端客户推荐及资质审核服务，另一方面协助信托公司提供贷

前、贷中与贷后全流程理)和“流贷”模式(信托公司通过信托贷款方式,向消费金融服务机构提供融资,从而实现对消费金融业务的切入。合作机构以消费金融公司、消费分期平台等机构合作为主)。

**信托行业严监管持续,五矿信托严格执行集团风控标准。**2016年至2018年,全行业信托公司分别合计收到罚单9张、22张和24张,合计处罚金额为1930万元、935万元和1450万元,2019年前5月,已有8家信托公司接到监管罚单,累计罚没金额达1103万元。五矿信托自2016年曲线上市以来未收到一单处罚,得益于公司在尽职调查、制定方案、专业审核、严格审批、过程管理、风险监控等关键环节的风险防控措施。我们认为,在降杠杆、去通道的大背景下,彻底打破刚性兑付、禁止产品嵌套、资金池管理、合格投资者门槛上升等规定必然让信托业经历转型阵痛期,风控合规能力更强的公司有望进一步获得竞争优势,随着下半年信托公司管理新规的出台,监管扶优限劣的发展思路不变。

**展望未来,五矿信托在持续以“核心客户、核心渠道”战略驱动下,以及股东资源和集团内产融协同支持下,公司有望在信托主业方面持续向好。**我们预计2019年至2021年,五矿信托信托资产规模分别为7492、8616和9478亿元,同比增长25.0%、15.0%和10.0%,其中主动管理类规模占比分别为51.0%、52.0%和53.0%,信托综合报酬率分别为0.48%、0.50%和0.51%,ROAE分别为17.6%、18.6%和18.3%。

## 2.2 外贸租赁：稀缺金租牌照，不良率显著优于行业平均

公司通过五矿资本控股间接持有中国外贸金融租赁有限公司(后简称外贸租赁)93.21%股权。2017年集团先后受让并对外贸租赁增资,合计达55亿元,公司股本+资本公积合计达65亿元。外贸租赁拥有金融租赁牌照,主要从事融资租赁业务,并以售后回租为主。外贸租赁公司收入主要是融资租赁收入,2018年公司实现净利润6.82亿元,同比增长9.0%。外贸租赁充分依托股东的资源优势 and “产融结合”的综合背景,业务领域涉及基础设施、轨道交通、清洁能源、工程机械、高端装备制造、航空、船舶等行业,业务范围覆盖全国,与多家优质企业建立了广泛深入的合作关系。

**租赁行业步入转型期,行业监管趋严助力规范发展。**2015年9月,《国务院办公厅关于促进金融租赁业健康发展的指导意见》指出加快融资租赁行业发展,发挥其对于促进国民经济转型升级的重要作用,突出金融租赁特色,增强公司核心竞争力。2018年5月,商务部把融资租赁公司监管并到银保监会,多头管理的局面基本结束,租赁行业监管趋严,行业门槛将大幅提升,这将有利于行业规范健康发展。金融租赁公司受益于较为强大的股东背景与银行间的市场融资渠道,可获取较低的资金成本,整体ROE水平较高。对标美国与日本,均在新旧经济动能切换下租赁业迅速发展;我国目前处于经济动能新旧切换期,融资租赁渗透率有望逐步提高。对标美国与日本租赁业发展历史,20世纪80年代起两国的租赁行业渗透率迅速提升,后自90年代起渗透率逐步保持平稳;两国租赁业迅速扩张发展对应的是两国新旧经济的动能切换。我国当前经济增长主要驱动力经历从传统工业到基建地产的转换,近年来新经济产业快速崛起、对经济增长的支撑作用正在逐渐强化,与此对应的融资租赁渗透率预期逐步提高。

**表 7：近年来关于租赁行业发展的政策支持**

时间	政策名称	主要内容
2014年3月	《金融租赁公司管理办法》	对适用于融资租赁交易的租赁物的范围、关联交易管理制度、资产证券化业务的规则等部分内容进行了适当调整。
2014年7月	《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》	引导金融租赁公司规范设立专业子公司，充分利用相关区域的优惠扶持政策，拓展海外业务和境外融资渠道，强化对项目公司业务的统筹管理，提升专业化水平。
2015年9月	《国务院办公厅关于促进金融租赁业健康发展的指导意见》	加快融资租赁行业发展，发挥其对于促进国民经济转型升级的重要作用，突出金融租赁特色，增强公司核心竞争力。
2016年1月	《关于推进农村一二三产业融合发展的指导意见》	鼓励开展支持农村产业融合发展的融资租赁业务，积极推动涉农企业对接多层次资本市场，支持符合条件的涉农企业通过发行债券、资产证券化等方式进行融资。
2016年8月	《降低实体经济企业成本工作方案》	稳妥推进民营银行设立，发展中小金融机构，加快发展金融租赁公司、融资租赁公司、村镇银行等各类机构。
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》	严禁将金融机构、融资租赁公司等非金融机构提供的融资行为纳入政府购买服务范围。
2018年5月	《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》	商务部将制定融资租赁公司、商业保理公司、典当行业务经营和监管规则职责划给中国银行保险监督管理委员会，自2018年4月20日起，有关职责由银保监会履行。

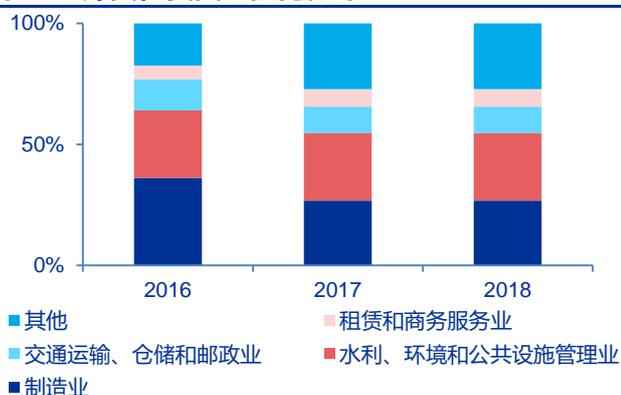
资料来源：商务部，银保监会，国务院，申万宏源研究

**中外贸租赁定位于大型国企、上市公司及地区龙头企业，客户资质良好，业务规模迅速扩大，资产端质地优良。** 中外贸租赁前期主要依靠中国东方在全国的办事处进行业务拓展，80%以上的业务来自于中国东方，同时公司经营的特色业务是中国五矿有深厚专业背景的黑色和有色行业租赁。在双方股东支持下，公司已在工业生产设备、基础设施、工程机械、采矿及冶炼设备、商业、服务业设施设备和医疗设备等多个领域为产业客户开展融资租赁业务。 中外贸租赁客户定位于大型国有企业、经营稳健业绩良好的上市公司以及地区或行业的龙头企业，目前已拥有一批行业龙头、中央和地方骨干企业、资质良好的上市公司等客户群体，其中中国 500 强企业和上市公司客户超过 40 家，承租人中的超大型、大型企业占租赁资产净额的比例超过 90%，资产抵御风险能力较强。公司充分依托中国五矿和中国东方的品牌影响力、资金、机构网络等资源，并发挥自身的专业优势，融资租赁业务稳步发展。

**外贸租赁应收融资租赁款不良率维持在较低水平，资产质量较高，且拨备计提充足，风险缓释能力较强。** 在资产端投向，制造业，水利、环境和公共设施管理业，交通运输、仓储和邮政业，租赁和商务服务业和其他业务领域投向占比分别为 26.83%、27.86%、10.84%、7.26%和 27.21%。近三年外贸租赁的整体不良率分别为 0.58%、0.49%和 0.51%，显著低于行业平均 0.9%的平均水平。

**在中外贸租赁在股东的支持下，资本实力持续增强，公司租赁资产规模也随之迅速增长，资产端收益率逐步抬升，息差稳定。** 融资租赁业务方面，2015-2018 年应收融资租赁款净额年复合增长率为 11.6%，截至 2018 年末，应收融资租赁款净额 632.66 亿元，较上年末增长 11.8%。根据我们的测算，2018 年公司融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额为 7.05%，2018 年营业支出中利息支出/平均负债约为 5.30%，两者差值约为 1.75%，虽然较上市银行约为 2%的息差有一定差距，但不良率仅为 0.51%，显著较低。

资本的持续注入使公司在资本实力、品牌价值及公司治理得到进一步提升，为业务的进一步开展提供了保障。外贸租赁的老客户维护与新客户开拓并重，不断优化租赁资产行业结构，积极探索绿色环保、高端设备租赁等领域。2018年，公司全年共签订并投放租赁合同104个，同比增长14.3%，新签合同实际投放同本金达350亿元。

**图 12：外贸租赁资产投向分布**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**图 13：外贸租赁的“息差”保持稳定**


资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 8：外贸金融租赁财务业绩和经营数据汇总表**

财务指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	16.8	24.4	35.5	30.7	34.8	43.5
其中：租金收入 (亿元)	12.9	17.0	26.5	21.5	23.2	32.4
利息收入 (亿元)	0.3	1.2	1.2	0.2	0.5	1.2
手续费及佣金收入 (亿元)	3.6	6.1	7.9	9.0	11.0	9.9
营业成本 (亿元)	12.6	18.6	28.8	23.5	26.4	34.4
净利润 (亿元)	3.2	4.5	5.1	5.5	6.3	6.8
总资产 (亿元)	257.3	396.6	477.6	509.8	634.6	650.9
总负债 (亿元)	233.5	348.2	425.5	451.9	548.1	559.5
净资产 (亿元)	23.9	48.4	52.1	57.9	86.5	91.4
净利润率	19.2%	18.7%	14.3%	18.0%	18.0%	15.7%
ROE	14.5%	12.6%	10.1%	10.0%	8.7%	7.7%
ROA	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
经营指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018
杠杆率	10.8	8.2	9.2	8.8	7.3	7.1
拨备前利润 (亿元)	344.74	570.95	664.05	1190.86	1279.4	1288.9
外贸租赁融资租赁资产余额 (亿元)		342.4	455.07	505.31	565.85	632.66
应收融资租赁款不良率		0.38%	0.19%	0.58%	0.49%	0.51%
融资租赁收入/平均应收融资租赁款净额		6.76%	8.61%	6.34%	6.40%	7.05%
利息支出/平均负债		6.26%	6.56%	4.25%	4.32%	5.30%
存续融资租赁项目 (亿元)					303	350
外贸租赁新签融资租赁合同 (个)					91	104
新签合同金额 (亿元)					351.17	335.07

资料来源：公司公告，申万宏源研究

我们预计外贸租赁的 ROE 水平有望长期回到 9% 附近，主要系：1. 公司 ROA (1.1% 在增资后保持稳定)，但杠杆水平从 2016 年的 8.8X 下降至 2018 年 7.1X，主要系五矿资本对公司增资后公司融资租赁资产余额的增长慢于净资产的增长，随着 2019 年以来信贷整体投放加速，预计杠杆水平有望恢复至 8X 上方。

## 2.3 五矿证券：固收业务优势明显，结构多元化仍有空间

公司通过五矿资本控股间接持有五矿证券 99.76% 股权，深圳市前海汇融丰资产管理公司持有 0.2431%。五矿证券成立于 2000 年 8 月，总部位于深圳，2018 年公司拥有 35 家营业部、6 家分公司。2017 年 12 月公司对五矿证券增资 59.2 亿元后公司股本达 72.9 亿元。

**资本市场整理利好纷至沓来，行业集中度不断提升，中小券商差异化竞争难度提升。**

2018 年下半年以来激发券商服务实体经济的政策陆续推出，设立科创板并试点注册制，并购重组再融资松绑、解决民营企业和小微企业融资难融资贵的问题、化解地方政府债务融资风险等政策陆续落地，以及沪伦通的正式开通，资本市场基础功能不断完善，都将为证券公司提供新的发展机遇。与此同时，证券行业进入扶优限劣、优胜劣汰、加速洗牌的格局重塑期，资本金规模决定了券商长期竞争能力和风险防控实力，强者恒强的竞争格局逐步形成，中小券商差异化竞争难度提升。

图 14：2016 年以来证券行业营收、净利润及 ROE 趋势性下行(亿元)



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 15：龙头券商集中度在提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

**2018 年五矿证券表现显著优于行业，投资收益对业绩提振显著。**2018 年，公司实现营业收入 8.11 亿元，同比增长 13.19%，净利润 2.42 亿元，同比下滑 8.0%（2018 年证券行业营收和净利润分别同比 -14.5% 和 -41.0%）。五矿证券业绩增速大幅超越行业水平，主要得益于公司在补强资本金的同时在信用业务、资产管理业务、债券自营业务等业务利润大幅增长。根据证券业协会披露的 2018 年全行业 98 家证券公司主要业务数据来看，五矿证券排名位列 34 至 70 位之间，其中营收（8.1 亿元）、净利润（2.4 亿元）、净资产收益率（3.12%）、净资本收益率（3.2%）分别位列行业第 69、40、35 和 34 位。公司总资产（205.6 亿元）行业排名第 60 位，净资产（78.1 亿元）行业排名第 58 位。

**表 9：五矿证券财务业绩与经营数据表**

指标	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	146.83	311.85	616.41	514.59	716.14	811.39
营业成本（百万元）	126.22	253.69	387.86	364.10	364.56	483.40
净利润（百万元）	13.32	43.56	179.67	112.87	263.46	242.46
经纪业务（百万元）	58.82	69.28	182.45	64.05	66.09	50.53
信用业务（百万元）	9.42	91.70	194.45	181.52	20.33	63.58
证券承销与保荐业务（百万元）	0.22	18.67	44.15	156.17	95.18	91.14
资产管理业务（百万元）	7.49	8.51	11.58	7.71	11.29	52.71
自营业务（百万元）	58.44	96.87	170.10	104.33	506.35	541.63
总资产（百万元）	3,367	5,136	6,125	6,046	23,253	20,368
总负债（百万元）	2,558	4,244	4,577	4,498	15,564	12,552
净资产（百万元）	809	892	1,548	1,548	7,689	7,816
净利润率	9.07%	13.97%	29.15%	21.93%	36.79%	29.88%
ROE	1.6%	5.1%	14.7%	7.3%	5.7%	3.1%
杠杆率	4.16	5.76	3.96	3.91	3.02	2.61

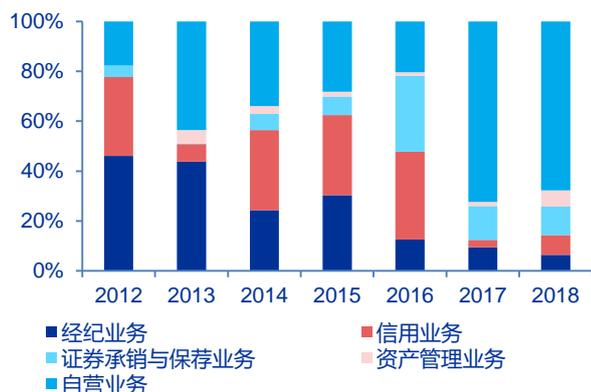
资料来源：公司公告，申万宏源研究

**固定收益业务是五矿证券的特色业务。**五矿证券固定收益事业部成立于 2010 年 3 月，主要为非金融企业、金融机构、政府机构和机构投资者提供固定收益融资方案及产品设计、销售、投资顾问和交易等专业服务，业务板块主要包括：债券投资与交易（债券自营套利投资和债券撮合交易）、债券承销和投资顾问（提供以财务管理为核心的固定收益产品投资顾问服务）和投资顾问业务三大业务板块。优选投资品种构建债券组合，通过久期管理和主动调节杠杆倍数，把握债市波动机会，同时少量配置高收益信托私募产品、分级债基和可转债等，在控制风险前提下尽可能提高债券自营收益水平。

2018 年公司固定收益业务不断完善市场研判和投资策略体系，全年债券投资业绩超越同类债券型投资基金的投资业绩，进一步巩固了固定收益投资优势，并以债券做市和资金中介为切入点，持续探索业务模式创新，成功获得银行间市场做市业务资格，新业务规模和收入贡献逐步增大。2019 年 3 月 28 日，根据人民银行《关于开展人民币利率互换业务有关事宜的通知》，五矿证券有限公司已完成《中国银行间市场金融衍生产品交易主协议》的签署，并将利率互换交易的内部操作规程和 risk 管理制度送交易中心和交易商协会备案，可参与利率互换市场交易。

**成立全资子公司五矿金通积极抢抓私募股权行业机遇。**五矿金通于 2018 年 3 月 15 日获得深圳证监局批复，主要从事私募基金业务，是五矿证券旗下首家全资子公司，也是金融牌照上市公司五矿资本的业务延伸，承载着五矿证券在私募股权投资基金领域的战略部署。将依托五矿集团、五矿资本的行业市场优势，以及五矿证券的客户基础和业务资源，着力于互联网、文化传媒、人工智能、信息技术、生物医药、大消费等新兴领域的投资与并购，专注于为企业发展提供全方位的金融支持和资本服务，五矿金通业务范畴将涵盖股权基金、产业基金、并购基金、政府引导基金、创投基金等主流私募基金业务。

图 16：五矿证券近年来营收构成中“大自营”业务占比提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：长端利率下行，2018 年以来债牛格局延续（%）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

受制于 2016 年以来资本市场低迷和公司资本金补足后对 ROE 摊薄的压力叠加行业向龙头集中的趋势愈发明显，五矿证券对集团业绩与 ROE 的拖累较大。五矿证券净资产从 2016 年的 15.48 亿元提升至 2018 年末的 78.16 亿元，但 ROE 近三年呈现逐年下滑态势，分别为 7.3%、5.7%和 3.1%，拖累对集团的业绩贡献。

展望未来，五矿证券需要在固收业务的优势基础上，重点加强融资融券、资产管理、投资银行、固定收益等业务的收入占比，以实现稳定、可持续的多元化发展之路，并积极推进服务型投行向交易型投行转型、传统经纪商向高端化经纪商转型，进而实现业务的多元化发展，我们预计五矿证券 2019 年至 2021 年 ROE 分别为 4.4%、4.7%和 5.2%。

## 2.4 五矿经易期货：产融结合服务集团空间巨大

公司通过五矿资本控股间接持有五矿经易期货 99.00% 股权。五矿经易期货 2018 年实现净利润 1.54 亿元，同比增长 19.2%，表现远超行业平均水平。

**期货行业净利润承压，服务实体经济空间巨大。**近年来期货市场同质化竞争加剧，行业手续费率持续降低，保证金利息收入受银行利率政策影响大幅下降，交易所手续费返还比例下降，行业净利润呈整体下滑趋势。根据期货业协会数据，2018 年期货行业整体净利润 12.99 亿元，相比 2017 年的 79.45 亿元减少 83.65%。2019 年新修订的《期货公司分类监管规定》对期货公司的业务布局和经营策略将产生重大影响。行业将继续以产业需求为导向扩展市场广度和深度，各交易所期货期权新品种不断丰富，股指期货有望恢复常态化交易；不断优化市场参与者结构，引导更多实体企业参与到期货市场；期货品种的对外开放，特别是金融期货的对外开放将提速，将为期货公司提供新的发展机遇与空间。

**表 10：近年来监管机构对期货行业发展政策汇总**

时间	发布部门	政策名称	主要内容
2014 年 5 月	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	明确提出要发展商品期货市场，继续推出多种交易工具；建设金融期货市场，发展金融衍生品，丰富金融股指期货、股指期权和股票期权品种和国债期货
2014 年 9 月	证监会	《关于进一步推进期货经营机构创新发展的意见》	制定推进期货经营机构创新发展的总体原则和具体措施，对期货经营机构创新发展重点提出了八大举措，包括服务实体经济，提高期货经营机构的竞争力等
2016 年 12 月	证监会	《证券期货投资者适当性管理办法》	期货业务的许可和开展、客户开户、客户保证金存取、信息系统等
2019 年 2 月	证监会	《期货公司分类监管规定》	1.优化加分指标，包括将服务国家战略纳入专项评价、新设服务实体经济能力指标大类、微调部分指标的评价标准等内容；2.调整扣分指标，包括重组风险管理能力指标、调整特定情形扣分项目、细化措施和处罚扣分项目、扩充适用降级处理的严重违规情形等内容；3.完善评价程序，包括适当增加自评内容、合理安排初审分工、明确监管协作要求等内容
2019 年 6 月	证监会	《期货公司监督管理办法》	1.提高期货公司主要股东，尤其是控股股东、第一大股东资格条件；2.加强期货公司股东管理，强化股东义务。增加股东、实际控制人和其他关联人与期货公司进行关联交易的监管要求；3.完善期货公司境内分支机构、子公司及境外经营机构的管理；4.完善期货公司对客户开户及其交易行为管理要求；5.完善期货公司信息系统管理规定

资料来源：国务院、证监会、申万宏源研究

**五矿经易期货收入主要由期货经纪业务收入、资产管理业务收入和风险管理业务收入构成。**其中风险管理业务由其子公司五矿产业金融开展，主要包括仓单服务、基差交易、合作套保、场外衍生品（期权）业务、做市业务等期货风险管理服务业务。五矿产业金融以仓单服务业务为主，通过仓单购入、仓单销售赚取价差收益；为了规避价格风险，在购入现货库存后及时在期货市场进行套期保值，开展基差交易业务。报告期内，五矿产业金融开展仓单服务、基差交易业务的品种主要以有色金属（铜、铝、锌）、橡胶、贵金属（白银）、黑色商品（螺纹钢、热卷）、化工产品（PTA）为主，利用期现、跨区域、跨市场之间的基差，获得收益。**由于子公司五矿产业金融的风险管理收入全部计入营业收入，并净利润率极低（不到 1%），造成营业成本也随之高企。**2018 年，五矿产业金融实现营业收入 49.93 亿元，净利润 3,314.31 万元。

**表 11：五矿经易期货风险管理子公司主要业务模式**

主要业务	业务模式
仓单服务业务	整合上下游供应链资源，大幅度提高产业客户不同形态仓单的配置效率，为有购买仓单需求的客户提供仓单。业务模式主要包括：仓单串换、仓单回购、仓单收购和仓单期转现
基差交易	通过期货保值锁定跨市场、跨期、跨地区之间的差价即基差并通过基差波动来获取贸易收益
合作套保	承担期货保证金和配套资金并提供相关人员确保正确执行。
定价服务	利用现有运营团队成熟的定价及保值经验，为现货企业提供定价及保值咨询或接受完全委托外包保值业务，通过现货合同往来实现保值盈亏结算

资料来源：公司公告，申万宏源研究

五矿经易期货是国内最早与伦敦金属交易所（LME）及境外金属经营机构开展业务合作的期货公司，依托股东强大的有色金属、贵金属、黑色金属的生产、加工、贸易实力，为金属客户提供全面、及时、有价值的资讯，**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**。公司对金属从宏观政策到微观经营，从产业链本身到相关行业，从境内到境外，进行全方位、多角度、持续深入地研究，深受生产企业及机构客户的追捧。未来，公司将继续把这些优势拓展到软商品和农产品上。

**表 12：五矿经易期货主要财务业绩与经营数据汇总表**

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	6,704.98	6,348.87	5,864	6,984	5,519
净利润(百万元)	36.71	79.31	169	129	154
总资产(百万元)	6,430.44	8,004.17	9,525	11,176	10,310
净资产(百万元)	2,159.41	2,210.89	2,211	3,861	3,935
ROE	1.7%	3.6%	7.6%	3.3%	3.9%
ROA	0.6%	1.0%	1.8%	1.2%	1.5%
杠杆率	2.98	3.62	4.31	2.89	2.62
期货经纪业务收入(百万元)			244.11	477	505
期货手续费收入(百万元)			109	116	244
利息收入(百万元)			113	200	280
其他业务收入(百万元)			22	160	1
资产管理业务收入(百万元)			3.27	7.79	19
风险管理业务收入(百万元)			5,616	6,500	4,993
五矿经易期货资管规模（亿元）			26.5	71.64	125
五矿产业金融净利润(百万元)			8,2164	18.91	33

资料来源：公司公告，申万宏源研究

**表 13：五矿经易期货主要财务指标市场排名**

年份/排名	净资本	净资产	权益总额	手续费收入	净利润
2017	4	3	17	38	25
2016	9	8	20	39	12
2015	10	6	20	25	24
2014	3	4	20	39	35
2013	10	12	36	61	33
2012	30	26	24	70	42

资料来源：公司公告，期货业协会，申万宏源研究

**五矿经易期货净资本和净资产排名处于行业第一梯队，但权益总额、净利润排名仍较行业第一梯队有差距，未来在对集团的净利润贡献上仍有提升空间。**以 2017 年为例，五矿经易期货净资本和净资产分别排名行业第 4 位和第 3 位，但手续费收入和净利润仅排名行业第 38 位和 25 位，主要系当前公司营业收入来源比较单一，主要来源于期货经纪业务、资管业务和风险管理业务，旗下子公司五矿产业金融贡献了较大的营收（2018 年贡献营收约 49.93 亿元，占比约 90%）但是净利润贡献相对较少（2018 年贡献净利润约 0.33 亿元，

占比约 21%)。公司长期服务于五矿集团的主业即金属矿业和冶金工业建设。五矿经易期货公司于 2014 年由五矿期货和经易期货合并而来,是国内最早与伦敦金属交易所(LME)及境外金属经营机构开展业务合作的期货公司。中国最大的黑色金属企业、中国最大的有色金属企业、中国最大的家电企业等均选择五矿经易期货进行套保;公司推出国内领先的风险管理系统——“套保盈”。五矿集团给期货公司提供了多方面的业务支持,包括有色金属、贵金属、黑色金属方面强大的实力支持,使得五矿经易期货连续多年在铜、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。由此在金属矿业的生 产、加工、贸易之外,五矿经易期货为金属矿业带来了另一方面的盈利。

**期货公司天然拥有与集团子公司协同的业务优势。**比如:五矿发展处在铁矿石产业链的中间环节上游是铁矿石供给也就是矿商,下游是铁矿石的需求者也就是钢铁企业,五矿发展面临双向不确定的风险,即买入(从矿商购入现货或称进货)风险和卖出(向钢铁企业卖出现货或称出货)风险。为了规避铁矿石价格风险,五矿发展需要大量的期货交易套期保值,用期货市场的基差风险替代现货市场的价格波动风险。

**设立香港子公司,以金融国际化服务实业国际化。**2018 年年末五矿经易期货香港子公司五矿经易金融服务有限公司在香港正式开业。五矿集团作为富有经验的金属贸易商,有丰富的金属现货储备量和众多的产业客户资源,其产业背景为五矿经易期货提供了较多的资源优势,而五矿经易期货则为集团下属产业客户提供了有效的套期保值业务。子公司开展国际化业务,可以配合五矿集团实业的国际化步伐,为集团实业国际化提供协同可靠的风险管理工具,做到产融结合,有利于实业国际化的扩展,为集团“成为世界一流的金属矿产企业”的愿景助力。

### 3.估值与投资建议

我们对五矿信托、外贸租赁、五矿证券和五矿经易期货业绩的核心假设如下：

1.信托业务方面,我们预计 2019 年至 2021 年,五矿信托信托资产规模分别为 7492、8616 和 9478 亿元,同比增长 25.0%、15.0%和 10.0%,其中主动管理类规模占比分别为 51.0%、52.0%和 53.0%,信托综合报酬率分别为 0.48%、0.50%和 0.51%,ROAE 分别为 17.6%、18.6%和 18.3%。

2.外贸租赁方面,我们预计随着公司资本金的补足以及股东资源优势不断体现的背景下,我们预计外贸租赁融资租赁资产余额 2019 年至 2021 年增长率分别为 15.0%、12.0%和 10.0%,不良率维持在 0.5%水平,息差(融资租赁收入/平均应收融资租赁款-利息支出/平均负债)小幅提升为 2.0%。

3. 证券业务方面,五矿证券当前主要依托债券交易实现的投资收益构成对营收最大贡献,预计 2019 年至 2021 年自营投资收益率分别为 5.5%、5.6%和 6.0%,ROAE 分别为 4.4%、4.7%和 5.2%。

4.期货业务方面,子公司风险管理业务收入 2019 年至 2021 年分别为 50、53 和 56 亿元,对营收产生重大影响,但净利润贡献依旧不大,预计 ROAE 分别为 5.0%、5.7%和 6.5%。

表 14：五矿资本业绩核心假设表

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>信托业务</b>						
信托资产	411670.1	517469.2	599396.8	749246	861632.9	947796.2
主动管理规模	96933.47	138942	286573.9	382115.5	448049.1	502332
主动管理规模占比	23.5%	26.9%	47.8%	51.0%	52.0%	53.0%
信托报酬率	0.53%	0.42%	0.48%	0.48%	0.50%	0.51%
净利润	980.15	1168.13	1719.95	2288.414	2673.797	2908.549
ROAE	17.2%	13.7%	14.5%	17.6%	18.6%	18.3%
<b>租赁业务</b>						
融资租赁资产余额	50531	56585	63266	72755.9	81486.61	89635.27
应收融资租赁款不良率	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
融资租赁收入/平均应收融资租赁款	6.3%	6.4%	7.0%	6.9%	6.8%	6.5%
利息支出/平均负债	4.3%	4.3%	5.3%	4.9%	4.8%	4.5%
净利润	552	626	682	808	875	921
净资产	5794.17	8649.16	9138.49	9704.236	10316.6	10961.16
ROAE	10.0%	8.7%	7.7%	8.6%	8.7%	8.7%
<b>证券业务</b>						
自营投资收益率	4.4%	8.6%	5.3%	5.5%	5.6%	6.0%
净利润	112.87	263.46	242.46	352.3765	386.0428	438.3017
净资产	1548.22	7688.65	7815.55	8026.976	8258.602	8521.583
ROAE	7.3%	5.7%	3.1%	4.4%	4.7%	5.2%
<b>期货业务</b>						
风险管理业务收入	5,616	6,500	4,993	5,000	5,300	5,600

单位：百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净资产	2,211	3,861	3,935	4,035	4,153	4,289
ROAE	7.6%	4.3%	3.9%	5.0%	5.7%	6.5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

结合上述假设，我们预计五矿资本营业收入 2019 年至 2021 年同比增长 15.6%、12.1%和 8.5%至 149.04、167.15 和 181.43 亿元，归母净利润分别同比增长 36.4%、14.2%和 8.9%至 30.77、35.05 和 38.19 亿元，合并报表 ROE 分别为 9.1%、9.6%和 9.6%。

我们采取分部估值法对五矿资本进行估值，考虑到五矿信托主要财务及经营指标位列信托行业第一梯队，成长性较好，我们结合当前 A 股三家主要信托上市公司经纬纺机、江苏国信和爱建集团（剔除利润为负安信信托和 ROE 显著低于同业的陕国投 A）的 PE 平均估值水平为参考，给予五矿信托 11.2 倍 PE 估值。五矿证券、外贸租赁和五矿经易期货，我们均给予相对保守的 1 倍 PB（主要系：1.不处于行业第一梯队，核心财务数据并不透明 2.未来三年 ROE 虽预计处于上升趋势，但证券和期货业务 ROE 的绝对水平难以超过 7%，租赁业务 ROE 稳定在 8.7%附近，绝对水平并不高），得到公司合理目标市值为 444.2 亿元，对应每股股价约为 11.85 元，对应 2019 年 6 月 27 日收盘价，仍有 24.3%的上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 15：五矿资本分布估值法（对应 2019 年财务数据，单位：亿元）

公司名称 并表子公司	持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润	净资产收益率	估值方法	估值倍数	估值
五矿信托	78.00%	171.1	136.2	36.2	22.9	16.8%	PE	11.18	200
外贸租赁	93.21%	745.8	97.0	48.4	8.1	8.3%	PB	1	90
五矿证券	99.76%	219.8	80.3	7.6	3.5	4.4%	PB	1	80
五矿经易期货	99%	121.1	40.4	56.9	2.0	5.0%	PB	1	40
<b>联营企业与合营企业</b>									
安信基金	39.84%		6.0				PB	1	2
绵阳市商业银行	20%		58.0				PB	1	12
其他	100%		20.2				PB	1	20
<b>合计值</b>									<b>444</b>

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 16：A 股上市信托可比公司估值（选取 2016 年 1 月 1 日至 2019 年 6 月 27 日）

信托公司 PE	经纬纺机	安信信托	陕国投 A	江苏国信	爱建集团	平均数	平均数(剔除安信信托和陕国投 A)
平均值	20.52	17.12	39.82	10.20	24.31	22.39	18.34
中位数	18.34	16.09	36.66	11.10	25.13	21.46	18.19
最大值	40.50	55.83	75.44	45.16	37.37	50.86	41.01
最小值	8.08	-12.31	22.00	-6.82	11.76	4.54	4.34
<b>最新</b>	<b>10.74</b>	<b>-10.83</b>	<b>40.90</b>	<b>10.10</b>	<b>12.69</b>	<b>12.72</b>	<b>11.18</b>
2016 年 ROE	8.5%	30.3%	6.7%	21.0%	10.2%	15.4%	13.3%
2017 年 ROE	16.7%	24.5%	4.5%	13.2%	12.3%	14.3%	14.1%
2018 年 ROE	9.8%	-13.0%	3.5%	12.2%	13.9%	5.3%	12.0%

资料来源：公司公告，Wind，申万宏源研究

## 4.风险提示

信托业务：监管政策趋严、行业增速放缓、信托报酬率走低

租赁业务：宏观经济下行、市场利率波动大幅向下

证券业务：市场大幅波动、佣金率持续下行、市场竞争加剧

期货业务：传统的经纪手续费业务不断下滑、风险管理子公司业务创新风险

集团协同：子公司业务关联增加公司整体风险、协同效应不及预期

## 财务摘要

### 合并损益表

人民币：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,418	12,890	14,904	16,715	18,143
营业总成本	11,937	11,062	11,273	12,455	13,503
营业成本	8,270	4,985	4,950	5,247	5,544
利息支出	1,450	3,029	3,403	3,783	3,973
手续费及佣金支出	236	241	264	311	359
营业税金及附加	51	26	30	37	49
期间费用	1,392	1,780	1,867	2,214	2,618
资产减值损失	538	1,001	759	863	959
营业利润	3,412	3,514	4,865	5,560	6,057
其他收益及营业外收支	15	-8	-	-	-
利润总额	3,427	3,506	4,599	5,246	5,690
所得税	624	830	1,215	1,391	1,515
净利润	2,803	2,676	3,650	4,169	4,541
少数股东损益	326	427	573	664	722
归属于母公司所有者的净利润	2,477	2,249	3,077	3,505	3,819

资料来源：申万宏源研究

### 合并资产负债表

人民币：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	14,014	10,083	10,549	11,543	12,553
应收款项	1,154	985	1,031	1,128	1,227
长期应收款	0	0	-	-	-
长期投资	1,133	1,263	1,321	1,446	1,572
固定资产及一年内到期的非流动资产	47	53	56	61	66
其他	101,551	107,828	112,812	123,439	134,243
资产合计	117,899	120,212	125,769	137,616	149,661
各类借款及长期应付款	50,139	50,245	51,854	56,977	62,051
吸收存款及同业存放	0	0	-	-	-
代理买卖证券款	1,008	1,545	1,594	1,752	1,908
其他负债	32,269	32,526	33,567	36,883	40,168
负债合计	83,416	84,315	87,014	95,611	104,126
股本	3,748	3,748	3,748	3,748	3,748
其他所有者权益	30,735	32,148	35,006	38,256	41,787
归属母公司所有者权益	31,338	32,501	35,088	38,031	41,228
少数股东权益	3,146	3,396	3,666	3,974	4,308
负债及所有者权益合计	117,899	120,212	125,769	137,616	149,661

资料来源：申万宏源研究

**重要财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					
每股收益	0.71	0.60	0.82	0.94	1.02
每股净资产	8.36	8.67	9.36	10.15	11.00
关键运营指标 (%)					
ROIC	-	-	-	-	-
ROE	10.89%	7.05%	9.11%	9.59%	9.64%
收入同比增长	15.21%	-3.94%	15.60%	12.10%	8.50%
净利润同比增长	43.43%	-4.52%	36.40%	14.20%	8.90%
资产负债率	70.75%	70.14%	69.20%	69.50%	69.60%
总资产周转率	17.67%	10.83%	12.10%	12.70%	12.60%
有效税率	18.21%	23.68%	26.43%	26.51%	26.63%
估值指标(倍)					
P/E	13.4	15.9	11.6	10.2	9.4
P/B	1.14	1.10	1.02	0.94	0.87

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。