

# 产融协同助力，业务多点开花

华泰研究

2022年7月01日 | 中国内地

首次覆盖

其他

投资评级(首评):

增持

目标价(人民币):

5.98

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	王可
SAC No. S0570521080002	wangke015604@htsc.com
SFC No. BRC044	+(86) 21 3847 6725
联系人	汪煜
SAC No. S0570120120029	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228

## 产融协同实现业务多点开花

五矿资本是实体产业重组转型的央企控股金控企业，由大型央企五矿集团间接控股，股权结构清晰。在完成材料矿产实业向金融控股的转变后，五矿资本逐渐发展成为综合型金融控股公司，以证券、信托、租赁、期货四大业务为支点，同时参股覆盖基金、商业银行、保险等业务。我们预计 2022-24 年 EPS 为 0.57/ 0.70/ 0.80 元，BPS 为 10.88/ 11.35/ 11.89 元。参考可比公司 Wind 一致预期 2022 年 PB 均值为 0.86 倍，考虑公司信托业务占比较高、行业整体仍面临挑战，证券、租赁、期货分部排名竞争力仍待提升，给予公司 0.55 倍 2022 PB，对应目标价 5.98 元，首次覆盖给予“增持”评级。

## 竞争优势：央企股东、产业背景和多业务牌照协同

公司股东五矿集团是世界一流金属矿产企业集团，也是中国最大金属矿产央企。五矿集团自 2016 年战略重组后提出打造“千亿内部市场”，全面推进业务整合融合，奠定五矿资本金融业务基础。公司作为集团金控平台，拥有证券、信托、金融租赁、期货、银行等多个金融牌照，在资金、客户、信息、渠道和金融产品等多方面提供金融协同支持，推动旗下各业务条线共同发展。以证券、信托、租赁、期货四大业务为核心支柱，以“大投行”业务为纽带，形成一体化金融服务体系，增强客户粘性。

## 业务解析：证券信托租赁期货为核心，参股覆盖多项业务

五矿资本以证券、信托、租赁、期货四大业务为核心支柱，同时参股安信基金、绵商行、工银安盛，覆盖基金、商业银行、保险等业务。1) 五矿证券资本实力强劲，业绩整体排名行业中游，投行经纪资管竞争力快速提升，固收业务优势明显；2) 五矿信托资本实力较强，当前持续推进“二次转型”，信托资产投向和运用方式优化，经营业绩稳健增长；3) 外贸租赁业务范围覆盖全国，客户资质良好；4) 五矿期货金属期货业务结构逐渐优化。

## 盈利预测：预计 2022 年营收/归母净利润仍存一定压力

综合考虑目前行业发展趋势和公司自身实力，我们假设公司 2022-2024 年：1) 信托资产实现小幅上涨，同比增长率分别为+5%/+3%/+2%；2) 证券业务投行规模继续稳步增长，IPO 规模分别同比+30%/+25%/+15%，其他证券业务条线平稳发展；3) 融资租赁资产余额保持微幅上涨，同比增长率分别为 2%/1%/1%。4) 期货继续压降风险管理业务，驱动收入进一步下滑，同比增长率分别为-30%/-15%/-10%。综上，预计公司 2022-2024 年归母净利润为 25.54/31.34/36.14 亿元，同比-25%/+23%/+15%。

风险提示：业务转型风险，战略落地风险，市场波动风险。

## 经营预测指标与估值

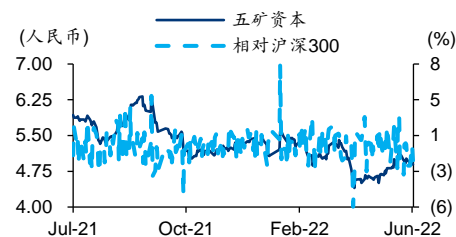
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	16,343	13,031	12,827	13,828	14,003
+/-%	1.97	(20.26)	(1.57)	7.81	1.27
归属母公司净利润 (人民币百万)	3,752	3,402	2,554	3,134	3,614
+/-%	37.19	(9.33)	(24.92)	22.68	15.32
EPS (人民币,最新摊薄)	0.83	0.76	0.57	0.70	0.80
PE (倍)	5.90	6.50	8.66	7.06	6.12
PB (倍)	0.48	0.47	0.45	0.43	0.41
ROE (%)	10.28	7.81	5.31	6.27	6.92
ROA (%)	2.81	2.32	1.68	1.90	2.08

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	5.98
收盘价 (人民币 截至 6 月 30 日)	4.89
市值 (人民币百万)	21,996
6 个月平均日均成交额 (人民币百万)	134.26
52 周价格范围 (人民币)	4.40-6.32
BVPS (人民币)	10.65

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

<b>投资逻辑：产融协同有望提振综合服务竞争力</b> .....	<b>3</b>
<b>公司概况：产业背景的金控企业</b> .....	<b>4</b>
<b>股东结构：股权结构清晰，由大型央企间接控股</b> .....	<b>5</b>
<b>主营业务：金融牌照多样，信托租赁证券期货为支点</b> .....	<b>6</b>
<b>业务解析：多领域覆盖，业务多点开花</b> .....	<b>8</b>
<b>信托：经营业绩稳健增长，主动管理能力提升</b> .....	<b>8</b>
<b>证券：排名中游业绩上升，各项业务迅速发力</b> .....	<b>11</b>
<b>租赁：金融租赁牌照稀缺，客资良好业务广泛</b> .....	<b>12</b>
<b>期货：集团提供多方支持，业务转型布局国际</b> .....	<b>14</b>
<b>其他：参股覆盖基金、银行、保险多业务领域</b> .....	<b>16</b>
<b>安信基金：规模增长，结构调整</b> .....	<b>16</b>
<b>绵商行：稳健经营，平稳发展</b> .....	<b>17</b>
<b>工银安盛：中外合资，品牌保证</b> .....	<b>18</b>
<b>盈利预测和估值</b> .....	<b>19</b>
<b>盈利预测</b> .....	<b>19</b>
<b>历史复盘及估值</b> .....	<b>20</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 投资逻辑：产融协同有望提振综合服务竞争力

五矿资本是实体产业重组转型的央企控股金控企业，倚靠央企股东背景、集团产业协同和多业务牌照等优势逐渐发展成为综合型金融控股公司，以信托、租赁、证券、期货四大业务为核心支柱，参股安信基金、绵商行、工银安盛人寿保险开展基金、商业银行、保险等业务。当前五矿资本各业务条线增长稳健，2018年至2020年连续实现营业总收入和归母净利润双增长，年复合增长率分别为13%和29%。2021年，为提升业务质量和收入可持续性，五矿资本主动优化调整业务结构，牵动整体业绩波动。我们认为，公司立足产融协同的优势资源，且在当前全面注册制推进和市场机构化推进背景下，金融需求从单点服务走向多元协同，五矿资本旗下拥有多种金融牌照，且面临行业变革能够积极应对，未来有望逐渐提升综合服务竞争力。

分业务来看，五矿信托资本实力行业领先，各项业绩指标均处于行业前列，2021年主动管理占比显著提升，标品业务和净值化转型初见成效；五矿证券排名维持行业中游，收费类业务竞争力快速提升，投行股权业务规模同比增长优秀，资管规模突破千亿元大关，整体经营业绩稳健提升；外贸租赁客户资质良好，风险缓释能力较强，且业务领域广泛，但目前业务规模仍然较小，未来仍有较大增长空间；五矿期货与集团协同效应明显，金属期货成交量和持仓量国内领先，2021年以来主动调整风险业务线，风险管理规模持续压降，为业务质量提升和风险水平控制奠定良好基础。

参考A股上市多元金融公司Wind一致预期2022年PB均值为0.86倍，考虑到公司信托业务占比较高、目前行业整体仍面临挑战，证券、租赁、期货分部排名竞争力仍待进一步提升，给予公司0.55倍2022年PB估值，对应目标价5.98元，对应11倍2022PE，首次覆盖给予“增持”评级。

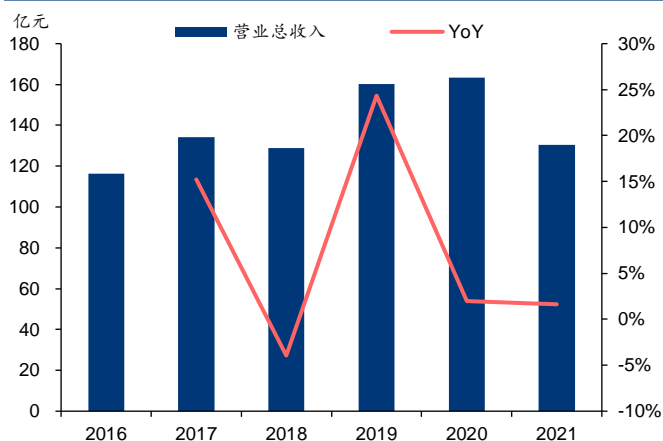
## 公司概况：产业背景的金控企业

五矿集团全资子公司，经历资产重组转型，从实体产业变身金控公司。五矿资本为中国五矿集团公司的全资子公司，截至 2021 年末注册资本 44.98 亿元，专业经营和管理集团内所有金融业务，包括信托、金融租赁、证券、期货等。公司前身为金瑞科技，主营电池材料业务、锰及锰系产品业务以及工业地产业务，于 2001 年在上交所发行挂牌交易。2014-2015 年公司出现亏损，被实施退市风险警示。2017 年公司完成资产重组，交易完成后上市公司持有五矿资本 100% 股权，并通过五矿资本持有五矿证券 99.76% 股权、五矿经易期货 99% 股权、五矿信托 67.86% 股权、外贸租赁 50% 股权，以及绵商行、安信基金等其他金融企业股权。2017 年 4 月，公司更名为五矿资本股份有限公司，转型成为以信托、租赁、证券和期货为主要业务，同时参股基金、保险、银行的综合金融控股公司。

以“成为领先的产业背景金融服务集团”为战略愿景，产业资源+金融资源充分联动。公司以“五矿集团金融业务运营平台、内部金融服务平台、辅助性产业投资平台”为定位，强化对集团主业的金融服务能力，同时提升对外金融服务型业务的市场竞争力。子公司层面，公司将集团产业资源和金融资源充分联动：五矿信托推进“二次转型”，主动管理能力不断提升；外贸租赁坚持差异化发展、专业化经营，挖掘新兴产业、绿色租赁；五矿证券聚焦重点领域，打造一流投资银行；五矿期货衍生品综合服务体系持续完善，以做市业务为代表的风险管理业务初具竞争力。

受业务结构调整影响，整体业绩有所波动。2021 年公司实现营业总收入 130.31 亿元，同比下降 20.26%，主要系子公司五矿产业金融改善风险业务结构，提高期现结合业务的交易对手准入标准，期货风险管理业务收入大幅减少。叠加作为利润主要贡献的信托业务持续转型，公司利润下滑，2021 年归母净利润 34.02 亿元，同比下降 9.33%，加权平均 ROE 为 7.81%，同比下降 2.47pct。

图表1：五矿资本营业总收入及同比变动



资料来源：公司公告，华泰研究

图表2：五矿资本归母净利润及同比变动

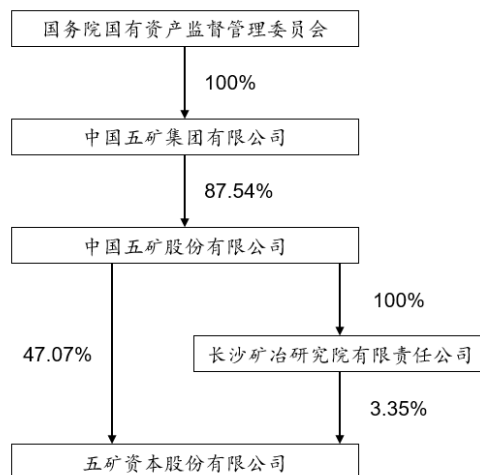


资料来源：公司公告，华泰研究

## 股东结构：股权结构清晰，由大型央企间接控股

中国五矿集团有限公司间接控股。截至 2021 年末，中国五矿股份有限公司直接持有公司股份 47.07%，并通过全资子公司长沙矿冶研究院间接持股 3.35%，合计持股比例达到 50.42%，为公司控股股东。中国五矿股份的第一大股东为中国五矿集团，是中央直接管理的国有重要骨干企业，对五矿资本实现间接控股。

图表3：五矿资本股东结构



注：数据截至 2022 年 3 月 31 日  
资料来源：公司公告，华泰研究

中国五矿集团实力雄厚，是国内最大金属矿产央企、全球最大冶金建设运营服务商。中国五矿集团由原中国五矿和中冶集团两个世界 500 强企业于 2016 年战略重组而成，是以金属矿产为核心主业、由中央直接管理的国有重要骨干企业，2021 年公司营业收入约 8500 亿元，在 2021 年世界 500 强排名第 65 位。截至 2021 年底，中国五矿资产总额约 1 万亿元，拥有 8 家上市公司，包括中国中冶 A+H 两地上市公司，五矿资本、五矿发展、中钨高新、株冶集团、长远锂科五家内地上市公司，以及五矿资源、五矿地产两家香港上市公司。

图表4：2021 年五矿集团旗下上市公司战略布局

公司名称	资产总额 (亿元)	归母净资产 (亿元)	主营业务	战略定位
中国中冶 (601618 CH) (1618 HK)	5,434.70	1,074.95	(1)工业承保；(2)房地产开发； (3)装备制造；(4)资源开发。	坚持“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”的战略定位。
五矿资本 (600390 CH)	1,467.99	472.20	(1)信托业务；(2)金融租赁； (3)证券业务；(4)期货业务。	秉持“成为领先的产业背景金融服务集团”的战略愿景，以“稳健金融，百亿金控”为目标，坚持“专注、创新、协同、赋能”的发展理念。
五矿发展 (600058 CH)	230.82	71.44	(1)资源贸易；(2)金属贸易； (3)供应链服务。	围绕“强基固本、创新驱动”的经营主线，努力成为具有全球竞争力的金属矿产集成供应商和产业综合服务商。
株冶集团 (600961 CH)	57.81	2.30	锌及其合金产品生产。	推进“一主三业”发展战略，打造“锌行业的领跑者、高新材料生力军、环保产业排头兵”，加快建设“中国第一，世界一流”锌行业标杆企业。
长远锂科 (688779 CH)	93.98	65.23	高效电池材料研究与生产。	在动力三元材料细分领域，成为技术品质领先、市场占有率第一的供应商，形成多元材料为主，锰系、铁系、钴系为辅的产品组合，在数码、储能领域均形成行业影响力及竞争力
中钨高新 (000657 CH)	98.18	49.13	钨制硬质合金和钨、钼、钽、铌等 有色金属及其深加工产品和装备 的研制、开发、生产、销售及贸易。	围绕“具有全球竞争力的世界一流钨产业集团”发展目标，以坚持“矿山是资源保障，冶炼是资源纽带，硬质合金式发展向”的发展战略。
五矿资源 (1208 HK)	830.38	123.08	有色金属矿床勘探、开发开采和 矿产经销分销。	打造世界领先的矿业公司，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。
五矿地产 (0230 HK)	630.97	81.93	(1)房地产开发；(2)专业建筑；(3) 物业投资；(4)物业管理	推进由“地产开发商”向“城市运营商”的战略升级，以“一核两翼三支撑”的业务组合向上下游延伸产业链，发挥四大独特优势和集团协同优势，致力于发展成为具有创新力的、可持续发展的优秀房地产企业。

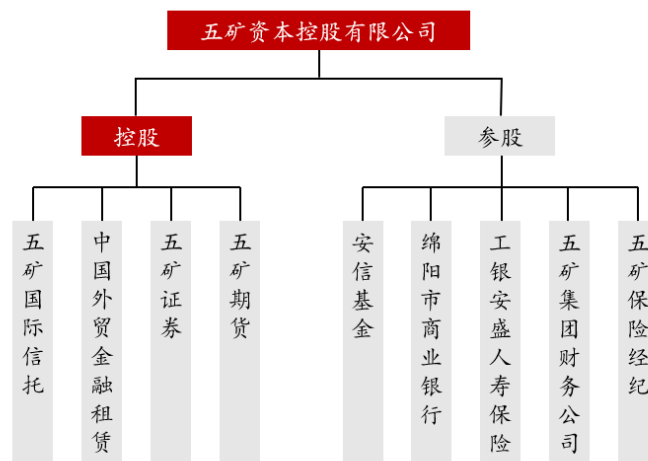
注：数据截至 2021 年 12 月 31 日  
资料来源：公司公告，华泰研究

集团“千亿内部市场”奠定五矿资本金融业务基础。2016年五矿集团战略重组后提出打造“千亿内部市场”，推进业务整合融合。通过参与中国五矿“千亿内部市场”建设，五矿资本各子公司与中国五矿内部产业共享渠道资源，服务实体经济：五矿信托联合中国五矿产业单位通过“F+EPC”模式开展工程项目，发挥集团一体化“投建融营”模式优势，推进创新型产融协同项目落地；五矿租赁挖掘中国五矿产业端企业的业务需求，倚靠集团产业背景，获取上下游的合作机会；五矿期货根植集团公司金属矿产主业，长期为五矿国际、五矿发展、湖南有色等兄弟单位提供期货经纪及增值服务。

### 主营业务：金融牌照多样，信托租赁证券期货为支点

金融牌照多样，以信托、金融租赁、证券和期货业务为支点，同时覆盖基金、银行和保险。五矿资本为控股平台公司，通过全资子公司五矿资本控股来控股所属金融牌照公司，包括五矿信托(持股比例 78.00%)、外贸租赁(持股比例 93.21%)、五矿证券(持股比例 99.76%)及五矿期货(持股比例 99.00%)，分别经营信托、金融租赁、证券及期货业务；同时，公司参股安信基金(持股比例 39.84%)、绵阳市商业银行(持股比例 20.00%)、工银安盛(持股比例 10.00%)等金融机构，开展基金、商业银行、保险等业务。公司通过子公司控股及参股体系，构建了以“信托+租赁+证券+期货”为主力牌照、以“银行+基金+保险”为补充的综合金融服务体系。

图表5：五矿资本业务结构



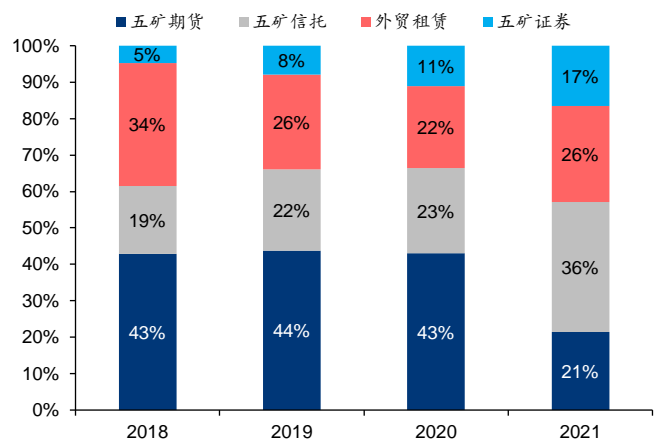
资料来源：公司公告，华泰研究

**全牌照优势，多方面协同。**与外部金融企业间合作相比，金控公司在资金、客户、信息、渠道和金融产品等多方面存在协同效应，五矿资本拥有信托、金融租赁、证券、期货、银行等多个金融牌照，牌照公司之间客户资源共享，业务协同优势显著。并且，多牌照可以为企业客户提供信托、租赁、股权、债权等多种融资解决方案，为机构客户提供资产管理、风险管理等多类综合金融服务。

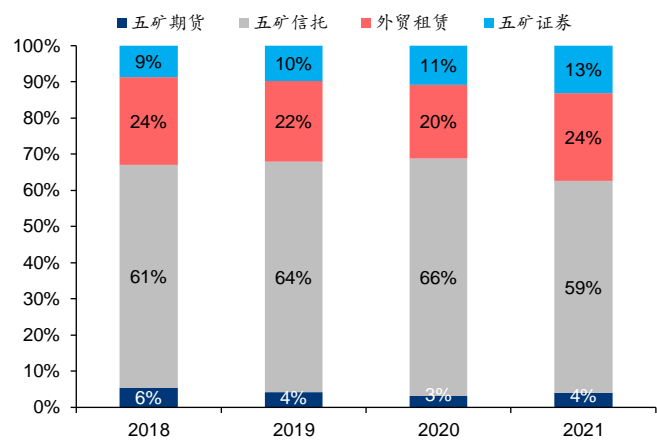
**以“大投行”业务为纽带的一体化金融服务体系，增强客户粘性。**五矿资本金融牌照齐全，公司通过搭建具有产业整合力的“大投行”产融结合模式，发挥并购重组、行业整合以及资产证券化在集团公司发展中的重要作用，带动资金结算、风险管理、信托融资、金融租赁等业务联动。通过利用大投行业务、期货工具、供应链金融、资金结算、金融科技、国际业务、资产管理七类产融工具，五矿资本重点围绕资本运作服务、风险运作管理、债权融资服务、客户集成开拓、新兴产业投研等五大领域开展产融协同业务，提供“一揽子解决方案”，增强客户粘性。

子公司营业收入结构变化较大，五矿证券贡献逐年增加。2018-2020年，控股子公司中五矿期货营业收入份额最大，保持43%左右占比；五矿信托收入和占比均有所增长，外贸租赁的营业收入和占比缩减；五矿证券营业收入和占比持续增长，但在四家子公司中份额仍为最小，营业收入由6.03亿元增长到18.21亿元，收入占比从4.68%增长至11.09%。2021年子公司营业收入结构发生较大变化，五矿信托、外贸租赁、五矿证券和五矿期货收入占比分别为35.64%、26.33%、16.54%和21.48%。受业务结构调整影响，五矿期货营业收入占比大幅下降，五矿信托收入占比跃升第一。2021年，五矿信托和五矿证券均实现收入增长，营业收入分别为46.56和21.61亿元，同比增长20.82%和18.69%；五矿期货营业收入28.06亿元，同比下降60.25%，主要系处于审慎考虑，对风险业务结构进行调整，主动降低业务风险，提高期现结合业务的交易对手准入标准，导致风险管理业务收入大幅下降；外贸租赁营业收入34.40亿元，同比下降6.83%。

子公司净利润结构基本稳定，五矿信托利润贡献显著。五矿信托作为行业领先的信托公司，资本实力强劲，各项经营指标均位于行业前列，对五矿资本净利润贡献最大，2018年以来始终保持在60%左右，2021年稍有下降。五矿期货、外贸租赁、五矿证券净利润合计占比仅41%，但2021年表现出上涨趋势，整体利润结构更趋均衡。

**图表6：五矿资本子公司营业收入结构**


资料来源：公司公告，华泰研究

**图表7：五矿资本子公司净利润结构**


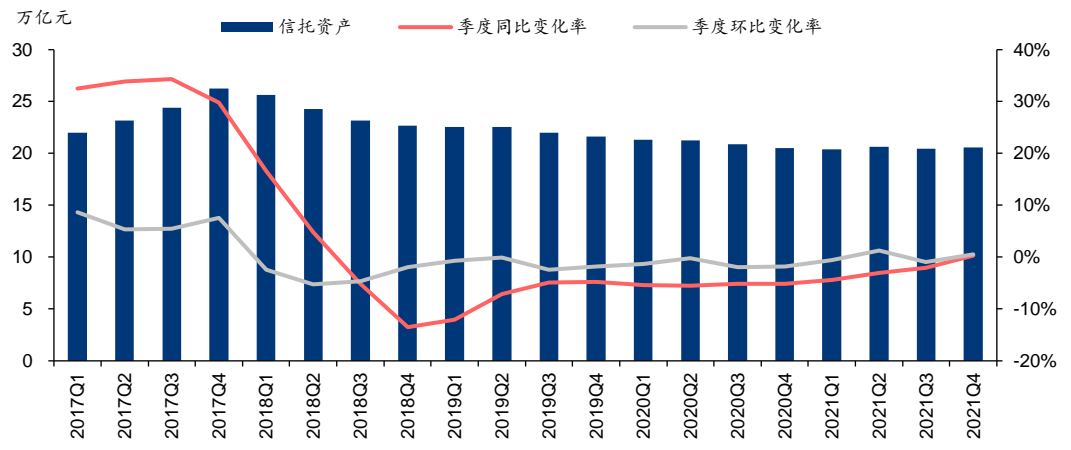
资料来源：公司公告，华泰研究

## 业务解析：多领域覆盖，业务多点开花

### 信托：经营业绩稳健增长，主动管理能力提升

资管新规以来信托行业规模持续收缩，变动渐趋平稳并迎来首次回升，信托牌照仍显稀缺。自资管新规发布以来，信托业进入转型阶段，信托资产规模从 2017 年四季度末 26.25 万亿元的高点持续滑落。随着资管新规过渡期临近结束，信托资产规模渐趋平稳，并在 2021Q2 迎来资管新规颁布后的首次回升。截至 2021 年四季度末，信托资产规模达到 20.5 万亿元，较 2020 年末同比-0.29%，较 21Q3 末环比+0.52%。信托行业机构数量稳定在 68 家，银保监会自 2012 年以来尚未发出新业务牌照，信托公司牌照仍显稀缺。

图表8：信托资产规模变动情况



资料来源：中国信托业协会，华泰研究

信托业务分类监管政策即将出台，部分业务规范性不足的中小信托公司将面临较大整改压力。2022 年 4 月，监管部门下发《关于调整信托业务分类有关事项的通知（征求意见稿）》，将信托业务划分为资产管理信托、资产服务信托、公益/慈善信托三大类，要求各信托公司对存续业务进行全面梳理并制定存量业务整改计划。5 月 18 日，2022 年中国信托业年会提出将研究推行信托公司分类监管。新监管政策下，行业转型趋势凸显，信托公司规范开展业务能力将面临较大挑战，存量业务规范性不足、资产管理信托业务界定不清晰的公司将面临较大整改压力，业务转型布局领先、业务规范开展能力突出的公司或将迎来新增长点。

五矿信托资本实力领先，业绩指标排名行业前列。五矿信托于 2010 年 10 月 8 日经中国银行保险监督管理委员会批准，在原庆泰信托投资有限责任公司完成司法重整的基础上变更设立，截至 2021 年末注册资本 130.51 亿元，在全国 68 家信托公司中排名第三。五矿信托主要经营指标排名位于行业第一梯队，各项业绩指标均稳居行业前十名。2021 年五矿信托实现营业收入 46.56 亿元，同比增长 20.82%，行业排名第 6 位；受固有投资业务收益下滑影响，实现净利润 23.62 亿元，同比下降 15.14%，行业排名第 5 位。



图9: 五矿信托营业收入及同比变动



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图10: 五矿信托净利润及同比变动



资料来源: 公司公告, 华泰研究

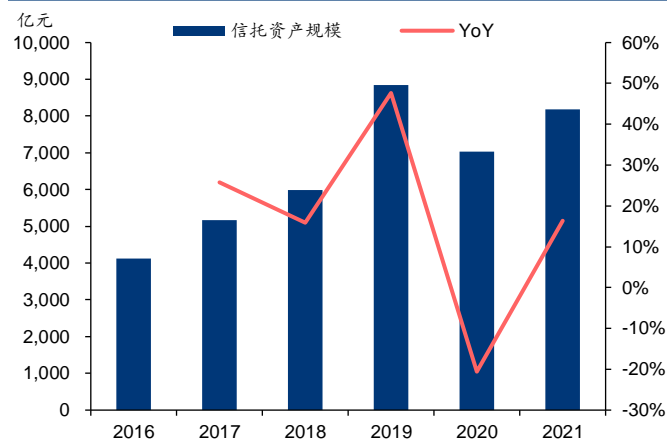
信托资产规模历经波动, 2021年有所回升。2016-2019年, 五矿信托的信托资产规模逐年增加, 2019年达到8850亿元高点; 2020年受行业融资类和通道类业务压降影响, 信托资产规模下降至7029亿元, 同比下降20.58%; 2021年信托资产规模有所回升, 截至2021年末, 公司信托资产规模8174亿元, 同比增长16.30%。

图11: 五矿信托信托产品规模市占率及行业排名



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图12: 五矿信托信托资产规模及同比变动

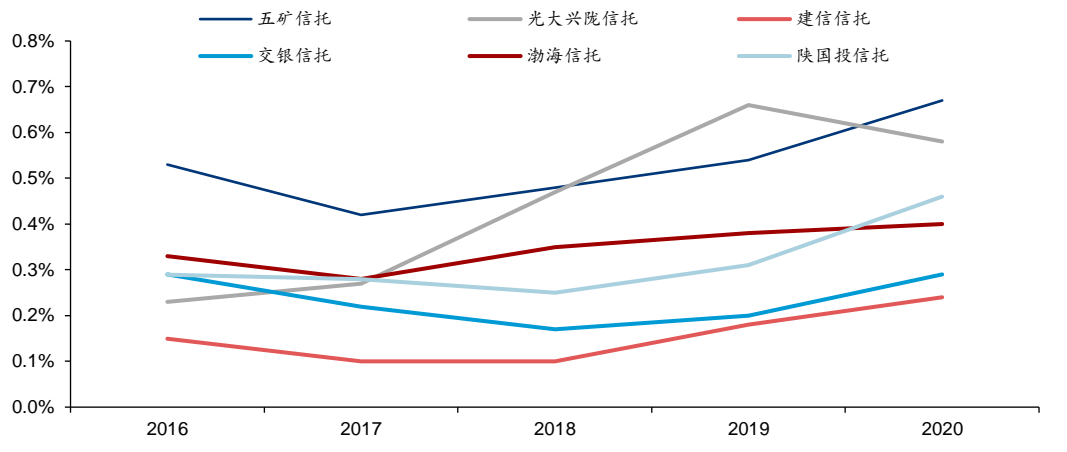


资料来源: 公司公告, 华泰研究

主动管理比重提升, 二次转型成效初显。五矿信托主动管理项目比重持续提升, 截至2021年末, 五矿信托的信托资产规模8174亿元, 其中主动管理类资产规模7123亿元, 同比增长19.90%, 占全部信托资产规模的87.21%, 业务结构进一步优化。业务发展方面, 五矿信托将标品业务、财富管理、实业投行和服务信托等业务作为二次转型的重点。2021年, 五矿信托发力标品业务, 净值化转型初见成效, 集合标品业务存续规模3016亿元, 占比36.89%; 普惠金融、家族信托、慈善信托等创新业务存续规模2332亿元, 占比28.53%; 财富管理逐渐向资产配置转型, 零售规模超过1200亿元, 销售能力、服务能力逐步提升。

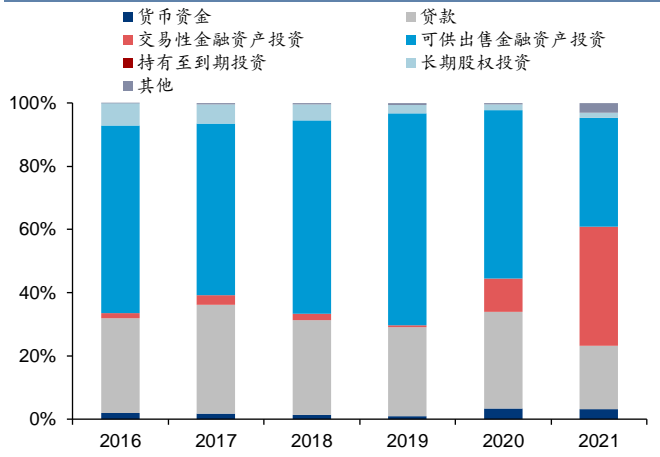
信托资产投向和运用方式持续优化。五矿信托业务范围涵盖资产管理、财富管理、实业投行、受托服务等业务领域。2021年信托资产运用结构较上年变动较大, 交易性金融资产投资规模快速增长至3083亿元, 同比大增313%, 占全部信托资产的37.71%, 为第一大运用方式; 可供出售金融资产投资绝对规模小幅下降25%, 占比大幅下降18.86pct至34.33%, 但仍为第二大运用方式; 贷款绝对规模小幅下降24%, 占比下降至19.98%, 在运用结构中的百分比排名从第二降至第三。信托资产投向较为稳定, 在五大投向领域中, 房地产和工商企业占比交错位于首位, 金融机构与基础产业占比相较2016年减少, 信托业务去通道效果显著。资产投向和运用方式的持续优化驱动五矿信托报酬率增长, 目前处行业领先地位。

图表13: 五矿信托与可比公司信托报酬率对比



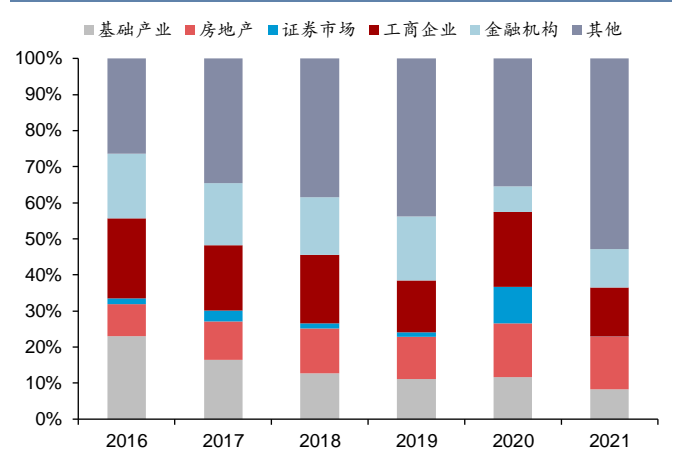
注: 信托公司 2021 年年报尚未完全披露, 数据截至 2020 年 12 月 31 日。  
资料来源: Wind, 华泰研究

图表14: 五矿信托信托资产运用结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表15: 五矿信托信托资产分布结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

深耕高净值客户家族财富管理需求, 家族信托体系完备。五矿信托家族办公室成立于 2018 年, 专注中国高净值客户的家族财富管理与传承需求, 提供财富管理、家族传承、家族投行、家族慈善、家族艺术、家族康养等多种专业化、定制化服务, 针对不同层级客户, 设有资产保值增值信托、子女保障信托、跨代传承信托、保险金信托等多种信托产品。

图表16: 五矿信托家族办公室服务体系



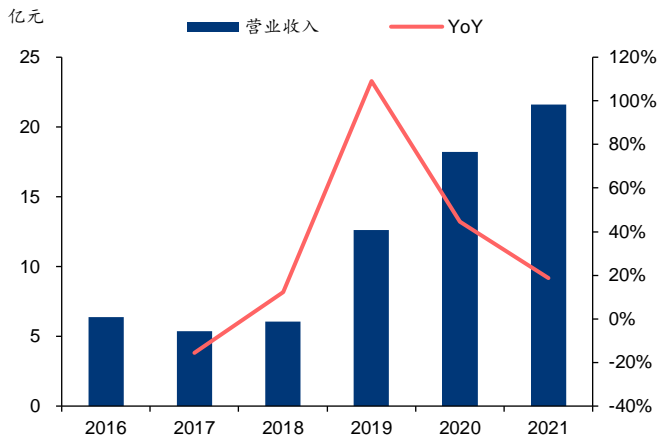
资料来源: 五矿信托官网, 华泰研究

**“双核驱动”战略+数字化转型，抢占优质赛道，提升零售业务竞争力。**五矿信托坚持“双核驱动”战略，把握核心客户、核心渠道，推进“双百+”渠道建设，提升直销能力。资产端积极布局消费金融业务，抢占优质赛道，利用消费金融业务风险分散、利润稳定、逆周期性特征，提升收入稳定性。数字化转型方面，五矿信托引入线上电子渠道全流程管理相关各项功能，推动信托移动化、数字化、平台化转型，APP建设中依靠OCR、人脸识别、活体检测SDK包等技术配合完成身份认证，构建数据驱动的高效运营体系，实现业务自动化、线上化和智能化。

### 证券：排名中游业绩上升，各项业务迅速发力

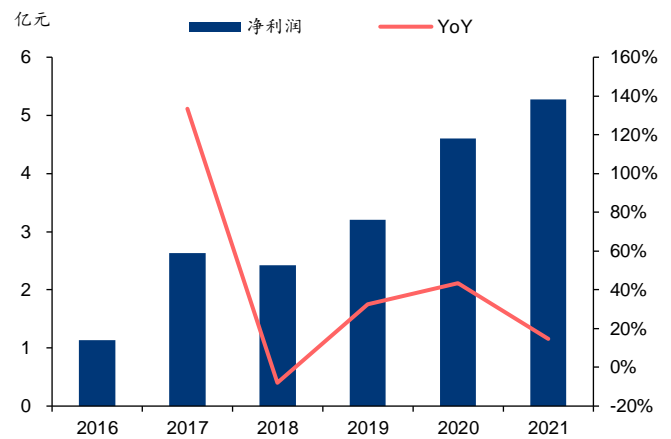
**业务领域全面，经营业绩持续上升，整体排名处于中游。**五矿证券成立于2000年8月，在原深圳市有色金属联合交易所基础上改制成立，2004年由金牛证券更名为五矿证券。五矿证券为全牌照券商，具备26个单项业务资格，主要业务涵盖券商所有传统业务类型。私募股权投资业务由2018年成立的私募基金子公司五矿金通开展；另类投资业务通过五矿证券2019年设立的另类投资子公司五矿金鼎开展。五矿证券近年来营业收入与净利润不断走高，根据证券业协会目前最新排名，2020年，五矿证券营业收入在所有券商中排名53名，净利润在所有券商中排名58名，整体排名处于券商行业中游；2021年五矿证券实现营业收入21.61亿元，同比增长18.66%，净利润5.27亿元，同比增长14.59%。

图表17：五矿证券营业收入及同比变动



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：五矿证券净利润及同比变动

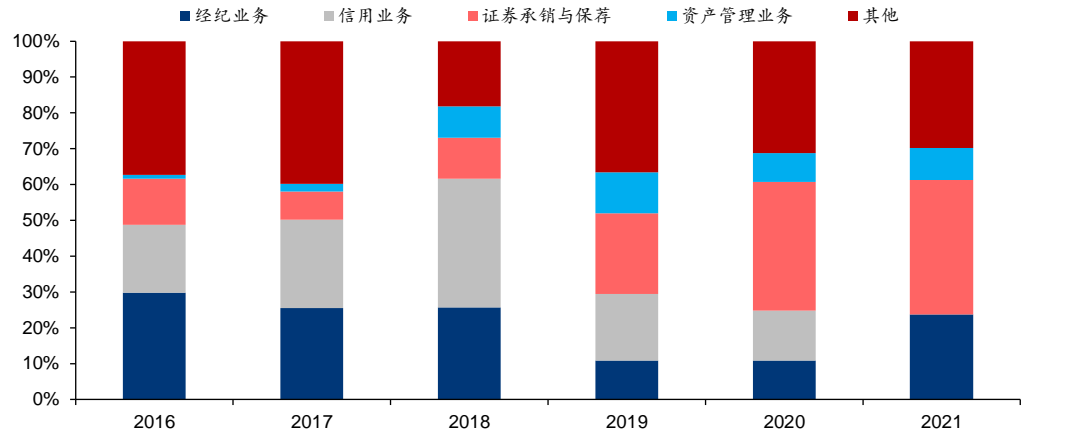


资料来源：公司公告，华泰研究

**投行、经纪、资管重点业务竞争力提升。**五矿证券积极布局“大投行”业务，以债券承销、资产证券化和资本运作为三大核心，全方位服务集团公司产业转型升级。2021年，五矿证券投行股权业务承销规模大幅增长，承销规模39亿元，同比大增1288%，IPO和再融资项目均有较大幅度增长；债券承销规模621亿元，同比下降24%。经纪业务适应财富管理转型产品化趋势，加大互联网客户引流、机构客户开拓、线下客户渠道和金融产品营销力度。资产管理业务方面，受益于主动管理能力的不断提升，截至2021年末，五矿证券资产管理规模首次突破千亿元大关，固收+、权益类和混合类产品体系逐步完善。

**固收业务传统优势明显。**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。固收业务市场研判能力和投资策略体系不断完善，以债券做市和资金中介为切入点，创新型业务不断发展，新业务规模和收入贡献逐步增大。

**信用业务稳步推进。**两融业务营销力度加大，2021年末两融余额达58亿元，同比+46%。股票质押业务谨慎开展，规模有所压降，截至2021年末，表内股票质押式回购业务本息合计余额为7.26亿元，平均履约保障比例为47.52%，表外股票质押式回购业务本息合计余额为16.04亿元，平均履约保障比例为189.73%。

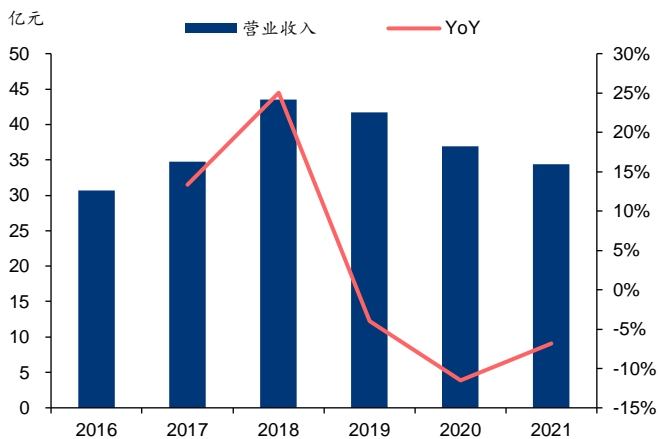
**图表19: 2016-2021年五矿证券各项业务收入情况**


资料来源: 公司公告, 华泰研究

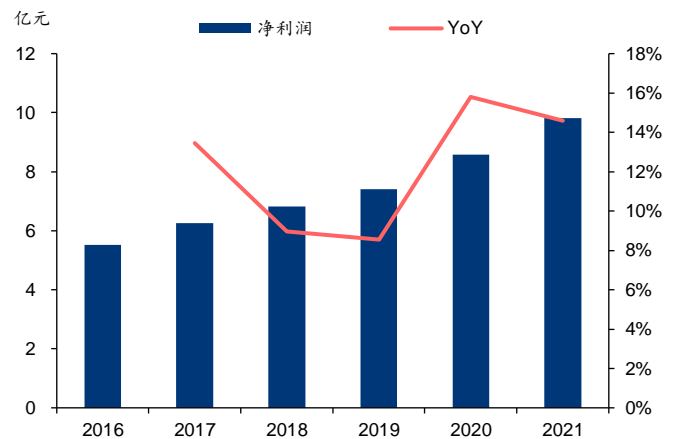
### 租赁: 金融租赁牌照稀缺, 客资良好业务广泛

**金融租赁牌照稀缺, 相比融资租赁具有比较优势。**外贸金融租赁成立于1985年, 是我国最早的金融租赁公司之一。五矿资本控股间接持有外贸租赁93.21%股权。金融租赁公司准入门槛高, 审批难度大, 截至2021年末, 市场上超过1.2万家融资租赁企业中, 仅有71家为金融租赁公司。相比融资租赁公司, 金融租赁公司融资渠道更多元, 可以进行同业拆借和发行公司债, 综合融资成本更低, 杠杆率优势较强。

**2019年以来外贸租赁营业收入下滑, 净利润保持增长。**2016-2018年, 外贸租赁营业收入持续增长, 2018年达43.48亿元, 同比增长25%; 2019年后, 外贸租赁根据财政部修订通知, 将以摊余成本计量的金融资产按照实际利率法计算的租赁收入计入利息收入科目, 营业收入下降, 2021年为34.40元, 同比降低7%。公司净利润则持续增长, 2021年实现净利润9.82亿元, 同比增长14.59%。

**图表20: 外贸租赁营业收入及同比变动**


资料来源: 公司公告, 华泰研究

**图表21: 外贸租赁净利润及同比变动**


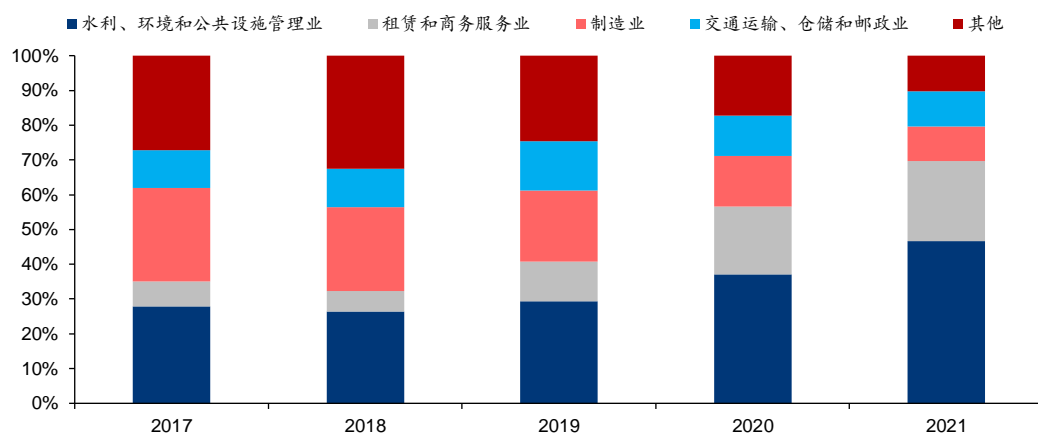
资料来源: 公司公告, 华泰研究

目前居行业中上游地位，处于稳步发展期，业务规模仍有提升空间。目前金融租赁行业仍以银行系金租公司为主，外贸租赁处于行业中上游地位，2021年总资产、净资产、营业收入、净利润、ROE分别排名行业第17/11/18/14/29名（截至2021年末全市场共有71家金融租赁公司）。2021年，外贸租赁新签融资租赁合同91笔，新签合同本金金额262.96亿元；截至2021年末，外贸租赁存续融资租赁项目346个，融资租赁资产余额607.81亿元，市占率1%，仍有较大提升空间。

**客户资质良好，以大中型国有企业、地方龙头企业、优质上市公司为目标客户。**外贸租赁与多家优质企业建立深入合作关系，目前已拥有一批资质良好的上市公司客户群体。良好的客户资质也使公司资产端质地优良，资产质量和风险缓释能力较强。

**业务领域广泛，支持实体经济产业发展。**公司行业领域涉及基础设施、轨道交通、清洁能源、工程机械、高端装备制造、航空、船舶等，依托股东的资源优势 and “产融结合”综合背景，高端机械设备、医疗设备、新能源及新兴产业业务的市场份额不断提升。从融资租赁资产行业分布情况看，2020-2021年外贸租赁在水利、环境和公共设施管理业内的资产份额显著提升，2019年、2020年和2021年的份额分别为29.34%、37.15%和46.57%。

**图表22： 外贸租赁的融资租赁资产行业分布**

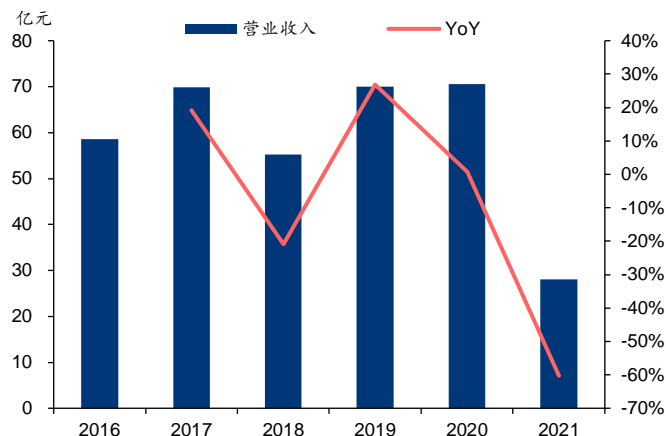


资料来源：公司公告，华泰研究

## 期货：集团提供多方支持，业务转型布局国际

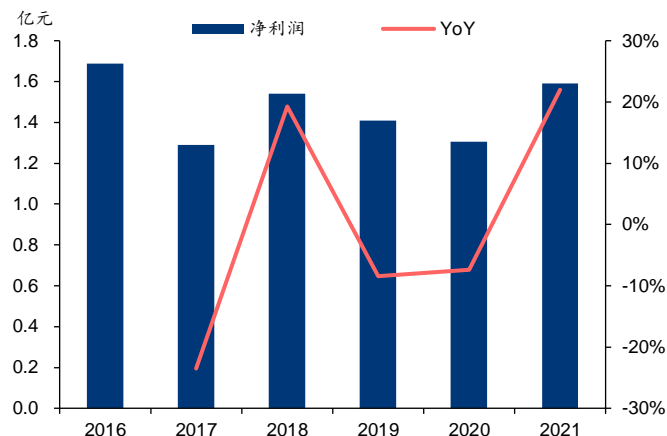
业务结构调整,营业收入下滑,净利润仍保持上升态势。五矿期货成立于1993年4月,2003年五矿资本成为控股股东,主要经营期货经纪业务、风险管理业务、资产管理业务及国际业务等。其中,风险管理业务由其子公司五矿产业金融开展,境外业务由其子公司五矿金服开展。2021年,公司实现营业收入28亿元,同比减少60%,主要系业务结构调整,风险管理业务收入大幅下降,净利润1.59亿元,同比增长22%。

图表23: 五矿期货营业收入及同比变动



资料来源:公司公告,华泰研究

图表24: 五矿期货净利润及同比变动

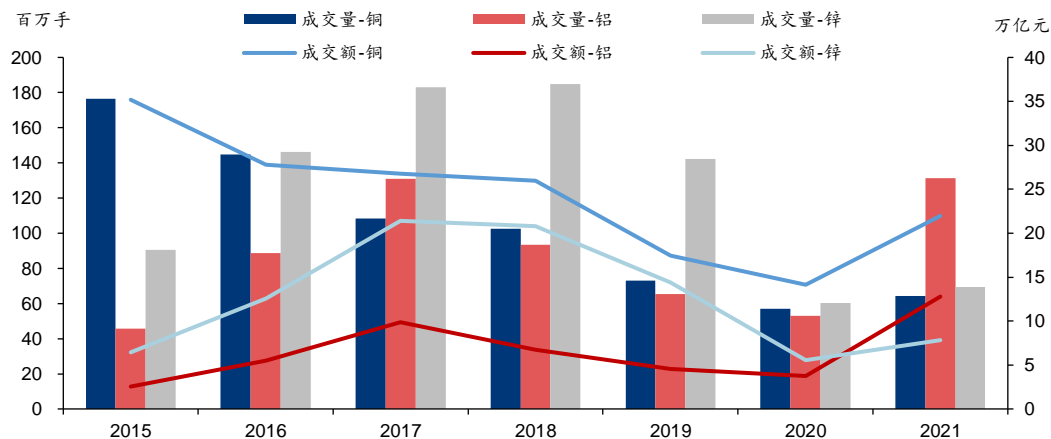


资料来源:公司公告,华泰研究

盈利能力仍处于行业中游,净利润排名波动下降。五矿期货的金属产业基因浓厚,金属期货业务受集团多方位支持,但整体期货业务盈利能力仍处于行业中游。2018年以来,五矿期货ROE排名始终处于50名左右,净资产实力强大,但盈利能力仍有大量提升空间。截至2021年末,在71家可比期货公司中,五矿期货净资产、净利润、ROE行业排名分别为第7/23/42名。

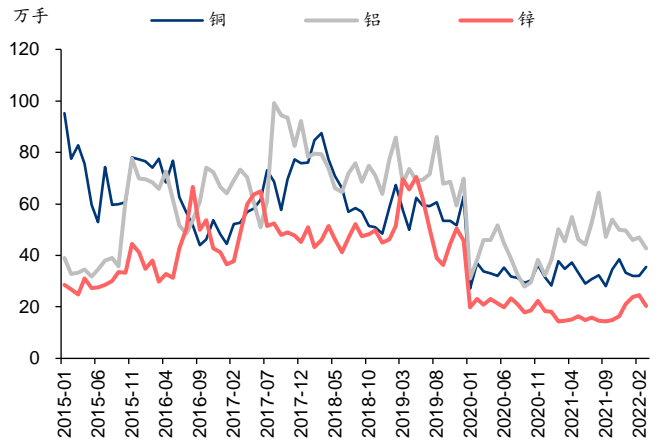
依托集团多方位支持,产业服务优势明显,金属期货业务行业领先。五矿期货是行业内为数不多具有产业背景的公司,依托五矿集团在有色金属、贵金属、黑色金属方面提供的强大支持,连续多年在铜、锌、铝等金属期货上的成交量和持仓量国内领先;同时依托五矿集团金融中心各机构间的协同合作,公司在股指期货、国债期货等金融领域服务上具有协同优势。依托中国五矿雄厚的金属产业背景及五矿资本金融全牌照优势,五矿期货已形成经纪业务、资管业务、风险管理业务、国际业务等多项业务综合发展的布局,成为市场为数不多的同时拥有上交所、深交所股票期权期货经纪商资质的期货公司,已具备为实体经济提供衍生品综合服务的能力。

图表25: 国内期货市场铜、铝、锌的成交量和成交额



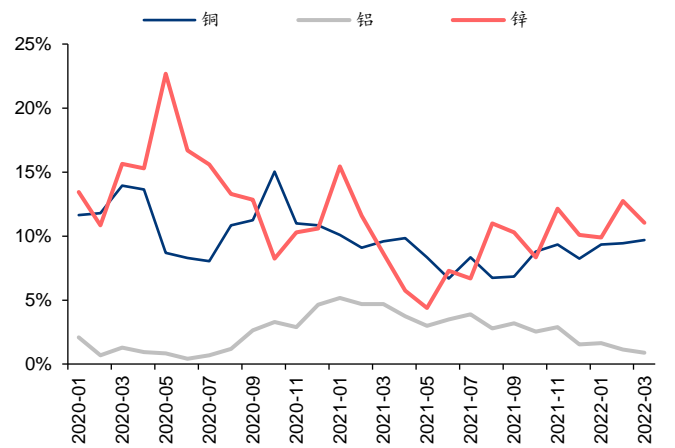
资料来源:上海期货交易所,华泰研究

图表26: 国内期货市场铜、铝、锌的持仓量



资料来源: 上海期货交易所, 华泰研究

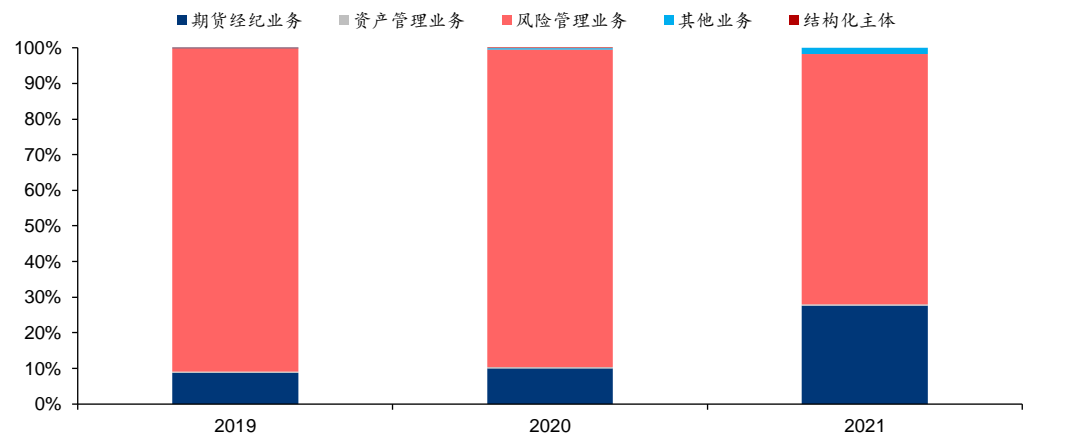
图表27: 五矿期货铜、铝、锌持仓量占比



资料来源: 上海期货交易所, Wind, 华泰研究

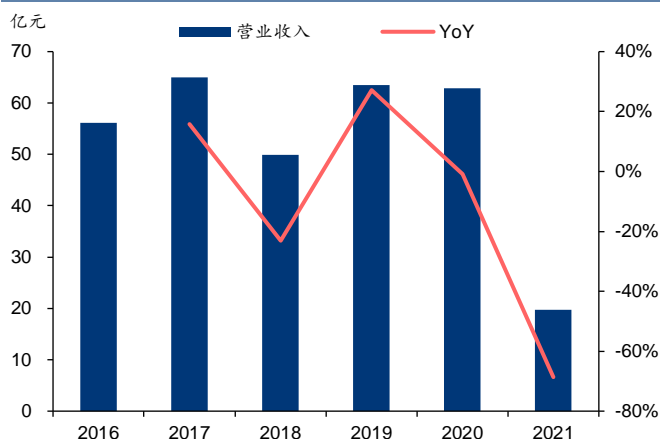
**业务结构调整, 风险业务收入大幅下降。**从收入结构看, 五矿期货营业收入主要来自期货经纪业务收入和风险管理业务收入, 2021年二者累计构成公司总收入的97.91%。2019年以来, 五矿期货积极转型业务结构, 主动下调业务风险, 提高了期现结合业务的交易对手准入标准, 导致风险管理业务收缩, 期货经纪业务收入占比有所提升。从具体业务来看, 经纪业务以产业客户、金融机构客户为主攻方向, 优化服务手段、升级服务平台, 客户权益实现新高; 探索财富管理业务, 启动基金销售牌照和基金代销业务资质申请工作。风险管理业务聚焦期现结合、做市业务和场外期权三大业务, 2019年以来五矿产业金融风险管理业务规模压降明显, 收入大幅下降。做市业务深耕细作做市品种, 继续扩大规模和提升交易能力。资产管理业务布局优化业务团队, 探索与各金融机构合作新模式, 业务规模保持稳定。

图表28: 五矿期货各项业务营业收入结构



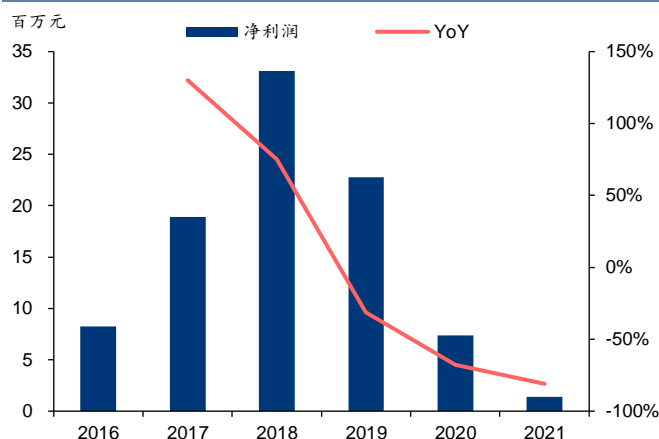
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表29: 五矿产业金融营业收入与同比变动



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表30: 五矿产业金融净利润与同比变动



资料来源: 公司公告, 华泰研究

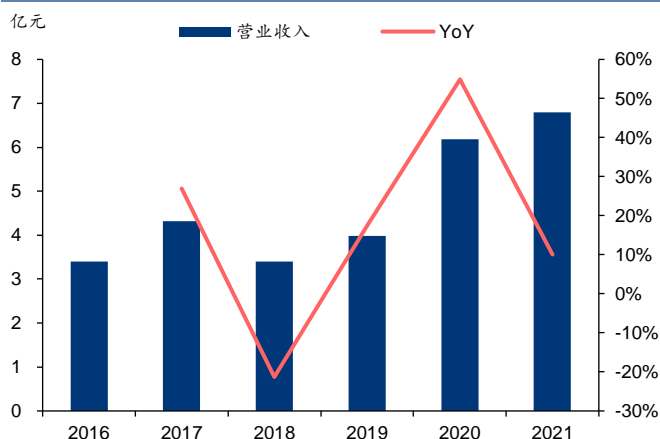
**发展国际业务, 设立香港子公司助力国际化。**自 2018 年上海国际能源交易中心上市中国首个国际化品种原油期货以来, 中国期货市场已拥有了 7 个国际化品种和 2 个国际化期权品种, 期货行业对外开放程度不断提升。五矿期货国际业务部已建立完整的运营、信息技术和客户服务体系, 为国际客户提供一站式服务, 国际化专业服务水平不断提升, 客户权益稳步增长。2018 年 10 月 8 日, 五矿期货在香港全资设立的五矿经易金融服务有限公司正式取得香港证监会相关业务牌照, 经营业务范围涵盖期货经纪业务、投资咨询业务等。香港子公司提供多个境外期货/期权市场交易服务、以及多种类型交易产品。子公司开展国际化业务, 为集团实业国际化提供协同可靠的风险管理工具, 进一步推动产融结合, 助力集团国际化步伐。

### 其他: 参股覆盖基金、银行、保险多业务领域

#### 安信基金: 规模增长, 结构调整

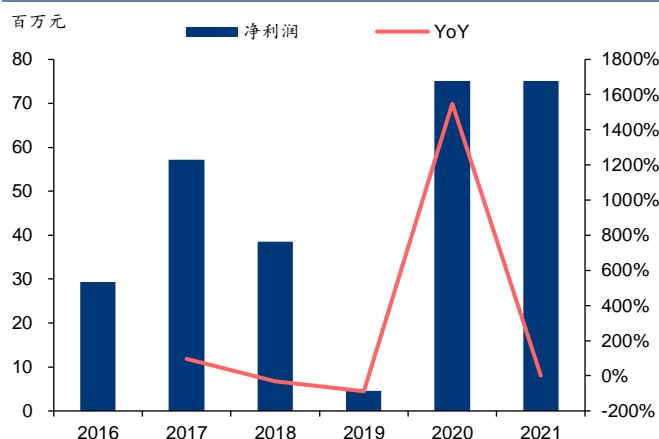
安信基金成立于 2011 年 12 月, 五矿资本持股 39.84%, 是公司第一大股东, 安信证券 (33.95%) 和新碧贸易有限公司 (20.28%) 持股比例分别位居第二和第三。安信基金主营业务包括公募基金业务和专户资产管理业务。2021 年安信基金实现营业收入 6.80 亿元, 同比增长 10%, 净利润 7516 万元, 在 2020 年高基数下同比增长 0.11%。

图表31: 安信基金营业收入及同比变化



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表32: 安信基金净利润及同比变化

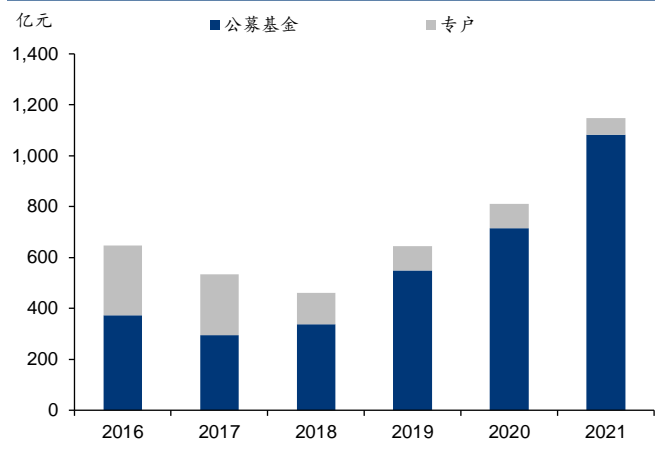


资料来源: 公司公告, 华泰研究



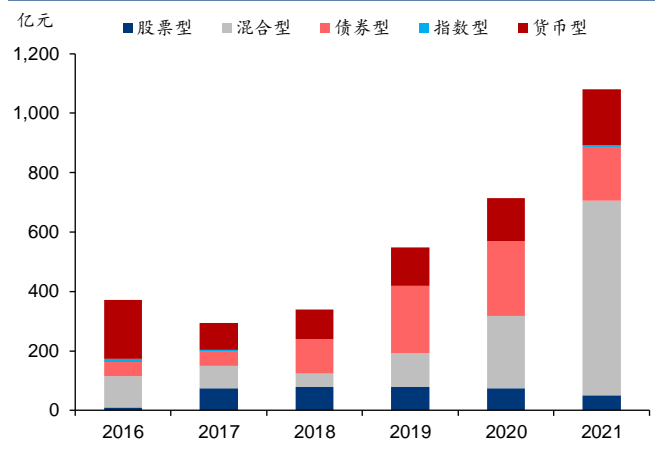
公募基金资产管理规模实现快速增长，业务结构不断调整。安信基金专户管理规模自 2016 年末的 274.94 亿元减少至 2021 年末的 67.10 亿元，客户结构逐渐向公募基金倾斜。公募基金资产规模自 2017 年以来快速增长，截至 2021 年末，资产管理规模 1081.52 亿元，首次突破百亿大关。管理规模快速增长的同时，产品结构不断优化，混合型产品规模从 2018 年末的 45.26 亿元快速扩张到 2021 年末的 656.98 亿元，增长势头强劲。

图表33: 安信基金公募基金与专户管理规模结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表34: 安信基金公募基金管理规模结构

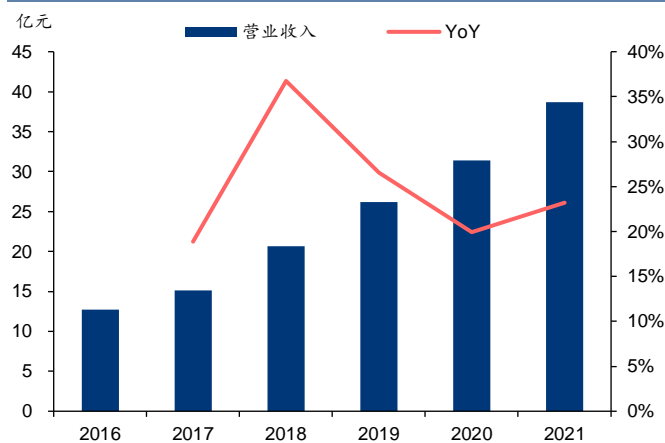


资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 绵商行: 稳健经营, 平稳发展

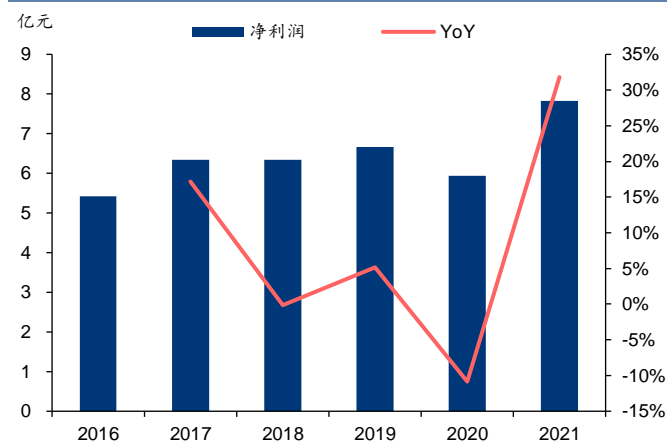
绵阳市商业银行成立于 2000 年, 五矿资本持股 20%, 是公司第一大股东。近年来, 绵商行发展节奏平稳。截至 2021 年末, 绵商行总资产 1504 亿元, 各项存款余额 1004 亿元, 同比增长 29%; 各项贷款余额 805 亿元, 同比增长 27%; 不良贷款率 1.85%, 同比下降 0.09pct; 拨备覆盖率 278.34%, 同比上涨 61.68pct, 处于较高水平; 资本充足率 13.20%, 同比上涨 0.16pct。2021 年, 绵商行实现营业收入 39 亿元, 同比增长 23%, 净利润 8 亿元, 同比增长 32%。

图表35: 绵商行营业收入及同比变动



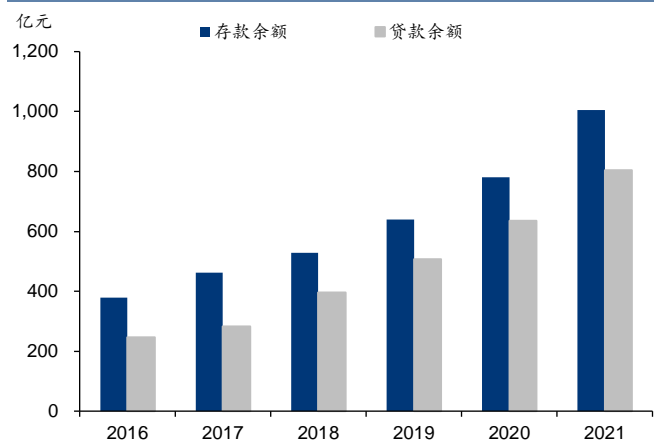
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表36: 绵商行净利润及同比变动



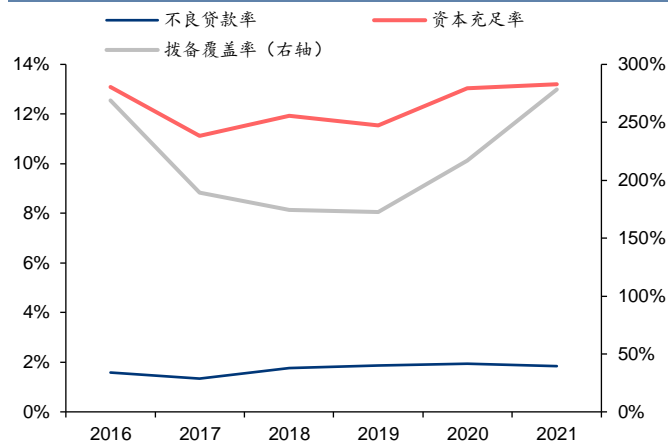
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表37: 绵商行存贷款余额



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表38: 绵商行主要业务指标

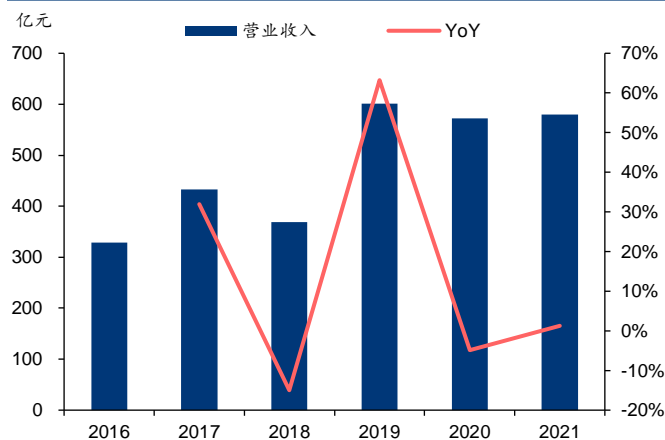


资料来源: 公司公告, 华泰研究

### 工银安盛: 中外合资, 品牌保证

工银安盛人寿保险于2012年7月正式成立, 由中国工商银行、法国安盛集团和中国五矿集团三家中外股东合资组建, 五矿资本持股10%, 是公司第三大股东。工银安盛专营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等保险业务, 截至2021年末, 工银安盛已在全国设立了19家省级分公司、1家直属中心支公司、1家资产管理子公司。2021年末经审计的偿二代口径下本公司偿付能力充足率为159%, 各季度偿付能力充足率均高于监管要求。截至2021年末, 工银安盛总资产2584亿元, 2021年实现营业收入580亿元, 净利润16.9亿元。

图表39: 工银安盛营业收入及同比变动



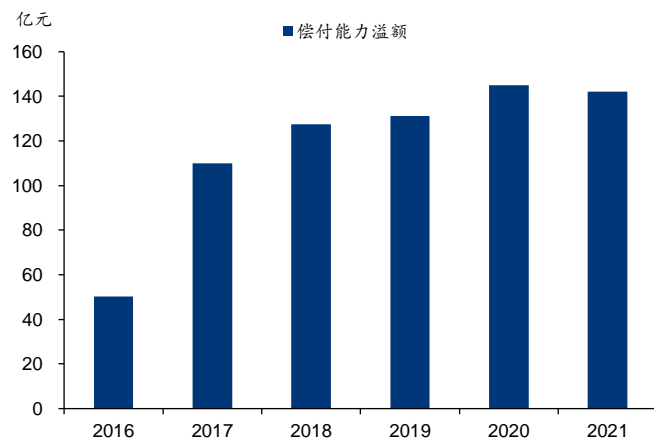
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表40: 工银安盛净利润及同比变动



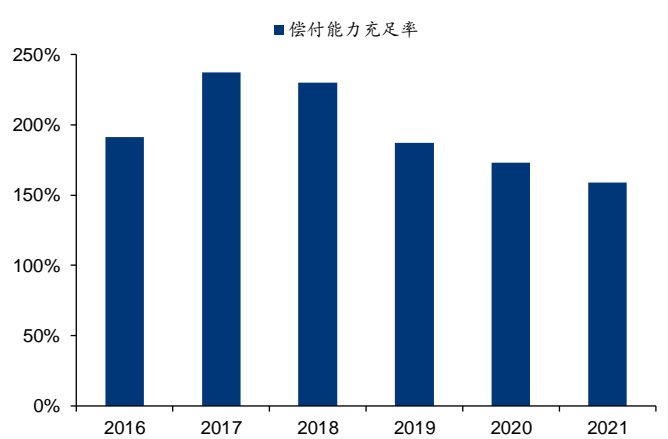
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表41: 2016-2021年工银安盛偿付能力溢额



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表42: 2016-2021年工银安盛偿付能力充足率



资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 盈利预测和估值

### 盈利预测

五矿资本金融牌照齐全，具备产业协同优势。其中，五矿信托产品布局完善，较早布局二次转型，在信托业务分类监管政策背景下或有望进一步提升市占率；五矿证券、金融租赁业务均稳健发展；五矿期货受业务规模压降影响，净利润可能有所波动。我们对五矿资本2022-2024年分部业绩进行预测，分别作出以下主要假设：

**1. 五矿信托：**公司信托资产规模经历波动，2021年有所回升，同比+16%。考虑公司标品业务和净值化转型成效初显，我们预计2022-2024年信托资产规模实现小幅上涨，同比增长率分别为+5%/+3%/+2%。2019年以来公司信托业务净佣金率有所上涨，2021年为0.553%，我们预计2022-2024年信托业务净佣金率保持小幅上涨，分别为0.570%/0.590%/0.610%。

**2. 五矿证券：**2021年公司收费类业务全面增长，具体来看：1) 2021年五矿证券投行IPO规模24.75亿元（2020年没有项目），实现较大跨越，再融资规模同比+398%，债券承销规模同比-24%。我们认为伴随全面注册制下资本市场改革，和公司在投行业务上的持续投入，预计2022-2024年股权融资规模维持稳步上涨，IPO规模分别为32.18亿元/40.22亿元/46.25亿元，同比分别+30%/+25%/+15%；再融资规模分别为18.01亿元/22.51亿元/25.88亿元，同比分别+30%/+25%/+15%；债权融资规模小幅下降，承销金额分别为559亿元/503亿元/453亿元，同比分别-10%/-10%/-10%。2) 2021年五矿证券资管规模首次突破千亿元大关，业务收入同比+34%。我们预计2022-2024年资管业务收入稳步提升，同比增长率分别为20%/15%/10%。3) 五矿证券其余业务平稳发展。我们预计2022-2024年经纪业务股基成交额市占率维持0.14%，两融余额市占率维持0.29%。

**3. 外贸租赁：**2020年及2021年外贸租赁融资租赁资产余额稳定在600亿元左右，其中2021年同比+2%；年化利率和佣金率分别于2021年小幅下降至5.4%和0.2%。我们预计2022-2024年融资租赁资产余额保持微幅上涨，同比增长率分别为2%/1%/1%，资产规模分别为619.96亿元/626.16亿元/632.42亿元；年化利率保持平稳下降，分别为5.4%/5.2%/5.2%；佣金率相对稳定，保持0.2%。

**4. 五矿期货：**五矿期货主动调整风险业务，管理规模大幅压降，2021年风险管理业务营业收入同比-69%，我们预计2022-2024年风险管理业务规模持续下降，驱动收入进一步下滑，同比增长率分别为-30%/-15%/-10%。

**5. 其他经营收益：**受市场震荡影响，我们预计2022年投资净收益和公允价值变动净损益将有较大幅度下降，分别为10亿元和-22亿元；公司信用减值损失主要为长期应收款坏账和存货跌价，2021年公司应收融资租赁款余额上升9.14亿元，我们预计2022-2024年信用减值损失分别为-8.0亿元/-7.5亿元/-7.5亿元。

**6. 营业总成本：**我们按照各业务线的成本-收入占比估算营业成本，预计2022-2024年营业成本分别为14.97亿元/19.16亿元/22.29亿元，同比分别-23%/+28%/+16%。费用支出方面，2021年公司管理费用率（占营业收入的比例，下同）为25%，且近年来呈现上涨趋势（2020年为18%），考虑公司仍处于发展转型阶段，我们预计2022-2024年管理费用率分别为26%/29%/33%。其他业务成本主要为利息支出，2019年以来经历较大下滑（2020年同比-27%）后有所回调（2021年同比+17%），我们预计2022年利息支出保持同比2%小幅增长，为22亿元。

图43: 收入及成本预测

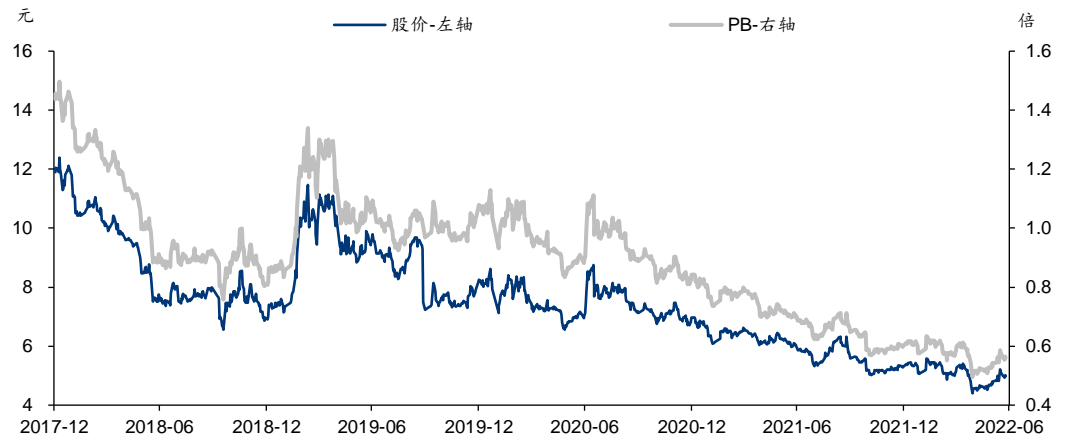
人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020 YoY	2021 YoY	2022E YoY	2023E YoY	2024E YoY
<b>收入</b>											
营业收入	6,365	6,298	1,991	1,227	1,728	1,553	-1%	-68%	-38%	41%	-10%
其他类金融业务收入	9,662	10,045	11,040	11,600	12,100	12,450	4%	10%	5%	4%	3%
其中: 利息收入	4,570	4,540	4,640	4,800	5,100	5,150	-1%	2%	3%	6%	1%
手续费及佣金收入	5,092	5,505	6,400	6,800	7,000	7,300	8%	16%	6%	3%	4%
<b>总收入</b>	<b>16,027</b>	<b>16,343</b>	<b>13,031</b>	<b>12,827</b>	<b>13,828</b>	<b>14,003</b>	<b>2%</b>	<b>-20%</b>	<b>-2%</b>	<b>8%</b>	<b>1%</b>
<b>其中: 五矿信托</b>	<b>3,582</b>	<b>3,854</b>	<b>4,656</b>	<b>4,892</b>	<b>5,939</b>	<b>5,961</b>	<b>8%</b>	<b>21%</b>	<b>5%</b>	<b>21%</b>	<b>0%</b>
五矿证券	1,261	1,821	2,161	2,181	2,366	2,554	44%	19%	1%	8%	8%
外贸租赁	4,173	3,692	3,440	3,493	3,403	3,437	-12%	-7%	2%	-3%	1%
五矿期货	7,003	7,058	2,806	2,285	2,148	2,079	1%	-60%	-19%	-6%	-3%
其他	8	-83	-32	-26	-28	-28	-1188%	-61%	-20%	8%	1%
<b>其他经营收益</b>											
其他收益	312	578	979	1,200	1,400	1,500	86%	69%	23%	17%	7%
投资净收益	1,531	1,424	1,947	1,000	1,450	2,000	-7%	37%	-49%	45%	38%
其中: 对联营企业和 合营企业的投资收益	148	149	184	200	220	240	0%	24%	9%	10%	9%
公允价值变动净收益	148	738	-1,571	-2,200	-1,000	700	397%	-313%	-40%	55%	170%
资产减值损失	-0	-10	-18	-20	-16	-14	-8200%	-79%	-12%	20%	13%
信用减值损失	-1,068	-1,044	-754	-800	-750	-750	2%	28%	-6%	6%	0%
<b>总收入及其他经营收益</b>	<b>16,950</b>	<b>18,030</b>	<b>13,614</b>	<b>12,007</b>	<b>14,912</b>	<b>17,439</b>	<b>6%</b>	<b>-24%</b>	<b>-12%</b>	<b>24%</b>	<b>17%</b>
<b>成本</b>											
营业成本	6,355	6,314	1,945	1,497	1,916	2,229	-1%	-69%	-23%	28%	16%
其中: 五矿信托	1,515	1,484	1,439	1,565	2,079	2,265	-2%	-3%	9%	33%	9%
五矿证券	1,112	1,436	1,756	1,811	1,988	2,171	29%	22%	3%	10%	9%
外贸租赁	2,327	1,862	2,122	2,201	2,212	2,303	-20%	14%	4%	1%	4%
五矿期货	6,932	6,905	2,500	1,969	1,807	1,721	0%	-64%	-21%	-8%	-5%
其他	-5,532	-5,373	-5,872	-6,049	-6,170	-6,231	-3%	9%	3%	2%	1%
税金及附加	60	64	80	76	80	80	8%	24%	-5%	6%	0%
销售费用	44	19	23	23	25	25	-57%	25%	-2%	8%	1%
管理费用	2,572	2,971	3,217	3,335	4,010	4,621	16%	8%	4%	20%	15%
研发费用	4	1	29	30	33	38	-62%	1846%	3%	12%	14%
财务费用	493	485	365	359	387	392	-2%	-25%	-2%	8%	1%
其他业务成本	2,863	2,265	2,459	2,565	3,457	4,341	-21%	9%	4%	35%	26%
<b>总成本</b>	<b>12,391</b>	<b>12,118</b>	<b>8,118</b>	<b>7,885</b>	<b>9,908</b>	<b>11,725</b>	<b>-2%</b>	<b>-33%</b>	<b>-3%</b>	<b>26%</b>	<b>18%</b>

资料来源: Wind, 华泰研究预测

预计 2022-2024 年五矿资本归母净利润分别 25.54 亿元、31.34 亿元和 36.14 亿元, 同比分别-25%、+23%、+15%。2022-2024 年 EPS 分别为 0.57 元、0.70 元和 0.80 元, BPS 分别为 10.88 元、11.35 元、11.89 元。

### 历史复盘及估值

2017 年五矿资本完成资产重组, 转型为综合金融控股公司聚焦金融主业, 业务结构发生实质性变化, 致使 2018 年全年营业总收入和归母净利润均有所下滑。2019 年五矿资本金控属性进一步巩固, 各项金融业务快速发展, 实现营收净利双增长, 股价和估值出现快速上涨, 随后至 2022 年保持波动下降趋势, 目前 PB 估值在 0.5-0.6 倍区间波动。

**图表44: 五矿资本历史股价及估值分析**


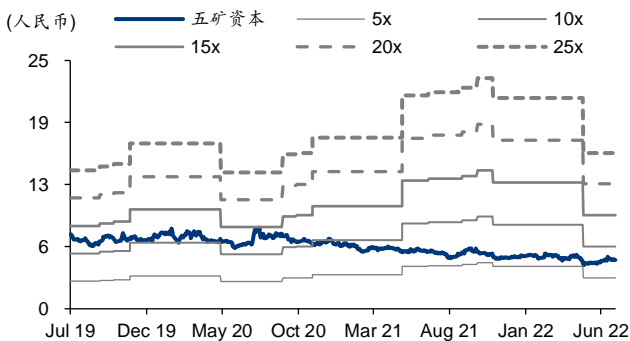
注: PB 估值使用当日对应最新公告股东权益  
 资料来源: Wind, 华泰研究

参考 A 股上市多元金融公司 Wind 一致预期 2022 年 PB 均值为 0.86 倍, 考虑到公司信托业务占比较高、目前行业整体仍面临挑战, 证券、租赁、期货分部排名竞争力仍待进一步提升, 给予公司 0.55 倍 2022 年 PB 估值, 对应目标价 5.98 元, 对应 11 倍 2022PE, 首次覆盖给予“增持”评级。

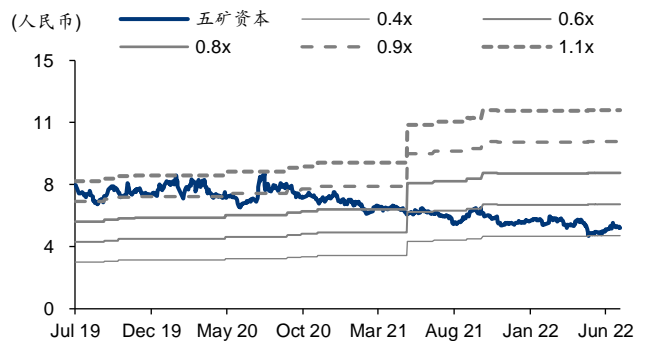
**图表45: 可比公司估值表**

公司	代码	股价 (元)	EPS (2022E)	BPS (2022E)	PE (2022E)	PB (2022E)
中油资本	000617 CH	4.81	0.46	7.67	11	0.63
爱建集团	600643 CH	5.93	0.78	8.19	8	0.72
越秀金控	000987 CH	7.03	0.54	5.39	13	1.31
中航产融	600705 CH	3.46	0.51	4.43	7	0.78
<b>中位数</b>					<b>9</b>	<b>0.75</b>
<b>平均数</b>					<b>10</b>	<b>0.86</b>
五矿资本	600390 CH	4.89	0.57	10.88	9	0.45

注: 市值数据按 2022 年 6 月 30 日收盘价计算, 除五矿资本外其余可比公司的 EPS 和 BPS 均为 Wind 一致预期, 五矿资本 EPS 和 BPS 为华泰预测, 五矿资本 2022PE 和 2022PB 以最新收盘价计算  
 资料来源: Wind, 华泰研究预测

**图表46: 五矿资本 PE-Bands**


资料来源: Wind、华泰研究

**图表47: 五矿资本 PB-Bands**


资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

- 1) 业务转型风险: 信托业务转型效果不及预期, 规模增长放缓;
- 2) 战略落地风险: 产融协同战略落地效果不及预期, 影响公司业绩;
- 3) 市场波动风险: 受市场动荡影响, 投资收益率大幅下降。

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	16,343	13,031	12,827	13,828	14,003
手续费及佣金收入	5,505	6,400	6,800	7,000	7,300
利息收入	4,540	4,640	4,800	5,100	5,150
其他收入	6,298	1,991	1,227	1,728	1,553
<b>营业支出</b>	(10,432)	(7,534)	(8,705)	(8,824)	(8,289)
管理费用	(2,971)	(3,217)	(3,335)	(4,010)	(4,621)
减值损失	(1,054)	(771.74)	(820.00)	(766.00)	(764.00)
其他支出	(6,408)	(3,545)	(4,550)	(4,048)	(2,904)
<b>营运利润</b>	5,911	5,497	4,122	5,004	5,713
营业外收入	11.83	2.36	10.05	15.33	30.91
营业外支出	(58.43)	(21.98)	(22.42)	(25.33)	(30.91)
<b>利润总额</b>	5,864	5,477	4,109	4,994	5,713
所得税	(1,423)	(1,303)	(994.46)	(1,219)	(1,411)
<b>净利润</b>	4,441	4,174	3,115	3,775	4,302
少数股东损益	689.03	771.75	560.68	641.82	688.34
<b>归母净利润</b>	3,752	3,402	2,554	3,134	3,614

### 每股数据

会计年度 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股净资产	10.16	10.50	10.88	11.35	11.89
每股股息	0.18	0.25	0.19	0.23	0.26
EPS	0.83	0.76	0.57	0.70	0.80
EPS (最新摊薄)	0.83	0.76	0.57	0.70	0.80

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	13,426	16,297	16,623	17,454	18,327
金融资产	30,375	30,479	32,002	34,563	36,291
其他资产	89,694	100,023	103,024	113,326	118,993
<b>总资产</b>	133,494	146,799	151,649	165,343	173,610
短期借款	37,517	42,360	43,759	47,711	50,096
其他负债	40,569	47,328	48,892	53,307	55,972
<b>总负债</b>	78,086	89,688	92,651	101,017	106,068
股本	4,498	4,498	4,498	4,498	4,498
少数股东权益	9,694	9,891	9,990	9,891	10,330
其他权益	41,216	42,722	44,439	46,545	48,974
<b>总权益</b>	55,408	57,111	58,927	60,934	63,801

### 估值与盈利水平

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>归母净利润 (人民币百万)</b>	3,752	3,402	2,554	3,134	3,614
分红率	22.00	33.00	33.00	33.00	33.00
EPS (人民币, 摊薄后)	0.83	0.76	0.57	0.70	0.80
PE (倍)	5.90	6.50	8.66	7.06	6.12
BVPS (人民币, 摊薄后)	10.16	10.50	10.88	11.35	11.89
PB (倍)	0.48	0.47	0.45	0.43	0.41
ROE	10.28	7.81	5.31	6.27	6.92
ROA	2.81	2.32	1.68	1.90	2.08

## 免责声明

### 分析师声明

本人，沈娟、王可，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、王可本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：** 预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司