

强烈推荐-A (维持)

二三四五 002195.SZ

当前股价: 10.54 元  
2017年04月12日

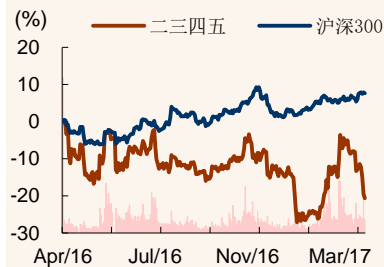
逆境炼真金

基础数据

上证综指	3274
总股本(万股)	193262
已上市流通股(万股)	104604
总市值(亿元)	204
流通市值(亿元)	110
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	9.7%
主要股东	浙富控股集团股份有
主要股东持股比例	14.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	-8	-16
相对表现	-8	-15	-25



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《二三四五(002195)一消金龙头, 强势亮剑》2017-03-10
- 2、《二三四五(002195)一超预期, 消费金融全面爆发》2017-02-22
- 3、《二三四五(002195)一消费金融剑指长空》2016-12-15

刘泽晶

010-57601795  
liuzejing@cmschina.com.cn  
S1090516040001

周楷宁

010-57601791  
zhoukaining@cmschina.com.cn  
S1090516060001

研究助理

宋兴未  
songxingwei@cmschina.com.cn

公司参与发起设立消费金融公司, 迎合监管需求, 有利于市场份额的提升。多方协同有助可持续发展, 为业务规模的进一步扩大提供保障。继续强烈推荐。

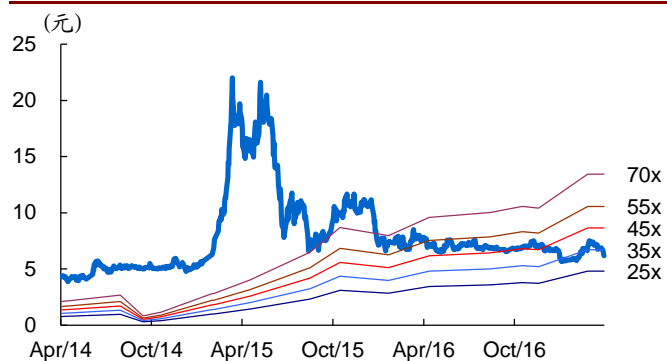
- **事件:** 公司发布公告, 拟以自有资金出资人民币 5,400 万元与江苏银行、凯基银行及海澜之家共同发起设立江苏苏银凯基消费金融有限公司, 公司占出资比例为 9%。
- **迎合监管, 顾虑消除, 逆境炼真金:** 银监会前两日发布的《关于银行业风险防控工作的指导意见》中要求持续推进网络借贷平台(P2P)风险专项整治, 并首次提出做好“现金贷”业务的清理整顿工作, 这引起了市场上对于公司消费金融业务一定程度的担忧。而我们认为公司一直以来与中银、上银等正规金融机构合作, 本来就具备很强的规范性和抗监管风险能力, 与现有市场上引起行业乱象的一些非正规消费金融公司完全不同。而本次通过和江苏银行、凯基银行等机构合作发起设立消费金融公司, 将进一步增强公司从事消费金融业务的合法性和规范性, 是公司主动接受监管的表现, 有助于彻底打消政策监管的顾虑。相反地, 监管再度收紧有利于行业集中度的提升, 其实对于公司提升市场份额是利好。
- **多方协同有助可持续发展, 为业务规模的扩大提供保障:** 本次是由江苏银行、凯基银行等多家机构与公司共同出资发起设立消费金融公司, 未来有望结合各自的优势, 实现资源的整合, 协同效应显著。当前公司的消费金融业务正值快速发展期, 贷款规模快速提升, 通过参设消费金融公司, 增强了合规性的同时, 也为公司消费金融业务规模的进一步扩大提供了保障。
- **互金布局有望进一步完善:** 公司 16 年报显示尚有 35.54 亿账面资金, 2016 年是公司互金创新业务“从无到有”的一年, 我们认为目前还只是刚崭露头角, 未来外延上的动作预期强烈, 有望进一步完善在互金创新业务上的布局。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 考虑传统业务稳定发展及新业务的爆发性, 我们维持 2017-19 年的业绩预测 8.2/11.1/14.5 亿元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** (1) 互联网消费金融业务增速不达预期 (2) 政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1470	1742	2330	3321	4456
同比增长	125%	18%	34%	43%	34%
营业利润(百万元)	431	646	902	1227	1601
同比增长	295%	50%	40%	36%	31%
净利润(百万元)	417	635	824	1114	1447
同比增长	252%	52%	30%	35%	30%
每股收益(元)	0.48	0.33	0.43	0.58	0.75
PE	22.0	32.1	24.7	18.3	14.1
PB	2.1	3.1	2.8	2.5	2.2

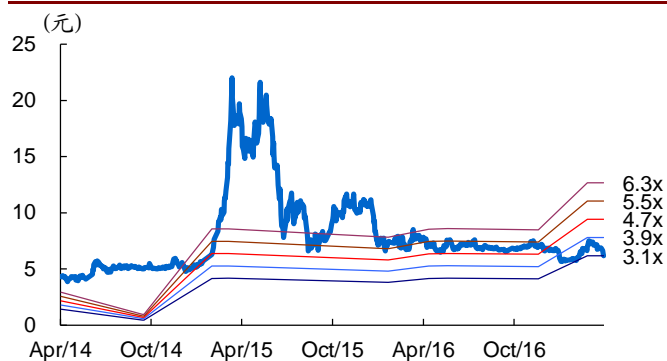
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 二三四五历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 二三四五历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 《二三四五: 消费金融剑指长空》, 2016/12
- 《二三四五: 超预期, 消费金融全面爆发》, 2017/02
- 《二三四五: 消金龙头, 强势亮剑》, 2017/03

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	2118	4636	5380	6516	7899
现金	1085	3554	3950	4476	5162
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	123	366	465	663	889
其它应收款	7	12	17	24	32
存货	2	0	0	0	0
其他	902	703	948	1354	1816
<b>非流动资产</b>	2703	2725	2641	2565	2496
长期股权投资	27	20	20	20	20
固定资产	176	64	(20)	(96)	(165)
无形资产	17	1	1	1	1
其他	2484	2639	2639	2639	2639
<b>资产总计</b>	<b>4822</b>	<b>7361</b>	<b>8020</b>	<b>9081</b>	<b>10395</b>
<b>流动负债</b>	369	600	532	726	927
短期借款	3	150	0	0	0
应付账款	104	141	208	306	406
预收账款	41	33	49	71	95
其他	221	275	275	349	426
<b>长期负债</b>	6	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	114	114	114	114
<b>负债合计</b>	<b>375</b>	<b>714</b>	<b>646</b>	<b>841</b>	<b>1042</b>
股本	872	1933	1933	1933	1933
资本公积金	2820	3416	3416	3416	3416
留存收益	751	1290	2017	2884	3997
少数股东权益	3	8	7	7	7
归属于母公司所有者权益	4443	6640	7367	8233	9346
<b>负债及权益合计</b>	<b>4822</b>	<b>7361</b>	<b>8020</b>	<b>9081</b>	<b>10395</b>

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	484	89	560	630	872
净利润	417	635	824	1114	1447
折旧摊销	21	20	8	(2)	(11)
财务费用	(1)	(7)	(24)	(34)	(39)
投资收益	(64)	(155)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	117	(406)	(211)	(427)	(508)
其它	(6)	3	(25)	(9)	(6)
<b>投资活动现金流</b>	267	194	98	98	98
资本支出	(16)	(14)	98	98	98
其他投资	283	208	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(51)	1854	(263)	(202)	(284)
借款变动	(122)	(118)	(201)	0	0
普通股增加	523	1061	0	0	0
资本公积增加	(523)	596	0	0	0
股利分配	(12)	(37)	(97)	(247)	(334)
其他	84	352	35	45	50
<b>现金净增加额</b>	<b>700</b>	<b>2137</b>	<b>396</b>	<b>526</b>	<b>686</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1470	1742	2330	3321	4456
营业成本	454	477	704	1033	1373
营业税金及附加	3	4	6	9	11
营业费用	388	501	330	480	679
管理费用	266	325	424	618	842
财务费用	(15)	(82)	(24)	(34)	(39)
资产减值损失	7	32	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	7	7	7	7
投资收益	64	155	4	4	4
<b>营业利润</b>	431	646	902	1227	1601
营业外收入	36	50	23	23	23
营业外支出	0	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	466	693	923	1248	1622
所得税	48	58	99	134	175
<b>净利润</b>	418	635	823	1113	1447
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	417	635	824	1114	1447
<b>EPS (元)</b>	0.48	0.33	0.43	0.58	0.75

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	125%	18%	34%	43%	34%
营业利润	295%	50%	40%	36%	31%
净利润	252%	52%	30%	35%	30%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.1%	72.6%	69.8%	68.9%	69.2%
净利率	28.4%	36.5%	35.3%	33.5%	32.5%
ROE	9.4%	9.6%	11.2%	13.5%	15.5%
ROIC	8.2%	7.3%	10.6%	12.9%	14.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.8%	9.7%	8.1%	9.3%	10.0%
净负债比率	0.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	7.7	10.1	9.0	8.5
速动比率	5.7	7.7	10.1	9.0	8.5
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4	0.4
存货周转率	148.5	418.8			
应收帐款周转率	14.0	7.1	5.6	5.9	5.7
应付帐款周转率	4.3	3.9	4.0	4.0	3.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.48	0.33	0.43	0.58	0.75
每股经营现金	0.55	0.05	0.29	0.33	0.45
每股净资产	5.10	3.44	3.81	4.26	4.84
每股股利	0.04	0.05	0.13	0.17	0.22
<b>估值比率</b>					
PE	22.0	32.1	24.7	18.3	14.1
PB	2.1	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.9	8.9	5.8	4.3	3.3

## 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。

**刘泽晶**：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

**周楷宁**：招商证券计算机行业高级分析师，2012、2013 年新财富第一团队成员，北京大学硕士，武汉大学学士，4 年证券从业经验。

**徐文杰**：招商证券计算机行业分析师，北京航空航天大学硕士。曾供职于 IBM，VMware 等公司从事大数据、云计算领域的工作。

**宋兴未**：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

**刘玉萍**：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

## 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，任何机构和个人均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。