

## 发起设立消费金融公司，积极拥抱监管合规发展

**事件：**2017年4月7日公告，公司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；公司占消费金融公司的出资比例为9%，江苏银行、凯基银行、海澜之家出资比例分别为50.1%、33.4%和7.5%。

■**牌照布局再下一城，力促消费金融合规发展。**公告显示，本次发起的消费金融公司拟注册资本6亿元，不吸收公众存款，以小额、分散为原则，为中国境内居民个人发放以消费为目的的贷款，经营范围包括发放个人消费贷款等业务。若本次消费金融公司的设立顺利获得银监会等有关机构的审批，将意味着公司的互联网消费金融战略又落一子，向持牌正规军更进一步，公司能够充分利用“2345贷款王”的流量和海量用户优势，与各类金融机构和社会资金开展合作更深层次合作，充分发挥进行资源整合，进一步巩固公司互联网消费金融业务根基。

■**百亿级流量变现逻辑落地，消费金融高速增长。**公司现象级产品“二三四五贷款王”，凭借公司海量、精准的流量资源增长强劲。公司年报显示，2016年公司营收17.42亿元，同比增长18.48%；净利润6.35亿元，同比增长52.20%，其中，“2345贷款王”金融科技平台业务爆发增长，金融科技子公司贡献营收2.06亿元，同比增长2,075.93%，净利润1.11亿元（2015年度为亏损731.81万元），2016年末平台累计借款的用户人数超过380万人。在央行征信+互联网双重风控，反欺诈技术的持续优化及完备的催收手段下，坏账率等指标均持续向好，M4坏账率从2016年初的5.4%下降到2016年末的3.0%。互联网消费金融业务作为公司核心驱动力，已成为公司的利润来源。

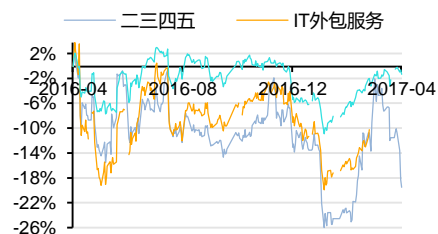
■**“互联网+金融创新”发展战略不断推进，股权激励、并购基金持续助力。**2016年11月14日，公司公告以5.81元/股的价格授予56名激励对象首期2215万股限制性股票，绑定核心骨干利益，助力公司长期发展。公司持续对互联网金融产业链进行多维度布局，2016年初设立融资租赁公司，5月公司发起设立华商云信用保险股份有限公司，9月公司参股杨科小贷，12月参与发起设立互联网小额贷款公司。2016年11月19日，公司公告拟发起设立总规模50亿元的股权投资基金，首期募集金额为20亿元，公司认缴10亿，把握消费金融黄金窗口期，加速互联网科技、互联网金融等领域投资布局。

6个月目标价：**15元**  
股价(2017-04-12) **10.54元**

交易数据

|           |             |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元)  | 20,369.77   |
| 流通市值(百万元) | 11,025.27   |
| 总股本(百万股)  | 1,932.62    |
| 流通股本(百万股) | 1,046.04    |
| 12个月价格区间  | 9.69/26.80元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M     | 3M    | 12M    |
|------|--------|-------|--------|
| 相对收益 | -19.12 | -7.8  | -14.19 |
| 绝对收益 | -17.78 | -2.77 | -16.15 |

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

孙雨轩

报告联系人

sunyx@essence.com.cn

021-35082059

相关报告

|                         |            |
|-------------------------|------------|
| 二三四五：业绩符合预期，消费金融峥嵘已现    | 2017-03-10 |
| 二三四五：设立互联网小贷，助力消费金融快速发展 | 2016-12-04 |
| 二三四五：凭万亿级流量平台，促消费金融持续倍增 | 2016-11-27 |

■ **投资建议：**公司出资设立消费金融公司，围绕“互联网+金融创新”发展战略，利用牌照价值拓宽业务，消费金融合规发展不断强化。同时，公司流量基础稳固，现象级产品“2345 贷款王”发展迅速，消费金融已成为公司业绩发展重要驱动力，结合公司股权激励及并购基金的设立，我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.36 和 0.44，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 15 元。

■ **风险提示：**消费金融业务发展不达预期；互联网金融监管风险。

| (百万元)        | 2015        | 2016        | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营收入         | 1,469.9     | 1,741.6     | 2,133.5      | 2,453.5      | 2,819.0      |
| 净利润          | 417.2       | 635.0       | 701.5        | 851.4        | 1,011.9      |
| 每股收益(元)      | 0.22        | 0.33        | 0.36         | 0.44         | 0.52         |
| 每股净资产(元)     | 2.30        | 3.44        | 3.77         | 4.13         | 4.55         |
| <b>盈利和估值</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | <b>2019E</b> |
| 市盈率(倍)       | 48.8        | 32.1        | 29.0         | 23.9         | 20.1         |
| 市净率(倍)       | 4.6         | 3.1         | 2.8          | 2.6          | 2.3          |
| 净利润率         | 28.4%       | 36.5%       | 32.9%        | 34.7%        | 35.9%        |
| 净资产收益率       | 9.4%        | 9.6%        | 9.8%         | 10.8%        | 11.7%        |
| 股息收益率        | 0.5%        | 0.5%        | 0.8%         | 0.8%         | 1.0%         |
| ROIC         | 10.1%       | 15.7%       | 19.2%        | 22.8%        | 25.3%        |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |         |         |         |         | 财务指标         |        |       |       |       |       |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| (百万元)        | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | (百万元)        | 2015   | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>营业收入</b>  | 1,469.9 | 1,741.6 | 2,133.5 | 2,453.5 | 2,819.0 | <b>成长性</b>   |        |       |       |       |       |
| 减:营业成本       | 453.6   | 477.4   | 597.9   | 646.4   | 706.4   | 营业收入增长率      | 124.7% | 18.5% | 22.5% | 15.0% | 14.9% |
| 营业税费         | 2.5     | 4.5     | 3.6     | 4.9     | 5.6     | 营业利润增长率      | 295.3% | 49.9% | 18.5% | 21.2% | 19.5% |
| 销售费用         | 388.4   | 501.3   | 490.7   | 564.3   | 648.4   | 净利润增长率       | 252.4% | 52.2% | 10.5% | 21.4% | 18.8% |
| 管理费用         | 265.9   | 324.7   | 384.0   | 431.8   | 493.3   | EBITDA 增长率   | 240.8% | 33.9% | 14.7% | 21.5% | 19.1% |
| 财务费用         | -14.8   | -81.8   | -119.9  | -139.3  | -164.8  | EBIT 增长率     | 261.4% | 35.5% | 14.5% | 22.2% | 19.7% |
| 资产减值损失       | 7.1     | 32.1    | 13.2    | 17.5    | 20.9    | NOPLAT 增长率   | 233.1% | 38.6% | 12.5% | 22.2% | 19.7% |
| 加:公允价值变动收益   | -0.3    | 7.3     | 1.3     | -0.2    | -0.3    | 投资资本增长率      | -10.7% | -7.6% | 2.6%  | 7.9%  | -9.6% |
| 投资和汇兑收益      | 64.0    | 154.8   | -       | -       | -       | 净资产增长率       | 9.2%   | 49.5% | 9.9%  | 9.7%  | 10.5% |
| <b>营业利润</b>  | 430.8   | 645.5   | 765.2   | 927.6   | 1,108.8 | <b>利润率</b>   |        |       |       |       |       |
| 加:营业外净收支     | 35.3    | 47.4    | 30.2    | 37.6    | 38.4    | 毛利率          | 69.1%  | 72.6% | 72.0% | 73.7% | 74.9% |
| <b>利润总额</b>  | 466.1   | 692.9   | 795.4   | 965.3   | 1,147.2 | 营业利润率        | 29.3%  | 37.1% | 35.9% | 37.8% | 39.3% |
| 减:所得税        | 48.4    | 58.1    | 79.5    | 96.5    | 114.7   | 净利润率         | 28.4%  | 36.5% | 32.9% | 34.7% | 35.9% |
| <b>净利润</b>   | 417.2   | 635.0   | 701.5   | 851.4   | 1,011.9 | EBITDA/营业收入  | 29.6%  | 33.5% | 31.4% | 33.1% | 34.3% |
|              |         |         |         |         |         | EBIT/营业收入    | 28.3%  | 32.4% | 30.2% | 32.1% | 33.5% |
| <b>资产负债表</b> |         |         |         |         |         | <b>运营效率</b>  |        |       |       |       |       |
|              | 2015    | 2016    | 2017E   | 2018E   | 2019E   | 固定资产周转天数     | 44     | 25    | 9     | 5     | 2     |
| 货币资金         | 1,084.7 | 3,554.1 | 4,086.4 | 4,522.5 | 5,666.4 | 流动营业资本周转天数   | 211    | 137   | 113   | 121   | 105   |
| 交易性金融资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 流动资产周转天数     | 461    | 698   | 821   | 803   | 803   |
| 应收帐款         | 129.8   | 378.8   | 82.5    | 456.8   | 227.3   | 应收帐款周转天数     | 27     | 53    | 39    | 40    | 44    |
| 应收票据         | -       | -       | -       | -       | -       | 存货周转天数       | 1      | 0     | 1     | 1     | 1     |
| 预付帐款         | 39.8    | 52.3    | 35.4    | 70.6    | 48.0    | 总资产周转天数      | 1,116  | 1,259 | 1,269 | 1,183 | 1,135 |
| 存货           | 2.3     | -       | 6.8     | 6.4     | 6.1     | 投资资本周转天数     | 852    | 652   | 518   | 475   | 408   |
| 其他流动资产       | 861.8   | 651.0   | 885.0   | 799.2   | 778.4   | <b>投资回报率</b> |        |       |       |       |       |
| 可供出售金融资产     | 62.8    | 81.5    | 52.7    | 65.7    | 66.6    | ROE          | 9.4%   | 9.6%  | 9.8%  | 10.8% | 11.7% |
| 持有至到期投资      | -       | -       | -       | -       | -       | ROA          | 8.7%   | 8.6%  | 9.3%  | 10.3% | 11.1% |
| 长期股权投资       | 26.9    | 20.4    | 20.4    | 20.4    | 20.4    | ROIC         | 10.1%  | 15.7% | 19.2% | 22.8% | 25.3% |
| 投资性房地产       | -       | -       | -       | -       | -       | <b>费用率</b>   |        |       |       |       |       |
| 固定资产         | 175.5   | 64.2    | 45.1    | 25.9    | 6.8     | 销售费用率        | 26.4%  | 28.8% | 23.0% | 23.0% | 23.0% |
| 在建工程         | -       | -       | -       | -       | -       | 管理费用率        | 18.1%  | 18.6% | 18.0% | 17.6% | 17.5% |
| 无形资产         | 17.0    | 1.2     | 1.7     | 1.4     | 1.4     | 财务费用率        | -1.0%  | -4.7% | -5.6% | -5.7% | -5.8% |
| 其他非流动资产      | -       | -       | -       | -       | -       | 三费/营业收入      | 43.5%  | 42.7% | 35.4% | 34.9% | 34.7% |
| <b>资产总额</b>  | 4,821.5 | 7,361.3 | 7,680.1 | 8,449.7 | 9,322.4 | <b>偿债能力</b>  |        |       |       |       |       |
| 短期债务         | 3.2     | 150.0   | -       | -       | -       | 资产负债率        | 7.8%   | 9.7%  | 4.9%  | 5.1%  | 5.0%  |
| 应付帐款         | 115.4   | 145.2   | 134.5   | 191.4   | 166.0   | 负债权益比        | 8.4%   | 10.7% | 5.1%  | 5.4%  | 5.3%  |
| 应付票据         | 60.0    | 107.6   | -       | -       | -       | 流动比率         | 5.74   | 7.73  | 15.22 | 15.35 | 16.80 |
| 其他流动负债       | -       | -       | -       | -       | -       | 速动比率         | 5.73   | 7.73  | 15.20 | 15.33 | 16.78 |
| 长期借款         | -       | -       | -       | -       | -       | 利息保障倍数       | -28.11 | -6.89 | -5.38 | -5.66 | -5.73 |
| 其他非流动负债      | -       | -       | -       | -       | -       | <b>分红指标</b>  |        |       |       |       |       |
| <b>负债总额</b>  | 375.3   | 714.1   | 375.2   | 435.1   | 469.8   | DPS(元)       | 0.05   | 0.05  | 0.08  | 0.09  | 0.10  |
| 少数股东权益       | 3.1     | 7.6     | 21.9    | 39.3    | 59.9    | 分红比率         | 22.9%  | 15.2% | 22.5% | 20.2% | 19.3% |
| 股本           | 871.7   | 1,932.6 | 1,932.6 | 1,932.6 | 1,932.6 | 股息收益率        | 0.5%   | 0.5%  | 0.8%  | 0.8%  | 1.0%  |
| 留存收益         | 3,573.3 | 4,835.6 | 5,350.5 | 6,042.7 | 6,860.0 |              |        |       |       |       |       |
| <b>股东权益</b>  | 4,446.2 | 6,647.1 | 7,305.0 | 8,014.6 | 8,852.6 |              |        |       |       |       |       |

## 现金流量表

|                   | 2015  | 2016    | 2017E  | 2018E  | 2019E   | 业绩和估值指标   |       |       |       |       |       |
|-------------------|-------|---------|--------|--------|---------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 417.7 | 634.8   | 701.5  | 851.4  | 1,011.9 | EPS(元)    | 0.22  | 0.33  | 0.36  | 0.44  | 0.52  |
| 加:折旧和摊销           | 20.8  | 19.8    | 23.7   | 24.5   | 24.1    | BVPS(元)   | 2.30  | 3.44  | 3.77  | 4.13  | 4.55  |
| 资产减值准备            | 7.1   | 32.1    | -      | -      | -       | PE(X)     | 48.8  | 32.1  | 29.0  | 23.9  | 20.1  |
| 公允价值变动损失          | 0.3   | -7.3    | 1.3    | -0.2   | -0.3    | PB(X)     | 4.6   | 3.1   | 2.8   | 2.6   | 2.3   |
| 财务费用              | -0.8  | -7.3    | -119.9 | -139.3 | -164.8  | P/FCF     | 25.3  | 18.8  | 46.6  | 33.4  | 15.2  |
| 投资损失              | -64.0 | -154.8  | -      | -      | -       | P/S       | 13.9  | 11.7  | 9.5   | 8.3   | 7.2   |
| 少数股东损益            | 0.5   | -0.1    | 14.3   | 17.4   | 20.7    | EV/EBITDA | 71.4  | 31.3  | 24.2  | 19.4  | 15.1  |
| 营运资金的变动           | 479.8 | -257.8  | -6.2   | -282.9 | 284.1   | CAGR(%)   | 27.6% | 17.6% | 84.7% | 27.6% | 17.6% |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 483.7 | 89.0    | 614.7  | 470.9  | 1,175.6 | PEG       | 1.8   | 1.8   | 0.3   | 0.9   | 1.1   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | 266.8 | 193.7   | 40.1   | -20.6  | -9.6    | ROIC/WACC | 0.7   | 1.1   | 1.3   | 1.5   | 1.7   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -50.6 | 1,854.3 | -122.4 | -14.2  | -22.1   | REP       | 13.9  | 5.7   | 4.1   | 3.1   | 2.8   |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

|       |     |               |                           |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701  | gejy@essence.com.cn       |
|       | 朱贤  | 021-35082852  | zhuxian@essence.com.cn    |
|       | 许敏  | 021-35082953  | xumin@essence.com.cn      |
|       | 孟硕丰 | 021-35082788  | mengsf@essence.com.cn     |
|       | 李栋  | 021-35082821  | lidong1@essence.com.cn    |
|       | 侯海霞 | 021-35082870  | houhx@essence.com.cn      |
| 北京联系人 | 潘艳  | 021-35082957  | panyan@essence.com.cn     |
|       | 原晨  | 010-83321361  | yuanchen@essence.com.cn   |
|       | 温鹏  | 010-83321350  | wenpeng@essence.com.cn    |
|       | 田星汉 | 010-83321362  | tianxh@essence.com.cn     |
|       | 王秋实 | 010-83321351  | wangqs@essence.com.cn     |
|       | 张莹  | 010-83321366  | zhangying1@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 李倩  | 010-83321355  | liqian1@essence.com.cn    |
|       | 周蓉  | 010-83321367  | zhourong@essence.com.cn   |
|       | 胡珍  | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn     |
|       | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn      |
|       | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn     |
|       | 侯海霞 | 0755-82558040 | houhx@essence.com.cn      |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034