

强烈推荐-A (维持)

二三四五 002195.SZ

当前股价: 6.28 元
2017年07月23日

蛟龙水中游, 不改英雄本色

基础数据

上证综指	3238
总股本(万股)	328545
已上市流通股(万股)	183762
总市值(亿元)	206
流通市值(亿元)	115
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	11.1
资产负债率	11.4%
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	-2	10	-13
相对表现	-5	-1	-27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《二三四五(002195)——继续走强, 逆势爆发逻辑得以验证》2017-04-23
- 2、《二三四五(002195)——逆境炼真金》2017-04-13
- 3、《二三四五(002195)——消金龙头, 强势亮剑》2017-03-10

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

研究助理

宋兴未
songxingwei@cmschina.com.cn

研究助理

刘玉萍
liuyuping@cmschina.com.cn

公司半年度业绩继续爆发, 政策收紧未影响财务表现。有刚需+主动拥抱监管, 短期政策压力并不集中。继续看好公司受益行业爆发的可能性。继续强烈推荐。

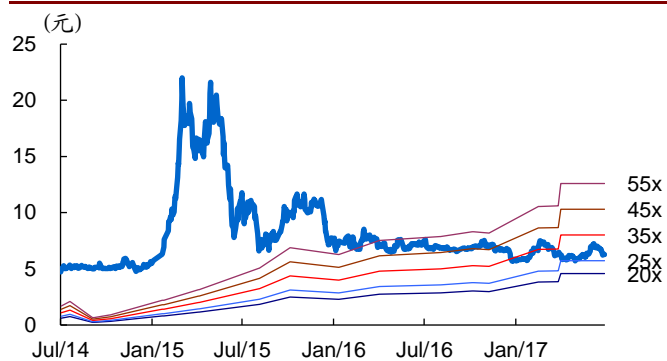
- **事件:** 公司发布 2017 年半年度业绩快报, 实现营业收入 10.67 亿元, 同比增长 33.85%, 归属于上市公司股东的净利润 4.5 亿元, 同比增长 93.75%。
- **业绩逆势翻番, 政策收紧未影响财务表现:** 公司中报业绩继续了一季度的爆发趋势, 依旧主要得益于消费金融业务。虽然上半年出台的监管政策使市场对公司所从事的消金业务产生了一些担忧, 但目前并未对公司的财务表现产生实质影响。由于原有消金合作机构的变化, 公司在 4、5 月份开展消费金融业务时, 更多地开始倚重于自有资金, 以至于月放款规模未出现明显增长, 但是这也使公司的分成比例得以提升, 拥有了更大的利润分成, 因此上半年业绩表现依旧亮眼。而下半年, 随着更多合作方的到位以及公司增资小贷公司后的资金到位, 公司的月环比放款增速有望回归正轨, 并且考虑到分成比例的提升这一附加增益, 公司其实将拥有比以前更大的业绩弹性。
- **有刚需+主动拥抱监管, 短期政策压力并不集中:** 市场普遍关心未来政策将对公司产生的影响。我们认为, 首先在需求端, 公司所从事的小额消费金融对标的群体主要是蓝领、工薪阶层、或刚参加工作不久的年轻人, 这些群体普遍拥有一个特点: 即有一定的稳定收入, 但收入普遍不高, 且缺乏信用卡覆盖, 或信用卡额度较低。这一群体面临偶有的集中消费需求时, 是有很强烈的刚需在的。其次, 在公司层面, 公司的规范性及主动拥抱监管的策略反而有助于公司在监管趋严的大环境下提升市场集中度。公司先前公告拟与江苏银行、凯基银行等机构合作发起设立消费金融公司正是主动接受监管的表现。因此我们认为, 短期看政策对于消费金融的监管压力并未集中在公司身上, 而更多地集中在一些校园贷平台以及一些规范性不足且费率更高的平台上。我们依旧看好公司受益消金行业爆发这一历史机遇的可能性。
- **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 8.2/11.2/14.5 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	907	1237	1612
同比增长	295%	50%	41%	36%	30%
净利润(百万元)	417	635	828	1123	1457
同比增长	252%	52%	30%	36%	30%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.25	0.34	0.44
PE	49.5	32.5	24.9	18.4	14.2
PB	4.6	3.1	2.4	2.2	1.9

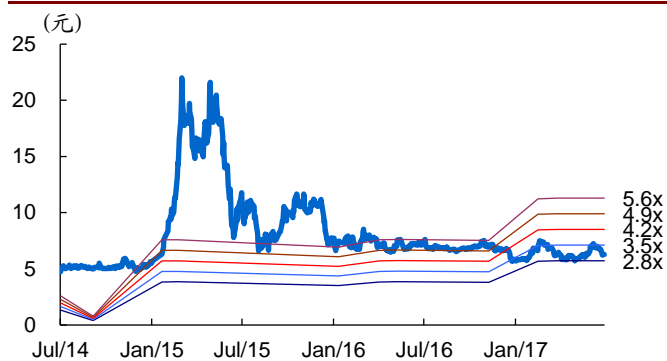
资料来源: 公司数据、招商证券

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
- 《二三四五: 逆境炼真金》, 2017/04
- 《二三四五: 继续走强, 逆势爆发逻辑得以验证》, 2017/04

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2118	4636	6669	7813	9203
现金	1085	3554	5239	5772	6465
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
非流动资产	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
资产总计	4822	7361	9309	10378	11698
流动负债	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
长期负债	6	114	114	114	114
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	114	114	114	114
负债合计	375	714	646	841	1042
股本	872	1933	3285	3285	3285
资本公积金	2820	3416	3416	3416	3416
留存收益	751	1290	1954	2829	3949
少数股东权益	3	8	7	7	7
归属于母公司所有者权益	4443	6640	8656	9530	10650
负债及权益合计	4822	7361	9309	10378	11698

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	484	89	560	629	871
净利润	417	635	828	1123	1457
折旧摊销	21	20	8	(2)	(11)
财务费用	(1)	(7)	(29)	(44)	(49)
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)
投资活动现金流	267	194	98	98	98
资本支出	(16)	(14)	98	98	98
其他投资	283	208	0	0	0
筹资活动现金流	(51)	1854	1027	(193)	(277)
借款变动	(122)	(17)	(201)	0	0
普通股增加	523	1061	1352	0	0
资本公积增加	(523)	596	0	0	0
股利分配	(12)	(138)	(164)	(248)	(337)
其他	84	352	40	55	60
现金净增加额	700	2137	1685	534	693

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
营业收入	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)	(29)	(44)	(49)
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
营业利润	431	646	907	1237	1612
营业外收入	36	50	23	23	23
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	466	693	928	1258	1632
所得税	48	58	100	135	176
净利润	418	635	828	1123	1456
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	417	635	828	1123	1457
EPS (元)	0.13	0.19	0.25	0.34	0.44

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	125%	18%	34%	43%	34%
营业利润	295%	50%	41%	36%	30%
净利润	252%	52%	30%	36%	30%
获利能力					
毛利率	69.1%	72.6%	69.8%	68.9%	69.2%
净利率	28.4%	36.5%	35.5%	33.8%	32.7%
ROE	9.4%	9.6%	9.6%	11.8%	13.7%
ROIC	8.2%	7.3%	9.0%	11.2%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	7.8%	9.7%	6.9%	8.1%	8.9%
净负债比率	0.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	7.7	12.5	10.8	9.9
速动比率	5.7	7.7	12.5	10.8	9.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	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
每股资料 (元)					
每股收益	0.13	0.19	0.25	0.34	0.44
每股经营现金	0.15	0.03	0.17	0.19	0.27
每股净资产	1.35	2.02	2.64	2.90	3.24
每股股利	0.04	0.05	0.08	0.10	0.13
估值比率					
PE	49.5	32.5	24.9	18.4	14.2
PB	4.6	3.1	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	15.0	11.1	7.3	5.4	4.1

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。

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。