

强烈推荐-A (维持)

二三四五 002195.SZ

当前股价: 8.76 元  
2017年08月17日

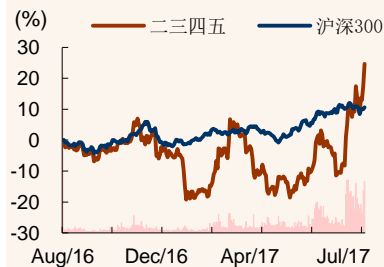
成长性卓越, 机会来自预期差

基础数据

上证综指	3268
总股本(万股)	328545
已上市流通股(万股)	183762
总市值(亿元)	288
流通市值(亿元)	161
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	%
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	24	44	16
相对表现	24	36	7



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《二三四五(002195)一蛟龙水中游,不改英雄本色》2017-07-24
- 2、《二三四五(002195)一继续走强,逆势爆发逻辑得以验证》2017-04-23
- 3、《二三四五(002195)一逆境炼真金》2017-04-13

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

公司上半年业绩依旧卓越,各项指标稳健,三季度业绩预告超预期。行业监管否极泰来,优质龙头将受益行业供给侧出清。继续强烈推荐。

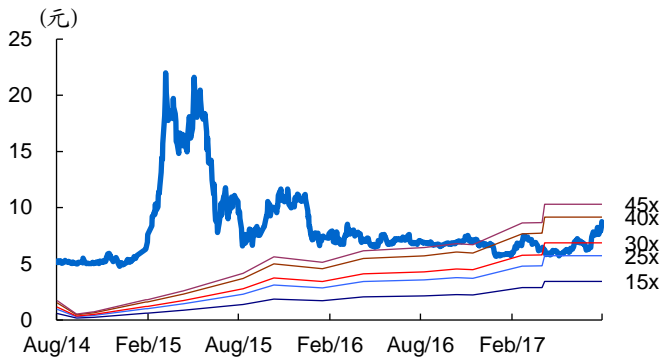
- **事件:** 公司发布 2017 年中报,实现营业收入 10.66 亿元,同比增长 33.85%,净利润 4.53 亿元,同比增长 95.19%。公司另发布 2017 三季度业绩预告,预计净利润 6.6 亿—8.1 亿元,同比增长 80%-120%。
- **业绩依旧卓越,各项指标稳健,机会来自预期差:** 公司上半年业绩并未受到监管收紧的影响,且三季度业绩预告预计实现超预期的 80%-120% 高增长,爆发力不减反增。这也印证了我们先前的观点,即:虽然原有资金合作方变化以致 4-6 月单月放款规模未明显增长,但分成比例的提升反而无形中提高了公司的业绩弹性,随着后续新合作方陆续到位,业绩爆发力将更强。目前市场普遍对消费金融行业的监管收紧有所担忧,但从实际情况看,公司目前消费金融业务开展一切正常,上半年各项指标稳健:消金业务贡献了约 5.5 亿营收,同比增长 16 倍,2.4 亿净利润,同比增长 45 倍,已占据公司业绩的半壁江山。累计发放贷款总金额 129.60 亿元,环比 2016H2 增长 150%。2017 年 6 月单月放款规模 25.14 亿元, M4 坏账率维持在约 3% 的水平。可见,在监管因素之外,公司从去年开始探索的消费金融业务已经愈发成熟,只要市场环境不发生重大变化,消金将为公司贡献巨大的超预期可能。
- **行业监管否极泰来,优质龙头将受益供给侧出清:** 去年以来,整个互金行业监管一直在收紧,当前已降至冰点。市场普遍关心未来政策将对公司产生的影响。我们的观点是:需求旺盛,且监管压力并不集中。公司的消费金融对标群体主要是蓝领、应届生、工薪阶层,这一群体有很强烈的消费贷刚需在。而在监管方面,当前压力更多地集中在校园贷平台及一些规范性不足且费率更高的平台上。公司的规范性及主动拥抱监管的策略反而有助于在行业供给侧出清的过程中提升市场集中度。
- **维持“强烈推荐-A”评级:** 考虑公司业绩弹性的增强及三季度业绩预告,我们上调 2017-18 年的业绩预测为 9.1/12.2 亿元,维持“强烈推荐-A”投资评级。
- **风险提示:** (1) 政策风险 (2) 互联网消费金融业务增速不达预期。

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	2384	3297	4145
同比增长	125%	18%	37%	38%	26%
营业利润(百万元)	431	646	1001	1349	1692
同比增长	295%	50%	55%	35%	25%
净利润(百万元)	417	635	912	1222	1528
同比增长	252%	52%	44%	34%	25%
每股收益(元)	0.48	0.33	0.28	0.37	0.47
PE	18.3	26.7	31.5	23.5	18.8
PB	1.7	2.5	3.3	2.9	2.6

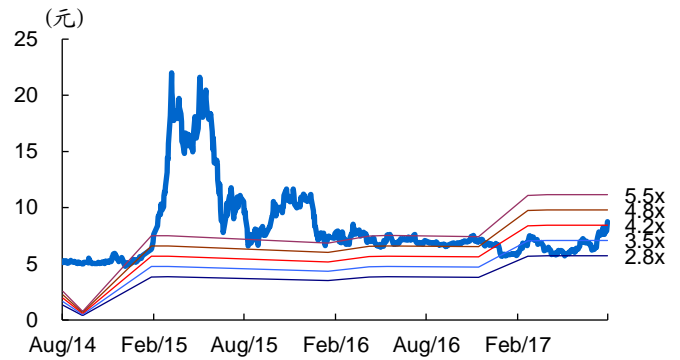
资料来源: 公司数据、招商证券

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
- 《二三四五: 蛟龙水中游, 不改英雄本色》, 2017/08

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	6786	7965	9303
现金	1085	3554	5331	5951	6778
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	476	658	827
其它应收款	7	12	17	23	29
存货	2	0	0	0	0
其他	902	703	962	1332	1669
<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>9427</b>	<b>10529</b>	<b>11799</b>
<b>流动负债</b>	369	600	498	652	760
短期借款	3	150	0	0	0
应付账款	104	141	191	268	323
预收账款	41	33	45	63	75
其他	221	275	262	321	362
<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>612</b>	<b>766</b>	<b>875</b>
股本	872	1933	3285	3285	3285
资本公积金	2820	3416	3416	3416	3416
留存收益	751	1290	2106	3055	4216
少数股东权益	3	8	7	7	7
归属于母公司所有者权益	4443	6640	8807	9756	10917
<b>负债及权益合计</b>	<b>4822</b>	<b>7361</b>	<b>9427</b>	<b>10529</b>	<b>11799</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	585	739	1033
净利润	417	635	912	1222	1528
折旧摊销	21	20	8	(2)	(11)
财务费用	(1)	(7)	(29)	(45)	(51)
投资收益	(64)	(155)	(11)	(11)	(11)
营运资金变动	117	(406)	(271)	(414)	(413)
其它	(6)	3	(24)	(10)	(9)
<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	1095	(217)	(304)
借款变动	(122)	(118)	(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)	(37)	(97)	(274)	(367)
其他	84	352	41	56	62
<b>现金净增加额</b>	<b>700</b>	<b>2137</b>	<b>1777</b>	<b>620</b>	<b>826</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	2384	3297	4145
营业成本	454	477	646	907	1090
营业税金及附加	3	4	6	8	11
营业费用	388	501	337	476	631
管理费用	266	325	434	613	783
财务费用	(15)	(82)	(29)	(45)	(51)
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	1001	1349	1692
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	1022	1369	1712
所得税	48	58	110	147	184
<b>净利润</b>	418	635	912	1222	1528
少数股东损益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>归属于母公司净利润</b>	417	635	912	1222	1528
<b>EPS (元)</b>	0.48	0.33	0.28	0.37	0.47

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	125%	18%	37%	38%	26%
营业利润	295%	50%	55%	35%	25%
净利润	252%	52%	44%	34%	25%
<b>获利能力</b>					
毛利率	69.1%	72.6%	72.9%	72.5%	73.7%
净利率	28.4%	36.5%	38.3%	37.1%	36.9%
ROE	9.4%	9.6%	10.4%	12.5%	14.0%
ROIC	8.2%	7.3%	9.8%	11.9%	13.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	7.8%	9.7%	6.5%	7.3%	7.4%
净负债比率	0.1%	2.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	5.7	7.7	13.6	12.2	12.2
速动比率	5.7	7.7	13.6	12.2	12.2
<b>营运能力</b>					
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	5.7	5.8	5.6
应付帐款周转率	4.3	3.9	3.9	3.9	3.7
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.48	0.33	0.28	0.37	0.47
每股经营现金	0.55	0.05	0.18	0.22	0.31
每股净资产	5.10	3.44	2.68	2.97	3.32
每股股利	0.04	0.05	0.08	0.11	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	18.3	26.7	31.5	23.5	18.8
PB	1.7	2.5	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	21.7	16.2	9.5	7.2	5.7

## 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。