

中科金财加快构建互联网金融生态圈

投资要点：

- 公司中报业绩显著高于去年同期，业绩高增长的原因包括以下方面：公司去年底收购的滨河创新2014年12月1日起纳入公司的合并报表范围；公司智能银行业务收入增长的迅速，增速高达225%，而由于该业务的毛利率水平高，由此也拉高了公司总体毛利率水平；公司推进的阿米巴多层级合伙人经营责任制卓有成效，有效调动了员工参与经营管理的自主性和积极性，极大程度上激励了员工增收提效的动力，公司的经营费用率水平也明显降低。
- 公司2014年确立“互联网金融”战略以来，还进行了广泛的业务布局，以努力形成以互联网银行平台、金融资产交易平台为核心的互联网金融生态圈，如公司今年四季度将成立第三方直销同盟银行，以帮助部分中小银行互联网转型；公司今年以来通过广泛战略合作加快获取优质资产，目前规模总量已经达到4万亿左右；公司还通过入股大连金交所等加快金融资产交易平台的建设；公司还不断强化自身金融服务的核心竞争力，以更好地服务金融生态圈的参与者。
- 公司积极参与以上互联网金融生态圈建设，也就可以从金融服务产业链的各个环节受益，未来业绩成长的空间也将打开。公司也将成功从传统IT金融服务商转型为互联网金融平台龙头服务商。公司目前200多亿的市值从未来较长时间来看处于低估状态。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	522	1,023	1,098	1,389
增长率(%)	13.68%	96.06%	7.39%	26.50%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	63.37	56.02	77.70	168.92
增长率(%)	12.55%	-11.60%	38.70%	117.39%
毛利率%	44.74%	26.15%	24.32%	25.80%
净资产收益率(%)	9.62%	7.96%	5.18%	10.17%
EPS(元)	0.20	0.18	0.25	0.53
P/E(倍)	41.00	40.70	112.00	152.09
P/B(倍)	39.01	36.48	17.11	15.47

数据来源：民族证券

中科金财 (002657.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	首次
目标价格：	120

市场数据

市价(元)	81.05
上市的流通 A 股(亿股)	1.65
总股本(亿股)	3.17
52 周股价最高最低(元)	186-36.01
上证指数/深证成指	3965.34/ 13445.87
2014 年股息率	0%

52 周相对市场变化

14-8 14-10 14-12 15-2 15-4 15-6

相关研究

正文目录

15 年业绩高增长	3
互联网金融生态圈加快建立	3
财务预测	6

图表目录

图 1:公司智能银行解决方案	3
----------------------	---

事件：

中科金财上半年营业收入同比增长 19.1%，归母净利润同比增长 183.7%。

15 年业绩高增长

公司中报业绩显著高于去年同期，业绩高增长的原因包括以下方面。

公司去年底收购的滨河创新 2014 年 12 月 1 日起纳入公司的合并报表范围，该公司上半年收入 8929 万元，实现净利润 3638 万元，较去年同期增速 23%。若不计收购，公司原有业务收入与去年同期基本持平，同比增长 1.74%。

公司智能银行业务收入增长的迅速，增速高达 225%，而由于该业务的毛利率水平高，由此也拉高了公司总体毛利率水平，智能银行业务业绩高增长的原因包括：自近年来公司将智能银行确定为互联网金融核心业务的战略，更加聚焦于智能银行业务的推广，而由于公司汇集了国内最强大的银行转型咨询团队，他们非常了解中小银行的需求与诉求，这也使得广大中小银行更能够接受公司提供的智能银行解决方案，由此促进了公司智能银行业务的增长。

图 1: 公司智能银行解决方案



资料来源：民族证券

公司推进的阿米巴多层级合伙人经营责任制卓有成效，有效调动了员工参与经营管理的自主性和积极性，极大程度上激励了员工增收提效的动力，如去年 67 个合伙人经营体除了 2 个未完成收入目标外，其他都超额完成；公司的经营费用率水平也明显降低，如销售费用率同比减少 0.7 个百分点，管理费用率同比减少 4.5 个百分点。

我们也由此预计，在阿米巴多层级合伙人经营制已经充分绑定员工利益，并由此吸引了越来越多的金融界高管和专才都纷纷加盟中科金财（目前已经吸引了 100 多名金融专才）的情况下，公司今年业绩高成长具有较强确定性。

互联网金融生态圈加快建立

除了传统业务以外，公司 2014 年确立“互联网金融”战略以来，还进行了广泛的业务布局，以努力形成以互联网银行平台、金融资产交易平台为核心的互联网金融生态圈，这也将拓宽公司未来业绩成长空间。

第一，互联网银行平台的一方是广大的中小银行，他们在目前利率市场化加快，利息差加速收缩，互联网又开始冲击传统银行业务的情况下，盈利压力陡然增大（今年以来，中小银行普遍利润下降 33%-50%），有着较强的互联网转型的迫切要求，但它们既缺乏互联网基因，又缺乏人才等资源支持，还受到严格的监管限制，这无疑给了中科金财这样具有较丰富的互联网银行经验的第三方公司机会。公司也因此将助力中小银行互联网转型作为战略布局的重点。

如针对中小银行的资金缺乏较好的投资渠道，公司已经构建了非常强大的资管团队（目前有 4 大资管团队），他们能够为中小银行资金理财，并取得不错的收益；为加快部分中小银行互联网转型的进程，目前公司已拟与 6-7 家银行合资成立互联网金融公司，公司不仅利用专长帮助它们提高金融产品开发，设计能力，获取互联网银行运营经验，还会给它们带来优质的资产与客户资源；针对更广泛的中小银行群体迫切希望开展直销银行业务，但自身无能力摆脱监管限制，也缺乏以较小成本方式拓展客户和业务的困境，公司今年四季度将成立第三方直销联盟银行，该直销联盟具有以下多方面的优势：如公司具有搭建互联网金融平台的全面服务能力，该联盟平台成立后有利于显著降低单个银行成立直销银行的成本，降低它们互联网转型的难度；公司将为联盟平台提供丰富的优质资管产品，这样一方面可以满足联盟中小银行强烈的资产管理需求，另外一方面这些资管产品还可以交由联盟平台内的中小银行销售，丰富这些银行的理财产品组合；该联盟还是中小银行销售自身优秀的理财产品的平台，客户通过该平台购买银行的理财产品不需要面签，这样就使得银行可以在合法规避现有直销银行的规定的基础上（客户只有经过面签开户才能购买本行的理财产品），更好通过互联网拓展理财业务及客户。

第二，互联网银行平台的另一方是优质资产所有者，也只有更多优质资产方的引入，平台才会更有吸引力。公司为此今年以来通过广泛战略合作加快获取优质资产，目前规模总量已经达到 4 万亿左右，它们主要来自央企或知名企业，军工资产，地方政府私募债、银行贷款资产等。

如公司今年 3 月与华夏幸福签署了战略合作框架协议，双方将充分整合彼此的优势资源，在互联网金融产业园开发、互联网金融产业园区建设、互联网银行、产业链融资、供应链融资、产业园区企业相关金融电子商务服务等领域开展多种合作。这无疑有利于公司未来获得华夏幸福不断扩大的产业园区内优质资产（如华夏幸福运营的产业新城未来几年将从目前 37 个县扩张到 100 个县），它们包括有稳定收益的基础设施运营资产，房地产租金收益权等；7 月公司与中航资本签订了战略合作框架，双方将以具体业务为先导，推动航空产业链项目、资金对接、寻找新兴产业投融资机会、促进线上、线下综合金融资源共享，这意味着中航资本作为中国航空工业集团唯一的资产证券化平台，未来有望不断通过中科金财的互联网金融平台实现资产的流动与变现，公司也将因此获得庞大的优质军工资产。

第三，公司今年以来也不断加快作为公司互联网金融生态圈的核心支柱：金融资产交易平台的建设。如今年 5 月公司与浙江金融资产交易所达成合作，完成了对大连金融资产交易所的增资扩股（持有大连金融资产交易所 20%股权），同期公司还完成对安粮期货的增资事项，并通过安粮期货间接成为安徽省金融资产交易所重要股东。

这些金融资产交易所不仅可以为公司提供优质的资产，如当地许多优质的国有资产，地方政府资产都通过交易所平台进行交易，从而可以为互联网银行平台提供好的投资标的，更重要的还在于它们还是公司将优质资产证券化的平台，从而可以更好地满足资产方的融资需求，如中小银行的贷款资产可以通过该平台更好地转让，地方政府或国有企业的资产可以更快地实现变现。我们也由此预计公司今后也会继续加大对于金融资产交易所的投资，最终实现金融资产交易所的全国布局。

第四，作为互联网金融生态圈的重要主导者，公司还不断强化自身金融服务的核心竞争能力，以更好地服务金融生态圈的参与者。如一方面公司通过阿米巴多层级合伙人灵活的机制吸引了诸多金融专长加盟公司，以此强

化公司在诸多金融产品设计、开发领域的优势，例如公司目前在资产证券化领域的研究实践获得众多合作伙伴及管理层的认可，另一方面公司也积极搭建综合金融服务的平台，以全方位地满足金融生态圈参与者的金融服务需求。如公司增资的安粮期货正在申请资产管理、新三板、风险管理、期权、基金销售等创新业务资格，上述创新业务资格将助力中科金财开展包括资产管理、资产证券化、产业链融资、供应链融资、金融衍生品交易、征信等互联网金融综合服务。

公司积极参与以上互联网金融生态圈建设，也就可以从金融服务产业链的各个环节受益，未来业绩成长的空间也将打开。如公司可以通过担任资产证券化全业务链服务商，从基础资产选择、产品组合设计、风险控制、承销发行过程中获得收益，保守估计，假设公司未来搭建的银行联盟平台的中小银行数量为 500 家，每家中小银行的平均信贷资产规模在 500 亿元，即使它们将 10% 的资产进行证券化，公司获得 20% 的市场份额并收取 2% 的服务费率，收入规模就高达 100 亿元；公司目前有 4 万亿优质资产，这些资产即使今后有 20% 需要交易，定价，发行等，以 2% 的费率计算，公司可以获得 160 亿的收入。而由于公司提供金融服务的过程也会使得互联网金融生态圈的参与者明显获益，如公司为中小银行提供资产管理业务及高附加值业务，并为其提供丰富的优质资产有助于中小银行更好转型互联网银行；公司为央企、地方政府、信托等机构提供资产交易、收益权转让、资产证券化的交易平台和流动性服务，可以帮助地方政府或国企更好的开展金融改革和国企改革等，这也有利于吸引更多的合作伙伴的加入，进一步放大公司搭建的互联网金融生态圈价值。公司也将成功从传统 IT 金融服务商转型为互联网金融平台龙头服务商。公司目前 200 多亿的市值从未来较长时间来看处于低估状态。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	84,069	116,889	129,807	157,377	营业收入	522	1,023	1,098	1,389
现金	42,975	56,877	63,760	86,495	营业成本	288	755	831	1,031
应收账款	4,364	5,186	7,070	8,368	营业税金及附	4	3	3	4
其它应收款	2,982	2,974	3,874	4,066	营业费用	40	40	25	24
预付账款	3,292	5,302	975	1,603	管理费用	137	180	170	181
存货	30,456	37,090	42,877	50,847	财务费用	-1	16	17	-6
其他	0	9,460	11,251	6,000	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	19,126	22,005	97,565	97,534	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	2,712	3,072	投资净收益	0	1	5	4
固定资产	9,825	8,156	10,328	8,189	营业利润	52	29	57	160
无形资产	5,074	7,734	14,314	16,110	营业外收支	17	36	27	30
其他	4,227	6,116	70,211	70,163					
资产总计	103,195	138,894	227,372	254,912	利润总额	69	64	85	190
流动负债	35,652	40,010	53,050	65,894	所得税	9	8	6	19
短期借款	11,874	3,000	0	0	净利润	60	56	79	171
应付账款	9,737	11,686	11,285	14,489	少数股东损益	-3	0	1	3
其他	14,041	25,324	41,765	51,406	归属母公司净	63	56	78	169
非流动负债	1,655	27,889	23,844	22,344	EBITDA	99	125	160	233
长期借款	0	23,796	23,844	22,344	EPS (元)	0.20	0.18	0.25	0.53
其他	1,655	4,093	0	0	主要财务比				
负债合计	37,307	67,899	76,894	88,238	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	26	578	367	622	成长能力				
股本	6,980	10,470	15,849	31,649	营业收入	13.68%	96.06%	7.39%	26.50%
资本公积金	35,976	32,486	99,762	83,962	营业利润		-45.28%	101.04%	179.44%
留存收益	16,570	22,907	27,462	34,500	归属母公司净	12.55%	-11.60%	38.70%	117.39%
归属母公司股东权益	65,862	70,417	150,111	166,052	获利能力				
负债和股东权益	103,195	138,894	227,372	254,912	毛利率	44.7%	26.1%	24.3%	25.8%
现金流量表					净利率	11.6%	5.5%	7.2%	12.3%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	9.6%	8.0%	5.2%	10.2%
经营活动现金流	-10	152	245	263	ROIC	25.1%	10.7%	16.0%	12.4%
净利润	60	56	79	171	偿债能力				
折旧摊销	3,062	4,649	6,108	5,250	资产负债率	36.15%	48.89%	33.82%	34.62%
财务费用	26	1,975	2,333	-647	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	93	-13	-25	0	流动比率	2.36	2.92	2.45	2.39
营运资金净变动(增加为负)	7,226	6,187	-9,930	-7,717	速动比率	1.50	1.76	1.43	1.53
其它	-10,477	-12,702	1,680	3,207	营运能力				
投资活动现金流	-140	-169	-299	-22	总资产周转率	0.51	0.74	0.48	0.55
资本支出	13,270	7,535	5,422	600	应收帐款周转	11.95	19.72	15.53	16.60
长期投资	700	32,260	74,585	0	存货周转率	0.95	2.04	1.94	2.03
其他	-14,109	-39,963	-80,306	-622	每股指标(元)				
筹资活动现金流	395	143	208	-14	每股收益	0.20	0.18	0.25	0.53
短期借款	5,674	-8,874	-3,000	0	每股经营现金	-0.03	0.48	0.77	0.83
长期借款	0	0	0	-1,500	每股净资产	2.08	2.22	4.74	5.24
普通股增加	1,745	3,490	5,379	15,800	估值比率				
资本公积增加	31,628	-3,490	67,277	-15,800	P/E	41.00	40.70	112.00	152.09
其他	-38,652	9,017	-69,448	1,486	P/B	39.01	36.48	17.11	15.47
现金净增加额	246	127	154	227	EV/EBITDA	54.09	65.75	77.86	107.54

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10 年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)