

## 奥马电器 (002668.SZ)

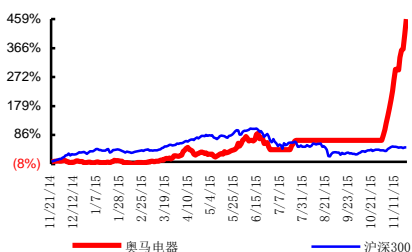
### 打造 N 个“陆金所”，互联网金融的阿里模式

**评级：** 买入      **前次：** 首次覆盖  
**目标价（元）：** 160  
**分析师：** 李振亚      **联系人：** 孙雨轩  
 S0740514120001      021-20315125  
 0210-20315087      sunyx@r.qlzq.com.cn  
 lizy@r.qlzq.com.cn      齐鲁通信、物联网团队  
 2015 年 11 月 21 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	165
流通股本(百万股)	165
市价(元)	116.88
市值(百万元)	19,326
流通市值(百万元)	19,326

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,257.20	4,461.01	4,746.06	5,275.67	6,101.48
营业收入增速	23.16%	4.79%	6.39%	11.16%	15.65%
净利润增长率	19.68%	3.80%	23.54%	73.27%	71.17%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.23	1.52	1.74	2.99
前次预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
市场预测每股收益(元)	-	-	-	-	-
偏差率(本次-市场/市场)	-	-	-	-	-
市盈率(倍)	18.77	16.44	77.01	67.01	39.15
PEG	0.95	4.32	3.27	0.91	0.55
每股净资产(元)	8.17	9.17	10.41	19.11	22.09
每股现金流量	1.18	2.82	0.42	2.47	3.48
净资产收益率	14.49%	13.40%	14.58%	9.13%	13.51%
市净率	2.72	2.20	11.23	6.12	5.29
总股本(百万股)	165.35	165.35	165.35	249.29	249.29

备注：市场预测取聚源一致预期

#### 投资要点

- 入主奥马电器，“钱包金服”登陆资本市场。**2015 年 10 月 30 日，公司公告通过 1) 原股东让出实际控制人 2) 同一控制下收购中融金 51% 股权 3) 定增 26 亿新设三家公司等交易结构，实现“钱包金服”入主奥马电器登陆资本市场。**需要特别注意：**1) 原股东累计转让公司 32.77% 的股份，其中非限售流通股共有 0.46 亿，交易完成后流通股缩减至 0.68 亿股；2) “钱包金服”员工参与设立的“北京融金核心壹号投资中心（筹）”、“北京融金核心叁号投资中心（筹）”参与本次定增，累计认购 3 亿元，彰显信心。
- 打造 N 个“陆金所”，构建互联网金融生态。**“钱包金服”致力于为中小银行等金融机构打造类似“陆金所”的互联网金融云服务平台，并借助自营 APP “好贷宝、卡惠、钱包生活”为个人用户提供便捷的消费、理财与信贷服务，构建互联网金融生态。**1) 业务框架：**以“互联网金融云服务平台”为核心、“社区金融 O2O”为触角展开，通过大量中小银行等金融机构及海量个人用户为资源，构建闭环互联网金融生态圈；**2) 商业模式：**云平台免费，按照“金融产品”的交易情况收取“信息服务费（SaaS）”，并通过所构建的自营 APP 及互联网营销联盟，收取相应的产品代销费（引流）。
- B2B：借力中小银行，卡位互联网金融黄金十年。**互联网金融的本质还是金融，即：“资产端”与“资金端”的匹配，其核心是“风险评估与定价”，P2P 平台尚难以对“资产端”有效风控并定价。当前，国家政策频出，引导互联网金融的“资产端”向银行系转移。银行作为传统金融机构，具备较强的资产端风险评估及定价能力，区域性中小银行对长尾资产的渗透力更强。“钱包金服”凭借其领先的产品技术水平及创新商业模式已经和 30+ 家中小银行签约（约 15 家已上线运行），年底预计会到 100 家，2016 年预计达到 200 家。我们认为，被准确风险评估并定价的“资产”相对“稀缺”，囤积这类资产将在互联网金融发展的过程中实现弯道超车。

■ **B2B2C：布局移动互联网入口，社区金融 O2O 择机待发。**“钱包金服”以“互联网金融云服务平台”卡位中小银行，以“智能 POS”渗透线下商家，提前布局移动互联网入口，为个人用户提供集“消费、理财、信贷”为一体的普惠金融体验。其中，“卡惠”APP 累计装机 1400 万，提供 20 家主要银行，48 个主要城市的信用卡优惠信息；“好贷宝”APP 向个人用户提供 POS T+0 垫资的“日息宝”及“银行宝”等理财产品，日均交易量约 3000 万元，并增势明显；“钱包生活”作为社区金融 O2O 的拳头产品，已在北京等地区测试，大规模推广可期。

■ **我们认为，“钱包金服”以借力中小银行发力普惠金融，是 A 股市场最为纯正的互联网金融标的。如果，阿里巴巴是让天下没有难做的生意，那么在互联网金融领域，“钱包金服”是以为“中小银行”构建自己的“陆金所”为使命。**

■ **盈利预测与投资建议：6 个月目标价 160 元，首次覆盖给予“买入”评级**

我们将公司传统的冰箱 ODM 业务和互联网金融业务分别进行盈利预测。其中，冰箱 ODM 业务 2015-2017 年贡献净利润分别为 22,192.97、24,412.27、26,853.50 万元；考虑到“中融金”的业绩承诺及定增 26 亿在 2016、2017 年业绩释放，互联网金融业务 2015-2017 贡献净利润分别为 3,162.00、18,540.00、46,043.00 万元。参考同类上市公司对应 2016 年的市盈率作为估值参考，冰箱 ODM 业务 2016 年 PEx25，互联网金融业务 2016 年 PEx180。我们给予未来 6 个月内估值为 396 亿元，增发后总股本 2.49 亿股，对应目标价为 160 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 募投项目实施及运营风险；2) 互联网金融政策监管风险；3) 股市系统性风险。

## 内容目录

入主奥马电器，“钱包金服”登陆资本市场 .....	- 5 -
冰箱 ODM 领域“成长股”，业绩平稳增长 .....	- 5 -
实际控制人变更，收购“中融金”转型互联网金融 .....	- 5 -
定增 26 亿布局三大业务，“钱包金服”大格局初现 .....	- 6 -
打造 N 个“陆金所”，构建互联网金融生态 .....	- 8 -
业务框架：面向“中小银行、线下商家、个人用户”的互联网金融生态 .....	- 8 -
商业模式：信息服务费（SaaS）+ 产品代销费（引流） .....	- 9 -
“钱包金服”借力“中小银行”，卡位互联网金融黄金十年 .....	- 11 -
互联网金融 2.0 时代，银行系“资产端”主导 .....	- 11 -
借力中小银行，构建互联网金融的阿里模式 .....	- 12 -
普惠金融，深挖长尾 .....	- 13 -
“钱包金服”已有成绩及战略布局 .....	- 14 -
钱包金服 1.0（B2B）：深挖洞、广积粮、缓称王 .....	- 14 -
钱包金服 2.0（B2B2C）：消费、理财、信贷 .....	- 15 -
“钱包金服”还可做得更多 .....	- 16 -
盈利预测与投资建议 .....	- 17 -
盈利预测假设 .....	- 17 -
可比公司估值参考及估值 .....	- 18 -
投资建议：目标价 160 元，给予“买入”评级 .....	- 18 -
风险提示 .....	- 19 -
募投项目实施及运营风险 .....	- 19 -
互联网金融政策监管风险 .....	- 19 -
股市系统性风险 .....	- 19 -

## 图表目录

图表 1：奥马电器近五年的营业收入情况 .....	- 5 -
图表 2：奥马电器近五年的净利润及毛利率情况 .....	- 5 -
图表 3：股权转让及股权收购示意图 .....	- 6 -
图表 4：定增 26 亿业务布局及新设公司情况 .....	- 6 -
图表 5：本次交易完成后公司股权结构 .....	- 7 -
图表 6：钱包金服的业务框架示意图 .....	- 8 -
图表 7：互联网金融云服务平台示意图 .....	- 9 -
图表 8：社区金融 O2O 示意图 .....	- 10 -
图表 9：供应链金融示意图 .....	- 10 -
图表 10：狭义 P2P 的模式 .....	- 11 -

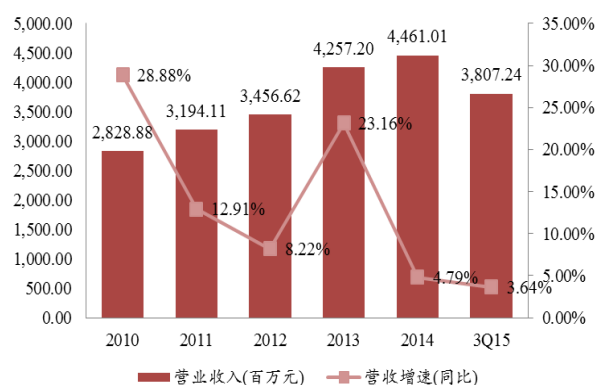
图表 11: 2015 年 P2P 平台数及问题平台数.....	- 11 -
图表 12: 2015 年新上线平台及新增问题平台 .....	- 11 -
图表 13: 键入图表的标题 .....	- 12 -
图表 13: 钱包金服将中小银行打造成 N 个陆金所.....	- 13 -
图表 14: 2015 年 1-10 月国内 P2P 贷款市场规模.....	- 13 -
图表 15: “钱包金服”部分已合作银行 .....	- 14 -
图表 16: 部分合作银行的上线信息.....	- 14 -
图表 18: 部分合作银行的案例展示.....	- 14 -
图表 19: “卡惠”的合作银行及内容展示.....	- 15 -
图表 20: 图表 21: “钱包生活”的内容展示.....	- 15 -
图表 22: 好贷宝 (上) 和钱包理财 (下) 的页面展示 .....	- 15 -
图表 23: 好贷宝 APP 界面展示 .....	- 15 -
图表 24: 11 月 5 日-17 日“日息宝”余额与每日增加量.....	- 16 -
图表 25: 可比上市公司估值比较 .....	- 18 -
图表 26: 公司分业务估值分析 (亿元人民币) .....	- 18 -
图表 27: 财务报表及预测 .....	- 20 -

## 入主奥马电器，“钱包金服”登陆资本市场

### 冰箱 ODM 领域“成长股”，业绩平稳增长

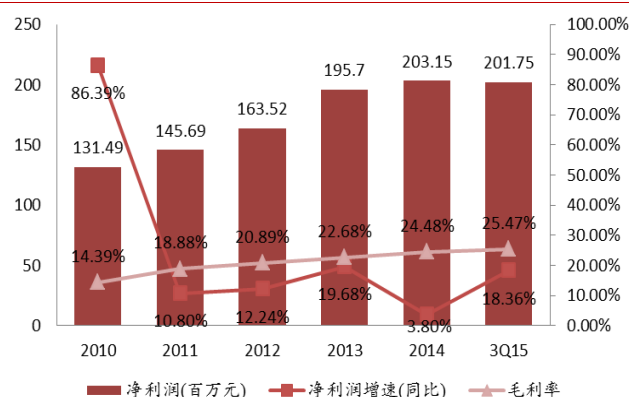
- 2002 年 10 月，广东奥马电器股份有限公司在中山南头镇正式建立，创立伊始即以国内知名冰箱品牌进行 ODM 为主营业务。2005 年，公司成功将业务拓展至欧洲市场，并且自 2008 年起连续七年领跑对欧盟的出口。目前在国内综合行业排名第四，出口销量排名第一。
- 冰箱及冷柜业务是奥马电器的基础业务，目前奥马有五个规模庞大的冰箱生产基地及一个配件工厂，理论年产能近 1000 万台。截止 2015 年 9 月，奥马电器拥有 198 项授权专利，包括双动力、太空舱和双回路等核心专利技术。
- 最近五年公司总体营业收入及净利润均呈现稳步增长的趋势。根据公司 10 月 24 日公布的 2015 年第三季度报告，公司在 2015 年前三个季度共实现营业收入 11.79 亿元，比上年同期增长 3.64%。归属于上市公司股东的净利润 0.70 亿元，比上年同期增长 18.36%。公司的毛利率亦稳步增长，保持了较好的盈利能力。

图表 1：奥马电器近五年的营业收入情况



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：奥马电器近五年的净利润及毛利率情况



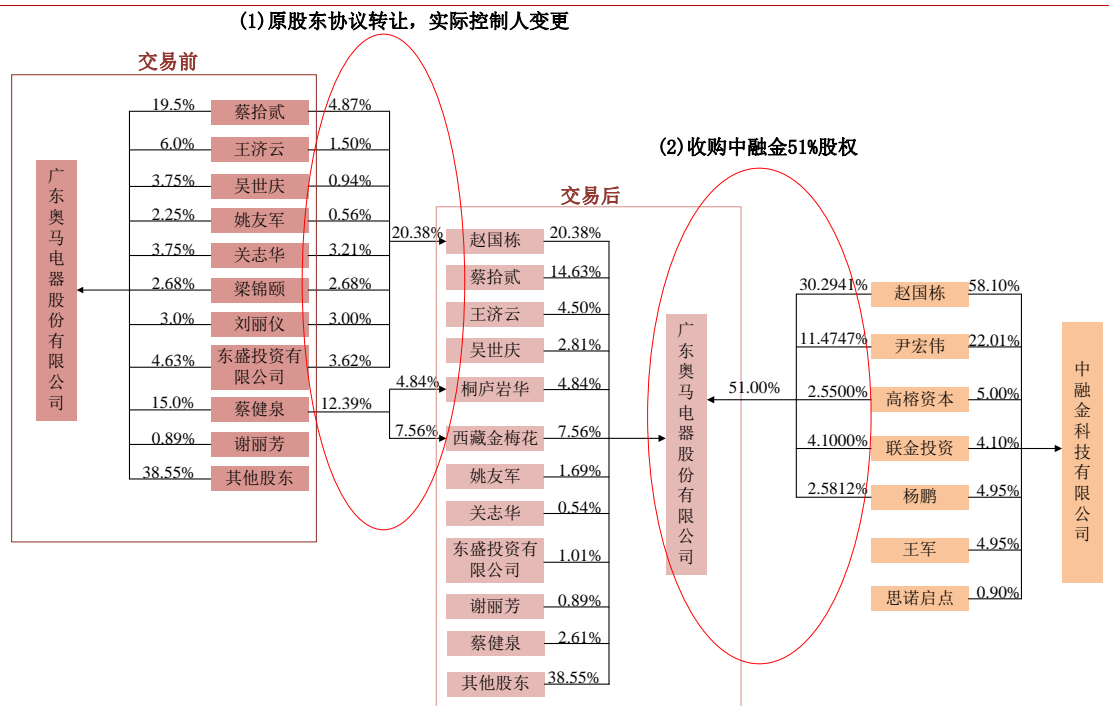
来源：Wind，中泰证券研究所

### 实际控制人变更，收购“中融金”转型互联网金融

- 公司通过 (1)原股东让出实际控制人 (2)作价 6.12 亿收购中融金 51% 股份转型互联网金融。具体交易情况如下：
  - 2015 年 10 月 28 日，公司九名股东(包括原控股股东蔡拾贰)与赵国栋、桐庐岩华投资管理合伙企业(有限合伙)、西藏金梅花投资有限公司签署了《股份转让协议》。本次股权转让后，赵国栋先生将持有奥马电器 20.38% 的股份。公司原实际控制人蔡拾贰先生持有奥马电器 14.63% 的股份，公司的实际控制人由蔡拾贰先生变更为赵国栋先生。
  - 2015 年 10 月 29 日，公司拟以现金方式收购中融金(北京)科技有限公司 51% 股权，并与赵国栋等签订了《股权转让协议》，标的股权暂作价 6.12 亿元。

- 根据公司与业绩承诺方签署的《业绩补偿协议》，中融金 2015 年度、2016 年度、2017 年度的净利润分别不低于 6,200 万元、14,000 万元、24,000 万元，2015~2017 年度净利润累积不低于 44,200 万元。

**图表 3：股权转让及股权收购示意图**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**定增 26 亿布局三大业务，“钱包金服”大格局初现**

- 公司(3)非公开定增 26 亿布局互联网金融三大业务。2015 年 10 月 29 日，董事会审议通过公司非公开发行预案，非公开发行不超过 8394 万股、募集不超过 26.08 亿元资金用于互联网金融云服务平台项目、智能 POS 项目和供应链金融项目，并分别新设三家公司作为运营主体。具体情况如下表：

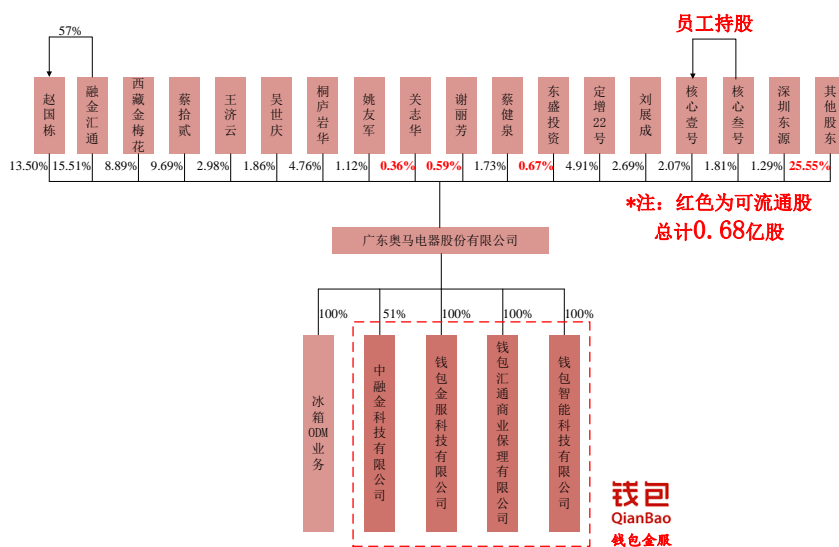
**图表 4：定增 26 亿业务布局及新设公司情况**

项目名称	实施主体	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	总投资收益率	内部收益率
互联网金融云服务平台项目	钱包金服 (北京) 科技有限公司 (拟定名)	150,480.00	150,416.90	23.40%	18.44%
供应链金融项目	钱包汇通商业保理有限公司 (拟定名)	70,760.00	70,400.00	22.41%	12%
智能POS项目	钱包智能科技有限公司 (拟定名)	40,000.00	40,000.00	28.11%	17.72%
合计		261,240.00	260,816.90	/	/

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 至此，通过“股权转让、股权收购、定向增发”等交易结构的设计，“钱包金服”实现入主“奥马电器”登陆资本市场。在下文中将“中融金 (北京) 科技有限公司”、“钱包金服 (北京) 科技有限公司 (拟定名)”、“钱包汇理商业保理有限公司 (拟定名)”、“钱包智能科技有限公司 (拟定名)”统称为“钱包金服”。

**图表 5：本次交易完成后公司股权结构**



来源：公司公告，中泰证券研究所

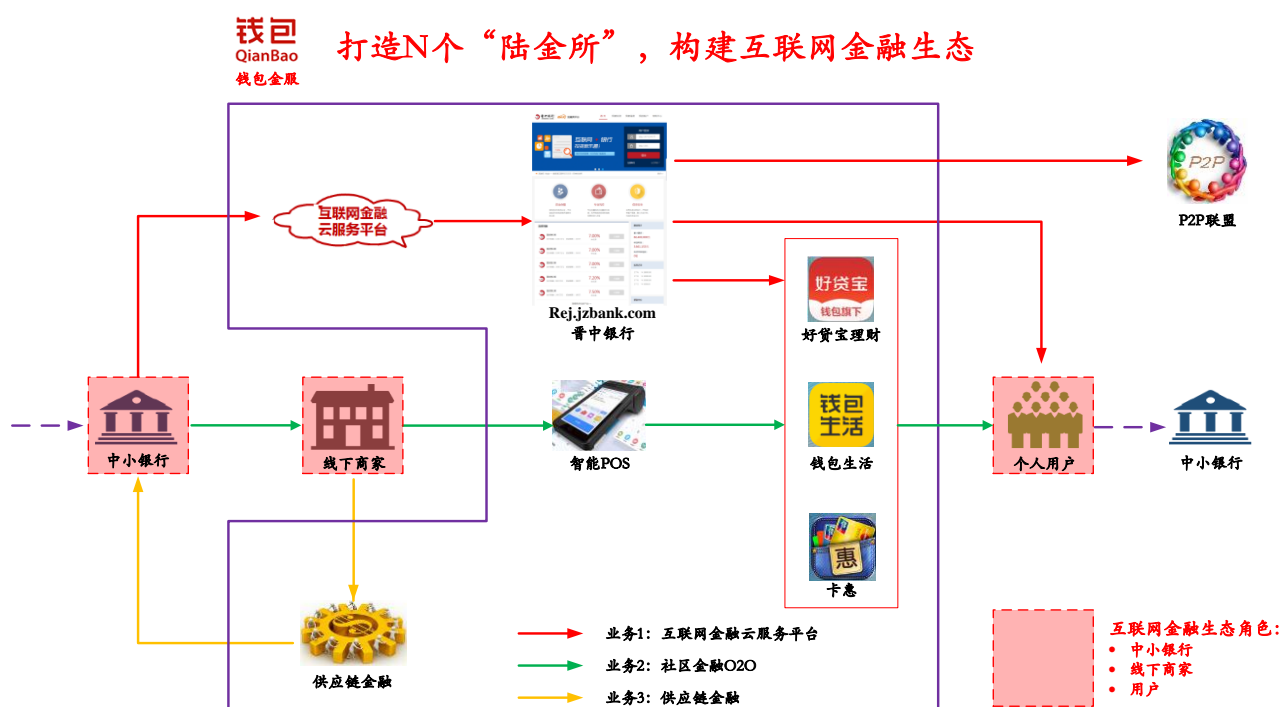
- **在本次交易中，需特别注意两点：**1) 通过分析本次交易的相关协议，原股东累计转让公司 32.77% 的股份，其中非限售流通股共有 0.46 亿，本次交易完成后可流通股份只有 0.68 亿股；2) 员工参与设立的“北京融金核心壹号投资中心（筹）”、“北京融金核心叁号投资中心（筹）”参与本次定增，累计认购 3 亿元。

## 打造 N 个“陆金所”，构建互联网金融生态

业务框架：面向“中小银行、线下商家、个人用户”的互联网金融生态

- 钱包金服致力于为中小银行打造互联网金融平台，并为个人用户提供便捷的消费、理财与信贷服务。钱包金服的核心业务可以细分为三条生态链，分别围绕“互联网金融云服务平台”、“社区金融 O2O”以及“供应链金融”依次展开，最终通过大量中小银行及海量用户的资源，将三条主线融合成一个闭环的金融生态圈。如果阿里巴巴是让天下没有难做的生意，那么在互联网金融领域，钱包金服的使命是为“中小银行”构建自己的“陆金所”。

图表 6：钱包金服的业务框架示意图



\*箭头方向是指“资产端”流转方向，反向即为“资金端”流转方向

来源：中泰证券研究所

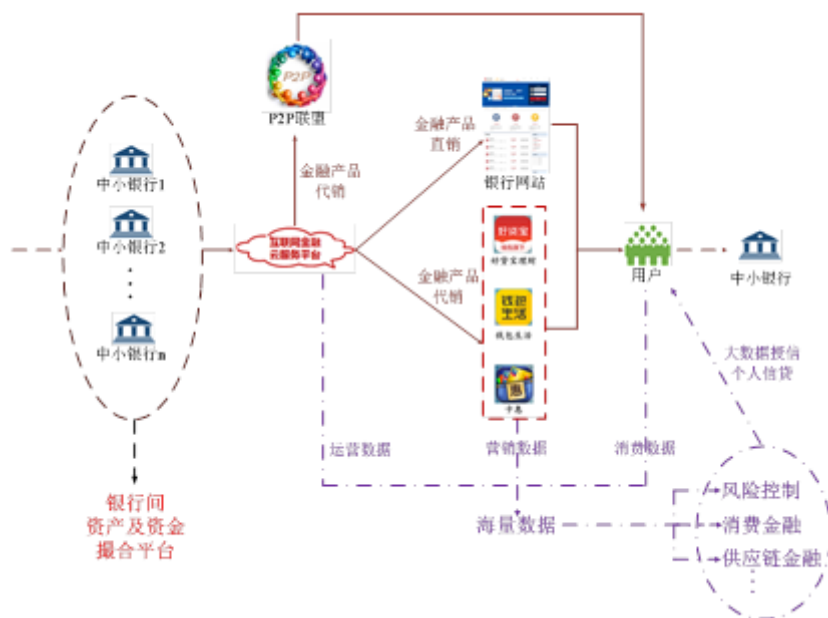
- 通俗而言：之于中小银行，借助互联网金融云服务平台激活存量线上用户，并借助互联网的无边界性，推广到全国市场去吸引更多异地用户；借助社区金融 O2O，盘活存量线下商家资源并升级为社区网点。之于线下商家，打通其与中小银行的金融互联网通路，提供理财、信贷等多种增值金融服务，将中小银行的“柜台”渗透至社区。之于个人用户，借助各类互联网及移动互联网入口，为其提供便捷消费、理财及信贷服务。



商业模式： 信息服务费（SaaS） + 产品代销费（引流）

- **业务 1：为中小银行提供 SaaS 解决方案，搭建各类金融产品的互联网金融云服务平台。**包括但不限于：中小银行提供投融资平台、社区金融 O2O 平台、P2P 资金存管平台、权益众筹平台、直销银行、统一支付平台及电子账户。商业模式为：**1) 信息服务费**，银行通过此平台，将优质“金融产品”上架销售，当完成交易时，钱包金服将根据交易额按比例抽取信息服务费；**2) 产品代销费**：钱包金服也将在银行允许的情况下，将产品推送至线下商家智能 POS、P2P 联盟及公司自营互联网入口（如：好贷宝、卡惠、钱包生活等），当形成交易时，将按照不同比例提取代销佣金。**以上商业模式所涉及费用的比例，与业务强相关，因应用场景不同而异。**

图表 7：互联网金融云服务平台示意图



来源：中泰证券研究所

- **业务 2：以串联中小银行、线下商家及个人用户的智能 POS 为载体的社区金融 O2O。**相对于传统 POS（如：诺基亚功能机），智能 POS（如：Android 智能机）除了银行卡收款外，还可加载扫码支付、卡券派发、自助点单、团购验证、在线预订、消息中心、会员营销、O2O、大数据分析、开放平台等增值服务。钱包金服所经营的“日息宝”业务，就是智能 POS 众多增值服务之一。通过将部门商家要求刷卡资金能够 T+0 到账所产生的垫资需求包装成“金融产品”进行发售，赚取产品代销费。**中小银行借助“智能 POS”将线下商家的收银台升级成“银行柜台”，大规模渗透社区金融服务。**

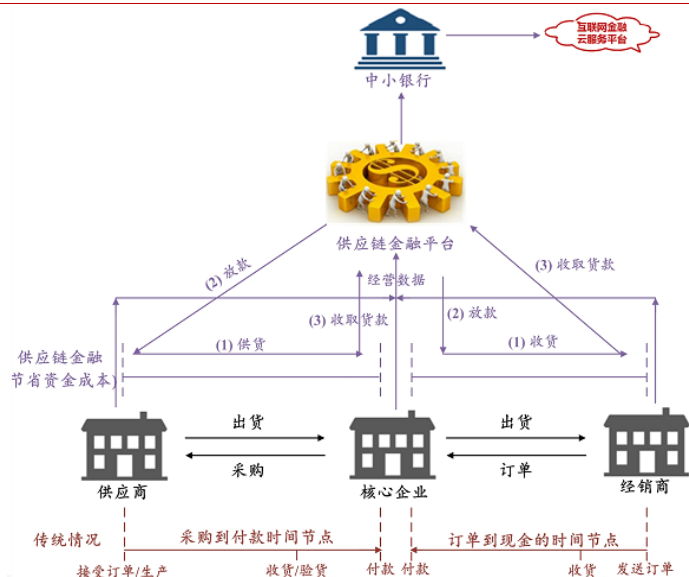
图表 8：社区金融 O2O 示意图



来源：中泰证券研究所

- 业务 3：面向传统家电制造业的供应链金融。**公司在冰箱制造业的多年经营涉及到众多的供应商与销售渠道，这为公司拓展家电制造业产业链金融服务业务提供了丰富的客户资源。供应链金融的相关保理业务可以根据企业以往的经营数据来对其进行信用评级并发放相应贷款，和传统经营模式相比大大减少了应收账款的到账时间，帮助企业降低资金成本、提高资金利用效率。供应链金融作为较优质“资产端”可对接至互联网金融云服务平台进行发售，在赚取利差的基础上，还赚取产品代销佣金。

图表 9：供应链金融示意图



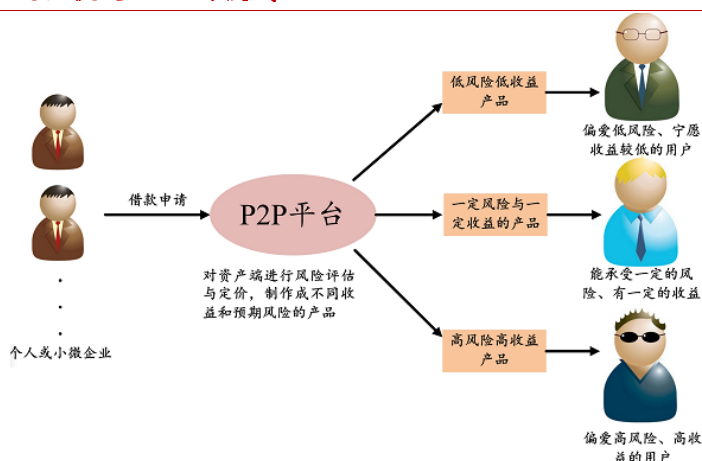
来源：中泰证券研究所

## “钱包金服”借力“中小银行”，卡位互联网金融黄金十年

### 互联网金融 2.0 时代，银行系“资产端”主导

- 我们认为，互联网金融的本质还是金融，即：“资产端”与“资金端”的匹配，其核心是“风险评估与定价”。狭义而言，P2P 是以互联网作为基础架构，借助大数据智能化分析，对资产端完成科学的风险评估及定价，并精准推送至对应风险偏好的资金端（即用户）。因此，P2P 是互联网金融发展的终极模式（即：智能化阶段）。互联网金融尚未进入“智能化阶段”，当前所谓的 P2P 平台难以对“资产端”有效风控并定价。

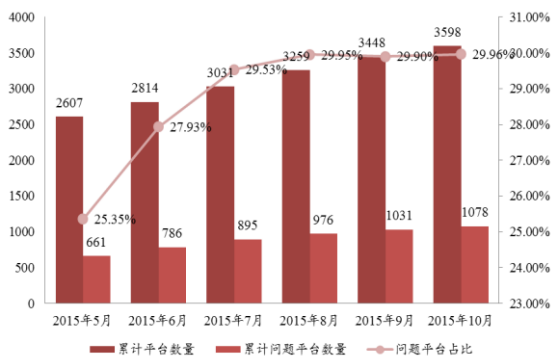
图表 10：狭义 P2P 的模式



来源：中泰证券研究所

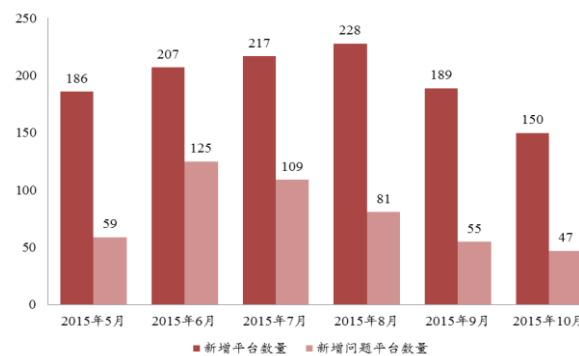
- 国家政策频出，引导互联网金融的“资产端”转向银行系。截至 2015 年 10 月，全国 P2P 平台约 3600 家，其中问题平台约 1100 家，占比超 30%，且增势明显。2015 年 7 月 18 日，央行等十部委联合印发《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确提出建立客户资金第三方存管制度，实现客户资金与从业机构资金分账管理。银行系管理层也纷纷引入互联网思维，中大型银行还开发了相应的互联网金融平台，例如平安的陆金所、兴业的银银平台等。我们认为，被准确风险评估并定价的“资产”相对“稀缺”，囤积这类资产将在互联网金融发展的过程中实现弯道超车。银行作为传统金融机构，具备较强的资产端风险评估及定价能力，而区域性中小银行对长尾资产的把握能力会更强。

图表 11：2015 年 P2P 平台数及问题平台数



来源：网贷之家，中泰证券研究所

图表 12：2015 年新上线平台及新增问题平台

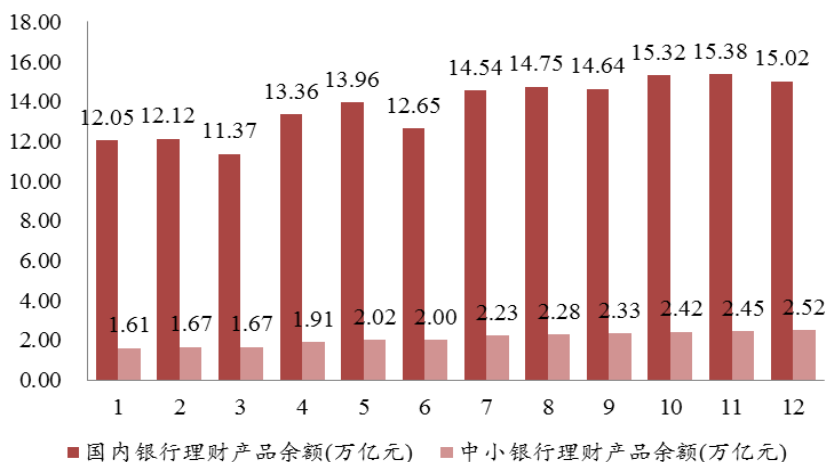


来源：网贷之家，中泰证券研究所

### 借力中小银行，构建互联网金融的阿里模式

- 对传统银行来说，P2P 业务属于表外业务，不占用现有资金。银行还可借助 P2P 降低监管成本、规避管制并获取超额收益。相对于理财产品，P2P 还可突破区域限制，将线下客户转移到线上，降低成本，因此银行也有充足的动力来开展 P2P 业务。特别是中小银行，由于体量较小，通过发展表外业务对其利润的贡献效果更为明显。但是中小银行往往受限于网点分布区域的局限性，很多优质的产品无法大范围出售，业务规模难以快速扩张。受限于相对匮乏的技术积累，以及缺少相应的人才储备和激励机制，中小银行并不具备独立打造互联网金融平台的能力。通过钱包金服，中小银行可以把相对优质的资产打包成 P2P 产品在线上销售，扩大市场份额，实现弯道超车。

图表 13: 2014 年 1-12 月国内银行理财产品余额

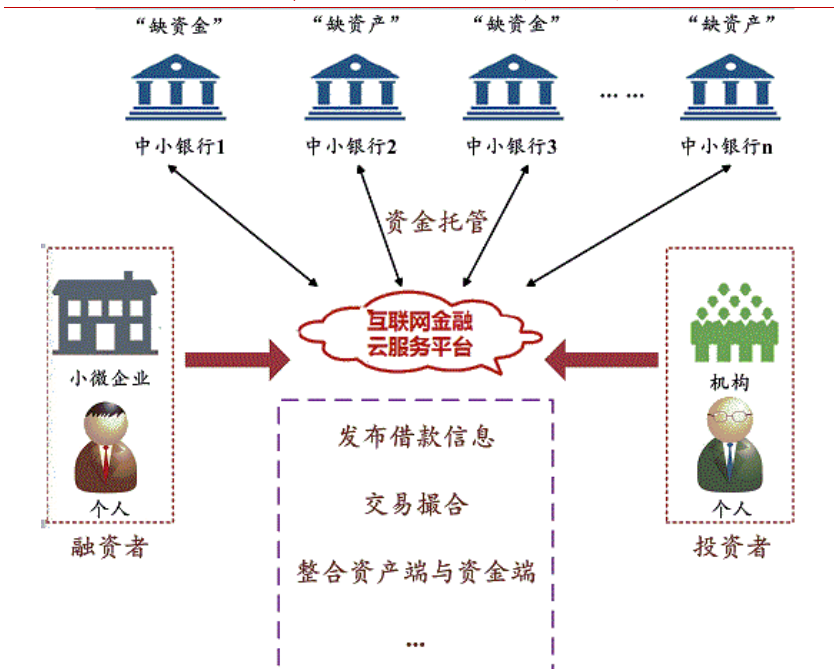


来源：全国银行业理财信息登记系统，中泰证券研究所

我们前面提到过，在国内累计运行的三千多家 P2P 平台中存在 30% 左右的问题平台，如此之高的风险使得大量潜在投资者望而却步。银行在风险控制与资产定价方面有着丰富的经验，经过银行审核的资产是相对优质、安全的。此外，由于 P2P 业务的利润相对较高，银行也愿意将其原本掌握的优质资产做成 P2P 产品进行销售。“钱包金服”可以通过这些相对优质的资产树立良好的口碑、提高用户的忠诚度。

- “钱包金服”抓住中小银行的痛点，凭借自身在互联网金融领域的技术储备，为中小银行提供免费的 SaaS (Software-as-a-Service) 服务，构建线上+线下的立体平台。一方面激活线上用户，帮助银行突破区域限制；另一方面深入线下社区，帮助银行获得社区金融 O2O 网点资源。目前，钱包金服已签订合作银行 30-40 家，其中超过 10 家已陆续上线运营。随着上线银行规模成长和区域性分布的不断推广，各中小银行既有缺乏“资产端”的，也有缺乏“资金端”的，钱包金服所打造的平台能够调动各方资源，很好的解决这个问题，类似建立起一个中小银行互联网金融联盟。具体业绩及战略请见第四章。

**图表 14：钱包金服将中小银行打造成 N 个陆金所**

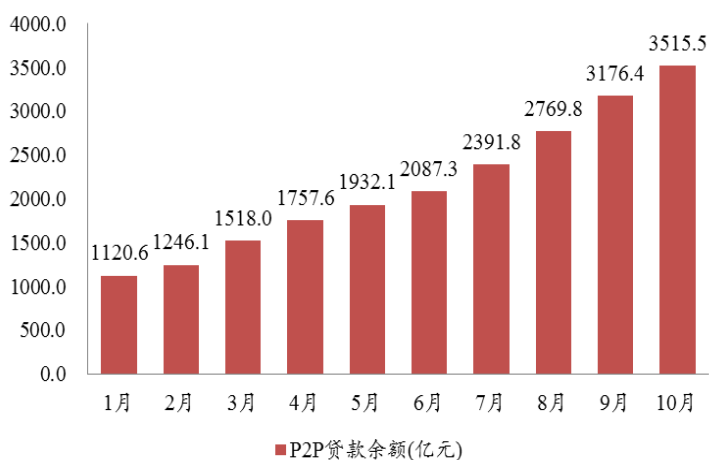


来源：中泰证券研究所

**普惠金融，深挖长尾**

- 传统银行的业务重心更偏向大型企业，中小企业尤其是小微企业的融资需求往往得不到满足。另一方面，传统银行的理财产品也有较高的门槛，使得大量的长尾客户长期游离于金融行业之外。互联网技术可以显著降低银行的运营成本、提高运营效率，因此可以挖掘长尾用户，满足海量用户的个性化需求，实现普惠金融。在根据中国人民银行公布的数据，截止 2015 年 3 月我国城乡居民储蓄存款余额高达 50 万亿元，而网贷之家的 P2P 平台数据显示，截止 2015 年 10 月 P2P 贷款余额仅为 3500 亿元，互联网金融拥有极为广阔的市场成长空间。

**图表 15：2015 年 1-10 月国内 P2P 贷款市场规模**



来源：中泰证券研究所

## “钱包金服”已有成绩及战略布局

### 钱包金服 1.0 (B2B): 深挖洞、广积粮、缓称王

- “钱包金服”正处于深挖洞、广积粮的 1.0 时代，主要以高效同中小银行等金融机构建立合作关系为目标。目前，已经和 30+家银行签约（约 15 家已上线运行），年底预计会到 100 家，当前市场份额第一，明年预计达到 200 家合作银行。由于，平台技术相似程度高，后期项目成本将大大降低，同时项目的建设周期也会明显缩短，规模效应使得边际成本指数下降；随着上线银行数目的增加以及分布区域的扩大，生态的协同效应加速发酵，各银行的互联网金融交易量将指数增加。

图表 16: “钱包金服”部分已合作银行



来源: 互联网, 中泰证券研究所

图表 17: 部分合作银行的上线信息

银行	平台名称	上线时间	网址
郑州银行	鼎融易	6.21	https://e.zzbank.cn/cas/login
晋中银行	融e家	6.3	http://rej.jzbank.com
铜陵农商银行	e触即发	7.12	http://tlrcb.efabank.com
昆山农商银行	昆山e财	7.2	http://e.ksrccb.com
长春农商银行	易融财富	7.24	http://yrcfpt.cccb.cn/
江苏银行	直销银行	7.28	APP
阳泉市商业银行	泉融通	7.31	http://test.yqccb.com
颍东农商行	融e理财	8.14	http://e.fyydrccb.com/
廊坊银行	直销银行	8.28	http://dbank.lccb.com.cn/

来源: 互联网, 中泰证券研究所

图表 18: 部分合作银行的案例展示



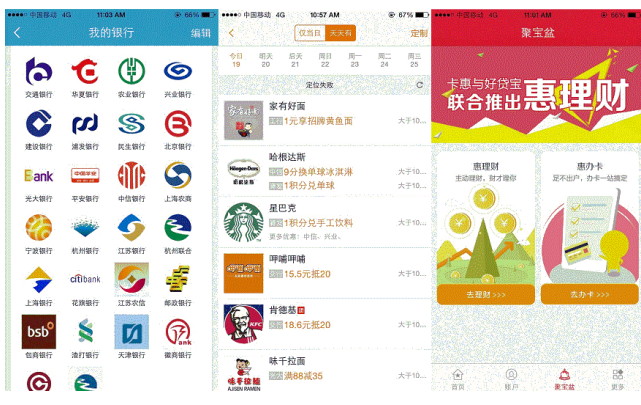
来源: 互联网, 中泰证券研究所

**钱包金服 2.0 (B2B2C): 消费、理财、信贷**

■ 钱包金服 2.0 是以“互联网金融云服务平台”、“社区金融 O2O”为基础，打造消费、理财以及信贷三大支柱业务。

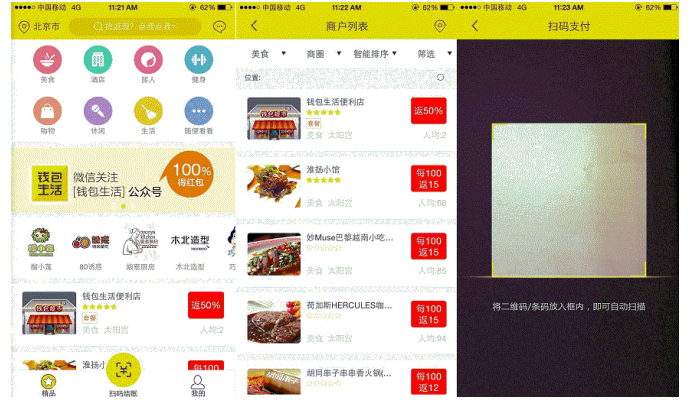
➢ 在消费业务方面，钱包金服布局“卡惠”、“钱包生活”两个移动 APP，作为消费业务的互联网接入口。“卡惠”于 2012 年 4 月上线，现已和 30 家银行（如：四大行及股份制银行）成功合作，为持卡人提供信用卡在美食、娱乐、购物和旅游等方面的优惠信息。目前，下载量已经超过 1400 万。另外，“卡惠”已经同钱包金服的另一应用“好贷宝”开展合作，在卡惠 App 引入理财端口。“钱包生活”是一个吃喝玩乐一站式解决 App，已签约近千家商户且签约商户 100% 审核。它为消费者提供了众多的优惠信息，同时可支持扫码支付功能。

图表 19: “卡惠”的合作银行及内容展示



来源: 互联网, 中泰证券研究所

图表 20: 钱包生活”的内容展示



来源: 互联网, 中泰证券研究所

➢ 在理财业务方面，钱包金服现有 qianbao.com、haodaibao.com 以及好贷宝 App 三个互联网接入口, 主营产品均为“银行宝”和“日息宝”。“银行宝”主要出售经银行审核通过的借款项目，为中小银行的理财产品进行代销。

图表 22: 好贷宝 (上) 和钱包理财 (下) 的页面展示



来源: 互联网, 中泰证券研究所

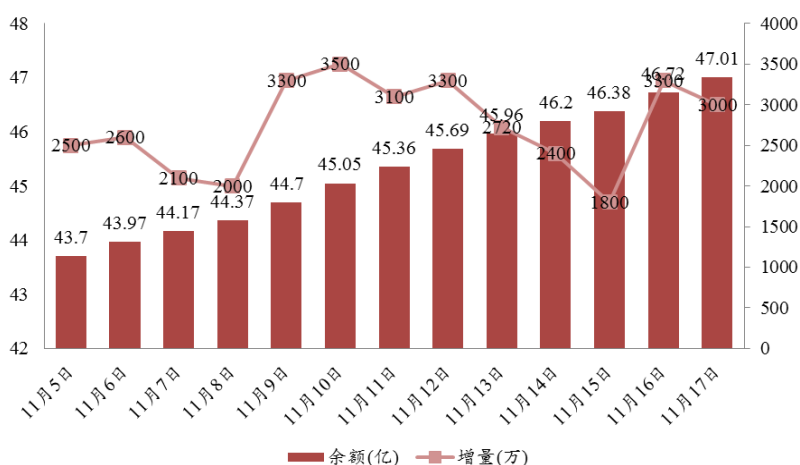
图表 23: 好贷宝 APP 界面展示



来源: 互联网, 中泰证券研究所

“日息宝”是一款低风险、年化收益率在 8%-14% 的活期 P2P 理财产品，基于智能 POS 的 T+0 垫资服务。传统情况下，用户在商户刷卡消费后第二天才会收到由银行结算的资金，在有日息宝的情况下，用户在刷卡消费后商户会实时收到由“日息宝”先行垫付的资金，第二天“日息宝”再收到银行结算的资金。日息宝通过向商家收取一定的手续费来获利，这部分收益也是钱包金服主要的利润来源。“日息宝”每天的余额已经超过 10 亿且以每天 2000 万-3000 万的速度不断增长。

**图表 24：11 月 5 日-17 日“日息宝”余额与每日增加量**



来源：中泰证券研究所

- 在信贷业务方面，前面提到的“日息宝”就是基于 T+0 POS 机的 POS 贷。但是，对于“钱包金服”来说这还远远不够。“钱包金服”现阶段的主要工作在于扩大银行合作伙伴的数目以及通过优质的项目来获得大量忠实的用户，并在运营的过程中不断积累中小企业的经营数据以及个人用户的消费、投资理财等数据。通过这些数据建立征信模型，凭借大数据分析，最终为商家及用户提供个性化的信贷服务。

### “钱包金服”还可做得更多

- 互联网金融不只是 P2P，它可以做得更多。京东曾通过疯狂的促销卖书，在打响知名度的同时积累了大量用户群，然而图书并不是京东的主营业务。滴滴打车通过大量的补贴同样获得了广泛的关注及用户群，现在也开始提供代驾服务，升级为“滴滴出行”。以 P2P 产品闻名的陆金所，也提出了“9158 战略”，P2P 只是其中的 1/9。
- 钱包金服选择了最渴望互联网技术的中小银行进行合作，选择了相对优质、安全的 P2P 产品在其平台进行销售，做好口碑的同时培养忠实的用户群体。在拥有海量忠实用户的时候，它也会自然的开辟更多的业务路线来获得进一步的成长。保险、基金、证券等其他金融产品都有可能被纳入钱包金服的业务领域。



## 盈利预测与投资建议

### 盈利预测假设

- **冰箱 ODM 业务。**此业务自 2012 年上市以来，至今年复合增速保持在 10% 以上，最近两年毛利率上升趋势平稳。公司一般以上的业务为出口，考虑到未来两年人民币汇率处于贬值通道。我们对公司此块业务净利润给予年均 10% 的增速。以 2014 年归属母公司股东的净利润 20,175.43 万元为基准，预测 2015、2016、2017 年的净利润分别为：22,192.97、24,412.27、26,853.50 万元。
- **互联网金融业务。**我们将互联网金融业务按照上市公司控制的四家公司分别预测假设。
  - **中融金（北京）科技有限公司：**根据业绩承诺，中融金在 2015、2016、2017 年度的归属母公司净利润分别不低于 6,200、14,000、24,000 万元，考虑到互联网金融在“十三五”期间的爆发是成长及中融金在行业内所取得的领先优势。我们预测公司能够顺利完成对应年份的业绩承诺。
  - **钱包金服（北京）科技有限公司（拟定名）：**互联网金融云服务平台项目计划投资额为 150,480 万元，建设投资 147,772 万元，流动资金 2,708 万元，项目建设期为 36 个月，预计内部收益率为 18.44%。我们假设 2016 年处于建设期（不贡献净利润），2017 年 60% 的项目完成建设投产，预计贡献净利润 16,649.11 万元。
  - **钱包汇理商业保理有限公司（拟定名）：**供应链金融项目计划投资额 70,760 万元，建设投资 5,000 万元，流动资金 65,760 万元，建设期为 12 个月，预计内部收益率为 12%。由于公司作为冰箱制造业的核心企业，已有成熟的供应链体系，将此类“资产”研发成“互联网金融”产品并在其他核心企业复制已具备条件。因此，我们假设 2016、2017 年贡献净利润分别为 7,891.20、9,438.14 万元。
  - **钱包智能科技有限公司（拟定名）：**智能 POS 项目计划投资额 40,000 万元，建设投资 19,568 万元，流动资金 20,432 万元，建设期为 12 个月，预计内部收益率为 17.72%。我们认为钱包金服同中小银行及第三方支付公司已有广泛合作，此项目或将在 2016 年下半年提前贡献净利润。因此，2016、2017 年共享净利润分别为 3,544.00、7,716.00 万元。

综上所述，定增 26 亿所经营的项目在 2016、2017 年共享净利润分别 11,435.20、33,803.25 万元，占比分别为 4.40%、13.00%。我们认为，考虑到互联网金融的潜在爆发力，预测较为保守。

## 可比公司估值参考及估值

- **冰箱 ODM 业务。**考虑到此类业务未来几年仍然具备 10% 左右的复合增速。我们给予较为保守的市盈率 20 倍。
- **互联网金融业务。**作为 A 股市场纯正的互联网金融上市公司，我们选取面向银行等金融机构提供信息化解决方案的上市公司金证股份（600446.SH）、银之杰（300085.SZ）、中科金财（002667.SZ）、高伟达（300465.SZ）和赢时胜（300377.SH）作为可比公司。

图表 25：可比上市公司估值比较

公司名称	证券代码	11月16日收盘价(元)	EPS			PE			ROE2015	总市值(亿元)
			2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
金证股份	600446.SH	55.24	0.28	0.4	0.53	197.29	138.10	104.23	20.85	459
银之杰	300085.SZ	52.57	0.14	0.28	0.46	375.50	187.75	114.28	8.77	276
中科金财	002667.SZ	95.00	0.54	0.74	0.98	175.93	128.38	96.94	9.72	301
高伟达	300465.SZ	87.60	0.53	0.68	0.83	165.28	128.82	105.54	12.41	117
赢时胜	300377.SZ	92.30	0.53	0.71	1.06	174.15	130.00	87.08	12.2	102
平均值						<b>217.63</b>	<b>142.61</b>	<b>101.61</b>	<b>12.79</b>	<b>251.00</b>

来源：Wind，中泰证券研究所

## 投资建议：目标价 160 元，给予“买入”评级

- 当下时点已至 2015 年尾，我们将主要预测公司各项业务 2016 年的净利润贡献情况，并参考同类上市公司对应 2016 年的市盈率作为估值参考（考虑到公司互联网金融的纯正性，享受部分估值溢价）。如下图所示，我们预计公司未来 6 个月内市值为 396 亿元，增发后总股本 2.49 亿股，对应目标价为 160 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 26：公司分业务估值分析（亿元人民币）

业务项	2016年净利润(亿元)	市盈率	市值(亿元)
电冰箱 ODM	2.5	25	62.5
中融金	1.4 × 51%	180	129
钱包金服	0		0
钱包智能	0.35		63
钱包汇通	0.79		142
市值总计			396

来源：中泰证券研究所

## 风险提示

### 募投项目实施及运营风险

- 受国内外宏观经济形势、产业政策、行业监管法律法规变化等因素的影响，项目的实施存在不确定性因素，可能会对募集资金投资项目的实施结果产生不利影响。

### 互联网金融政策监管风险

- 公司的互联网金融业务涉及投融资平台、权益众筹平台、社区金融 O2O、直销银行、统一支付平台、P2P 资金存管、电子账户等目前金融监管法律边界相对模糊的互联网金融业务。随着互联网金融监管政策的完善，公司上述业务存在无法顺利开展的风险。

### 股市系统性风险

- 受国内外宏观经济、国家政策变化、投资者供求关系等系统性因素的影响，公司股票存在背离其企业经营情况等内在价值出现宽幅震荡，从而给投资者带来投资风险。

**图表 27: 财务报表及预测**

损益表 (人民币万元)					资产负债表 (人民币万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业总收入</b>	<b>446,101</b>	<b>474,606</b>	<b>527,567</b>	<b>610,148</b>	货币资金	53,816	56,089	214,759	259,095
增长率	4.8%	6.4%	11.2%	15.7%	应收款项	69,163	76,880	80,595	101,410
营业成本	-336,893	-355,303	-370,975	-403,212	存货	79,465	76,901	81,310	89,480
%销售收入	75.5%	74.9%	70.3%	66.1%	其他流动资产	19,360	20,593	21,606	24,170
毛利	109,209	119,303	156,592	206,936	流动资产	221,805	230,462	398,270	474,154
%销售收入	24.5%	25.1%	29.7%	33.9%	%总资产	69.0%	52.7%	62.3%	63.8%
营业税金及附加	-1,521	-1,614	-1,794	-2,075	长期投资	0	61,200	61,200	61,200
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	81,302	98,395	114,662	128,897
营业费用	-44,444	-44,138	-51,702	-58,574	%总资产	25.3%	22.5%	17.9%	17.4%
%销售收入	10.0%	9.3%	9.8%	9.6%	无形资产	7,640	36,214	54,706	67,835
管理费用	-39,055	-40,342	-44,843	-49,544	非流动资产	99,670	206,537	241,296	268,660
%销售收入	8.8%	8.5%	8.5%	8.1%	%总资产	31.0%	47.3%	37.7%	36.2%
息税前利润 (EBIT)	24,188	33,210	58,254	96,744	<b>资产总计</b>	<b>321,474</b>	<b>437,000</b>	<b>639,566</b>	<b>742,814</b>
%销售收入	5.4%	7.0%	11.0%	15.9%	短期借款	2,095	112,586	0	0
财务费用	511	265	667	1,191	应付款项	158,664	135,503	143,675	160,902
%销售收入	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	其他流动负债	6,792	11,030	6,875	7,693
资产减值损失	-3,133	0	0	0	流动负债	167,551	259,119	150,550	168,595
公允价值变动收益	246	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0
投资收益	1,264	0	0	0	其他长期负债	2,308	2,308	2,308	2,308
%税前利润	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>169,859</b>	<b>261,427</b>	<b>152,858</b>	<b>170,903</b>
营业利润	23,076	33,475	58,921	97,935	<b>普通股股东权益</b>	<b>151,615</b>	<b>172,081</b>	<b>476,382</b>	<b>550,812</b>
营业利润率	5.2%	7.1%	11.2%	16.1%	少数股东权益	0	3,491	10,326	21,099
营业外收支	741	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>321,474</b>	<b>437,000</b>	<b>639,566</b>	<b>742,814</b>
税前利润	<b>23,817</b>	<b>33,475</b>	<b>58,921</b>	<b>97,935</b>					
利润率	5.3%	7.1%	11.2%	16.1%					
所得税	-3,502	-4,887	-8,602	-12,732					
所得税率	14.7%	14.6%	14.6%	13.0%					
净利润	20,315	28,588	50,319	85,203					
少数股东损益	0	3,491	6,835	10,773					
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>20,315</b>	<b>25,096</b>	<b>43,484</b>	<b>74,430</b>					
净利率	4.6%	5.3%	8.2%	12.2%					
现金流量表 (人民币万元)					比率分析				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
净利润	20,315	28,588	50,319	85,203	<b>每股指标</b>				
少数股东损益	0	3,491	6,835	10,773	每股收益 (元)	1.229	1.518	1.744	2.986
非现金支出	8,783	8,222	11,820	15,001	每股净资产 (元)	9.169	10.407	19.109	22.095
非经营收益	-1,219	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	2.816	0.416	2.473	3.478
营运资金变动	18,688	-29,938	-490	-13,504	每股股利 (元)	0.280	0.280	0.000	0.000
<b>经营活动现金净流</b>	<b>46,567</b>	<b>10,363</b>	<b>68,483</b>	<b>97,473</b>	<b>回报率</b>				
资本开支	35,534	53,890	46,579	42,365	净资产收益率	13.40%	14.58%	9.13%	13.51%
投资	9,200	-61,200	0	0	总资产收益率	6.32%	5.74%	6.80%	10.02%
其他	412	0	0	0	投入资本收益率	20.90%	16.71%	23.74%	33.61%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-25,921</b>	<b>-115,090</b>	<b>-46,579</b>	<b>-42,365</b>	<b>增长率</b>				
股权募资	0	0	260,817	0	营业总收入增长率	4.79%	6.39%	11.16%	15.65%
债权募资	-11,001	110,491	-112,586	0	EBIT 增长率	-5.62%	37.30%	75.41%	66.07%
其他	-9,564	0	-4,630	0	净利润增长率	3.80%	23.54%	73.27%	71.17%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-20,566</b>	<b>110,491</b>	<b>143,601</b>	<b>0</b>	总资产增长率	12.37%	35.94%	46.35%	16.14%
<b>现金净流量</b>	<b>80</b>	<b>5,764</b>	<b>165,505</b>	<b>55,108</b>	<b>资产管理能力</b>				
					应收账款周转天数	42.8	45.0	42.0	48.0
					存货周转天数	76.7	79.0	80.0	81.0
					应付账款周转天数	60.2	55.0	54.0	57.0
					固定资产周转天数	49.1	59.0	70.7	72.9
					<b>偿债能力</b>				
					净负债/股东权益	-35.03%	31.38%	-44.41%	-45.55%
					EBIT 利息保障倍数	-47.3	-125.1	-87.3	-81.2
					资产负债率	52.84%	59.82%	23.90%	23.01%

来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。