

携科技之利器，铸金控新生态

- “钱包”入主上市公司，“拥抱”科技金融。公司通过变更实际控制人为在第三方支付、消费金融等领域经验丰富的前京东集团副总裁赵国栋、收购中融金51%股权、非公开发行募集19亿资金“三步曲”开启科技金融“新纪元”；形成了“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构。中融金在2015-2017年度期间的业绩承诺为净利润分别不低于6,200万元、14,000万元以及24,000万元；且在2015年已完成业绩承诺，实现净利润为6,271.36万元。预计中融金2016年将实现净利润约1.67亿元，或超额完成业绩。
- “钱包生活+钱包金服”深度耦合，科技金融“帝国”图景凸现。公司核心战略为“钱包生活+钱包金服”，二者深度耦合，协同效应明显：1) 钱包生活，以“信贷”为抓手，实现降维打击并重塑O2O生态；抢占商户、消费者高频交易场景，持续供给长尾信贷资产；2) 钱包金服，发展“消费、信贷、理财”三大业务，深挖“钱包生活”蕴含的长尾资产，实现场景金融资产变现，享受消费金融黄金窗口期红利。2015年10月至今，公司产业整合持续落地，抢占理财、消费等垂直场景；积极申请金融牌照，努力打造“全牌照正规军”；并以大数据技术为核心发展征信业务，实现风险合理定价。
- 钱包生活：整合场景资源，重塑O2O生态。**钱包生活的核心定位为一体化O2O服务平台，集消费场景、支付、白条、商业信贷于一体。钱包生活通过向商户部署智能POS机，开通商户的基础信贷额度，为商户提供信贷服务；同时，通过“闪付+白条”，为消费者提供基于第三方支付服务的消费信贷服务。钱包生活通过整合资源、挖掘资产、提供信贷、理财等金融服务，赋予了O2O新的属性—金融。O2O从1.0信息黄页走向2.0团购，市场认可度正不断降低；钱包生活将成为O2O从2.0团购走向3.0金融服务的引领者，开启O2O新时代。
- 钱包金服：“消费、信贷、理财”三位一体，卡位牌照资源实现场景变现。**钱包金服定位于消费、信贷、理财三大板块有机结合的一线科技金融服务平台，通过深挖“钱包生活”的长尾资产，进一步提供消费金融、长尾信贷、财富管理服务，实现场景变现。钱包金服凭借金融牌照的申请和与银行联合运营两条路径实现金融业务合规发展，以资产证券化形式构建了资产端与资金端的金融闭环。目前借贷高利差足以覆盖坏账风险并维持盈利，同时为个人信用数据积累和征信模型修正提供充裕的时间以降低风险，钱包金服将充分享受未来3年消费金融红利，以“科技”为手段，打造金融控股新生态。
- 投资建议：**公司原是国内著名的电冰箱生产制造企业，通过变更实际控制人、收购中融金51%股权、非公开发行募集资金，正式进军科技金融领域；形成了“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构。“钱包生活+钱包金服”的核心战略布局展现了科技金融“帝国”图景，并以“抢场景、拿牌照、搞技术”主线持续战略落地，以“科技”为手段，打造金融控股新生态。预计2016-2018年EPS分别为1.55元、2.00元、3.10元，维持“买入-A”评级，6个月目标价80元。

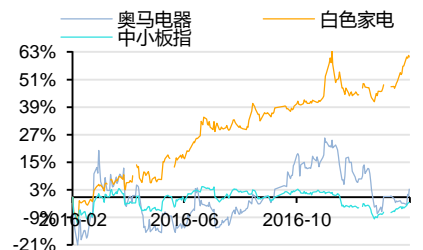
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**80.00元**
股价(2017-02-23) **68.06元**

交易数据

总市值(百万元)	15,446.47
流通市值(百万元)	9,163.65
总股本(百万股)	226.95
流通股本(百万股)	134.64
12个月价格区间	52.21/82.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.13	-13.2	6.09
绝对收益	10.4	-17.66	3.58

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

相关报告

奥马电器：场景及牌照核心路径持续推进	2016-12-20
奥马电器：业绩符合预期，科技金融生态体系渐显	2016-10-28
奥马电器：非公开过会，助力科技金融扬帆起航	2016-10-27
奥马电器：业绩符合预期，多措并举挥师科技金融	2016-08-20
奥马电器：钱包金服入主，打造 Fintech 闭环生态	2016-07-19

➤ 风险提示：科技金融业务推进不及预期风险；金融创新政策风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,461.0	4,702.4	5,313.7	6,110.8	7,210.8
净利润	203.1	267.0	351.4	452.9	702.7
每股收益(元)	1.23	1.61	1.55	2.00	3.10
每股净资产(元)	9.17	10.50	9.16	10.76	13.24

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	52.1	39.6	41.3	32.1	20.7
市净率(倍)	7.0	6.1	7.0	5.9	4.8
净利润率	4.6%	5.7%	6.6%	7.4%	9.7%
净资产收益率	13.4%	14.8%	16.4%	18.1%	22.9%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%
ROIC	20.0%	28.2%	22.6%	24.9%	37.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 交易概括：重组“拥抱”科技金融	5
1.1. 变更公司实际控制人，进军科技金融.....	5
1.2. 收购中融金 51% 股权，布局科技金融第一步.....	6
1.3. 19 亿定增过会，为科技金融发展“保驾护航”.....	8
2. 战略布局：携科技之利刃，打造综合性金融生态	9
2.1. 钱包生活+钱包金服：科技金融的“帝国”图景.....	9
2.2. 钱包生活：整合场景资源，重塑 O2O 生态.....	10
2.3. 钱包金服：“消费、信贷、理财”三位一体.....	12
3. 商业模式：构建资产端与资金端的资产证券化金融闭环	13
3.1. 资产端：2B+2C 挖掘信贷资源.....	13
3.1.1. 2B：布局 POS 机掌握流量入口，小微企业信贷实现 O2O 商业模式升级.....	13
3.1.2. 2C：借力中小银行资源挖掘个人用户，消费金融服务长尾客群.....	13
3.2. 资金端：银行提供优先资金，公司提供劣后资金.....	14
3.3. 财富管理：场景变现，实现理财一站式服务.....	17
4. 落地路径：抢场景、拿牌照、搞技术，路径清晰进展顺利	17
4.1. 抢场景：钱包生活整合 C 端与 B 端客群，通过产业并购抢占垂直场景.....	17
4.2. 拿牌照：积极申请金融牌照，提升企业价值.....	20
4.3. 搞技术：场景提供海量数据，以大数据技术为载体发展征信业务.....	20
5. 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：2015 年 10 月 28 日奥马电器股权协议转让后股权结构图.....	5
图 2：冰箱主营业务收入情况.....	6
图 3：中融金 2014-2017 年盈利情况与预测.....	7
图 4：中融金控股公司与主营业务.....	7
图 5：公司战略布局全景图.....	10
图 6：钱包生活 APP 界面示意图.....	11
图 8：O2O 模式升级路径.....	12
图 9：中融金好贷宝资产证券化示意图.....	15
图 10：日息宝七日年化收益率.....	16
图 11：日息宝综合信息.....	16
图 12：钱包生活卡位银行、消费者、商户三大经济主体资源.....	18
图 13：公司产业投资与垂直场景布局.....	19
图 14：公司已直接或间接获得的金融牌照.....	20
图 15：卡惠 APP 服务界面示意图.....	21
图 16：公司技术布局.....	22

表 1：收购中融金股权交易情况.....	6
----------------------	---

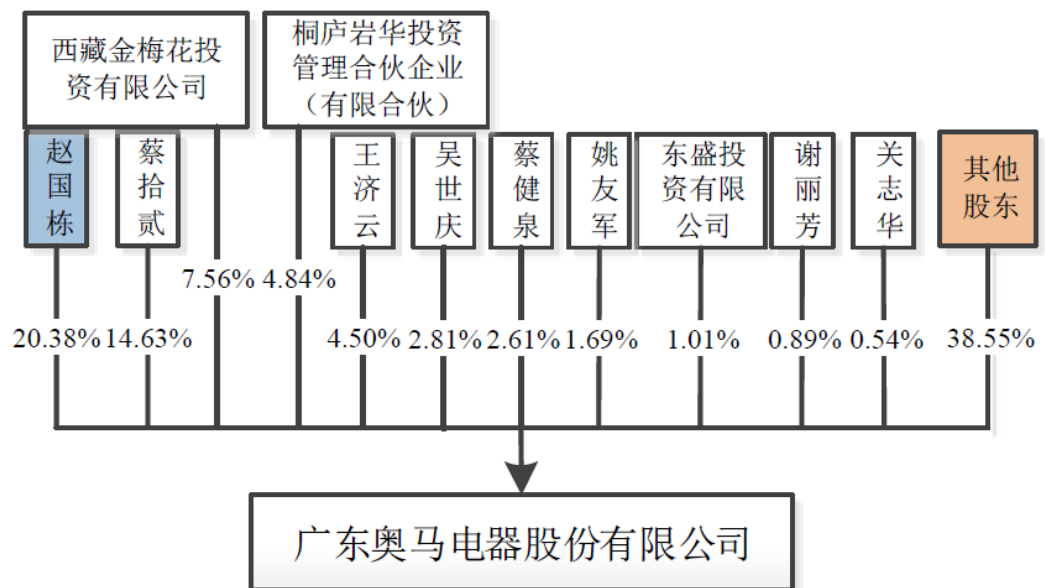
表 2: 中融金发展历程.....	7
表 3: 中融金旗下子公司.....	8
表 4: 非公开发行 A 股各认购对象的认购金额、股数和关联关系.....	8
表 5: 募投资金使用计划.....	9
表 6: 钱包金服（北京）科技有限公司与商业银行签订全面战略合作协议情况.....	14
表 7: 消费金融 ABS 融资成本持续走低.....	16
表 8: 主要消费金融参与机构的分期利率及现金贷款利率对比.....	17
表 9: 公司产业投资成立或参股公司情况.....	18

1. 交易概括：重组“拥抱”科技金融

1.1. 变更公司实际控制人，进军科技金融

2015年10月29日，公司公告《部分股东股份协议转让及实际控制人变更》，公司股东蔡拾贰、蔡健泉、王济云、吴世庆、姚友军、关志华、梁锦颐、刘丽仪、东盛投资有限公司协议转让其持有的本公司股份与赵国栋、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。本次股权转让后，赵国栋持有上市公司 33,697,239 股，持股比例为 20.38%。公司原实际控制人蔡拾贰持有 24,181,074 股，持股比例下降为 14.63%，公司的实际控制人由蔡拾贰变更为赵国栋。

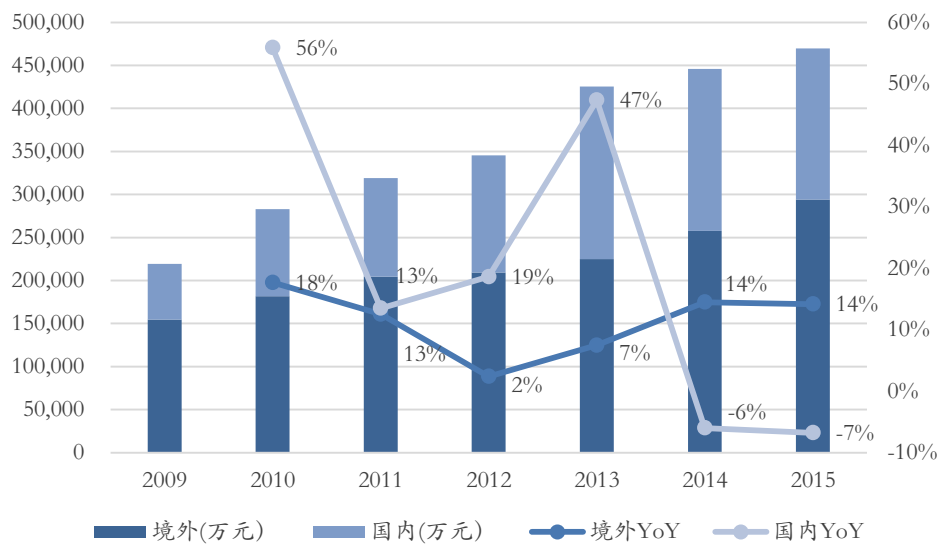
图 1：2015 年 10 月 28 日奥马电器股权协议转让后股权结构图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

科技金融领军人物入主。公司新实际控制人赵国栋为中融金（北京）科技有限公司董事长、钱包金服（平潭）科技有限公司及其子公司董事长、钱包金证（北京）资产管理有限公司执行董事。赵国栋拥有多年科技金融从业经历，是前京东集团副总裁，网银在线（北京）科技有限公司创始人兼 CEO，自 2004 年起就已经涉足第三方支付行业，在第三方支付和消费金融方面有着丰富经验。公司原是国内著名的电冰箱生产制造企业，每年冰箱营业收入超过 45 亿元，拥有国内最大的冰箱 ODM 生产基地，出口业务受益于人民币贬值实现稳步增长，保持良好发展态势，但国内面临品牌竞争进一步加剧，互联网营销模式冲击，行业竞争愈加激烈的严峻行业环境。公司实际控制人的变更意味着其正式进军科技金融领域，形成“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构，以增强公司的持续盈利能力和发展潜力。

图 2：冰箱主营业务收入情况



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心整理

1.2. 收购中融金 51% 股权，布局科技金融第一步

2015 年 10 月 29 日，公司公告与赵国栋、尹宏伟、杨鹏、高榕资本（深圳）投资中心（有限合伙）、北京华清道口联金投资管理中心等于签订《关于中融金（北京）科技有限公司之股权转让协议》，并于 2015 年 11 月 5 日公告签订《关于中融金（北京）科技有限公司之股权转让协议之补充协议》，公司以现金方式收购中融金（北京）科技有限公司 51% 股权，购买价格为 61,200 万元。2015 年 12 月 28 日，中融金 51% 股权办理完成股权过户的工商变更手续。

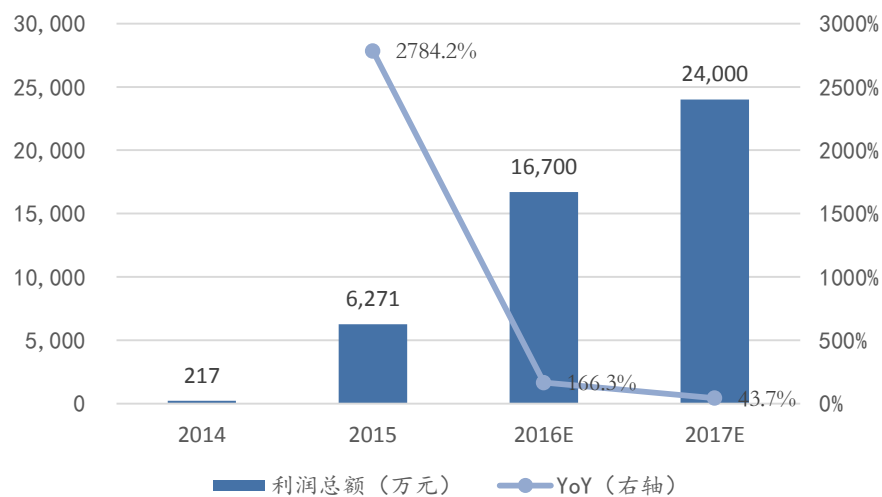
表 1：收购中融金股权交易情况

股东姓名	出资金额 (万元)	持股比例 (%)	所持中融金股权
赵国栋	1,291	58.1	30.29
尹宏伟	489	22.01	11.47
高榕资本	111.1111	5	2.55
王军	110	4.95	
杨鹏	110	4.95	2.58
联金投资	91.1111	4.1	4.10
思诺启点	20	0.9	
合计	2,222.22	100	51.00

资料来源：wind，安信证券研究中心

根据《业绩补偿协议》及其补充协议，赵国栋、尹宏伟、杨鹏承诺中融金在 2015 年度至 2017 年度期间的净利润分别不低于 6,200 万元、14,000 万元以及 24,000 万元，即中融金 2015 年度净利润不低于人民币 6,200 万元，2015 年和 2016 年度净利润累积不低于 20,200 万元，2015 年、2016 年和 2017 年度净利润累积不低于 44,200 万元。中融金 2015 年扣除非经常性损益后实现净利润 6,271.36 万元，完成了当年的业绩承诺。根据 2016 年三季度报披露，前三季度公司少数股东权益增加 6129.86 万元，由此算得中融金在 2016 年前三季度实现净利润 1.25 亿元。由于中融金业绩没有季节性特征，全年业绩较为平均，因此我们预计中融金 2016 年全年将实现净利润约 1.67 亿元，将达到 2016 年净利润业绩承诺。

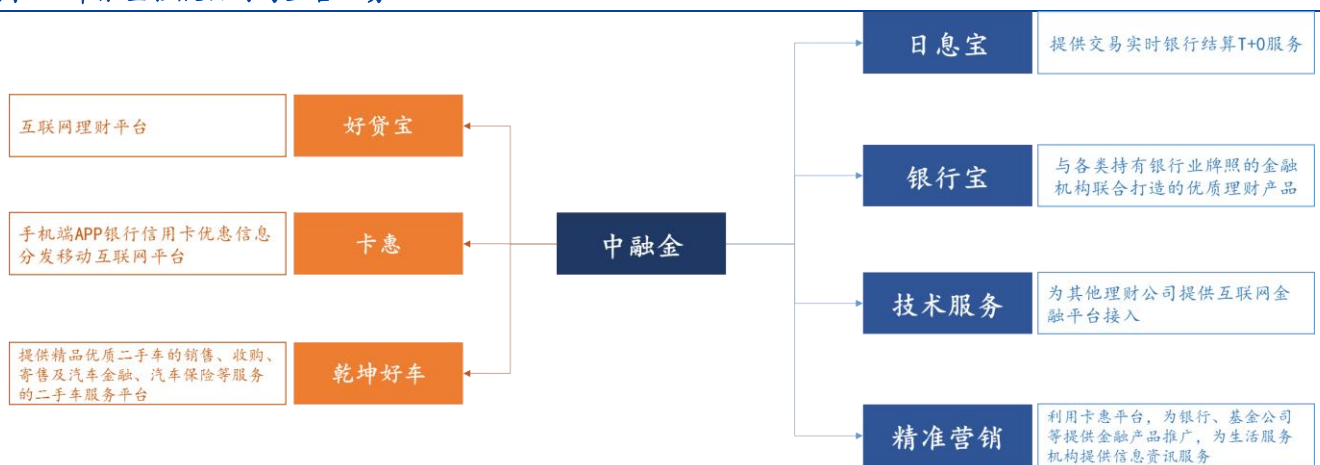
图 3：中融金 2014-2017 年盈利情况与预测



资料来源：wind，安信证券研究中心

控股中融金，切入银行科技金融业务。中融金是国内领先的科技金融平台与运营服务提供商，主要从事银行科技金融平台技术开发服务及联合运营、自营互联网理财平台、移动互联网金融营销业务。中融金的主营业务共有四类，分别是日息宝、银行宝、技术服务和精准营销。中融金的主要金融产品为“日息宝”，主要解决小微企业刷卡 T+1 到账的资金流动性痛点，提供交易实时银行结算 T+0 服务。中融金目前已与三十多家银行总行签署科技金融相关合作协议，包括科技金融平台开发搭建、技术服务、平台联合运营等。同时，中融金还拥有自营互联网理财平台“好贷宝”和手机端 APP 银行信用卡优惠信息分发移动互联网平台“卡惠”，下载量超过 1400 万，同时也开展银行信用卡申请、账单管理等持卡人服务业务，旗下全资子公司“乾坤好车”主要从事二手车抵押信贷。公司紧跟数字普惠金融浪潮，通过控股中融金，全面发力科技金融，2016 年将是公司转型的启航之年。

图 4：中融金控股公司与主营业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2：中融金发展历程

时间	事件
2014 年 9 月 1 日	公司成立，注册资本 2000 万元，由自然人蒋月华、杨鹏、尹宏伟以货币资金投入，认缴出资额分别为 720 万元、220 万元、1060 万元。
2014 年 11 月 1 日	中汇好贷宝网络科技有限公司与中融金签署了经营权转让协议，约定自 2014 年 11 月 1 日起，好贷宝（www.haodaibao.com）

由中融金运营管理，此后因运营管好贷宝所产生的一切权利义务由中融金享有或承担。

中融金子公司卡惠（平潭）科技有限公司与卡惠（北京）科技有限公司签订《资产收购协议》，以 2000 万元收购卡惠（北京）科技有限公司的软件著作权、商标、域名。

2015 年 9 月

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 3：中融金旗下子公司

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例
卡惠（平潭）科技有限公司	2000	100%
网金（平潭）科技有限公司	1000	100%
福州乾坤好车电子商务有限公司	1000	51%
上海齐嘉互联网金融信息服务有限公司	1000	30%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 19 亿定增过会，为科技金融发展“保驾护航”

2016 年 10 月 26 日，公司公告其非公开发行 A 股股票的申请获得了中国证监会发行审核委员会审核通过。公司本次非公开发行的股票数量不超过 61,603,652 股，拟募集资金总额不超过 190,416.90 万元，发行价格为 30.91 元/股。非公开发行 8 名认购对象中共有 5 名与公司存在关联关系，其中包括公司实际控制人、董事、副总经理和重要股东，均为公司核心骨干，实际控制人赵国栋在本次认购后实际持股比例由 20.38% 上升为 27.34%，彰显公司发展坚定决心。本次非公开发行的认购对象均以现金方式认购公司本次非公开发行的股份。

表 4：非公开发行 A 股各认购对象的认购金额、股数和关联关系

序号	认购对象	认购股数（股）	认购金额（万元）	认购比例	认购方式	关联关系
1	西藏融通众金投资有限公司	28,343,403	87,609.46	46.01%	现金	上市公司实际控制人赵国栋持股 57%
2	前海开源定增 22 号资产管理计划	8,975,411	27,743.00	14.57%	现金	无
3	西藏金梅花投资有限公司	7,085,850	21,902.37	11.50%	现金	持有上市公司 9.48% 股份
4	刘展成	4,916,848	15,197.98	7.98%	现金	上市公司董事、副总经理
5	平潭融金核心壹号投资合伙企业（有限合伙）	3,779,120	11,681.26	6.13%	现金	执行事务合伙人张佳为上市公司副总经理，员工持股公司
6	平潭融金核心叁号投资合伙企业（有限合伙）	3,306,730	10,221.10	5.37%	现金	执行事务合伙人权秀洁为上市公司董事、财务总监及副总经理，员工持股公司
7	桐庐岩华投资管理合伙企业（有限合伙）	2,834,340	8,760.95	4.60%	现金	无
8	深圳东源基石资本管理中心（有限合伙）	2,361,950	7,300.79	3.83%	现金	无
合计		61,603,652	190,417	100.00%		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

本次非公开发行扣除发行费用后的募集资金净额拟用于基于商业通用的数据管理信息系统建设项目和智能 POS 项目。具体来看，基于商业通用的数据管理信息系统将以两地三中心为物理基础设施，搭建数据管理信息系统的基础支撑平台和大数据中心，最终以云服务的方式，向各类商业机构提供数据存储、数据计算、数据访问等服务；智能 POS 项目主要包括四款智能 POS，分别为智 POS Mini（也称 MPOS）、智 POS Mini 刷卡器（即手机刷卡器）、智 POS（即手持移动智能 POS）、智 POS Plus（即台式智能 POS）。

表 5：募投资金使用计划

序号	项目名称	实施主体	总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	基于商业通用的数据管理信息系统建设项目	钱包金服 (北京) 科技有限公司	150,480.00	150,416.90
2	智能 POS 项目	钱包智能 (平潭) 科技有限公司	40,000.00	40,000.00
合计			190,480.00	190,416.90

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

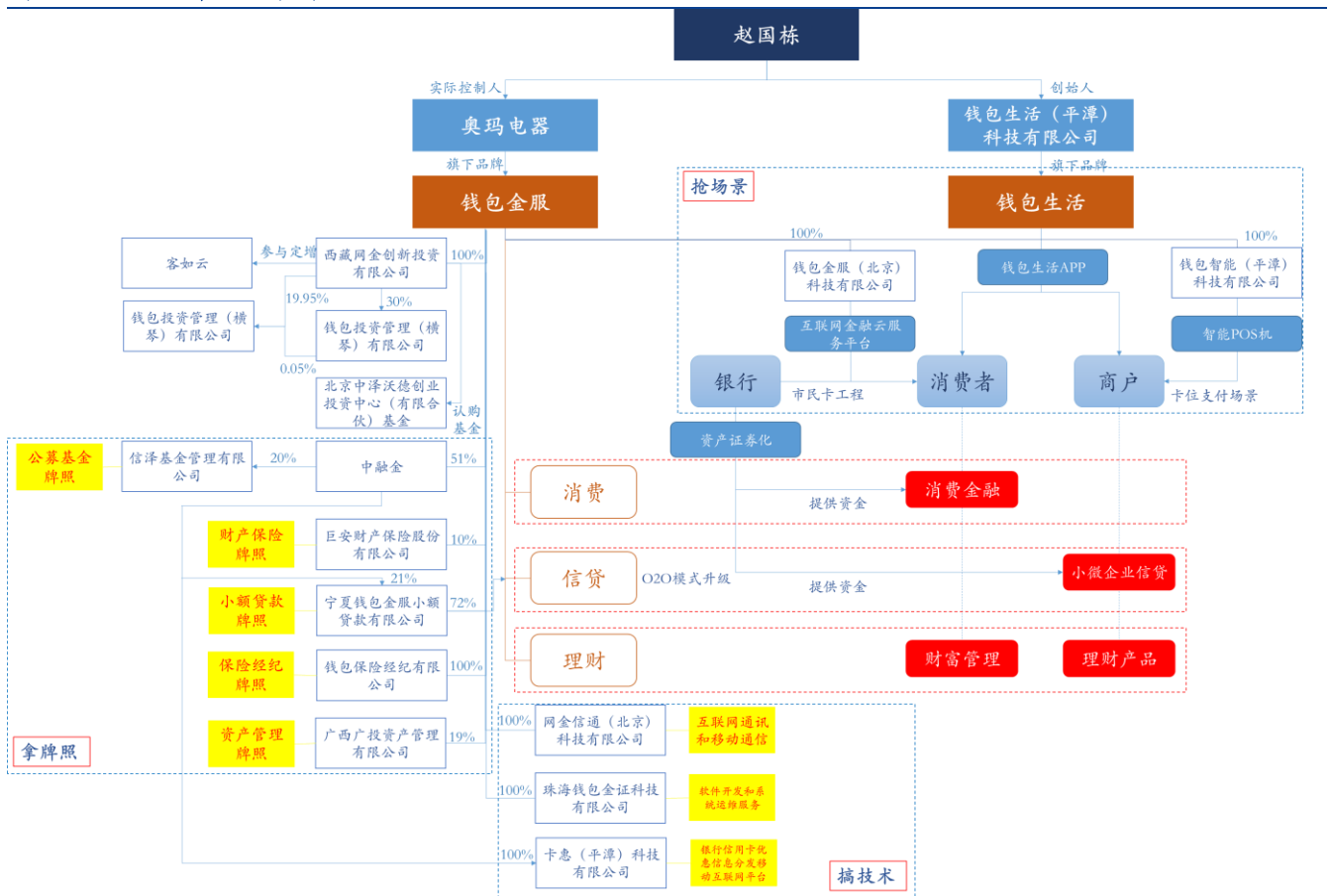
2. 战略布局：携科技之利刃，打造综合性金融生态

2.1. 钱包生活+钱包金服：科技金融的“帝国”图景

公司战略三步走，打造一线科技金融服务平台。第一步，公司向传统金融机构提供平台搭建、联合运营等金融服务，帮助传统金融机构进行互联网转型；第二步，公司将向商户、小微企业提供融资、数据分享等金融服务，帮助商家、小微企业更好的授信和贷款；第三步，公司将向普通消费者提供便捷、安全的理财、信贷、消费一站式服务。公司核心战略为“钱包生活+钱包金服”：(1) 钱包生活：抢占商户和消费者高频交易场景，持续供给长尾信贷资产；以“信贷”为抓手，重塑 O2O 生态；(2) 钱包金服：进一步发展“消费、信贷、理财”三大科技金融业务，通过深挖“钱包生活”整合的长尾资产以提供金融服务实现场景变现。此外，公司发展路径清晰：(1) “抢场景”：持续进行产业投资，抢占理财、消费等垂直场景；(2) “拿牌照”：积极申请金融牌照，努力打造“全牌照正规军”；(3) “搞技术”：以大数据技术为载体发展征信业务，实现风险合理定价。

钱包生活与钱包金服深度耦合，协同效应凸显。钱包生活将借助钱包金服搭建的互联网金融云服务平台与传统银行合作，通过储蓄卡向联名卡的转化，开发银行客户使其转化为钱包生活的消费客户，同时钱包生活也将借助钱包金服的智能 POS 机布局卡位支付场景，挖掘商户资源。而钱包金服将通过钱包生活的银行、消费者、商户的整合进一步发展消费、信贷、理财三大科技金融业务，为消费者提供消费借贷服务和财富管理，为商户提供小微企业信贷服务和理财产品，为银行提供互联网银行业务转型服务并提供资产端信贷资源。由此可见，钱包生活与钱包金服的有机结合将为公司打造一个金融科技“帝国”，未来潜力空间不可限量。

图 5：公司战略布局全景图

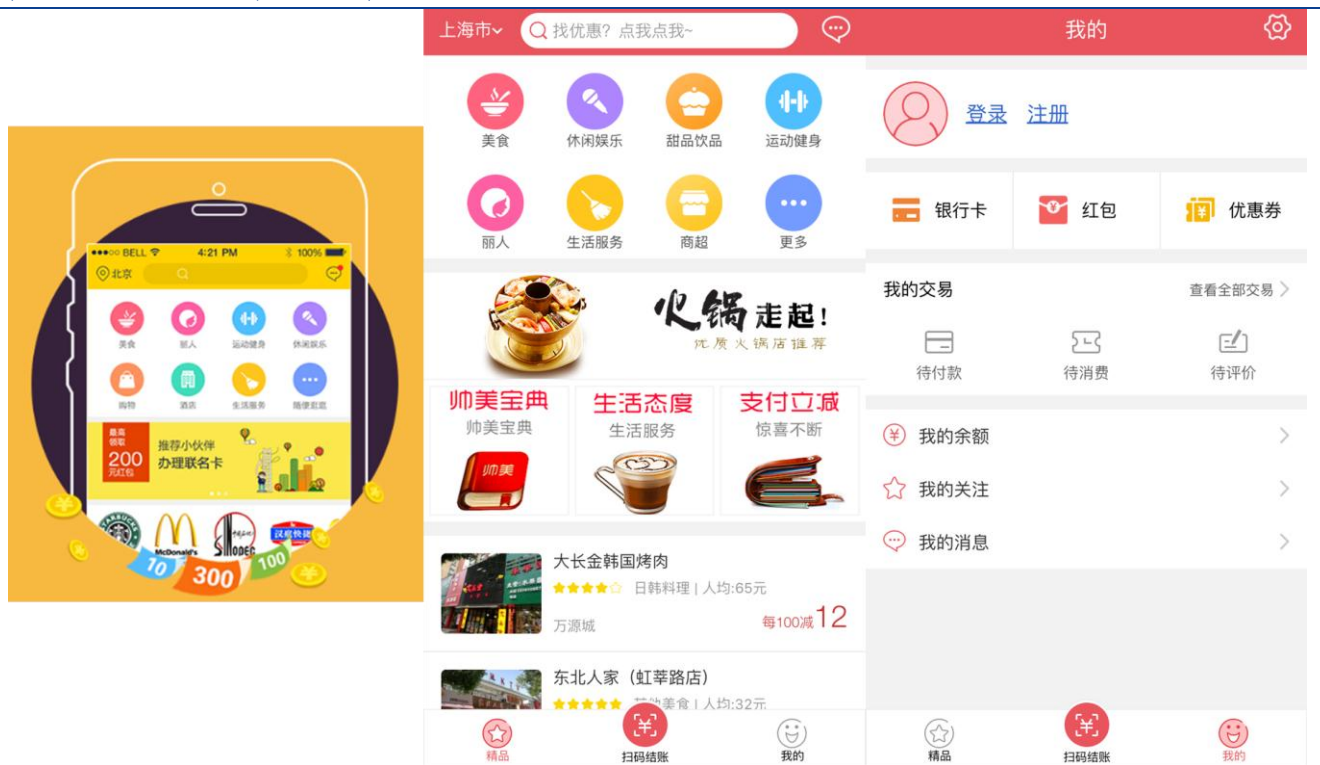


资料来源：安信证券研究中心整理

2.2. 钱包生活：整合场景资源，重塑 O2O 生态

钱包生活：整合银行、商户、消费者场景资源。钱包生活成立于 2015 年 9 月，是由钱包生活(平潭)科技有限公司开发的提供本地化生活优惠消费的服务平台，通过“钱包生活 APP”连接银行、商户和消费者。钱包生活通过向商户部署智能 POS 机，开通商户的基础信贷额度，为商户提供信贷服务；同时通过“闪付+白条”，为消费者提供第三方支付服务与消费金融服务。目前钱包生活 APP 已全面覆盖美食、休闲娱乐、运动健身、生活服务、商业超市、丽人等生活服务领域，以消费者需求为导向，引领本地生活方式。

图 6：钱包生活 APP 界面示意图



资料来源：安信证券研究中心

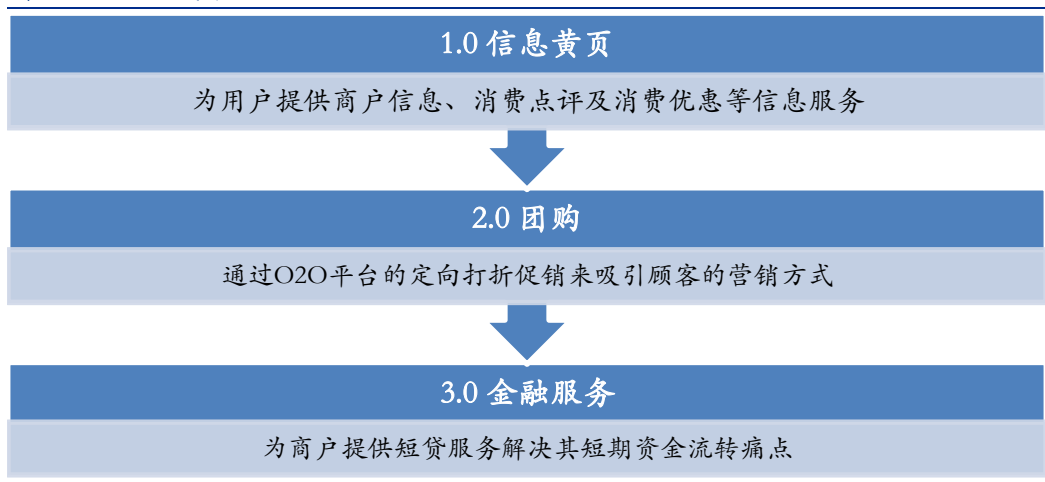
新一代 O2O 服务平台，金融属性实现降维打击。钱包生活的核心定位为一体化 O2O 服务平台，集消费场景、支付、“白条”、商业信贷于一体。不同于现有的 O2O 平台，钱包生活的主要战略为卡位场景以提供金融服务，通过整合资源、挖掘资产、提供信贷、理财等金融服务，赋予了 O2O 新的属性—金融，相比于现在以团购优惠为主的 O2O 平台有显著优势。钱包生活正迎来前所未有的战略性机遇。

O2O 从 1.0 信息黄页走向 2.0 团购，市场认可度正不断降低。目前国内 O2O 的领先企业包括新美大（美团与大众点评合并公司）和百度糯米，纵观其发展历程可以发现，O2O 企业以信息黄页起家，即为用户提供商户信息、消费点评及消费优惠等信息服务，前期的消费者和商户积累为其走向 2.0 团购时代打下了坚实基础。目前，各大 O2O 企业都以团购为主要商业模式和盈利模式，所谓团购就是通过 O2O 平台的定向打折促销来吸引顾客的营销方式，消费者可以极大程度地获得商品让利。但是这种商业模式存在天然的限制，为了吸引用户在线购买，团购的让价幅度往往在 10% 以上，再加上给团购平台上交的佣金，使得商家的获客成本非常高，利润被不断压缩。此外，团购模式本源于薄利多销的思想，但是在中国团购模式逐渐发展为常规的一次性折扣，几乎无门槛，商家竞争导致利润不断降低，市场格局从垄断竞争走向了完全竞争。因此目前团购模式的市场认可度正不断降低。

2.0 团购走向 3.0 金融服务，钱包生活实现 O2O 商业模式升级。在 2.0 团购时代，商户处于谈判弱势地位，团购不仅要让利于消费者，还要上交团购平台佣金。而钱包生活的商业模式将使商户由被动转为主动，随着移动支付的迅速发展，支付渠道从现金转为了移动支付，钱包生活将凭借其智能 POS 机在支付场景的卡位优势实现团购的最终目的—客户引流。钱包生活不再向商户收取佣金，而是通过解决移动支付快速发展而传统小微企业的技术落后的痛点以获取流量入口，进而为商户提供短贷服务解决其短期资金流转痛点，以此来获得稳定盈利。反观新美大这类的 O2O 企业，由于其发展历程中都未出现金融的影子，而是以信息中介而存在，受制于其目前的商业模式，转型金融类服务的速度较慢。公司定位科技金融，天

然具有金融属性，有望开创 O2O 的 3.0 金融服务时代，实现“弯道超车”，成为 O2O 新生态的塑造者。

图 7：O2O 模式升级路径



资料来源：安信证券研究中心

前期客户积累开销巨大，后期盈利由上市公司分享利润。钱包生活之所以只由上市公司大股东实际控制，而非上市公司子公司，我们认为主要原因在于前期的 C 端消费者与 B 端商户的客户积累需要巨额的费用支出，如果并表将导致上市公司短期利润下降而使股东遭受损失。由上市公司大股东实际控制但不并表可以充分避免企业初期的投入资本费用化，而钱包金服将通过为由钱包生活积累的客户群体提供科技金融服务来实现盈利，以增厚上市公司的利润，提升公司整体价值和综合竞争力。

2.3. 钱包金服：“消费、信贷、理财”三位一体

钱包金服：打造消费、信贷、理财三大科技金融业务。钱包金服是公司旗下的金融科技事业部品牌，定位于消费、信贷、理财三大板块有机结合的一线互联网金融服务平台，致力于搭建便捷高效的场景大数据平台和金融科技生态体系。消费是指向各阶层消费者提供消费贷款的金融服务；信贷是指向小微企业发放用于流动资金周转、购置或更新经营设备、支付租赁经营场所租金、商用房装修等合法生产经营活动的贷款；理财是指通过自营和联运平台，提供丰富的财富管理项目，帮助个人或企业达到财富保值、增值的目的。公司的三大业务涵盖 C 端和 B 端两大主体客群，通过深挖“钱包生活”的长尾资产，意图用科技重新定义金融，以成为科技金融领军企业。

定增项目彰显公司战略布局。2015 年 11 月 17 日，公司成立钱包金服（北京）科技有限公司，帮助传统银行发展互联网银行业务，与传统金融业务有机融合。钱包金服是本次公司非公开发行 19 亿募集资金投入的基于商业通用的数据管理信息系统建设项目的实施主体。基于商业通用的数据管理信息系统建设项目将通过搭建互联网金融云服务平台，向银行尤其是中小银行等金融机构，提供投融资平台、社区金融 O2O、权益众筹平台、直销银行、统一支付平台、资金存管、电子账户等云服务，以卡位 C 端消费者客群。

两大发展战略：金融牌照申请+与银行合作联合运营。公司深谙金融牌照对开展互联网相关金融服务的重要性，近一年多来凭借自身的科技储备积极申请各类金融牌照，目前已拥有小额贷款、资产管理、公募基金、财产保险、保险经纪等多业务牌照，使钱包金服成为“金融正规军”，以在金融领域“大施拳脚”。此外，公司还通过科技手段与银行进行深度业务合作，联合运营信贷资产，以间接获取银行牌照资源，即用科技换取牌照资源。背靠银行资源和风

险控制技术，公司的科技金融业务得到了全面提升。公司将凭借金融牌照的申请和与银行联合运营两条路径实现金融业务合规发展。

3. 商业模式：构建资产端与资金端的资产证券化金融闭环

3.1. 资产端：2B+2C 挖掘信贷资源

3.1.1. 2B：布局 POS 机掌握流量入口，小微企业信贷实现 O2O 商业模式升级

钱包生活：通过地推钱包金服智能 POS 机引流商户。随着国内消费水平的不断提升和消费意识的增强以及移动互联网时代的到来，刷卡、移动支付代替了现金。而钱包金服的智能 POS 机整合了刷卡和移动支付两大支付途径，可实现银行卡收款、新兴方式收款、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、开放平台等多种功能，应用于餐饮行业、酒店行业、O2O 行业、物流、零售等多个行业。智能 POS 机可实现扫码付账，大大提高了企业的收款效率。此外，智能 POS 机还降低了优惠券和会员卡的派发成本，并通过完成会员的数据采集为后续分析开展精准营销奠定了基础。钱包生活将采取“农村包围城市”的营销战略，通过地推钱包金服智能 POS 机率先布局三四线城市，再逐渐过渡到一二线城市，最终实现全国范围商户上线。

2B：为商户提供短期信贷解决资金周转痛点。钱包生活通过智能 POS 机卡位用户支付和商家收单的场景，获取商户客群，进而挖掘信贷资源。小微企业通常有流动资金周转、购置或更新经营设备、支付租赁经营场所租金、商用房装修等生产经营活动的短期资金需求。同时，小微企业资金周转率高，且毛利率高，因此对高利率敏感度较低。2016 年 12 月 1 日，公司与中融金共同成立宁夏钱包金服小额贷款有限公司，通过，钱包生活整合 B 端资源，利用公司金融数据处理、风控等经验，为中小微企业等提供金融服务。根据国家工商总局数据披露，2015 年中国实有各类市场主体数量达到 7746.9 万户，截至 2015 年 4 月，内资企业占中国实有各类市场主体总数的 26.3%。据此测算，目前中国内资企业约 2000 万户。在内资企业中，小微企业约占到 75%，数量约为 1600 万户。以 5% 的渗透率、10 万每年的信贷额和 3-5% 的信贷利差计算，每年将贡献 24-40 亿（1600 万*5%*10 万*（3-5%））的利润。

B 端资产实例：中融金“日息宝”实现 1 日类金融资产资本化。中融金旗下的“日息宝”就是一类短期周转贷产品，通过资产证券化方式解决了 POS 机商户 T+0 垫资需求。具体来说，由于传统的 POS 刷卡模式是银行在第二个工作日将交易资金结算给商户，这种信用卡 T+1 套现导致商户具有 1 天的垫资需求。“日息宝”的核心是向为持有央行支付牌照的第三方支付机构提供借款撮合服务，而第三方支付公司作为借款方主要向其优质 POS 商户提供交易实时结算 T+0 服务，即于交易发生当日将交易资金实时划入商户结算账户并收取一定贴现利息，而第二个工作日第三方支付公司收到银行结算的对应交易资金。由于 POS 机 T+1 垫资具有依靠银行风控、小而分散并且流动性高的属性，因此其安全性比常见依赖小贷公司风控、大额集中且流动性差的资产高很多。

3.1.2. 2C：借力中小银行资源挖掘个人用户，消费金融服务长尾客群

钱包金服助力传统银行转型互联网银行，钱包生活实现低成本的银行客户挖掘转化。公司通过子公司钱包金服（北京）科技有限公司与商业银行签订全面战略合作协议，帮助商业银行，特别是中小银行（城商行、农商行），推进互联网银行业务与传统金融业务的融合与发展，在直销银行、市民卡工程、供应链金融、互联网营销、互联网运营推广、互联网金融企业资金存管、互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等相关平台、产品和服务领域提供互联网金融云服务业务。公司通过与商业银行共同推出联名卡，比一般信用卡

多了企业所赋予的额外功能，包括在钱包生活上的与信用卡类似的消费支付和与会员卡类似的优惠折扣。联名卡因其功能丰富和附加的优惠和服务而深受客户青睐。钱包生活将凭借钱包金服为银行提供的云服务和联名卡工程，实现银行客户的挖掘转化，这一途径将使得客户积累的成本较低。

表 6：钱包金服（北京）科技有限公司与商业银行签订全面战略合作协议情况

时间	合作银行	合作内容
2015 年 12 月 24 日	宜宾市商业银行	在直销银行、市民卡工程、供应链金融、互联网营销、互联网运营推广、互联网金融企业资金存管等相关平台、产品和服务领域建立长期稳定的战略合作伙伴关系
2016 年 4 月 15 日	郑州市市郊农村信用合作联社	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
	山西襄垣农村商业银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融等多个领域展开合作
2016 年 4 月 18 日	焦作中旅银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
	邯郸银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
2016 年 4 月 21 日	郑州银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作
	泰安银行股份有限公司	在互联网银行、投融资平台、社区金融、互联网支付、网络信贷等多个领域展开合作

资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

牵手宜宾市商业银行，打造互联网银行业务范本。2015 年 12 月 24 日，公司与宜宾市商业银行签订全面开展互联网银行业务战略合作协议，该项目是钱包金服后签署的首个全面开展互联网银行业务的战略合作协议，双方将就传统金融与互联网金融融合和创新开展一系列深入的业务合作，具有示范意义。值得一提的是，双方在联盟卡上的合作已初具成效。宜宾市商业银行向其客户推荐钱包生活 APP 和“钱包生活宜宾”微信公众号，银行客户可以凭借持有的宜宾市商业银行卡在钱包生活 APP 上注册，享受各类优惠活动。例如，商业银行-钱包生活已携手惠之家生活超市推出了“无门槛 88 折，最高立减 20 元”、“新注册的客户享受 30 元的红包”、“邀请一名朋友注册，可获得 5 元的红包”等优惠活动。和市商业银行“钱包生活”合作的商家除超市外，还涉及有咖啡厅、火锅店、电影院、海鲜自助、西餐厅、甜品店、美容美发机构等多业态，极大地满足了银行客户的消费需求。

2C：消费金融迎来黄金窗口期，服务长尾客户空间巨大。凭借钱包生活整合 C 端消费群体，钱包金服又可发展消费金融业务。我们之前的深度报告《消费金融：新常态下的新风口》指出，消费金融目前呈现了新常态，即消费主力人群更替，借贷消费观念接受度提升，个性化需求逐渐提高使得日常消费信贷将迎来高速增长，和消费主力人群更替为年轻群体，强烈线上消费和超前消费的倾向新特性带来旺盛的消费借贷需求。在信贷结构改善+消费需求升级的背景下，并在“资产荒”和利率下行的黄金窗口期，消费金融成为新的风口。公司将凭借钱包生活的消费场景卡位优势，通过场景融合带来用户需求提升，并利用大数据技术进行风险定价，以此把握消费金融的黄金窗口期。

3.2. 资金端：银行提供优先资金，公司提供劣后资金

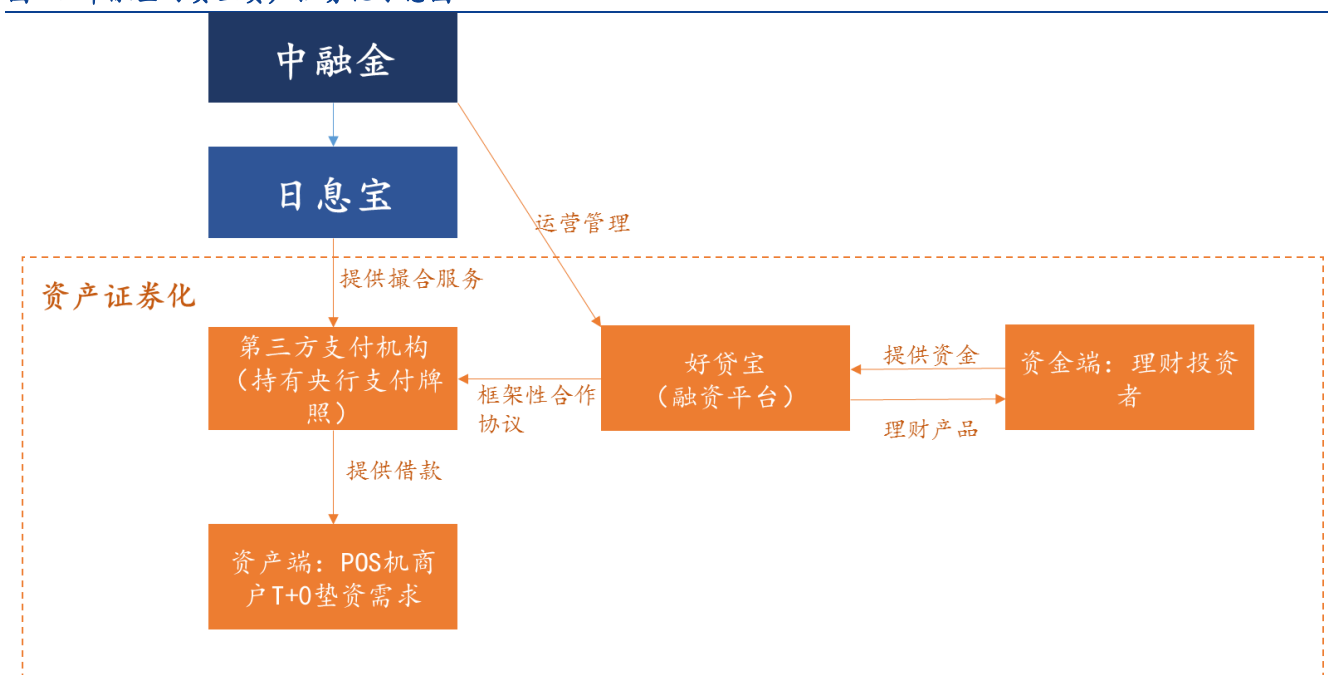
企业信贷和消费金融的资金来源于银行和公司，优先资金通过银行发行 ABS，劣后资金由公司提供。我们认为，公司与银行，特别是中小银行的全面战略合作中，在投融资平台和网络借贷领域的合作包含了银行通过发行 ABS（资产支持证券）来为中小微企业信贷与消费金融提供优先资金，而劣后资金将由公司提供。银行通过对信贷资产评估和风险控制下，对打包

信贷进行风险定价。公司通过获取小额贷款、资产管理等金融牌照提升了公司整体信用价值，并且公司通过场景卡位积累海量数据开展征信业务也将增信信贷资产，从而能以较低成本从银行获取优先资金。

银行参与：资产证券化提升整体风控水平，形成资产证券化闭环。银行作为专业的提供信贷的金融机构，具有严格的风控系统。银行参与公司的资产证券化链条，将大幅提升整体风控水平，降低信贷风险。同时，纵观公司的资产证券化链条，资产端来源于消费者和商户，而资金端由银行通过发行 ABS 和公司来提供，形成了资产证券化闭环，实现了风险隔离，公司在这一过程中起到了信息中介的作用。

公司平台：“好贷宝”实现资产证券化。“好贷宝”是中融金旗下的融资与理财平台，作为融资中介服务提供商，主要是通过第三方支付机构签订框架性合作协议（或居间咨询服务协议）来为第三方支付机构提供资金，由此实现 POS 机短贷的资产证券化。理财投资者通过“好贷宝”融资平台进行投资，购买“日息宝”产品，相关投资款项通过第三方支付机构进行归集、托管，“日息宝”产品满额后，将款项划转至借款人。债权到期时，借款人还款至理财投资者并支付利息。目前，日息宝年化收益率约 7%，具有门槛低、期限短、安全性好、收益率高的特点，自发布以来尚未发生逾期和坏账。

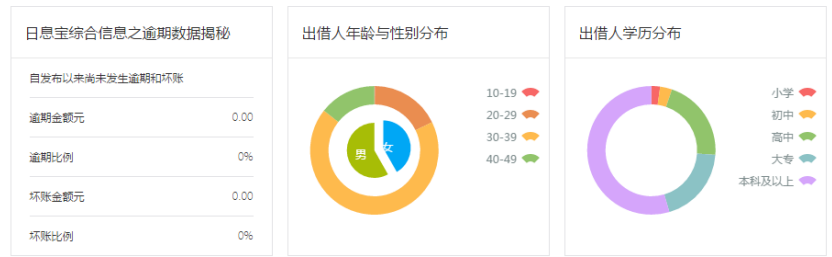
图 8：中融金好贷宝资产证券化示意图



资料来源：安信证券研究中心整理

图 9：日息宝七日年化收益率

图 10：日息宝综合信息



资料来源：好贷宝官网，安信证券研究中心

资料来源：好贷宝官网，安信证券研究中心

日息宝盈利模式：赚取借贷金融利差。日息宝作为银行结算短期周转贷的主要盈利模式为通过收取千分之 1.5-2 的提现费为商户提供 T+0 拆借资金，以此获得年化 50%-70%收益率，而融资成本仅为年化 7%左右，借贷利差足以覆盖潜在风险并维持盈利。中融金平台服务费的计算标准为第三方支付机构通过中融金平台的借款金额乘以相应费率后减去支付给借款用户的利息。由于 POS 机短贷的期现仅为一天，而日息宝理财产品的期现通常都长于一天，因此日息宝的运作模式实际上是短贷长借，再加上资产端本身是由银行进行兑付，因此整体风险较低。

融资端成本持续下降，利率下行创造黄金窗口期。我们之前的深度报告《消费金融：新常态下的新风口》指出，2012 年以来中国经济步入新常态，GDP 增速放缓，同期央行已进行了 8 次降息和 7 次降准，为刺激经济提供了充沛的流动性，2015 年 7 月以来 M1 与 M2 剪刀差持续扩大，险资频频举牌上市公司，反映出企业和居民寻求优质投资标的意愿强烈。而与此同时实体经济回报率的下降，贷款不良率的上升和刚性兑付的打破，加剧了资产荒，使得优质资产的融资成本持续走低。利率下行为长尾信贷与消费金融创造了黄金窗口期。

表 7：消费金融 ABS 融资成本持续走低

产品	日期	融资规模	利息成本
京东白条 ABS 第一期	15 年 10 月	8 亿	5.1%
蚂蚁小贷 ABS 第七期	15 年 11 月	9 亿	5.0%
京东白条 ABS 第二期	15 年 12 月	12 亿	4.7%
京东白条 ABS 第三期	16 年 1 月	20 亿	3.9%
中银 ABS	16 年 1 月	6.5 亿	4.4%
京东白条 ABS 第四期	16 年 4 月	15 亿	3.8%

数据来源：公开资料整理，安信证券研究中心

收益端维持高额回报，消费者与商户对利率敏感度低。长尾信贷与消费金融服务主体的特点为客户数量多、单笔业务小、融资时间短、个性化需求足的特点，普遍对利率敏感度较低。小微企业、居民的消费融资需求旺盛，市场上的融资渠道有限，通常银行贷款难以及时获得，小额贷款等民间融资成本与风险双高，而新兴消费金融机构借贷便利、可信度高，因此成为最佳选择。目前消费金融机构分期贷款利率约为 11%-16%，现金贷款利率约为 14%-20%。

表 8：主要消费金融参与机构的分期利率及现金贷款利率对比

	银行	银行系消费金融公司	京东白条	蚂蚁金服	苏宁
消费信贷利率*	15%左右	16%左右	11%	16%	11%
现金贷款利率	18%	20%左右	18%	16%	14%

数据来源：公开资料，安信证券研究中心 *注：消费信贷利率为12期复利。

信贷利差巨大足以应对风险敞口，为征信模型修正提供充裕时间。目前消费金融机构向低净值居民、小微企业发放消费贷款，包含与购物平台合作消费分期业务及一次性现金贷款业务，根据用户信用资质及借贷期限不同，典型收益在14%-18%，而典型资金成本在4%-7%之间，因此利差在7%-14%之间，典型利差在10%以上。高利差足以覆盖坏账风险并维持盈利，同时为个人信用数据积累和征信模型修正提供充裕的时间以降低风险。

3.3. 财富管理：场景变现，实现理财一站式服务

通过消费和支付的场景变现，实现理财一站式服务。公司凭借钱包生活将积累大量C端消费客群和B端商户资源，消费与支付场景将沉淀巨额资金，而财富管理就是场景变现的手段之一。具体来说，消费将产生预存资金，而支付将产生流动资金，通过财富管理将使这两部分资金实现增值，无论是消费者还是商户都非常愿意享受沉淀资金的增值服务，由此财富管理将成为公司新的利润增长点。

通过众多牌照和银行资源发展多元化财富管理。公司已直接或间接获取了公募基金、财产保险、保险经纪、资产管理等金融牌照，并与商业银行有着紧密合作，因此公司所能提供的财富管理将是多元化、差异化的。公司通过提供丰富财富管理项目，以满足不同层次客户的财富管理需求。此外，公司将依托大数据分析，优化资产配置并提供资产配置方案，不断使财富管理项目切实贴近客户需求，以提升财富管理项目质量和用户满意度。

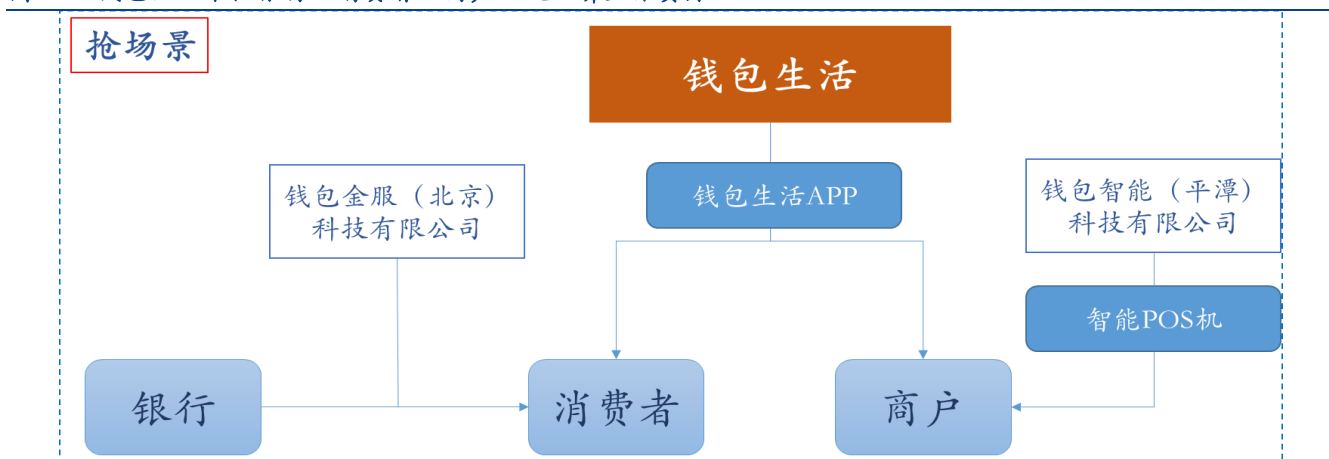
4. 落地路径：抢场景、拿牌照、搞技术，路径清晰进展顺利

卡位银行、消费者和商户，为场景的拓展延伸打下了坚实基础。公司通过钱包生活整合C端消费者和B端商户资源，在客群不断积累的过程中，通过钱包金服积极延伸理财、信贷、消费等科技金融业务。同时，公司与银行积极开展互联网银行等

4.1. 抢场景：钱包生活整合C端与B端客群，通过产业并购抢占垂直场景

卡位银行、消费者和商户，为场景的拓展延伸打下了坚实基础。公司通过钱包生活整合C端消费者和B端商户资源，在客群不断积累的过程中，通过钱包金服积极延伸理财、信贷、消费等科技金融业务。同时，公司与银行积极开展互联网银行等转型业务的合作，为银行搭建互联网金融云服务平台，并提供技术服务、平台联合运营等服务。由此，公司将成功掌握银行、消费者、商户三大经济主体资源，为场景的拓展延伸打下了坚实基础。

图 11: 钱包生活卡位银行、消费者、商户三大经济主体资源



资料来源: 安信证券研究中心整理

积极进行产业投资，抢占理财、消费等垂直场景。公司自 2016 年 2 月起先后成立或参股了西藏网金创新投资有限公司、钱包投资管理（横琴）有限公司、横琴钱包壹号产业投资基金合伙企业（有限合伙）、北京中泽沃德创业投资中心（有限合伙）基金以积极进行产业投资，抓住行业发展机遇，通过产业并购、股权投资、项目投资等方式，延伸产业链，完善科技金融生态体系，实现资源的有效整合，增强公司的核心竞争力。通过产业投资抢占理财、消费等垂直场景，快速拓展新业务领域，培育新的利润增长点，实现多元化经营，进一步提升盈利能力，实现公司持续稳定发展。

表 9: 公司产业投资成立或参股公司情况

时间	公司名称	注册资本	股权情况	公司业务
2016 年 2 月 27 日(公告) /2016 年 2 月 29 日(成立)	西藏网金创新投资有限公司	5,000 万元	公司以自有资金出资 5,000 万元，占注册资本的 100%	产业并购、股权投资、项目投资
2016 年 4 月 22 日(公告) /2016 年 5 月 13 日(成立)	钱包投资管理（横琴）有限公司	1,000 万元	西藏网金出资 300 万元，占注册资本的 30%	产业并购、股权投资、项目投资
2016 年 5 月 30 日(公告) /2016 年 7 月 11 日(成立)	横琴钱包壹号产业投资基金合伙企业（有限合伙）	100,000 万元	网金创投出资 19,950 万元，占注册资本的 19.95%；钱包投资出资 50 万元，占注册资本 0.05%	投资方向为金融科技相关产业的目标企业或资产，重点围绕公司的上下游产业链和发展战略展开并购
2016 年 7 月 31 日(公告)	北京中泽沃德创业投资中心（有限合伙）基金	1,000 万元	网金创投以人民币 1,000 万元为限认购沃德创业的基金份额	通过创业投资、股权投资或参与上市公司非公开发行股份、并购重组等投资方式，围绕互联网+领域进行项目投资

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

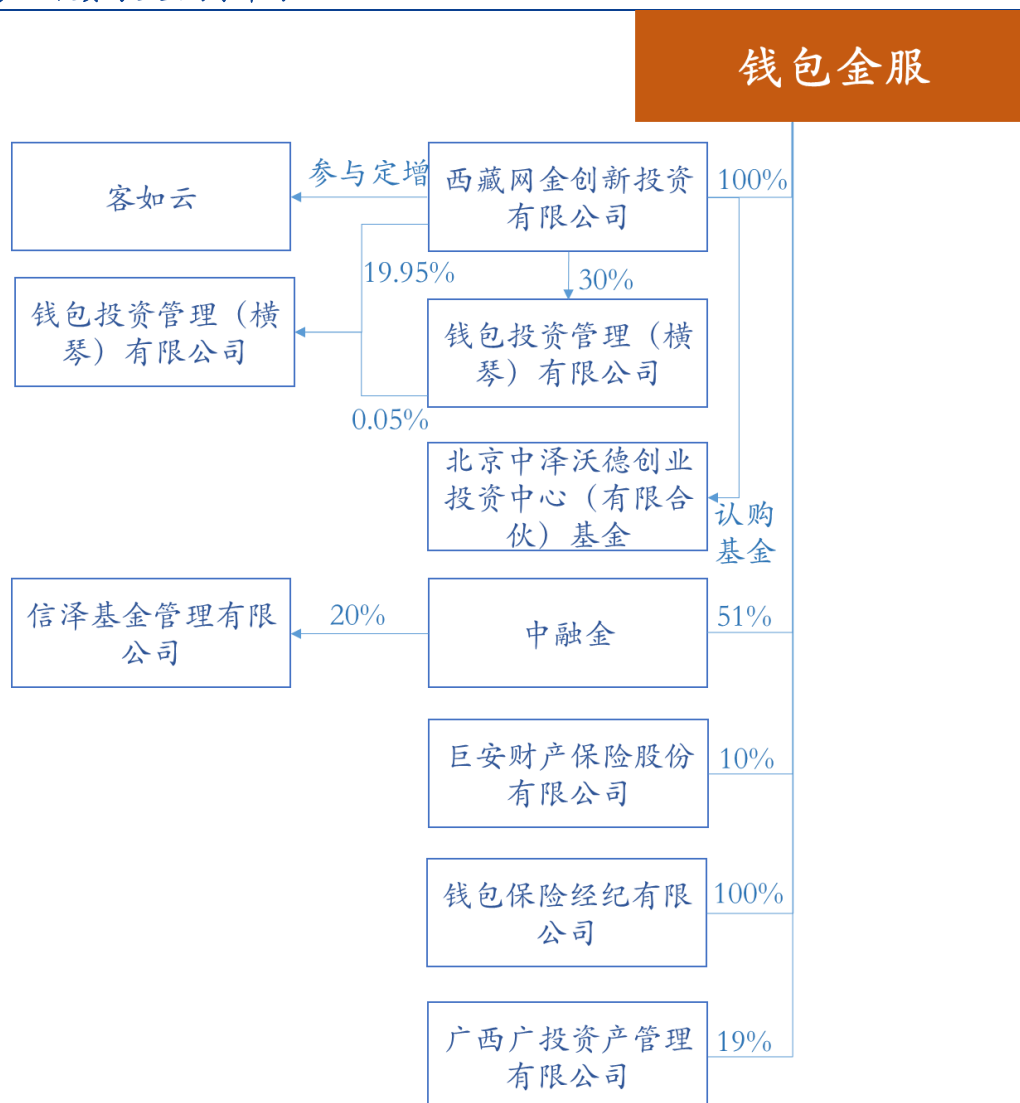
战略投资巨安财产保险并出资设立钱包保险经纪有限公司，抢占保险场景。2015 年 12 月 7 日，公司公告拟出资 10,000 万元参股设立巨安财产保险股份有限公司，占总股本 10.00%。巨安财产保险的主要业务为财产保险业务，主要包括汽车保险；企业/家庭财产保险、货运保险、责任保险、信用保险、保证保险等；短期意外及健康保险；投资型保险；再保险业务；保险资金运用业务等。2016 年 6 月 12 日，公司公告设立全资子公司钱包保险经纪有限公司，进一步布局科技金融保险领域，通过设计各类保险产品和创新保险服务，拓宽业务领域。公司以发起设立和成立全资子公司的方式涉足保险业务，将逐步建立起互联网保险业务板块，完善公司科技金融体系建设。

战略投资客如云，抢占餐饮 O2O 场景。2016 年 4 月 19 日，公司公告子公司西藏网金创新投资有限公司以发行价 15 元/股参与认购客如云科技（北京）股份有限公司，定向增发股票，

认购股份数量为 100 万股，认购总额为人民币 1,500 万元。客如云通是一家基于云端技术的 SaaS 公司，致力于为以餐饮服务业为主的企业提供云端结合 SaaS 产品和产业链的智能 O2O 解决方案，目前已实现了近 20 个城市的直营团队布局，覆盖了国内最具消费能力的一二线城市，同时拓展了超过 40 家渠道合作伙伴来覆盖三四线城市，拥有较强的渠道资源，同时随着客如云覆盖商户规模的扩大，其将获取大量实时的线下交易行为数据。公司通过子公司参股客如云，顺利间接获取了客如云全国范围的 O2O 商户资源和线下交易数据，为钱包生活的 O2O 发展和大数据业务布局奠定坚实基础。

战略投资信泽基金并出资设立广西广投资产管理，抢占基金和资产管理场景。2016 年 1 月 20 日，公司公告子公司中融金出资 2,000 万元参股设立信泽基金管理有限公司，占注册资本的 20.00%。2016 年 9 月 13 日，公司公告以自有资金出资 19,000 万元参股广西广投资产管理有限公司，占注册资本总额的 19%。公司通过参与发起设立公募基金公司和资产管理公司以涉足基金和资产管理业务，进一步拓宽科技金融服务范围。信泽基金和广投资产管理将依托公司互联网金融服务渠道优势，利用互联网技术，着力于设计、发行符合当前和未来互联网投资者需求的创新理财产品，满足在“互联网+”时代下的客户理财需求。基金和资产管理公司的设立，有利于优化公司经营结构、拓宽业务领域，发挥现有互联网金融业务协同效应，增强未来的盈利能力，提升综合竞争力。

图 12：公司产业投资与垂直场景布局



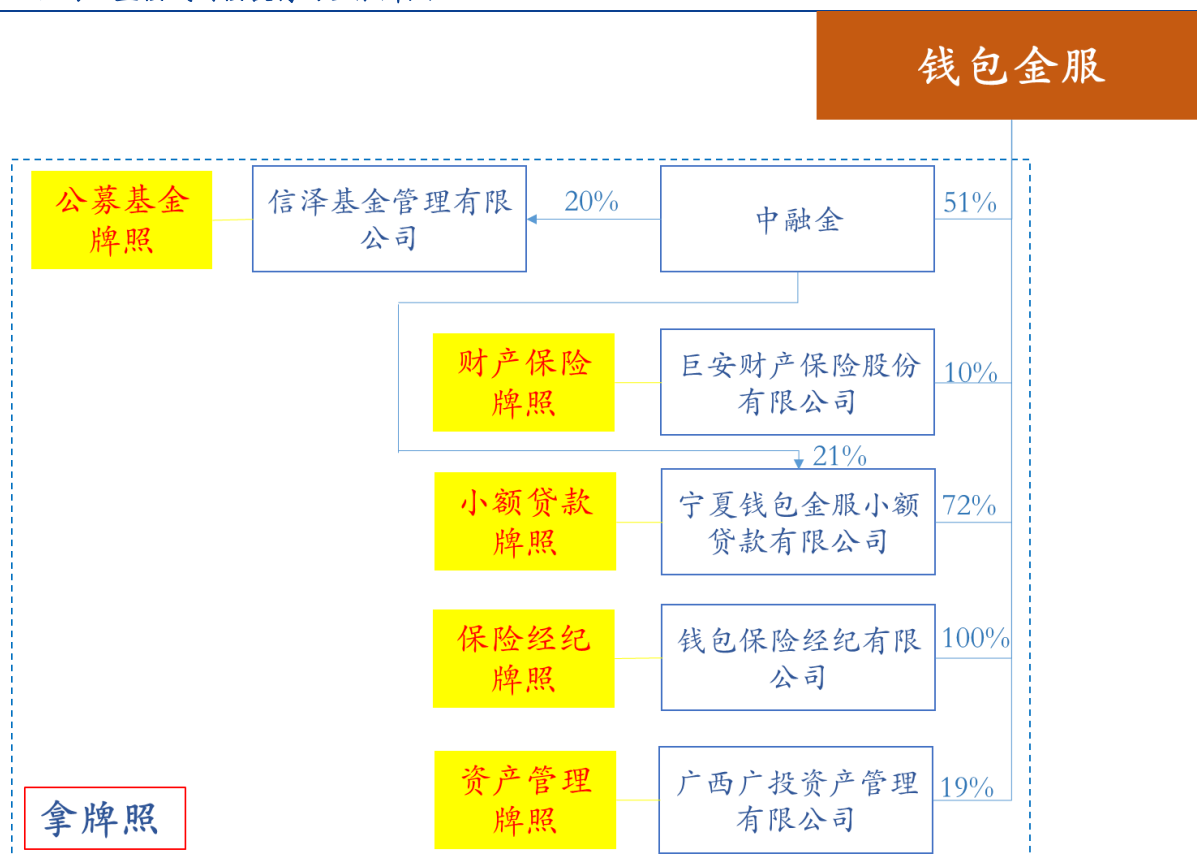
资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

4.2. 拿牌照：积极申请金融牌照，提升企业价值

积极申请金融牌照，层层递进打造“全牌照正规军”。在鱼龙混杂的科技金融时代，金融牌照成为正规化、合法化的代名词，科技金融公司若想要开展各种金融业务，牌照成为必不可少的“通行证”。公司深谙金融牌照的重要性，积极申请金融牌照，并采取层层递进的方式从战略投资或合作间接获取牌照到设立相关业务公司直接获取牌照再到申请金融核心牌照，目标成为“全牌照正规军”。公司通过与多家银行签署全面战略合作协议以间接获取银行牌照资源；发起设立巨安财产保险股份有限公司、全资设立全资子公司钱包保险经纪有限公司以分别获取财产保险牌照、保险经纪牌照；发起设立“信泽”基金管理有限公司和广西广投资产管理有限公司以分别获取公募基金牌照、资产管理牌照；发起设立宁夏钱包金服小额贷款有限公司以获取小额贷款牌照。公司未来将凭借多领域的金融牌照积累进行进一步整合以申请金融核心牌照，以金融正规军的身份在科技金融万亿市场中蓬勃发展。

金融牌照覆盖银行、保险、理财、信贷等领域，提升企业价值。目前公司的直接或间接获取的金融牌照已经覆盖金融各领域，体现了其在账户、流量、数据、技术等多方面的优势。无论是在监管政策变阵，还是市场风向转变中，公司都将凭借牌照建立独特的竞争优势。随着互联网金融行业监管意见的陆续出台，只有业务全面、实力雄厚并受到监管层认可的优质企业才会成为行业的龙头。金融牌照以其稀缺性和重要性大幅提升了公司的整体价值和核心竞争力，增强了公司的信用和议价能力。公司将以金融牌照为基石，全面开展银行、保险、理财、信贷等领域的业务。

图 13：公司已直接或间接获得的金融牌照



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

4.3. 搞技术：场景提供海量数据，以大数据技术为载体发展征信业务

移动信息+软件开发，技术研究保障公司走在行业前沿。2016年2月17日，公司公告成立全资子公司网金信通（北京）科技有限公司，致力于为企业用户提供高品质规范化短信及流量服务。同时，公司已与多家银行建立了互联网业务合作关系，未来网金信通将借助公司银行客户资源的优势，为银行客户提供移动商务平台和运营服务。2016年5月20日，公司设立全资子公司珠海钱包金服科技有限公司，主要提供在互联网金融平台基础上的金融软件开发及系统运维服务，以完善互联网平台建设。公司注重科研投入，力求在信息和互联网技术上不断创新，以此确保其技术水平始终保持行业前沿水平。

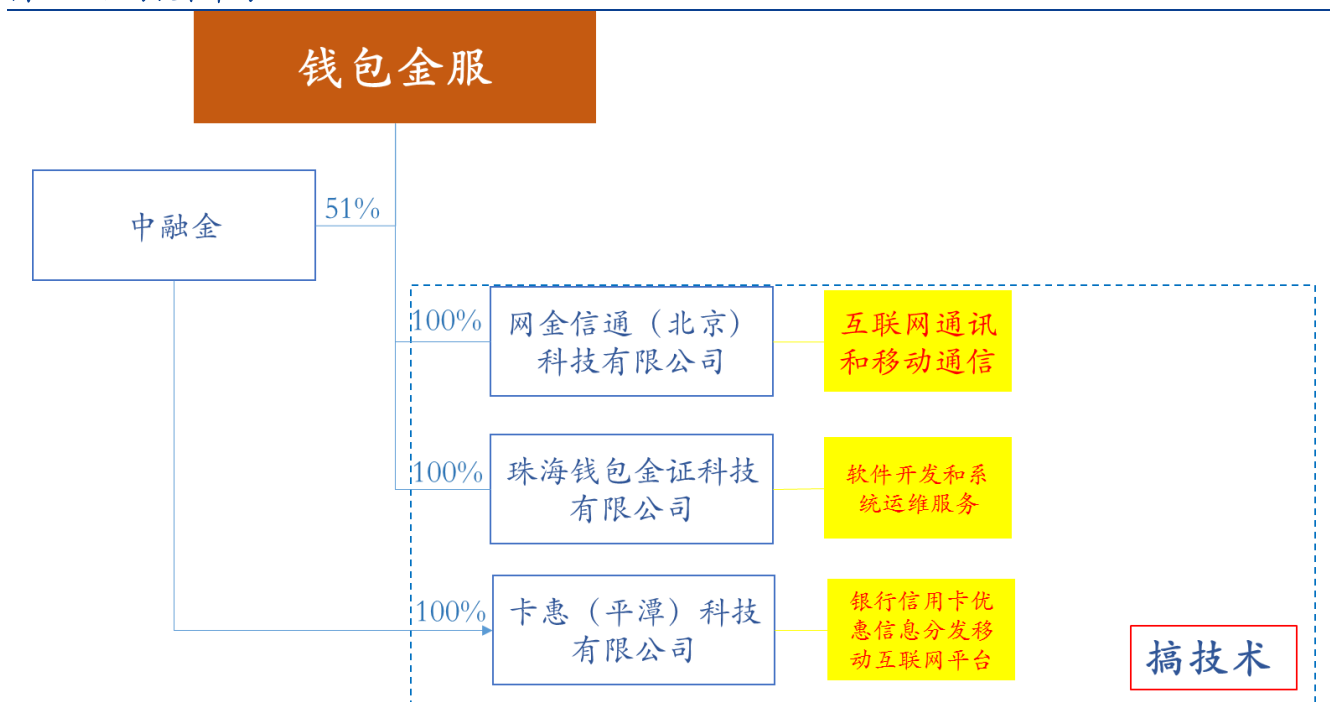
通过场景卡位积累海量数据，以大数据技术为载体发展征信业务。公司利用钱包生活在支付场景和消费场景、中融金旗下的卡惠平台在银行信用卡场景的卡位优势以及与银行互联网业务的紧密合作，将以高频、碎片化而又相关联的用户互动场景为依托，将场景大数据进行充分的提取和利用，建立大数据网络。公司以大数据技术为载体，将海量数据进行处理、分析，运用于产品的研发和推广，满足客户在不同场景的个性化需求，同时也为金融科技产业创新提供数据支撑。目前，卡惠 APP 已延伸出个人理财、贷款、征信、银行办卡等业务。在中国的国家征信率与发达国家仍存在较大差距，个人征信体制不够健全的背景下，公司凭借场景提供的海量数据，结合大数据等技术，将有望积极发展企业与个人的征信业务，为公司的小微企业信贷和消费金融提供有力支撑，以实现风险合理定价。

图 14：卡惠 APP 服务界面示意图



资料来源：卡惠 APP，安信证券研究中心

图 15：公司技术布局



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

5. 投资建议

公司原是国内著名的电冰箱生产制造企业，通过变更实际控制人、收购中融金 51% 股权、非公开发行募集资金，正式进军科技金融领域；形成了“冰箱+科技金融”双轮驱动的业务结构。“钱包生活+钱包金服”的核心战略布局展现了科技金融“帝国”图景，并以“抢场景、拿牌照、搞技术”主线持续战略落地，以“科技”为手段，打造金融控股新生态。预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.55 元、2.00 元、3.10 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 80 元。

6. 风险提示

科技金融业务推进不及预期风险；金融创新政策风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,461.0	4,702.4	5,313.7	6,110.8	7,210.8	成长性					
减:营业成本	3,368.9	3,507.4	3,879.0	4,369.2	4,903.3	营业收入增长率	4.8%	5.4%	13.0%	15.0%	18.0%
营业税费	15.2	18.2	19.4	23.0	26.7	营业利润增长率	2.8%	25.6%	34.3%	30.6%	56.8%
销售费用	444.4	487.3	557.9	660.0	843.7	净利润增长率	3.8%	31.4%	31.6%	28.9%	55.2%
管理费用	390.6	396.3	435.5	516.7	609.9	EBITDA 增长率	-2.0%	24.8%	27.6%	26.9%	50.2%
财务费用	-5.1	-15.4	2.2	3.5	-0.1	EBIT 增长率	-7.4%	21.6%	42.7%	30.8%	55.6%
资产减值损失	31.3	29.2	30.3	29.8	30.0	NOPLAT 增长率	-7.8%	27.1%	40.4%	29.1%	54.1%
加:公允价值变动收益	2.5	-32.1	-	-	-	投资资本增长率	-10.0%	75.4%	17.2%	2.6%	17.8%
投资和汇兑收益	12.6	42.6	-	-	-	净资产增长率	12.2%	18.6%	19.1%	16.9%	22.5%
营业利润	230.8	289.9	389.4	508.6	797.3	利润率					
加:营业外净收支	7.4	19.3	24.0	24.2	29.4	毛利率	24.5%	25.4%	27.0%	28.5%	32.0%
利润总额	238.2	309.2	413.4	532.8	826.7	营业利润率	5.2%	6.2%	7.3%	8.3%	11.1%
减:所得税	35.0	42.1	62.0	79.9	124.0	净利润率	4.6%	5.7%	6.6%	7.4%	9.7%
净利润	203.1	267.0	351.4	452.9	702.7	EBITDA/营业收入	6.3%	7.4%	8.4%	9.3%	11.8%
						EBIT/营业收入	5.1%	5.8%	7.4%	8.4%	11.1%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	48	65	70	58	47
货币资金	538.2	795.7	499.7	705.1	744.0	流动营业资本周转天数	15	-4	4	15	25
交易性金融资产	14.0	-	-	-	-	流动资产周转天数	178	183	176	174	178
应收账款	574.9	563.7	660.9	746.2	888.7	应收帐款周转天数	42	39	38	38	37
应收票据	116.7	182.7	172.8	218.1	245.9	存货周转天数	59	58	52	52	48
预付帐款	133.4	43.7	-1.7	-52.8	-138.9	总资产周转天数	245	289	298	282	275
存货	794.6	631.7	797.6	842.7	976.9	投资资本周转天数	76	94	115	109	102
其他流动资产	46.3	334.2	528.0	780.7	1,182.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.4%	14.8%	16.4%	18.1%	22.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	6.3%	6.2%	7.9%	8.9%	11.9%
长期股权投资	-	0.3	0.3	0.3	0.3	ROIC	20.0%	28.2%	22.6%	24.9%	37.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	636.5	1,058.9	1,008.6	958.3	908.0	销售费用率	10.0%	10.4%	10.5%	10.8%	11.7%
在建工程	176.5	-	-	-	-	管理费用率	8.8%	8.4%	8.2%	8.5%	8.5%
无形资产	72.4	69.2	64.6	60.2	56.2	财务费用率	-0.1%	-0.3%	0.0%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	111.2	652.5	732.7	843.2	1,031.3	三费/营业收入	18.6%	18.5%	18.7%	19.3%	20.2%
资产总额	3,214.7	4,332.6	4,463.4	5,101.9	5,894.5	偿债能力					
短期债务	20.9	285.7	-	-	-	资产负债率	52.8%	58.5%	52.0%	50.9%	48.0%
应付帐款	608.3	635.4	701.5	790.8	887.1	负债权益比	112.0%	140.9%	108.5%	103.8%	92.3%
应付票据	864.0	1,032.0	1,068.1	1,244.4	1,373.3	流动比率	1.32	1.19	1.37	1.46	1.58
其他流动负债	182.3	196.4	173.0	191.5	211.4	速动比率	0.83	0.87	0.93	1.05	1.16
长期借款	-	360.0	360.0	360.0	360.0	利息保障倍数	-44.15	-17.80	180.51	145.16	#####
其他非流动负债	23.1	24.5	19.5	11.7	-3.1	分红指标					
负债总额	1,698.6	2,534.1	2,322.2	2,598.4	2,828.8	DPS(元)	0.23	0.28	0.31	0.40	0.62
少数股东权益	-	61.6	61.6	61.6	61.6	分红比率	18.7%	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	165.4	165.4	227.0	227.0	227.0	股息收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	1.0%
留存收益	1,350.8	1,571.5	1,852.6	2,215.0	2,777.1						
股东权益	1,516.1	1,798.5	2,141.2	2,503.6	3,065.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	1.23	1.61	1.55	2.00	3.10
净利润	203.1	267.0	351.4	452.9	702.7	BVPS(元)	9.17	10.50	9.16	10.76	13.24
加:折旧和摊销	56.5	77.2	54.9	54.6	54.3	PE(X)	52.1	39.6	41.3	32.1	20.7
资产减值准备	31.3	29.2	30.3	29.8	30.0	PB(X)	7.0	6.1	7.0	5.9	4.8
公允价值变动损失	-2.5	32.1	-	-	-	P/FCF	55.0	48.2	-71.3	35.9	39.5
财务费用	2.0	2.2	2.2	3.5	-0.1	P/S	2.4	2.3	2.7	2.4	2.0
投资损失	-12.6	-42.6	-	-	-	EV/EBITDA	9.7	38.9	32.0	24.6	16.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	30.6%	38.1%	31.5%	32.9%	13.8%
营运资金的变动	162.5	139.5	-419.1	-214.6	-586.6	PEG	1.7	1.0	1.3	1.0	1.5
经营活动产生现金流量	465.7	776.0	19.7	326.2	200.3	ROIC/WACC	2.0	2.9	2.3	2.5	3.8
投资活动产生现金流量	-259.2	-1,096.8	-	-	-	REP	1.5	3.0	3.4	2.9	1.6
融资活动产生现金流量	-210.7	617.6	-296.6	-94.1	-140.4						

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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