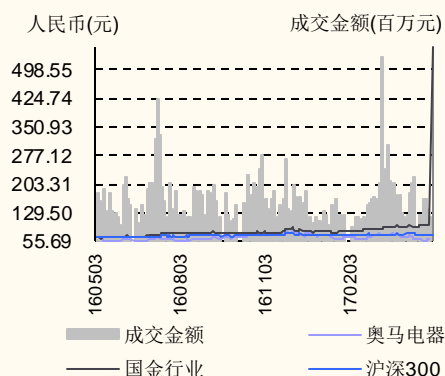


市场价格 (人民币): 59.00 元
 目标价格 (人民币): 66.00-68.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	120.55
总市值(百万元)	9,755.65
年内股价最高最低(元)	82.66/55.69
沪深 300 指数	3426.58
深证成指	10223.97



资产管理牌照落地，金融科技战略持续推进

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.2	1.3	2.4	3.2	4.3
每股净资产(元)	7.7	9.0	11.1	13.8	17.4
每股经营性现金流(元)	4.6	3.7	2.8	6.5	5.3
市盈率(倍)	50.1	44.9	24.9	18.4	13.7
行业优化市盈率(倍)	53.5	48.3	27.3	20.3	16.2
净利润增长率(%)	31.5%	11.6%	80.4%	35.7%	34.0%
净资产收益率(%)	15.4%	14.5%	21.5%	23.3%	24.7%
总股本(百万股)	165.4	165.4	165.4	165.4	165.4

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **传统冰箱业务稳中有升。**公司传统冰箱业务经营模式现为 ODM 业务与 OBM 业务并行发展的模式，冰箱业务团队在产品的设计、制造环节有丰富的经验。2016 年，公司传统冰箱业务实现营收 47.2 亿元，基本与 2015 年持平，毛利率从 2015 年的 25.35%，提升到 29.41%，经营能力稳步提升。
- **转型金融科技，搭建云服务平台。**公司通过全资收购中融金 100% 股权，以中融金平台为载体，向互联网金融业务转型。中融金主营的互联网金融产品“日息宝”，通过第三方支付机构，向平台上优质的 POS 商户提供交易实时结算 T+0 融资服务，切中真实客户需求，为公司带来稳定的交易佣金收入。另外，中融金旗下的乾坤好车在汽车抵押金融、汽车质押金融、汽车供应链金融等领域向代理商及车主提供渠道管理和咨询服务业务，目前代理商数量增长迅速，整体业务推进顺利。同时，公司集中技术优势搭建互联网金融云服务平台。该平台面向自身缺乏技术能力的中小银行，通过云计算产品提供客户迫切需求的互联网金融服务。互联网金融是技术密集型行业，公司当前的大力研发投入有望形成技术壁垒，成为未来业务的高速发展的护城河。
- **深耕场景，构建金融业务生态圈。**场景是公司金融科技领域布局的关键因素。消费场景的卡位，意味着商户及用户数据的获取，以及公司与商户及用户的金融服务交互入口。公司通过战略投资客如云，卡位餐饮消费场景；推进智能 POS 项目，切入商户支付场景；通过钱包生活和卡惠 App 卡位 C 端消费场景。未来公司业务有望多个场景协同发展，构建金融业务生态圈。
- **布局金融牌照，为新金融科技战略奠定坚实基础。**公司深谙金融牌照的重要性，一直通过参股或控股的方式申请核心金融牌照。公司目前已经获得互联网小额贷款许可证。另外，公司于 2015 年 12 月 7 日，投资设立巨安财险，布局互联网保险业务；于 2016 年 1 月 20 日设立普泽基金，积极申请公募基金牌照。2017 年 4 月 27 日，公司公告，公司参股子公司广西广投资产管理有限公司获得银监会下发的资产管理牌照。公司未来将凭借多领域的金融牌照积累进行进一步整合原有的互联网金融业务，成为多线布局的金融集团性公司。

投资建议与估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 2.37/3.22/4.31 元，对应 PE 分别为 25/18/14 倍。公司在互联网金融领域有多点布局，竞争优势显著，我们给

钱路丰 联系人
qianlufeng@gjzq.com.cn

潘宁河 联系人
panninghe@gjzq.com.cn

周德生 分析师 SAC 执业编号: S1130516110001
(8621)60935535
zhoudeheng@gjzq.com.cn

予公司“增持”评级。

风险

- 小微商户金融服务不及预期；互联网金融监管政策；

内容目录

一、传统冰箱业务稳中有升	4
二、转型金融科技，搭建云服务平台	4
三、深耕场景，构建金融业务生态圈	5
四、布局金融牌照，为新金融科技战略奠定坚实基础.....	6
投资建议与估值.....	6
风险	7

图表目录

图表 1：公司“日息宝”产品“T+0”业务模式.....	4
图表 2：公司募投项目金融云服务平台面向中小银行需求.....	5
图表 3：公司募投项目金融云服务平台面向中小银行需求.....	6
图表 4：钱包生活面向商家和终端消费者，提供从支付到信贷全方位服务.....	6

一、传统冰箱业务稳中有升

- 4月27日晚间公司公布2017年一季度报告，报告期内，归属于母公司所有者的净利润为4,820万元，较上年同期增15.27%；营业收入为12.4亿元，较上年同期增13.53%；基本每股收益为0.26元，较上年同期增4.00%。
- 公司传统冰箱业务经营模式现为ODM业务与OBM业务并行发展的模式，冰箱业务团队在产品的设计、制造环节有丰富的经验。在价值链前端设计及制造环节形成优势的基础上，逐步将公司业务模式扩展到行业价值链后端的品牌推广和销售环节。公司在国内市场方面主要采取OBM经营模式，推出和销售自主品牌“Homa 奥马”牌冰箱，向消费者提供高性价比的国际品质产品。在ODM业务方面，公司凭借突出的设计开发能力、丰富稳定的客户资源以及高性价比的产品成为国内ODM业务的领先者，目前已成为国内最大的冰箱ODM生产基地。2016年，公司传统冰箱业务实现营收47.2亿元，基本与2015年持平，毛利率从2015年的25.35%，提升到29.41%，经营能力稳步提升。

二、转型金融科技，搭建云服务平台

- **分两步收购中融金，逐步向新金融科技转型。**公司于2015年10月29日，通过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6.12亿元，以中融金平台为载体，向互联网金融业务转型。2017年4月8日，公司公告7.84亿现金收购中融金49%剩余股权，并承诺2017-2019年净利润不低于2.4亿、2.64亿、2.9亿元。中融金主营的互联网金融产品“日息宝”，通过第三方支付机构，向平台上优质的POS商户提供交易实时结算T+0融资服务。同时公司在其“好贷宝”融资平台上发售“日息宝”理财产品，理财人通过“好贷宝”融资平台进行投资，购买“日息宝”产品。公司通过在平台上收取交易佣金的模式，获得稳定持续的收入。另外，中融金旗下的乾坤好车是一个优质汽车金融全服务平台，业务主要在汽车抵押金融、汽车质押金融、汽车供应链金融等领域向代理商及车主提供渠道管理和咨询服务业务，并收取相应的渠道管理费和服务费。截至2016年10月，乾坤好车的代理商数量为142家，整体业务推进顺利。

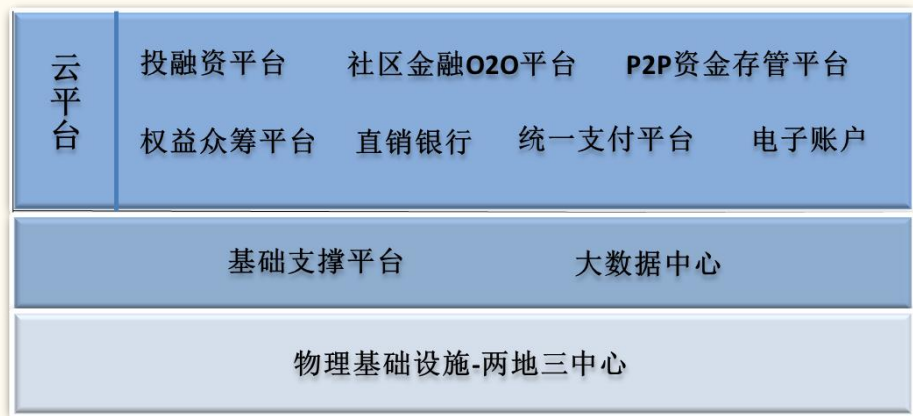
图表 1：公司“日息宝”产品“T+0”业务模式



来源：公司官网，国金证券研究所

- 研发投入加大，集中技术优势搭建互联网金融云服务平台。**公司大力招聘高端互联网金融人才，集中技术优势开发互联网金融平台。公司募投建设的互联网金融云项目，其服务的目标银行群体主要是自身缺乏技术能力的中小银行，具体包括中小股份制银行、城市商业银行、农村商业银行、农信社、农村合作银行、村镇银行。当前，在全国几千家银行中，只有少数大行有能力完成互联网金融云平台的自建工作，公司提供的互联网金融服务正好契合了大多数用户的需求。目前公司已有钱包天鹰金融云平台产品，是一个采用数据挖掘、机器学习、神经网络、复杂网络分析等大数据技术构建的大数据智能金融云平台。该平台致力于满足未来千亿级消费金融市场需求的平台，囊括高性能数据处理、数据分析挖掘、数据抓取、数据应用等功能模块，为小额分散的个人信贷风控提供黑名单、反欺诈、申请评分、复杂关系网络、贷后失联修复等功能，具备从贷前、贷中到贷后全方位向银行等贷款机构输出风控的能力。互联网金融是技术密集型行业，公司当前的大力研发投入有望形成技术壁垒，成为未来业务的高速发展的护城河。

图表 2：公司募投项目金融云服务平台面向中小银行需求



来源：公司公告，国金证券研究所

三、深耕场景，构建金融业务生态圈

- 场景是公司金融科技领域布局的关键因素。**消费场景的卡位，意味着商户/用户数据的获取，以及公司与商户/用户的金融服务交互入口。公司通过战略投资客如云、智能 POS 线下布局、钱包生活推进 O2O 闭环、收购乾坤好车布局车贷场景等方式，深耕支付场景，构建金融业务生态圈。
- 战略投资客如云，卡位餐饮消费场景。**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 元每股参与认购客如云科技（北京）股份有限公司定向增发股票。客如云是一家智能餐饮服务提供商，采用软硬一体的 SaaS 服务模式，为商家提供智能化、云化的经营管理工具。公司战略投资客如云，一方面可以卡位并获取一定量的商户资源，另外一方面，通过商户交易数据的持续跟踪、积累、授信，公司可对优质的商户进行信贷等金融服务，增加客如云与商户之间的互动。
- 推进智能 POS 项目，切入商户支付场景。**公司推进的智能 POS 项目，是当前深入挖掘互联网金融中商户价值最便捷和现实的发展方向。当前的餐饮、零售等商户面对新兴的支付宝、微信等收款方式，以及 O2O 团购、外卖订单处理等线上商业需求，对智能 POS 终端的需求非常迫切。智能 POS 项目的实施，将以打造支持商户在不同场景下集银行卡收款、移动支付及团购外卖订单管理等复合功能的智能 POS 为出发点，借助公司的合作银行资源及互联网运营经验，及公司后端强大的产品、技术支持，搭建商户开放平台、商户数据中心和互联网金融服务。同时公司将吸纳银行等各方金融机构和第三方中介参与，面向消费者和小微企业进行各种互联网

形式的金融创新和提供便捷、安全、优质的客户体验，构建一套完整的业务生态圈。

图表 3：公司募投项目金融云服务平台面向中小银行需求

	传统 POS	智能 POS
开放性	封闭的，无法与其他设备有效关联	开放的，可以方便的与收银系统，ERP 管理系统，会员系统连接
服务多样性	只限于支付行业应用，很难加载其他的行业应用	可以满足众多行业用户的各种业务需求，可为用户提供一个综合型的解决方案
升级	以现场手工升级为主，运营成本极高	系统自动升级，简单快捷
支付方式	银行卡刷卡收单	支持二维码等多种第三方支付方式

来源：根据互联网资料整理，国金证券研究所

- **C 端场景卡位。**公司通过钱包生活和卡惠 App 卡位 C 端消费场景。钱包生活是一家新成立的公司，目前已完成 A 轮融资，估值超 4 亿，投资人为高榕资本投资团队。钱包生活通过拓展优质商家、布放智能 POS 和商家深度合作，全面打造本地生活服务的消费场景。钱包生活 App 既为广大商家带来用户和流量，还为用户提供更多优惠。目前，钱包生活合作商家已涵盖了餐饮，生活服务、休闲娱乐、丽人等本地生活服务行业。

图表 4：钱包生活面向商家和终端消费者，提供从支付到信贷全方位服务

产品	功能
钱包生活 APP	为消费者提供本地生活服务商户优惠买单支持微信、支付宝、银行卡支付。
钱包商家软件	为商家提供扫码收银/验券服务，支持手机端电脑端对账，随时查看当日明细
钱包 iPOS	集商户银行卡收单、支付宝/微信支付店内自服务、外卖订单管理、智能对账、卡券核销、会员营销、贷款、数据分析等功能于一体的智能终端
钱包招财贷	针对钱包 iPOS 智能终端签约商户，为其提供贷款服务；根据商家自身经营情况有现金贷和租金贷两大产品，满足商家资金需求

来源：公司官网，国金证券研究所

四、布局金融牌照，为新金融科技战略奠定坚实基础

- 4 月 27 日，公司公告，公司参股子公司广西广投资产管理有限公司获得银监会下发的资产管理牌照，成公司泛金融业务布局的重要一步。公司深谙金融牌照的重要性，一直通过参股或控股的方式申请核心金融牌照。公司目前已经获得互联网小额贷款许可证。另外，公司于 2015 年 12 月 7 日，投资设立巨安财险，布局互联网保险业务；于 2016 年 1 月 20 日设立普泽基金，积极申请公募基金牌照。公司未来将凭借多领域的金融牌照积累进行一步整合原有的互联网金融业务，成为多线布局的金融集团性公司。

投资建议与估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 2.37/3.22/4.31 元，对应 PE 分别为 25/18/14 倍。公司在互联网金融领域有多点布局，竞争优势显著，我们给予公司“增持”评级。

风险

- 小微商户金融服务不及预期；
- 互联网金融监管政策；

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,461	4,702	5,041	5,843	6,913	7,934	货币资金	486	695	1,493	1,412	2,388	3,146
增长率	4.8%	5.4%	7.2%	15.9%	18.3%	14.8%	应收账款	825	790	897	1,049	1,249	1,385
主营业务成本	3,369	3,507	3,390	4,020	4,673	5,300	存货	795	632	756	901	1,024	1,159
%销售收入	75.5%	74.6%	67.2%	68.8%	67.6%	66.8%	其他流动资产	60	334	69	69	69	69
毛利	1,092	1,195	1,652	1,823	2,240	2,634	流动资产	2,166	2,451	3,215	3,431	4,730	5,760
%销售收入	24.5%	25.4%	32.8%	31.2%	32.4%	33.2%	%总资产	68.9%	58.2%	61.7%	65.1%	73.7%	79.0%
营业税金及附加	-15	-18	-29	-33	-39	-45	长期投资	343	1,056	874	693	691	691
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	563	637	1,059	1,084	939	794
营业费用	-444	-487	-632	-701	-830	-952	%总资产	5.70%	5.40%	3.30%	5.80%	8.20%	9.10%
%销售收入	10.0%	10.4%	12.5%	12.0%	12.0%	12.0%	无形资产	72	69	65	67	58	49
管理费用	-391	-396	-523	-526	-622	-635	非流动资产	979	1,761	1,999	1,844	1,688	1,535
%销售收入	8.8%	8.4%	10.4%	9.0%	9.0%	8.0%	%总资产	31.1%	41.8%	38.3%	34.9%	26.3%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	236	306	479	615	811	1,074	资产总计	3,144.7	4,212.5	5,213.8	5,274.9	6,418.4	7,294.4
%销售收入	5.3%	6.5%	9.5%	10.5%	11.7%	13.5%	短期借款	21	286	465	0	0	0
财务费用	5	15	18	48	80	109	应付款项	1,587	1,726	2,082	2,151	2,674	2,719
%销售收入	0.1%	0.3%	0.4%	0.8%	1.2%	1.4%	其他流动负债	0	18	0	0	0	0
资产减值损失	-31	-29	-60	0	0	0	流动负债	1,608	2,030	2,547	2,151	2,674	2,719
公允价值变动收益	2	-32	24	0	0	0	长期贷款	0	360	428	428	428	428
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	21	24	23	23	23	23
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,629	2,414	2,997	2,602	3,125	3,170
营业利润	231	290	434	611	829	1,111	普通股股东权益	1,516	1,799	2,216	2,673	3,293	4,124
营业利润率	5.2%	6.2%	8.6%	10.5%	12.0%	14.0%	少数股东权益	0	62	166	166	166	166
营业外收支	7	19	16	0	0	0	负债股东权益合计	3,145	4,212	5,214	5,275	6,418	7,294
税前利润	238	309	451	611	829	1,111	比率分析						
利润率	5.3%	6.6%	8.9%	10.5%	12.0%	14.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-35	-42	-65	-73	-99	-133	每股指标						
所得税率	14.7%	13.6%	14.5%	12.0%	12.0%	12.0%	每股收益	0.895	1.177	1.313	2.370	3.215	4.308
净利润	203	267	386	538	730	978	每股净资产	6.680	7.653	9.034	11.048	13.780	17.442
少数股东损益	0	0	-88	0	0	0	每股经营现金净流	2.796	4.619	3.672	2.835	6.452	5.248
归属于母公司的净利润	203	267	298	538	730	978	每股股利	0.168	0.204	0.118	0.356	0.483	0.647
净利率	4.6%	5.7%	5.9%	9.2%	10.6%	12.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.40%	15.37%	14.54%	21.45%	23.33%	24.70%
净利润	203	267	386	538	730	978	总资产收益率	7.52%	7.26%	9.18%	11.67%	12.63%	14.72%
少数股东损益	0	0	-88	0	0	0	投入资本收益率	18.03%	25.88%	20.48%	33.44%	41.96%	69.65%
非现金支出	55	75	105	155	155	153	增长率						
非经营收益	7	19	16	0	0	0	主营业务收入增长率	4.79%	5.41%	7.21%	15.91%	18.30%	14.77%
营运资金变动	212	441	221	-224	182	-264	EBIT增长率	4.03%	29.43%	56.41%	28.57%	31.77%	32.38%
经营活动现金净流	462	764	607	469	1,067	868	净利润增长率	3.80%	31.45%	44.44%	39.43%	35.66%	34.03%
资本开支	-356	-329	-116	0	0	0	总资产增长率	11.85%	33.95%	23.77%	1.17%	21.68%	13.65%
投资	0	-523	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	96	-245	34	0	0	0	应收账款周转天数	7.8	6.4	6.4	6.5	6.3	6.7
投资活动现金净流	-259	-1,097	-82	0	0	0	存货周转天数	5.6	5.6	4.5	4.5	4.6	4.6
股权募资	0	0	26	-81	-110	-147	应付账款周转天数	3.2	3.1	3.1	3.3	51.5	52.8
债权募资	-149	618	185	-469	18	38	固定资产周转天数	7.0	4.4	4.7	6.2	8.7	12.2
其他	-62	0	-163	0	0	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	-211	618	48	-550	-91	-109	净负债/股东权益	107.42%	134.22%	135.24%	97.31%	94.89%	76.86%
现金净流量	-3	291	577	-81	975	758	EBIT利息保障倍数	46.3	19.8	27.1	12.7	10.1	9.8
							资产负债率	51.79%	57.31%	57.49%	49.32%	48.69%	43.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	9
增持	0	0	1	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.50	1.36

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD