

2017年07月05日

公司研究•证券研究报告

二三四五 (002195.SZ)

增资小额贷款子公司，消费金融业务成长可期

事件：近日公司收到广州市越秀区金融工作局下发的《关于同意广州二三四五小额贷款有限公司增加注册资本的批复》，同意上海二三四五网络科技有限公司和中颐财务咨询股份有限公司按各自出资比例以现金形式增资广州二三四五小额贷款有限公司，增资完成后，公司注册资本将由人民币5亿元增加至人民币10亿元。

- ◆ **4.25亿元增资子公司，彰显公司发展小贷业务信心：**2016年公司全资子公司上海二三四五金融科技有限公司合并报表范围实现营业收入2.06亿元，同比增长2075.93%；归属于母公司所有者净利润扭亏为盈，从2015年的亏损731.81万元到2016年的盈利1.11亿元，成为公司重要的利润来源。此次增资广州子公司，表明公司希望进一步扩大互联网消费金融业务规模，深化从IT外包服务商向“互联网+金融”综合服务商的转型，有望大幅提高公司在互联网金融领域的盈利能力。
- ◆ **大数据风控减少坏账，金融科技为业务规模扩大保驾护航。**二三四五风控团队建立了1000多条风控规则，通过读取客户淘宝、地理位置、通讯录、电信运营商等数据，完成自动化审核流程，自动审核率超过90%。通过大数据风控辅以人工审核流程的举措，公司单日审核能力可超过10万笔，且保持了业内较低的坏账率。二三四五贷款王M4坏账率从2016年初的5.4%下降到2016年末的3.0%。公司在金融科技板块的布局和风控端的经验为公司消费金融业务的渗透提供了强有力的支持，有助于提高公司消费贷款产品竞争优势。
- ◆ **参与发起设立消费金融公司，有望加入持牌系正规军：**4月13日公司发布公告称拟出资5,400万元与江苏银行和海澜之家共同发起设立江苏苏银凯基消费金融有限公司。若该公司能获得银监会的批准，则公司将从持牌系合作方转变为持牌机构，并获得同业拆借市场的准入。此举将大幅拓展公司资金渠道，降低资金成本，有利于公司业务的进一步拓展。此外，积极申领消费金融牌照，寻求纳入监管体系，也体现出公司对现金贷业务合规性充满信心，有助于打消监管机构对公司较高盈利能力的疑虑，为公司未来发展铺平道路。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2017年至2019年每股收益分别为0.25、0.35和0.51元。给予买入-A建议，6个月目标价为8.75元。
- ◆ **风险提示：**(1)消费金融业务放量不及预期；(2)行业竞争压力加剧；(3)受金融行业政策影响。

公司快报

计算机 | IT外包服务 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

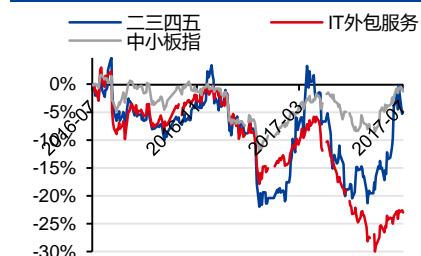
6个月目标价 8.75元

股价(2017-07-04) 6.91元

交易数据

总市值 (百万元)	22,702.43
流通市值 (百万元)	12,697.94
总股本 (百万股)	3,285.45
流通股本 (百万股)	1,837.62
12个月价格区间	5.54/13.23元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.43	-0.31	-4.68
绝对收益	13.84	1.92	-4.38

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20655640

分析师

 朱琨
 SAC 执业证书编号：S0910517050001
 zhukun@huajinsc.cn
 021-20655647

报告联系人

 李东祥
 lidongxiang@huajinsc.cn
 021-20655794

相关报告

二三四五：消费金融实现快速发展，公司业绩亮眼 2017-02-22

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1,469.9	1,741.6	2,187.3	2,850.5	4,184.1
同比增长(%)	124.7%	18.5%	25.6%	30.3%	46.8%
营业利润(百万元)	430.8	645.5	902.3	1,256.7	1,817.0
同比增长(%)	295.3%	49.9%	39.8%	39.3%	44.6%
净利润(百万元)	417.2	635.0	823.8	1,144.8	1,664.5
同比增长(%)	252.4%	52.2%	29.7%	39.0%	45.4%
每股收益(元)	0.13	0.19	0.25	0.35	0.51
PE	54.4	35.8	27.6	19.8	13.6
PB	5.1	3.4	3.1	2.7	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,469.9	1,741.6	2,187.3	2,850.5	4,184.1	年增长率					
减: 营业成本	453.6	477.4	615.1	752.5	1,020.9	营业收入增长率	124.7%	18.5%	25.6%	30.3%	46.8%
营业税费	2.5	4.5	2.0	2.9	3.3	营业利润增长率	295.3%	49.9%	39.8%	39.3%	44.6%
销售费用	388.4	501.3	487.8	598.6	928.9	净利润增长率	252.4%	52.2%	29.7%	39.0%	45.4%
管理费用	265.9	324.7	371.4	479.7	690.4	EBITDA 增长率	240.8%	33.9%	33.9%	38.9%	48.2%
财务费用	-14.8	-81.8	-141.3	-191.3	-228.0	EBIT 增长率	261.4%	35.5%	35.0%	40.0%	49.1%
资产减值损失	7.1	32.1	1.3	1.2	1.3	NOPLAT 增长率	233.1%	38.6%	36.5%	39.8%	48.7%
加: 公允价值变动收益	-0.3	7.3	1.3	-0.2	-0.3	投资资本增长率	-10.7%	-7.6%	-37.9%	-3.4%	5.8%
投资和汇兑收益	64.0	154.8	50.0	50.0	50.0	净资产增长率	9.2%	49.5%	11.3%	13.1%	16.5%
营业利润	430.8	645.5	902.3	1,256.7	1,817.0	盈利能力					
加: 营业外净收支	35.3	47.4	12.6	16.8	21.7	毛利率	69.1%	72.6%	71.9%	73.6%	75.6%
利润总额	466.1	692.9	914.9	1,273.5	1,838.7	营业利润率	29.3%	37.1%	41.3%	44.1%	43.4%
减: 所得税	48.4	58.1	67.2	95.5	142.4	净利润率	28.4%	36.5%	37.7%	40.2%	39.8%
净利润	417.2	635.0	823.8	1,144.8	1,664.5	EBITDA/营业收入	29.6%	33.5%	35.7%	38.1%	38.4%
资产负债表					EBIT/营业收入						
	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
货币资金	1,084.7	3,554.1	5,408.5	6,416.3	7,678.9	偿债能力					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	资产负债率	7.8%	9.7%	5.6%	6.8%	7.3%
应收帐款	129.8	378.8	265.2	435.6	725.2	负债权益比	8.4%	10.7%	5.9%	7.3%	7.9%
应收票据	-	-	-	-	-	流动比率	5.74	7.73	16.71	13.92	13.30
预付帐款	39.8	52.3	37.9	85.4	85.9	速动比率	5.73	7.73	16.70	13.92	13.29
存货	2.3	-	7.0	0.4	8.5	利息保障倍数	-28.11	-6.89	-5.39	-5.57	-6.97
其他流动资产	861.8	651.0	885.0	799.2	778.4	营运能力					
可供出售金融资产	62.8	81.5	52.7	65.7	66.6	固定资产周转天数	44	25	9	4	1
持有至到期投资	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	211	137	121	100	73
长期股权投资	26.9	20.4	20.4	20.4	20.4	流动资产周转天数	461	698	925	906	732
投资性房地产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	27	53	53	44	50
固定资产	175.5	64.2	45.1	25.9	6.8	存货周转天数	1	0	1	0	0
在建工程	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,116	1,259	1,362	1,232	955
无形资产	17.0	1.2	0.3	-	-	投资资本周转天数	852	652	404	234	161
其他非流动资产	2,421.0	2,557.7	2,464.1	2,480.8	2,500.9	费用率					
资产总额	4,821.5	7,361.3	9,186.3	10,329.8	11,871.6	销售费用率	26.4%	28.8%	22.3%	21.0%	22.2%
短期债务	3.2	150.0	-	-	-	管理费用率	18.1%	18.6%	17.0%	16.8%	16.5%
应付帐款	115.4	145.2	142.5	236.9	279.6	财务费用率	-1.0%	-4.7%	-6.5%	-6.7%	-5.4%
应付票据	60.0	107.6	49.5	112.1	135.3	三费/营业收入	43.5%	42.7%	32.8%	31.1%	33.3%
其他流动负债	190.6	197.0	203.0	206.7	282.4	投资回报率					
长期借款	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	9.6%	11.2%	13.8%	17.2%
其他非流动负债	6.0	114.3	40.4	53.6	69.4	ROA	8.7%	8.6%	9.2%	11.4%	14.3%
负债总额	375.3	714.1	435.5	609.3	766.7	ROIC	10.1%	15.7%	23.3%	52.4%	80.7%
少数股东权益	3.1	7.6	14.8	48.0	79.7	分红指标					
股本	871.7	1,932.6	3,285.4	3,285.4	3,285.4	DPS(元)	0.03	0.03	0.05	0.07	0.10
留存收益	3,573.3	4,835.6	4,097.8	5,034.3	6,386.8	分红比率	20.9%	15.2%	21.9%	19.3%	18.8%
股东权益	4,446.2	6,647.1	7,398.0	8,367.7	9,752.0	股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.4%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	417.7	634.8	823.8	1,144.8	1,664.5
加: 折旧和摊销	20.8	19.8	20.1	19.5	19.1
资产减值准备	7.1	32.1	-	-	-
公允价值变动损失	0.3	-7.3	1.3	-0.2	-0.3
财务费用	-0.8	-7.3	-141.3	-191.3	-228.0
投资损失	-64.0	-154.8	-50.0	-50.0	-50.0
少数股东损益	0.5	-0.1	23.9	33.2	31.8
营运资金的变动	479.8	-257.8	-131.4	28.7	-143.6
经营活动产生现金流量	483.7	89.0	546.3	984.7	1,293.5
投资活动产生现金流量	266.8	193.7	95.1	34.4	45.4
融资活动产生现金流量	-50.6	1,854.3	1,213.0	-11.3	-76.3

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.13	0.19	0.25	0.35	0.51
BVPS(元)	1.35	2.02	2.25	2.53	2.94
PE(X)	54.4	35.8	27.6	19.8	13.6
PB(X)	5.1	3.4	3.1	2.7	2.3
P/FCF	28.2	21.0	52.1	18.7	14.5
P/S	15.4	13.0	10.4	8.0	5.4
EV/EBITDA	11.2	16.7	22.0	14.9	9.3
CAGR(%)	41.3%	38.8%	95.4%	41.3%	38.8%
PEG	1.3	0.9	0.3	0.5	0.4
ROIC/WACC	1.0	1.5	2.2	5.0	7.7

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、朱琨声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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，亦不应用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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，我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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn