

2017年08月23日

海联金汇 (002537.SZ)

业绩符合预期，金融科技大步向前

■**业绩符合预期。**公司公告，2017年上半年实现营收168,922.31万，同比增长66.37%；归母净利润17,788.52万，同比增长216.64%。其中，工业板块结构持续优化，营收为121,355.28万元，同比增长19.59%；金融科技服务板块表现亮眼，营收为47,502.08万元。此外，公司预计2017年1-9月归母净利润为25,820.41-30,747.97万元，同比增长162-212%。

■**支付业务快速发展，铸造金融科技体系核心入口。**2017年上半年，公司第三方支付业务交易规模近7,500亿，同比增长99%；公司深耕商户端，上半年重点发力融合支付和账户能力，进行金融服务和营销风控能力的组合创新，取得一定成绩；同时，以“支付、营销、金融”为主线的跨境电商服务处于高速增长期；据艾瑞、易观等数据统计显示，公司移动支付在2017年1季度按交易规模排名第4。支付环节沉淀真实消费场景、积累海量金融数据，并与金融信息服务相协同，成为公司金融科技体系的入口级业务。

■**拓展数据增值服务，亮点纷呈。**2017上半年，公司数据业务收入4735.72万元，已超2016全年的数据业务收入。依托海量数据，公司从普惠金融、金融风控等角度提供企业用户全生命周期管理的“数据风控及分析建模”大数据服务，已为数十家金融机构提供智能风控服务；公司整合自有支付清结算+大数据风控能力，搭建中立第三方消费金融云服务平台，连接消费场景方和资金方，助力金融机构创新消费金融产品，为用户提供便捷的消费金融服务；此外，公司还重点建设了资金管理云、交易风控云，覆盖长尾企业，提供综合服务，在风控的基础上不断拓展普惠金融服务。

■**消费金融布局进行中，利润有望大规模提高。**据公告，公司出资8000万元设立联牛小贷，占股80%，公司出资1.3亿元设立博辰小贷，公司整体占股65%。公司在提供数据金融服务的同时，积累并完善了自身的消费信贷模型和评价体系，于是通过发起设立获取牌照，积极布局消费金融，依托公司支付场景和大数据优势，预计互联网小贷业务将大规模增厚公司利润。

■**投资建议：**公司转型为“金融科技服务+智能制造”双轮驱动，卡位第三方支付，沉淀了海量场景和数据；拓展大数据服务，并搭建起连接多方的消费金融云平台；拿牌照，消费金融布局进行中，利润有望

公司快报

证券研究报告

白色家电

投资评级 **增持-A**

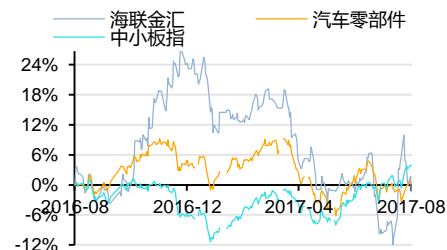
调低评级

6个月目标价：**13元**
 股价(2017-08-22) **11.87元**

交易数据

总市值(百万元)	14,853.53
流通市值(百万元)	7,834.20
总股本(百万股)	1,251.35
流通股本(百万股)	660.00
12个月价格区间	10.59/33.60元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.84	-10.63	0.39
绝对收益	9.3	0.17	2.9

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

孙雨轩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050006
 sunyx@essence.com.cn
 021-35082059

相关报告

- 海联金汇：业绩符合预期，并表联动优势进军金融大数据/胡又文 2016-10-28
- 海联金汇：业绩符合预期，科技金融及大数据应用两翼齐飞/胡又文 2016-08-18

大规模增长。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.4 元、0.5 元。给予“增持-A”评级，6 个月目标价为 13 元。

■ **风险提示：**行业发展不及预期；业务拓展不及预期；监管风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,065.1	2,634.3	4,610.0	5,301.5	5,831.7
净利润	73.2	232.9	502.1	631.0	881.8
每股收益(元)	0.06	0.19	0.40	0.50	0.70
每股净资产(元)	1.18	5.26	5.58	6.05	6.69
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	203.0	63.8	29.6	23.5	16.8
市净率(倍)	10.1	2.3	2.1	2.0	1.8
净利润率	3.5%	8.8%	10.9%	11.9%	15.1%
净资产收益率	5.3%	3.9%	7.4%	8.4%	10.5%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%
ROIC	2.3%	13.8%	11.0%	10.8%	22.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

2017 年上半年收入增长 66.37%，净利润增长 216.64%。2017 年上半年公司实现营业收入 168922.31 万元，同比增长 66.37%；归属于母公司股东净利润为 17788.52 万元，同比增长 216.64%；对应 EPS 为 0.14 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	1Q17	1H17	1H17	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	2,065	537	1,015	1,635	2,634	808	1,689	66.37%	109.1%
二、营业总成本	2,051	508	946	1,513	2,379	705	1,500	58.7%	112.9%
营业成本	1,803	460	861	1,318	2,014	555	1,204	39.7%	116.7%
营业税金及附加	9	2	3	6	21	7	12	258.9%	78.5%
销售费用	61	11	23	40	89	27	62	166.0%	131.7%
管理费用	115	27	55	136	245	112	233	326.3%	107.9%
财务费用	40	6	12	13	13	(3)	(18)	-253.9%	-458.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	2	2	1	7	(1)	-153.8%	-112.2%
投资收益	0	0	2	2	1	7	(1)	-153.8%	-112.2%
四、营业利润	15	29	71	123	256	111	188	163.2%	70.1%
加：营业外收入	108	31	53	57	107	5	38	-29.5%	673.2%
减：营业外支出	14	1	13	14	62	0	1	-90.6%	306.8%
五、利润总额	110	59	112	166	300	115	224	100.9%	94.9%
减：所得税	19	15	37	46	39	21	44	17.9%	106.4%
六、净利润	91	44	75	120	261	94	181	142.1%	92.3%
减：少数股东损益	18	11	18	22	28	0	3	-84.8%	706.9%
归属于母公司净利润	73	33	56	99	233	94	178	216.64%	90.0%
每股收益（按最新股本）	0.06	0.03	0.04	0.08	0.19	0.07	0.14	216.6%	90.0%

报告期	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	2016A	1Q17	1H17	1H17	
								YoY	QoQ
毛利率	12.71%	14.35%	15.17%	19.37%	23.55%	31.26%	28.75%	89.49%	-8.01%
期间费用率	10.47%	8.24%	8.84%	11.57%	13.16%	16.77%	16.37%	85.15%	-2.36%
其中：销售费用率	2.95%	2.09%	2.30%	2.47%	3.36%	3.31%	3.67%	59.89%	10.85%
管理费用率	5.58%	4.98%	5.38%	8.30%	9.30%	13.86%	13.78%	156.25%	-0.57%
财务费用率	1.94%	1.18%	1.17%	0.80%	0.50%	-0.40%	-1.08%	-192.53%	-167.01%
营业利润率	0.72%	5.40%	7.04%	7.55%	9.72%	13.69%	11.14%	58.22%	-18.63%
所得税率	17.34%	25.51%	33.19%	27.67%	13.14%	18.40%	19.49%	-41.29%	5.89%
净利润率	4.39%	8.18%	7.35%	7.36%	9.90%	11.63%	10.70%	45.50%	-8.00%
营业收入同比增速	-17.60%	-5.65%	-9.02%	4.50%	27.56%	50.48%	66.37%	836.23%	31.48%
净利润同比增速	143.10%	-42.93%	-31.73%	41.57%	218.30%	182.35%	216.64%	782.86%	18.81%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

二季度单季度收入增长 **84.22%**，净利润增长 **266.02%**。2017 年第二季度公司实现营业收入 88117.73 万元，同比增长 84.22%；归属于母公司股东净利润为 8428.58 万元，同比增长 266.02%。

表 2：公司单季度利润表

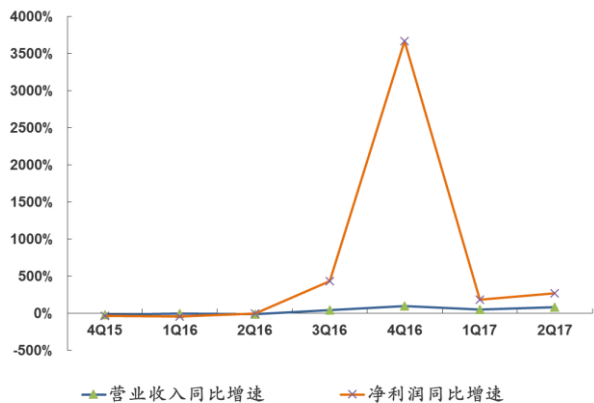
单季度 单位：百万元	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2Q17	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	500	537	478	620	999	808	881	84.2%	9.1%
二、营业总成本	493	508	438	568	866	705	795	81.8%	12.9%
营业成本	425	460	401	457	696	555	648	61.5%	16.7%
营业税金及附加	2	2	2	3	15	7	5	239.9%	-21.5%
销售费用	22	11	12	17	48	27	35	191.7%	31.7%
管理费用	28	27	28	81	109	112	121	333.2%	7.9%
财务费用	6	6	6	1	(0)	(3)	(15)	-370.5%	-358.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	2	0	(1)	7	(8)	-594.9%	-212.2%
投资收益	0	0	2	0	(1)	7	(8)	-594.9%	-212.2%
四、营业利润	7	29	42	52	132	111	78	82.5%	-29.9%
加：营业外收入	13	31	23	4	50	5	33	44.9%	573.2%
减：营业外支出	12	1	12	1	48	0	1	-92.5%	206.8%
五、利润总额	8	59	53	55	134	115	109	107.1%	-5.1%
减：所得税	5	15	22	9	(7)	21	23	2.2%	6.4%
六、净利润	3	44	31	46	141	94	87	182.3%	-7.7%
减：少数股东损益	(1)	11	8	3	6	0	2	-68.1%	606.9%
归属于母公司净利润	4	33	23	42	134	94	84	266.0%	-10.0%
每股收益（按最新股本）	0.00	0.03	0.02	0.03	0.11	0.07	0.07	266.0%	-10.0%

单季度	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	2Q17	
								YoY	QoQ
毛利率	15.12%	14.35%	16.10%	26.25%	30.39%	31.26%	26.46%	64.28%	-15.36%
期间费用率	11.18%	8.24%	9.52%	16.05%	15.76%	16.77%	16.01%	68.24%	-4.53%
其中：销售费用率	4.38%	2.09%	2.53%	2.75%	4.83%	3.31%	4.00%	58.33%	20.79%
管理费用率	5.68%	4.98%	5.83%	13.09%	10.94%	13.86%	13.71%	135.14%	-1.10%
财务费用率	1.12%	1.18%	1.16%	0.21%	-0.01%	-0.40%	-1.70%	-246.86%	-320.16%
营业利润率	1.47%	5.40%	8.88%	8.40%	13.26%	13.69%	8.80%	-0.94%	-35.71%
所得税率	66.19%	25.51%	41.78%	16.37%	-4.89%	18.40%	20.63%	-50.62%	12.10%
净利润率	0.55%	8.18%	6.42%	7.36%	14.06%	11.63%	9.84%	53.23%	-15.33%
营业收入同比增速	-17.80%	-5.65%	-12.52%	38.10%	99.69%	50.48%	84.22%	772.51%	66.83%
净利润同比增速	-36.52%	-42.93%	-4.81%	434.43%	3670.26%	182.35%	266.02%	5631.07%	45.89%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

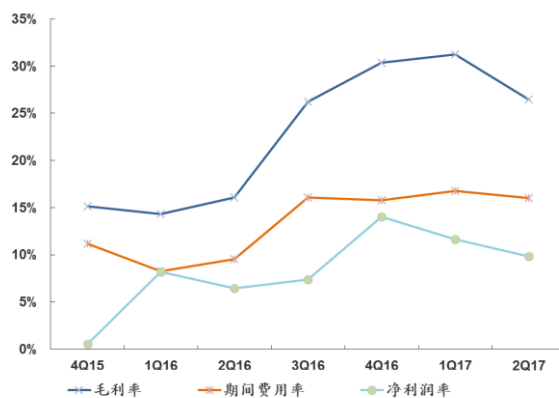
二季度毛利率比去年同期上升 **64.28%**，期间费用率较去年同期上升 **68.24%**。2017 年第二季度公司综合毛利率为 26.46%，较去年同期上升 64.28%；销售费用率为 4.00%，较去年同期上升 58.33%；管理费用率为 13.71%，较去年同期上升 135.14%。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



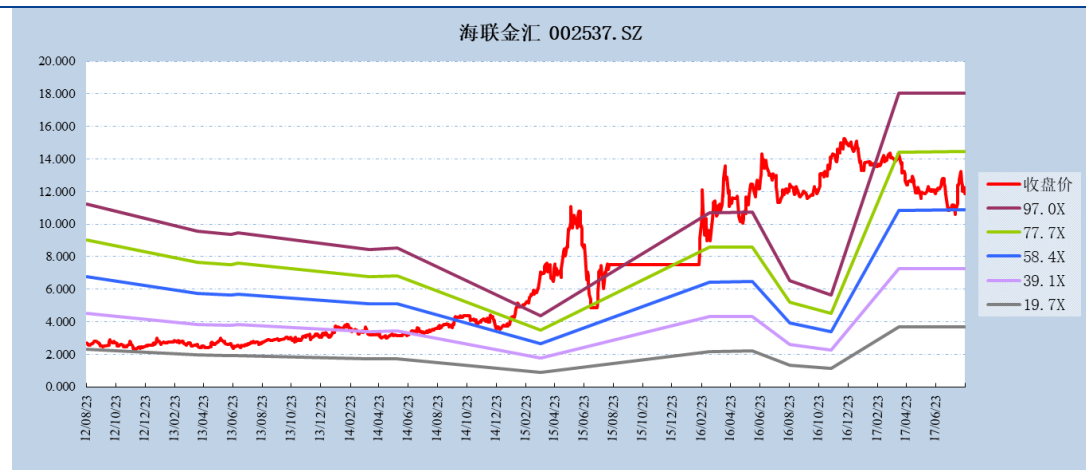
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

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	2,065.1	2,634.3	4,610.0	5,301.5	5,831.7	成长性					
减:营业成本	1,802.6	2,013.9	3,157.9	3,552.0	3,790.6	营业收入增长率	-17.6%	27.6%	75.0%	15.0%	10.0%
营业税费	9.1	20.9	25.2	31.6	37.7	营业利润增长率	-77.0%	1618.7%	129.6%	22.7%	43.1%
销售费用	60.8	88.6	184.4	265.1	262.4	净利润增长率	143.1%	218.3%	115.6%	25.7%	39.7%
管理费用	115.3	245.1	654.6	742.2	729.0	EBITDA 增长率	-21.1%	143.5%	80.2%	17.9%	37.1%
财务费用	40.1	13.1	-10.3	-20.2	-25.8	EBIT 增长率	-52.1%	389.0%	114.6%	21.4%	43.6%
资产减值损失	22.6	-2.6	10.9	10.3	6.2	NOPLAT 增长率	-43.6%	413.8%	105.1%	21.4%	43.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.6%	157.3%	23.4%	-31.1%	41.4%
投资和汇兑收益	0.4	0.7	0.5	0.5	0.6	净资产增长率	4.7%	291.5%	5.9%	8.5%	10.5%
营业利润	14.9	256.0	587.7	721.1	1,032.1	利润率					
加:营业外净收支	94.9	44.3	49.0	62.7	52.0	毛利率	12.7%	23.6%	31.5%	33.0%	35.0%
利润总额	109.8	300.2	636.8	783.8	1,084.1	营业利润率	0.7%	9.7%	12.7%	13.6%	17.7%
减:所得税	19.0	39.5	108.3	133.2	184.3	净利润率	3.5%	8.8%	10.9%	11.9%	15.1%
净利润	73.2	232.9	502.1	631.0	881.8	EBITDA/营业收入	7.8%	14.8%	15.2%	15.6%	19.5%
						EBIT/营业收入	2.7%	10.2%	12.5%	13.2%	17.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	126	104	57	44	34
货币资金	190.9	2,432.0	1,697.9	3,993.3	3,264.4	流动营业资本周转天数	121	64	106	101	96
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	255	787	674	547	607
应收账款	476.7	751.7	1,280.4	1,118.9	1,524.2	应收账款周转天数	81	84	79	81	82
应收票据	190.0	223.8	837.6	251.2	901.0	存货周转天数	78	65	61	59	57
预付账款	80.2	235.0	261.7	267.0	317.6	总资产周转天数	475	1,162	985	807	836
存货	393.8	553.5	1,015.0	720.8	1,118.6	投资资本周转天数	316	413	380	308	276
其他流动资产	16.6	5,967.5	1,998.9	2,661.0	3,542.5	投资回报率					
可供出售金融资产	21.2	72.4	36.9	43.5	51.0	ROE	5.3%	3.9%	7.4%	8.4%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	1.8%	4.8%	5.1%	6.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	2.3%	13.8%	11.0%	10.8%	22.6%
投资性房地产	2.2	-	-	-	-	费用率					
固定资产	746.5	774.7	691.6	602.9	509.4	销售费用率	2.9%	3.4%	4.0%	5.0%	4.5%
在建工程	94.3	141.2	120.0	102.0	86.7	管理费用率	5.6%	9.3%	14.2%	14.0%	12.5%
无形资产	277.7	397.8	381.6	365.0	348.2	财务费用率	1.9%	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.5%	13.2%	18.0%	18.6%	16.6%
资产总额	2,766.7	14,245.5	10,990.6	12,767.4	14,304.2	偿债能力					
短期债务	313.0	173.4	-	-	-	资产负债率	37.7%	52.6%	30.5%	35.7%	37.0%
应付账款	391.5	462.2	651.6	721.1	748.5	负债权益比	60.6%	111.2%	43.8%	55.5%	58.8%
应付票据	239.6	605.7	317.2	771.8	515.2	流动比率	1.36	1.36	2.27	2.10	2.12
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.96	1.29	1.94	1.93	1.90
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	1.37	20.54	-55.95	-34.70	-39.07
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,043.5	7,499.1	3,131.9	4,303.5	5,029.7	DPS(元)	-	0.02	0.05	0.04	0.08
少数股东权益	250.2	162.0	156.7	176.2	194.2	分红比率	0.0%	12.2%	12.4%	8.2%	11.0%
股本	301.2	568.8	1,251.4	1,251.4	1,251.4	股息收益率	0.0%	0.2%	0.4%	0.3%	0.7%
留存收益	1,171.6	6,014.8	5,736.3	6,322.1	7,114.7						
股东权益	1,723.2	6,746.3	7,144.4	7,749.6	8,560.2						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.06	0.19	0.40	0.50	0.70
净利润	90.7	260.8	502.1	631.0	881.8	BVPS(元)	1.18	5.26	5.58	6.05	6.69
加:折旧和摊销	109.4	122.5	125.6	128.3	130.6	PE(X)	203.0	63.8	29.6	23.5	16.8
资产减值准备	22.6	-2.6	-	-	-	PB(X)	10.1	2.3	2.1	2.0	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	132.7	-5.8	-10.6	6.5	-22.8
财务费用	29.4	12.4	-10.3	-20.2	-25.8	P/S	7.2	5.6	3.2	2.8	2.5
投资损失	-0.4	-0.7	-0.5	-0.5	-0.6	EV/EBITDA	32.6	41.5	18.8	13.2	10.3
少数股东损益	17.6	27.9	26.4	19.5	18.0	CAGR(%)	92.8%	51.1%	118.0%	92.8%	51.1%
营运资金的变动	181.4	224.2	-1,779.8	1,565.8	-1,668.9	PEG	2.2	1.2	0.3	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	498.4	433.6	-1,136.5	2,323.9	-664.8	ROIC/WACC	0.4	2.2	1.7	1.7	3.6
投资活动产生现金流量	-204.0	453.2	31.0	-11.1	-11.9	REP	8.3	1.7	1.4	1.7	0.6
融资活动产生现金流量	-318.7	1,322.5	371.4	-17.4	-52.1						

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、孙雨轩声明，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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	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