

2018年03月30日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

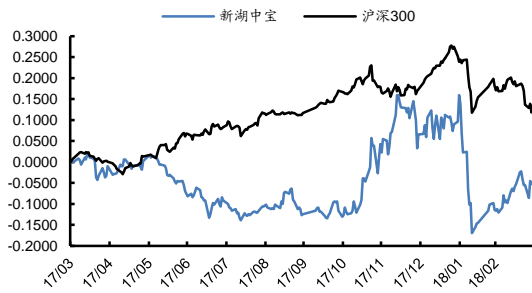
baoyc@ghzq.com

联系人： 刘浩 S0350116040007

51信用卡-具备平台优势的科技金融独角兽

——新湖中宝动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新湖中宝	7.1	-10.9	-5.3
沪深300	-3.1	-3.3	13.4

市场数据 2018-03-30

当前价格(元)	4.65
52周价格区间(元)	4.00 - 5.86
总市值(百万)	39986.95
流通市值(百万)	39981.50
总股本(万股)	859934.35
流通股(万股)	859817.19
日均成交额(百万)	213.30
近一月换手(%)	11.86

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点:

- 51信用卡已经不仅仅是一个移动互联网工具，而是基于优质信用卡客户构建的消费金融平台。类似于蚂蚁金服的支付宝，打通了一条从APP衍生出金融科技集团的商业路径。51利用工具积累了大量数据，并通过流量介入交易产生高利润，最后拓展至科技金融生态。51信用卡已有包括：个人信用管理、信用卡科技、在线信贷撮合与投资服务三个板块。2017年累计促成信用卡还款交易总额为1085亿元，管理中国30%以上的活跃信用卡账单。2017年线上信贷撮合量339亿元，过去3年复合年增长率544.7%，但占我国互联网消费金融规模比重不到1%，可成长空间广阔。
- 信用卡市场处于爆发阶段。51构建在信用卡生态之上的商业模式，其前景和势能与信用卡市场本身的发展息息相关。央行数据显示，截至2017年末，银行卡授信总额为12.48万亿元，同比增长36.58%；银行卡应偿信贷余额为5.56万亿元，同比增长36.83%。不管是授信规模、应偿余额，还是各自的增速都在2015-2017年呈快速上升的趋势。
- A股上市公司新湖中宝持有51信用卡25.42%股份。51信用卡依托个人信用管理服务、信用卡科技服务以及线上信贷撮合与投资服务三者结合的生态系统，保持了较低的用户获取成本。在2017年，51信用卡的平均单个新用户的获取成本为19.2元人民币，对于金融性质的用户来讲，这一成本已经颇为低廉。再加上新湖中宝控股的传统金融业务向51信用卡输入大量优质客户群，我们预测2018年51信用卡活跃用户数将会提升。
- 我们参照财务数据、用户数据、交易额、风控、经营效应、闭环生态6个维度比对51信用卡和趣店，认为51信用卡当前更具成长性。我们预计2018年51信用卡净利润增长124%至近16.67亿元，未来2019-2021年保持CAGR 30%复合增速，给予18倍PE，估算市值约为300亿元。
- 首次覆盖新湖中宝（持51信用卡25.42%股份），给予“买入”评级。暂不考虑未来的股权投资增值影响因素，我们预计新湖中宝2017、2018、2019年归属母公司净利润分别为38.60亿元、60.64亿元、78.78亿元，当前股价对应PE分别为10.4、6.6、5.1倍，公司过去几年投资了大量科技金融独角兽，正逐步分拆上市，将享受股权增值，给予“买

入”评级。

- **风险提示：**地产调控常态化影响地产资源价值释放。金融监管收紧影响业务拓展。公司投资企业分拆上市进程不及预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	13626	16351	20439	25549
增长率(%)	17%	20%	25%	25%
净利润（百万元）	5838	3860	6064	7878
增长率(%)	403%	-34%	57%	30%
摊薄每股收益（元）	0.68	0.45	0.71	0.92
ROE(%)	19.53%	11.43%	15.22%	16.51%

资料来源：wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、新湖中宝持有 51 信用卡 25.42%股份.....	5
2、51 科技金融生态已经成型.....	5
3、国内信用卡市场处于爆发阶段.....	8
4、同行对比.....	8
5、投资建议和盈利预测.....	12
6、风险提示.....	13

图表目录

图 1: 我国互联网消费金融放贷规模及增速	7
图 2: 51 信用卡与趣店营业收入对比	9
图 3: 51 信用卡与趣店净利润对比	9
图 4: 51 信用卡与趣店活跃用户数对比	9
表 1: 51 信用卡业务分拆收入	6
表 2: 2015-2017 年银行信用卡业务增长情况	8
表 3: 51 信用卡各信用等级贷款撮合额 (2015-2017 年)	10
表 4: 51 信用卡 VC/PE 多轮融资情况	11
表 5: 51 信用卡 2018-2021 年收入利润预估	12
表 6: 51 信用卡市值估算说明	12
表 7: 新潮中宝盈利预测表 (不考虑未来的股权投资增值影响因素)	14

1、新湖中宝持有 51 信用卡 25.42%股份

新湖中宝于 1999 年在上海证券交易所上市，主营业务为地产和金融。截止 2016 年 12 月 31 日，公司注册资本 86 亿元，总资产 1100 亿元。

在金融及互联网金融领域，新湖中宝目前已经形成了覆盖证券、银行、保险、期货等机构金融的投资格局，是中信银行、温州银行、湘财证券、阳光保险、新湖期货等金融机构的主要控、参股股东。同时，公司战略入股优质互联网科技公司，包括 To C 端的 51 信用卡、通卡联城、益盟股份，以及 To B 端的 Wind 资讯，并持续展开深入合作。

截止 2017 年 6 月 30 日，新湖中宝持有 U51.com Inc.14.29%股权，持有恩牛网络 11.13%股权，按成本法计量计入可供出售金融资产，其中，U51.com Inc.14.29%股权账面价值为 3.39 亿元，恩牛网络 11.13%股权账面价值为 6.76 亿元。两者合计，**新湖中宝持有 51 信用卡 25.42%股份。**

今年 3 月 22 日 51 信用卡正式向港交所递交了招股书，或将成为国内首个赴港上市的线上信用卡管理公司（中国最大的独立线上信用卡申请平台）。51 信用卡最新的业务分为三个板块：个人信用管理、信用卡科技、在线信贷撮合与投资服务。本篇报告我们将研究 51 信用卡的业务、商业模式、并与同行业上市企业进行对比，得到一个较为合理的 51 信用卡企业价值锚。

2、51 科技金融生态已经成型

51 信用卡已经不仅仅是一个移动互联网工具，而是基于优质信用卡客户构建的消费金融平台，类似于蚂蚁金服的支付宝，打通了一条从 APP 衍生出金融科技集团的商业路径。51 利用工具积累了大量数据，并通过流量介入交易产生高利润，最后拓展至科技金融生态。

第一阶段：51 信用卡从工具（用户自己管理负债表的分析）构筑用户流量入口，截至 2017 年 12 月 31 日，51 信用卡所有应用的注册用户达 8100 万人，共管理约 1.06 亿张信用卡，2017 年累计促成信用卡还款交易总额为 1085 亿元，管理中国 30%以上的活跃信用卡账单。**51 信用卡的两个核心：高转化、高利润。这个业务上具备马太效应，在聚拢了信贷人群这个细分群体的流量之后，变现容易。**

第二阶段：打通变现途径（信贷业务），51 信用卡最大的优势在于拥有自身大数据风控为技术基础的利率定价体系，目前这样的产品以信用分期和个人信用贷款为主要表现。公司的个人信用管理服务、信用卡科技服务以及线上信贷撮合与投资服务三者结合，形成了对用户服务的闭环和价值深度开发，最终组成了一个动态的生态系统。依托此生态系统，51 信用卡保持了较低的用户获取成本，并且能够在用户的生命周期内抓住大量交叉销售的机会。

51 信用卡已有包括：个人信用管理、信用卡科技、在线信贷撮合与投资服务三个板块。

表 1: 51 信用卡业务分拆收入

	二零一五年		二零一六年		二零一七年	
	人民币	%	人民币	%	人民币	%
	(千元, 百分比除外)					
信贷撮合及服务费	16,751	18.7%	384,183	67.3%	1,627,324	71.7%
信用卡科技服务费	45,005	50.2%	72,988	12.8%	140,382	6.2%
信贷介绍服务费	26,876	30.0%	65,376	11.4%	189,327	8.3%
其他收益	1,095	1.1%	48,499	8.5%	311,549	13.7%
总计	89,727	100.0%	571,046	100.0%	2,268,582	100.0%

资料来源：51 信用卡招股说明书，国海证券研究所

- 1、个人信用管理服务：**51 信用卡管家应用的注册用户累计数目：2015 年、2016 年、2017 年分别为 2750 万、4220 万、6200 万，复合年增长率为 49.8%；管理的信用卡累计数目分别为 4890 万张、7530 万张、10630 万张，复合年增长率为 47.5%。截至 2017 年 12 月 31 日，51 信用卡所有应用的注册用户达 8100 万人 2017 年累计促成信用卡还款交易总额为 1085 亿元。
- 2、信用卡科技服务：**“51 信用卡管家”在 2015 年、2016 年、2017 年的新信用卡发卡量分别为 50 万、120 万、210 万。以 2017 年发卡量为标准，“51 信用卡管家”是中国最大的独立线上信用卡申请平台。信用卡科技借助其流量和技术为银行提供信用卡办卡等服务。相比常规的导流模式，51 信用卡尝试了联名卡的形式，除了办卡的佣金收入外，还可以持续分得该卡后续发生的利息收入。
- 3、线上信贷撮合及投资服务：**51 信用卡通过 51 信用卡管家应用及其他应用向用户提供贷款产品。2015 年、2016 年、2017 年，其贷款产品的贷款撮合量分别为人民币 8.15 亿元、103 亿元、339 亿元。复合年增长率为 544.7%。目前，从营收构成来看，通过第三板块获得的服务费也是公司最大的收入来源，其中 2017 年占比达 71.7%。51 信用卡最大的优势在于拥有自身大数据风控为技术基础的利率定价体系，目前这样的产品以信用分期和个人信用贷款为主要表现。

据艾瑞统计，2017 年我国互联网消费金融放贷规模 43847 亿元，51 信用卡线上信贷撮合量 339 亿元，占比不到 1%，可成长空间广阔。

行业增速来看，消费金融放贷规模仍维持高速增长，2018-2021 年未来 4 年复合增速超 80% (艾瑞预测)，2018 年达到规模近 10 万亿，2021 年预计规模 46.6

万亿。互联网消费金融行业经历 2013-2014 年启动期，2015-2017.10 的高速增长期，当前处于整顿期阶段。我们认为，这将使得行业劣质企业出局、份额往优质企业集中、强者恒强局面强化。51 信用卡拥有大量优质用户资源，风控体系领先优势大，将受益这一趋势。

图 1：我国互联网消费金融放贷规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国海证券研究所

3、国内信用卡市场处于爆发阶段

相比较于银行业平均的规模和利润增速，以信用卡为代表的零售银行业务的表现突起，不断呈现高成长和高利润，各家银行纷纷将重心从批发向零售转移。信用卡在相当长一段时间里都被作为支付工具，而鲜少有大众使用分期，所以，信用卡利润贡献一直很低。但这种情况随着互联网金融的出现和消费升级的深化而彻底扭转，尤其是年轻一代，大家的消费意识和消费方式开始转变，透支消费、分期付款等习惯逐渐成为主流，信用卡市场也顺势爆发。尽管从资产质量来看，信用卡的不良率略高于房贷等其它零售业务，但因其利润贡献度相当可观，各家银行依然趋之若鹜。

央行数据显示，2017年中，信用卡发卡量持续高速增长，第一阵营中，建行发卡量过亿，工行、建行、招商银行继续处于前三位领跑，农行在上半年以960万张增量位居发卡第一位。浦发以超过700万张位居增速第一。除发卡继续保持数量增长的同时，各行信用卡交易金额有了非常大的提高，从而拉动营业收入的大幅提升。信用卡活跃度促进了信用卡收入增长，招行256.95亿元，浦发218.65亿元，超过2016年全年。其它几家为：光大129.7亿元，中信165.99亿元，民生94.43亿元（非利息）。

截至2017年末，银行卡授信总额为12.48万亿元，同比增长36.58%；银行卡应偿信贷余额为5.56万亿元，同比增长36.83%，呈快速上升的趋势。

表 2：2015-2017 年银行信用卡业务增长情况

时间	授信总额 (万亿)	同比增幅	应偿信贷余 额(万亿)	同比 增幅	卡均授信 总额(万)	授信使用 率
2017年	12.48	36.58%	5.56	36.83 %	2.12	44.54%
2016年	9.14	29.06%	4.06	23.63 %	1.96	44.45%
2015年	7.08	26.43%	3.09	32.05 %	1.79	43.77%

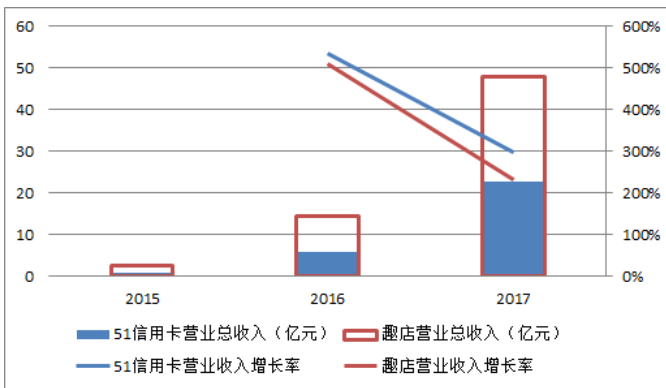
资料来源：央行，国海证券研究所

4、同行对比

我们将51信用卡与在美股上市的消费金融龙头趣店在财务数据、用户数据、交易额、风控、经营效应、闭环生态6个维度做对比。

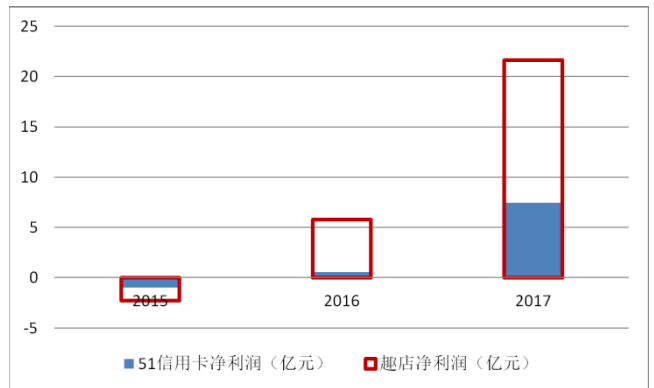
1、财务数据方面：51信用卡在2015年、2016年、2017年的营收分别为0.9亿元、5.71亿元、22.68亿元，经调整净利润分别为-1.01亿元、0.53亿元、7.44亿元；而趣店在2015年、2016年、2017年的营收分别为2.37亿元、14.46亿元、47.8亿元，归母净利润分别为-2.27亿元、5.78亿元、21.64亿元。

图 2: 51 信用卡与趣店营业收入对比



资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

图 3: 51 信用卡与趣店净利润对比

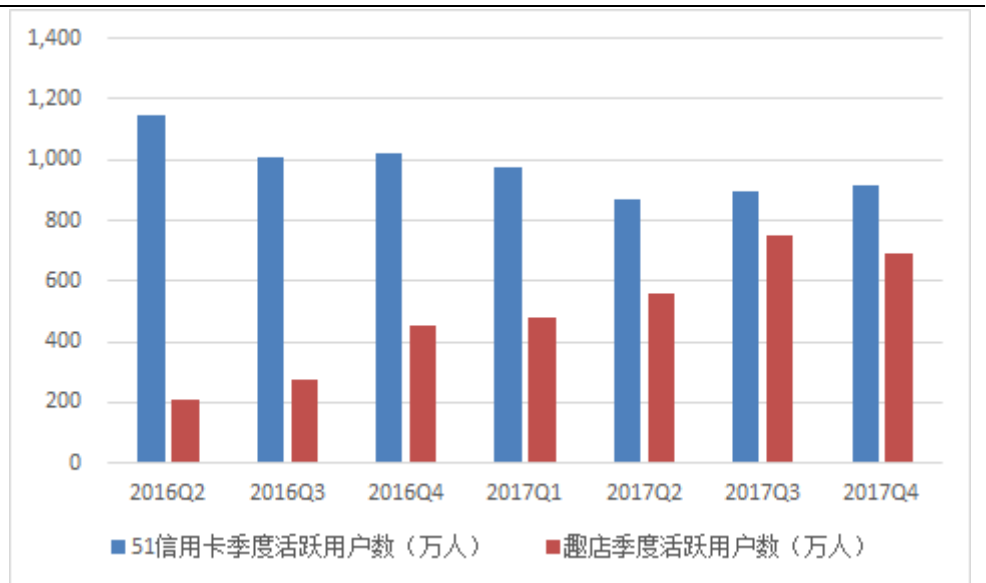


资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

可以看出, 51 信用卡在营业收入、净利润方面仍落后于趣店, 但 2017 年增长率方面高于趣店, 再加上新湖中宝传统金融业务对金融科技的促进, 51 信用卡后起之势十分强劲。由 51 信用卡与趣店的数据对比可以看出, 51 信用卡与趣店的业务数据变化趋势基本趋同。

2、用户数据方面: 整体而言, 51 信用卡的单季度活跃用户 (2017Q4 为 917 万) 数量高于趣店 (2017Q4 为 690 万)。此外, 由港交所披露的 51 信用卡有限公司的上市招股书可以看到, 51 信用卡依托个人信用管理服务、信用卡科技服务以及线上信贷撮合与投资服务三者结合的生态系统, 保持了较低的用户获取成本。在 2017 年, 51 信用卡的平均单个新用户的获取成本为 19.2 元人民币, 对于金融性质的用户来讲, 这一成本已经颇为低廉。再加上新湖中宝控股的传统金融业务向 51 信用卡输入大量优质客户群, 我们预测 2018 年 51 信用卡活跃用户数将会提升。据趣店招股书数据显示, 在 2015 年早期, 趣店的单位获客成本在 200 元以上, 而在蚂蚁金服入股之后, 趣店的单位获客成本迅速降低至 30~40 元左右。

图 4: 51 信用卡与趣店活跃用户数对比



资料来源: wind 资讯、腾讯网、国海证券研究所

3、交易额方面：51 信用卡 2017 年累计促成信用卡还款交易总额为 **1085 亿元**，线上信贷撮合量 **339 亿元**。而趣店 2017 年全年总交易额为 **889.1 亿元**（第一季度 166.8 亿元，第二季度 215.3 亿元，第三季度 256 亿元，第四季度 251 亿元）。

4、风控方面：51 信用卡用户大部分为拥有信用卡的用户转化，银行之前做了一层判断。比如用户的额度、过去 3 到 6 个月账单里的逾期情况、累计滞纳金等数据，**银行的判断帮 51 信用卡提前做好了很好的风控**。此外积极挖掘次级用户价值（无卡用户等），51 信用卡和现行单纯强调大数据不同的是，**51 信用卡的风险控制是人机结合的**。机器模型能显著提高风控的效率，但也容易被研究、被针对，因此需要由专业信审员、反欺诈分析师、信用风险分析师等人工凭借经验和智慧去识别隐藏风险和差异化风险。这部分工作为 51 信用卡的风控构筑了较高壁垒。

根据 51 信用卡的招股书，51 信用卡将信用卡信贷人群划分为 5 个风险等级：AAA 级、AA 级、A 级、B 级、B-级。其中 AAA 级等级最高，2017 年其年化利率为 14.9%；B-级最低，2017 年其年化利率为 27.6%。

表 3：51 信用卡各信用等级贷款撮合额（2015-2017 年）

各信用等级贷款促成额	截至十二月三十一日止年度		
	二零一五年	二零一六年	二零一七年
	(人民币百万元)		
AAA 级	325.1	3,808.1	8,185.4
AA 级	101.5	2,276.1	5,993.8
A 级	196.3	1,926.3	4,185.2
B 级	189.4	1,258.2	2,500.8
B-级	3.0	17.0	989.5
总计	815.3	9,285.6	21,854.7

资料来源：51 信用卡招股说明书，国海证券研究所

趣店通过与蚂蚁金服战略合作，接入了芝麻信用体系，在芝麻分的基础上，研发出了一套用户细分机制。对于新用户的风险评估（风控的主要部分）的 A Score，其中有三项由芝麻信用直接提供，另外两个是趣店无法获取到的用户信息。

5、51 信用卡利率合理，趣店之前因为利率+服务费超过国家规定年化 36%红线而影响未来经营策略，相比而言 51 信用卡合理利率（5 级分险等级，B-级最低，2017 年其年化利率为 27.6%，离 36%仍有挖掘空间。）推动的未来经营效益显得更具优异性。

6、闭环生态：51 的模式优势在于，从用户流量、资产的生成、数据的获取、征信的判断，风险定价都是自己做，资金来源也是自己完成，所有环节都是自己完成。在资产开放层面，51 信用卡接入了哈尔滨银行、恒丰银行、马上消费金融、瀚华小贷等 10 余家机构的资金。双方合作中将由 51 信用卡提供借款用户订单，完成用户信审以及一系列风险防控措施，银行、消费金融公司、小贷公司等金融

机构主要负责提供资金。

蚂蚁金服旗下投资公司持有趣店 12.8%的股权，为第五大股东。因而支付宝为趣店提供了大多数客源(趣店自身的 app 占用户来源的 1/3, 支付宝占 2/3)、芝麻信用分为趣店征信风控提供了重要支撑。资金来源由 4 方面构成：2017 年 6 月末趣店自有资金占比 44.5%，为 170.25 亿元。其余资金渠道的情况为，截至 2017 年 6 月末，来自信托的资金 55.57 亿元，占比 14.6%；表外交易(银行、消费金融公司资金等，资金成本约 10%) 28.15 亿元，占比 7.4%；与 P2P 平台合作资金 127.92 亿元，占比 33.5%。

7、市值估算对比：此前 51 信用卡，由 A 股上市公司新湖中宝以及天图投资领投的总计 3.1 亿美元的 C 轮融资，估值超过 10 亿美元，成为独角兽企业。

表 4：51 信用卡 VC/PE 多轮融资情况

时间	融资情况
2012 年 9 月	获薛蛮子和华映资本天使投资
2013 年 5 月	华映资本完成 A 轮投资
2013 年 12 月	SIG、清流资本、华映资本联合完成 A+轮融资
2015 年 2 月	完成 B 轮 5000 万美元融资，由 GGV 领投，京东、顺为跟投
2015 年 4 月	获 A 股上市公司新湖中宝 5000 万美元 B 轮融资
2016 年 9 月	完成 3.1 亿美元 C 轮融资，估值超 10 亿美元，领投方为新湖中宝和天图投资，泛城资本、华盖资本、国信弘盛、千合资本和洪泰 A Plus 等参与联合投资
2016 年 10 月	获 8400 万美元 C+轮融资

资料来源：国海证券研究所整理

趣店当前总市值 42 亿美元(对应 2018 年 3 月 25 日)，折合人民币约 265 亿元市值。企业价值 365 亿元人民币，市盈率 PE (TTM) 12.71 倍，企业价值/收入(倍)为 7.63 倍。分析来看，(1) 国家对利率+服务费超过年化 36%红线的现金贷管控，导致趣店经营的调整，压制一定估值。(2) 2017Q4 净利润 5.4 亿元(净利润率 36%)，相较 2017Q3 净利润 6.5 亿元有所下降(净利润率 45%)。

参照前面 1-6 个维度比对 51 信用卡和趣店，我们预计在 2018 年 51 信用卡净利润增长 124%至近 16.67 亿元，未来 2019-2021 年保持 CAGR30%复合增速，给予 18 倍 PE，估算市值约为 300 亿元。

表 5: 51 信用卡 2018-2021 年收入利润预估

	2017年		2018年预测		2019年预测		2020年预测		2021年预测	
	人民币(千元)	同比增长	人民币(千元)		人民币(千元)		人民币(千元)		人民币(千元)	
收入										
信贷撮合及服务费	1,627,324	324%	3,580,113	同比增120%	4,654,147		6,050,391		7,865,508	
信用卡科技服务费	140,382	92%	280,764	同比增100%	364,993	同比均增 30%	474,491	同比均增 30%	616,839	同比均增 30%
信贷介绍服务费	189,327	190%	397,587	同比增110%	516,863		671,922		873,498	
其他收益	311,549	542%	623,098	同比增100%	810,027		1,053,036		1,368,946	
总计	2,268,582	297%	4,881,562	合计同比增115%	6,346,030		8,249,839		10,724,791	
净利润										
净利润率	33%		34%	净利润率提高1个百分点	34%		34%		34%	
净利润(预计)	744,000	1304%	1,667,000		2,167,100		2,817,230		3,662,399	

资料来源: 51 信用卡招股说明书、国海证券研究所

表 6: 51 信用卡市值估算说明

公司	市值(亿元)	2017 净利润(亿元)	2017 同比增幅	2018 净利润预计(亿元)	2018 同比增幅	备注
趣店	265	21.64	274%	-	-	1, 国家对利率+服务费超过年华 36% 红线的现金贷管控, 导致趣店经营的调整, 压制一定估值。2, 2017Q4 净利润 4.5 亿元(净利润率 36%), 相较 2017Q3 净利润 6.5 亿元有所下降(净利润率 45%)
51 信用卡	300(估算)	7.44	1304%	16.67	124%	1, 调整信贷利率+服务费不超过 36% 后, 51 信用卡受政策影响的收益占 2017 年总收益的 3.7%。2, 估计未来 2019-2021 保持 CAGR30%复合增速, 给予 18 倍 PE, 则估算市值为 300 亿元

资料来源: wind、国海证券研究所

5、投资建议和盈利预测

首次覆盖新湖中宝, 给予“买入”评级。暂不考虑未来的股权投资增值影响因素, 我们预计新湖中宝 2017、2018、2019 年归属母公司净利润分别为 38.60 亿元、60.64 亿元、78.78 亿元, 当前股价对应 PE 分别为 10.4、6.6、5.1 倍, 公司过去几年投资了大量科技金融独角兽, 正逐步分拆上市, 将享受股权增值, 给予“买

入”评级。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13626	16351	20439	25549
增长率(%)	17%	20%	25%	25%
净利润(百万元)	5838	3860	6064	7878
增长率(%)	403%	-34%	57%	30%
摊薄每股收益(元)	0.68	0.45	0.71	0.92
ROE(%)	19.53%	11.43%	15.22%	16.51%

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 地产调控政态化影响地产资源价值释放。
- 2) 金融监管收紧影响业务拓展。
- 3) 公司投资企业分拆上市进程不及预期。

表 7: 新湖中宝盈利预测表 (不考虑未来的股权投资增值影响因素)

600208.S					2018-03-3				
证券代码:	H	股价:	4.65	投资评级:	买入	日期:	0		
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标				
ROE	20%	11%	15%	17%	EPS	0.68	0.45	0.71	0.92
毛利率	20%	31%	33%	34%	BVPS	3.38	3.83	4.53	5.45
期间费率	20%	24%	22%	21%	估值				
销售净利率	43%	24%	30%	31%	P/E	6.85	10.36	6.59	5.08
成长能力					P/B	1.38	1.21	1.03	0.85
收入增长率	17%	20%	25%	25%	P/S	2.93	2.45	1.96	1.57
利润增长率	403%	-34%	57%	30%					
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
总资产周转率	0.12	0.14	0.16	0.18	营业收入	13626	16351	20439	25549
应收账款周转率	11.82	11.82	11.82	11.82	营业成本	10861	11283	13797	16862
存货周转率	0.21	0.23	0.24	0.26	营业税金及附加	769	1308	1635	2044
偿债能力					销售费用	419	507	593	741
资产负债率	73%	70%	69%	67%	管理费用	390	474	552	639
流动比	2.30	2.31	2.25	2.13	财务费用	1196	1566	1815	1996
速动比	0.78	0.69	0.62	0.49	其他费用 / (-收入)	334	3130	4700	5500
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	324	4344	6748	8767
现金及现金等价物	19169	16768	16682	13409	营业外净收支	5742	0	0	0
应收款项	1153	1383	1729	2161	利润总额	6066	4344	6748	8767
存货净额	51701	55882	64264	73554	所得税费用	218	478	675	877
其他流动资产	6243	5809	6218	6729	净利润	5847	3866	6073	7890
流动资产合计	78266	79756	88806	95767	少数股东损益	9	6	9	12
固定资产	214	180	155	166	归属于母公司净利润	5838	3860	6064	7878
在建工程	636	636	636	606	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
无形资产及其他	274	274	274	274	经营活动现金流	4628	2891	1445	3263
长期股权投资	24258	30258	37258	46258	净利润	5847	3866	6073	7890
资产总计	111572	112879	128904	144846	少数股东权益	9	6	9	12
短期借款	4163	1663	2163	2163	折旧摊销	49	53	45	39
应付款项	1742	2019	2475	3032	公允价值变动	(3)	0	0	0
预收帐款	13330	15995	19994	24993	营运资金变动	(1273)	(1034)	(4682)	(4678)
其他流动负债	14846	14846	14846	14846	投资活动现金流	(2246)	183	(6975)	(8981)
流动负债合计	34080	34523	39478	45034	资本支出	(618)	33	25	19
长期借款及应付债券	43955	40955	45955	48455	长期投资	(16925)	(6000)	(7000)	(9000)
其他长期负债	3638	3638	3638	3638	其他	15297	6149	0	0
长期负债合计	47593	44593	49593	52093	筹资活动现金流	(4784)	(5502)	5497	2496
负债合计	81673	79117	89071	97127	债务融资	18980	(5500)	5500	2500
股本	8599	8599	8599	8599	权益融资	0	0	0	0
股东权益	29898	33763	39833	47719	其它	(23764)	(2)	(3)	(4)
负债和股东权益总计	111572	112879	128904	144846	现金净增加额	(2401)	(2428)	(33)	(3222)

资料来源: wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。