

入股中信金租，布局支付征信

■ **事件：**2018年3月8日公司公告拟以现金方式参与中信金融租赁有限公司（以下简称“中信金租”）的增资。中信金租2015年开业以来聚焦清洁能源、节能环保、民生事业、高端装备四大领域快速发展，截至2017年上半年累计投放金额约137亿元，全年营业收入同比增长51%，净利润同比增长11%。

■ **租赁行业渗透率低，发展空间广阔。**经历了2007年至2014年高速发展之后，我国租赁行业2016年渗透率仅为6%，相较于成熟的美国市场（21.5%）、欧洲市场（英国33.7%，德国17%）仍有很大差距。未来行业面临三大发展机遇，一是政策持续支持；二是《中国制造2025》规划提出了未来中国制造业的发展重点，如航空航天装备等，均为融资租赁服务标的行业。融资租赁公司经营管理专业化，能解决信息不对称的问题，减少中小企业融资成本，从中获得发展机遇；三是金融科技的发展使得租赁行业可以借由大数据、自动化和信息聚合网络提升其业务和管理的效率并降低成本。

■ **金融租赁牌照优势明显。**与内资租赁和外资租赁相比，金融租赁具有三方面优势，一是审批更为严格，牌照具有稀缺性；二是金融租赁可以参与同业拆借以及发行债券，在降低成本和资金补足方面更有优势；三是金融租赁在租赁物标的的经营范围上更加广阔；四是金融租赁能够运用杠杆率相对更高。凭借独特的竞争优势，金融租赁公司数量仅占全行业0.9%，但业务规模占比接近38%。

■ **传统业务多元布局，新零售战略转型。**公司传统业务包括3C零售连锁、艺术品拍卖、工业制造、房地产开发。零售业务方面，公司持续推进新零售转型，推出Brookstone新品牌，优化门店布局，完善供应链建设，为开展金融业务提供了丰富的场景和客户。艺术品拍卖业务方面，公司旗下匡时国际拍卖公司2017年上半年实现净利润0.72亿元，未来将在中国书画的基础上增加其他领域收入，积极开拓上海、杭州以及香港市场。

■ **支付牌照稀缺，产融结合业务协同。**

(1) **支付牌照稀缺，生态协同场景拓展。**公司旗下天下支付拥有互联网支付及移动电话支付牌照，天下支付能够公司“新零售”产业内部生态协同，拓展更多的支付应用场景。构建以大数据为核心的支付金融业务，实现新的利润增长点。

(2) **集团金融资源丰富，产融结合业务协同。**公司控股股东三胞集团金融牌照资源丰富，涵盖征信、支付、网络小贷、保险经纪、融资担保等。依托集团资源，公司逐步建立富有价值的实名制账户体系及相关大数据系统，为以支付为核心和切入点，与大数据、互联网理财、消费金融、供应链金融、征信、文化艺术品消费等有机结合，从自身消费场景不断融合外部周边场景，打造“全渠道零售+金融+场景”的综合生态圈。

■ **投资建议：**买入-A投资评级，6个月目标价11.88元。我们预计公司2018年至2020年净利润增速分别为19%、17%、18%。

■ **风险提示：**零售收入或利润率下滑/租赁业务坏账增加/第三方支付业务收入下滑

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	18,714.4	20,513.0	17,044.4	20,105.6	23,947.8
净利润	421.7	446.9	530.1	633.1	740.3
每股收益(元)	0.36	0.39	0.46	0.55	0.64
每股净资产(元)	6.67	7.17	7.30	7.36	7.63

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	24.7	23.3	19.6	16.4	14.0
市净率(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
净利润率	2.3%	2.2%	3.1%	3.1%	3.1%
净资产收益率	5.5%	5.4%	6.3%	7.5%	8.4%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%
ROIC	17.2%	20.0%	21.4%	25.8%	16.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：11.88元

股价(2018-03-30) 8.99元

交易数据

总市值(百万元)	10,407.89
流通市值(百万元)	10,407.89
总股本(百万股)	1,157.72
流通股本(百万股)	1,157.72
12个月价格区间	8.69/13.03元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.21	-3.04	-28.58
绝对收益	1.47	-7.22	-30.81

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517060001
hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

1. 事件

1.1. 拟入股中信金租，完善金融布局

2018年3月8日公司公告拟以现金方式参与中信金融租赁有限公司(以下简称“中信金租”)的增资,进一步完善金融业务布局。

中信金融租赁有限公司于2015年2月经中国银行业监督管理委员会批准筹建,注册资本40亿元人民币,注册地天津市滨海新区,2015年4月8日正式开业。开业以来中信金融租赁发展较快,截至2017年上半年中信金融租赁累计投放项目35个,投放金额137.88亿元,其中绿色租赁(主要涉及清洁能源及节能环保领域)累计投放52.27亿元,截至2017年末中信金融租赁总资产为517.65亿元,营业收入为28.92亿元,同比增长51%,净利润为4.15亿元,同比增长11%。

中信金融租赁主要业务聚焦在清洁能源、节能环保、民生事业、高端装备。

(1) 清洁能源:中信金融租赁致力拓展清洁能源行业,主要在太阳能发电、水电、风电、垃圾发电、生物质发电、核电、高效火电、燃气机组、清洁能源汽车(LNG、CNG及纯电动车)等领域开展融资租赁业务。

(2) 节能环保:中信金融租赁节能环保业务主要围绕水环境治理、大气治理、土壤治理和固废治理四大领域开展。水环境治理领域包括水污染防治、水生态保护和水资源管理三个子领域;大气治理领域包括脱硫脱硝、大气环境监测及大气环境治理设备三个子领域;土壤治理领域包括土壤环境监测和土壤环境治理设施两个子领域;固废治理包括垃圾处理和秸秆发电两个子领域。

(3) 民生事业:在加速国家产业结构升级、推动民生质量改善的大背景下,中信金融租赁致力于基础设施建设、旅游景区开发及健康养老服务等民生产业。并且为客户提供包括融资租赁、经营租赁和跨境租赁等在内的多种结构化金融产品,以服务于包括政府PPP项目在内的民生项目建设。

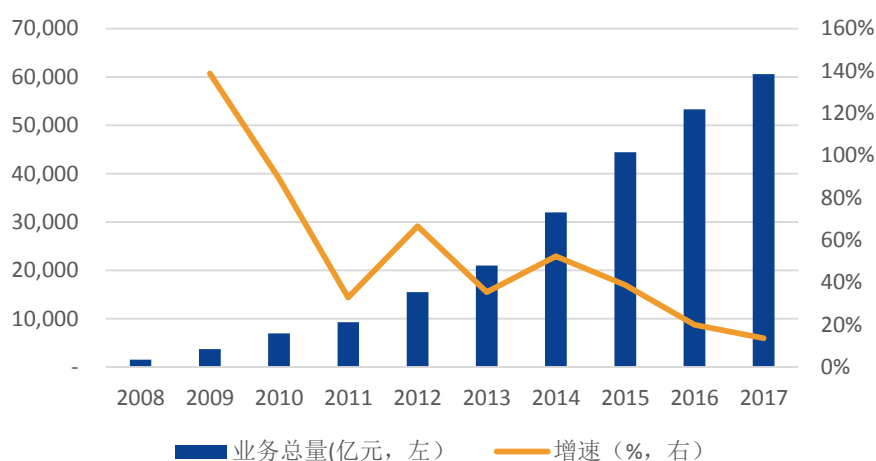
(4) 高端装备:高端装备是国民经济和国防建设的重要支撑,也是战略性新兴产业其他六个领域的重要支撑,主要包括航空装备、卫星产业、轨道交通、海洋工程和智能制造装备等方面,未来存在较大的发展空间,中信金融租赁也在积极推动此领域业务的发展。

1.2. 租赁行业快速增长,金融租赁优势明显

1.2.1. 2007年以来租赁行业发展迅速

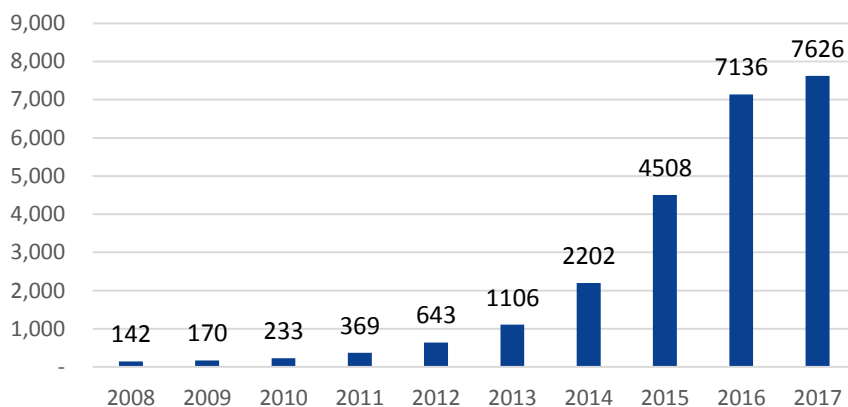
2007年以来我国融资租赁行业发展迅速,企业数量和业务总量持续稳健增长。2007年至2014年在固定资产投资大幅增长的带动下,融资租赁行业业务规模经历了高速增长,2015年以来行业增速有所趋缓,但保持了14%以上的同比增速,截至2017年末,我国融资租赁行业全国金融租赁合同余额达到60,600亿元。企业数量方面,2017年末全国融资租赁企业数量达到7,626家,大约为十年前(2008年)的54倍,复合增长率达到49%。

图 1：2007 年至 2014 年融资租赁高速增长



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：融资租赁公司近 10 年增长 53 倍

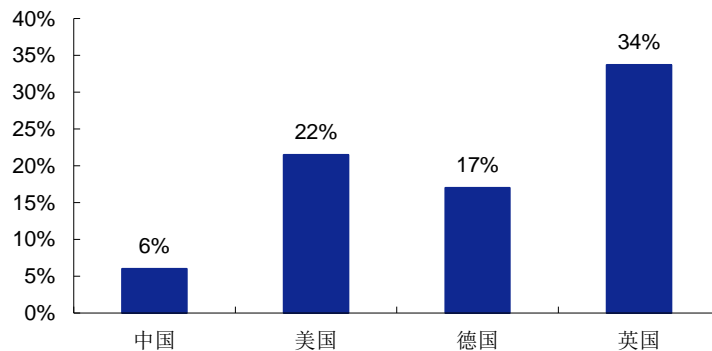


资料来源：WIND，安信证券研究中心

1.2.2. 行业渗透率较低，发展空间大

对比海外成熟融资租赁市场，2016 年我国租赁行业渗透率仅 6%，相较于成熟的美国市场（21.5%）、欧洲市场（英国 33.7%，德国 17%），仍有很大距离。作为现有世界第二大融资租赁业务规模的国家，若我国的租赁行业渗透率达到海外成熟市场的水平，业务规模还有很大的增长空间。

图 3：我国租赁行业渗透率仍有提高空间



资料来源：WIND，安信证券研究中心

1.2.3.行业迎来三大发展机遇

我们认为，未来租赁行业发展有三大机遇，一是政策支持，二是供给侧改革，三是金融科技发展。

(1) 政策支持

现阶段，主要的法律法规以及监管和财税制度是银监会修订发布的《金融租赁公司管理办法》（简称“《办法》”）以及 2015 年 9 月国务院办公厅引发的《关于促进金融租赁行业健康发展的指导意见》。

在《办法》的修订过程中金融租赁的融资渠道得到放宽，并且符合条件的五类机构都可以作为发起人设立金融租赁公司，使得许多民间资本也进入金融租赁业，金融租赁机构的股东类型多元化，增加公司供给。

2014 年的修订扩大了金融租赁公司的业务范围，放宽了股东存款业务条件，拓展了融资租赁资产的转让对象，增加了固定收益类的证券投资业务，加强了流动性管理，为控股子公司和项目公司对外投资提供担保，拓展金融租赁业务创新空间，推动转型升级。2014 年修订的《办法》中提出了允许经营状况良好、符合条件的金融租赁公司，经批准后可开展资产证券化业务，拓宽了融资渠道，保证行业持续发展。而各项法律文件如《办法》、《会计准则》等在法律制度、税收制度以及会计制度方面加强建设，完善体系。

(2) 供给侧改革

“十三五规划”、“供给侧改革”、“一带一路”及“中国制造 2025”等导向性政策的相继提出，作为与实体经济结合紧密的融资租赁行业，也迎来了较好的发展机遇。

在《中国制造 2025》规划中，中国制造未来将专注于智能制造，其中包括航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶等行业，这些均是融资租赁服务标的行业。而在“一带一路”的国家战略中，交通基础设施建设、能源类基础设施、通讯基础设施和 IT 设备等是其重点部署领域，这些基础类建设所需求的设备等都是融资租赁的良好标的。除了为固定资产投资活动提供融资渠道，融资租赁也解决了中小企业融资的难题。融资租赁公司经营管理专业化，经营领域细分化，能有效解决信息不对称的问题，减少中小企业融资成本，从中获得发展机遇。

(3) 金融科技发展

在技术的推动下，融资租赁行业可以借由大数据、自动化和信息聚合网络提升其业务和管理

的效率并降低成本。而“互联网+”思维可以帮助融资租赁公司搭建平台，提供资产交易、信息交流等服务，解决租赁资产交易缺平台、缺信息的关键问题，同时也推动公司商业模式的转变。

1.2.4. 金融租赁优势明显

金融租赁由银监会监管审批，相较于内资租赁和外资租赁，牌照更稀少，融资渠道更广泛，经营风险也相对更低。

(1) 发起人方面，金融租赁发起人的要求限定为银行和大型企业，较另两类融资租赁更加严苛，导致其在业内的牌照较为稀少。

(2) 融资渠道方面，金融租赁可以参与同业拆借以及发行债券，在降低成本和资金补足方面更有优势，2017年国内以金融租赁公司发行主体为主的租赁信贷ABS发行提速，进一步拓宽了金融租赁的融资渠道。

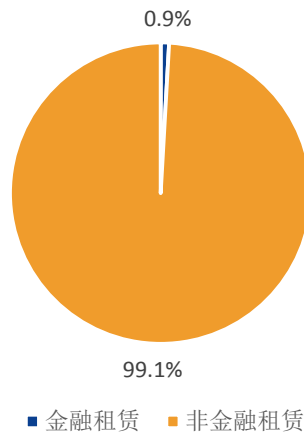
(3) 租赁标的方面，金融租赁的租赁物标的为固定资产，而内资和外资租赁的租赁物标的为机械设备和交通设备，金融租赁在租赁物标的的经营范围上更加广阔。

(4) 杠杆方面，由于金融租赁的杠杆限制主要是其资本充足率，其理论杠杆率可达12.5倍，高于内资和外资租赁（理论杠杆率10倍）。

自2015年银监会审批权下放到银监局后，企业数量大幅增加。截至2017年底已经获批开业的金融租赁企业达到69家，占全行数量比例为0.9%（2016年为59家，同比增长17%）；2017年金融租赁行业的注册资金达到1,974亿元（2016年为1,686亿元，同比增长17%）。

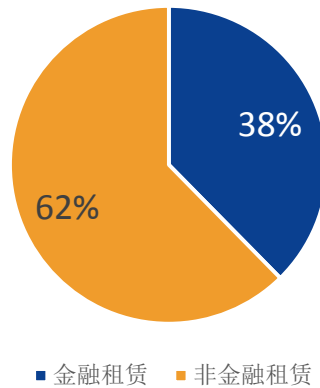
2017年全国金融租赁合同余额约为22,800亿元，较2016年底的20,400亿元增加了2,400亿元，同比增长12%。金融租赁公司在占比仅0.9%的企业数量占了整个租赁行业接近38%的业务规模，单体业务规模较内资和外资租赁都较大。

图4：金融租赁公司数量占比不足1%



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 5：金融租赁公司业务规模占全行业的 38%



资料来源：WIND，安信证券研究中心

2.传统业务多元布局，新零售战略转型

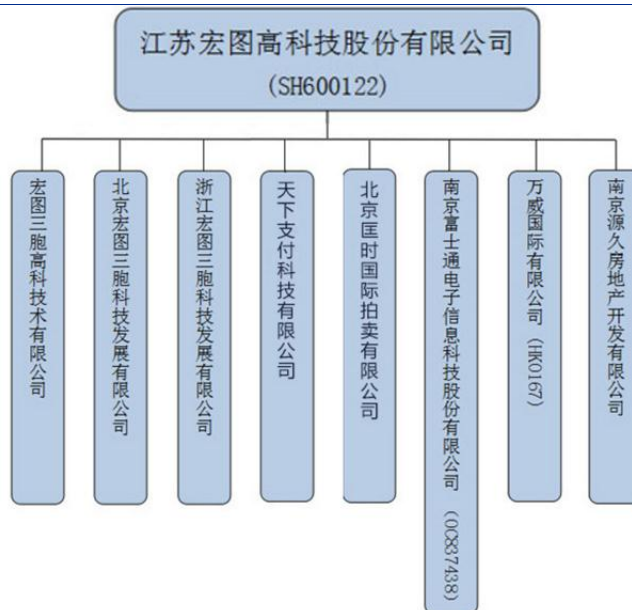
1997 年 10 月公司以募集方式成立。2005 年三胞集团成为公司的控股股东后，公司以电子商贸、工业制造、系统集成以及房地产业务为四大主营业务。2006 年至 2010 年公司 IT 零售业务发展迅速，成为公司核心主营业务，期间公司通过两次定增再次壮大其业务实力。2011 年宏图高科推出“核心主业与金融投资双轮驱动”战略，积极布局金融行业，先后控参股了锦泰期货、农银无锡股权投资基金、江苏银行等。2015 年至 2016 年，公司收购了国采支付，更名为“天下支付”，促进金融互联网化。2017 年公司推出“大消费与大金融”，1 月收购了北京匡时国际全部股权，并于 2018 年 3 月拟定投资入股中信金融租赁。公司控股股东是三胞集团有限公司，持股比例是 21.53%。

表 1：公司大事记

时间	事件
1997-1998 年	公司以募集方式成立，后改为股份制，发行 5000 万股，注册资本 11.46 亿元。
1998 年 4 月 2 日	公司挂牌上市。
2000 年 10 月 13 日	宏图三胞成立，公司持股 45%，2004 年升至 57.1%。
2005 年 5 月 25 日	控股股东由宏图集团变更为三胞集团，实际控制人由江苏省信息产业厅变更为袁亚非先生。
2012 年 6 月 18 日	购买锦泰期货 9000 万股权。
2012 年 6 月 19 日	拟出资 1 亿元入股农银无锡股权投资基金。
2012 年 8 月 21 日	宏图高科 1.2 亿筹建小贷公司，占股 40%。
2012 年 11 月 16 日	受让 1 亿股江苏银行。
2015 年 2 月 26 日	收购万威国际。
2015 年 8 月 5 日	拟出资 1 亿元受让国采支付公司 100% 股权。
2016 年 4 月	收购国采支付获央行批复。
2017 年 1 月	以 22 亿自有资金收购北京匡时国际拍卖有限公司 100% 股权。

资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 6：公司核心主业与金融投资双轮驱动

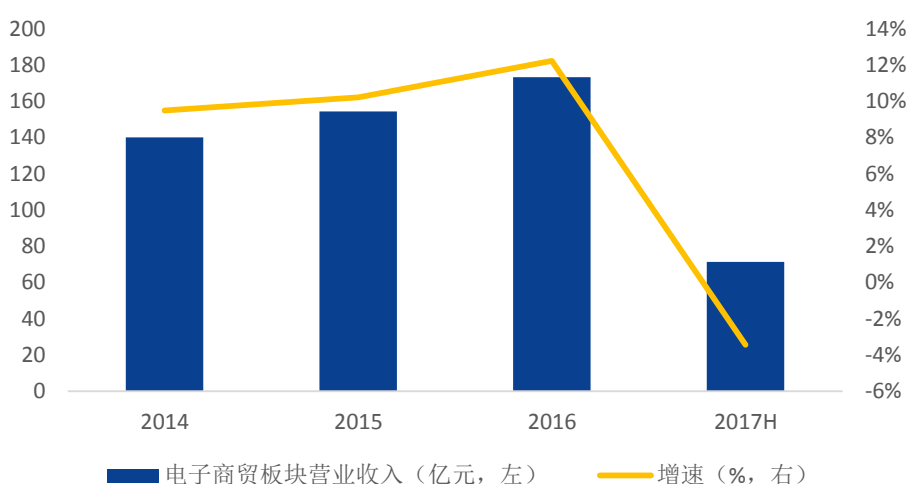


资料来源：WIND，安信证券研究中心

公司现有业务主要包括 3C 零售连锁、金融服务、艺术品拍卖、工业制造、房地产开发五大板块，金融服务业务是公司未来着重发展的新兴业务领域。宏图高科以“新零售、金融服务、艺术品拍卖”为方向，不断开拓线下消费场景，基于线下业务嫁接创新性的金融服务，通过支付完成交易、数据、资金的闭环，满足旗下各业务在线上线下的经营需求，打造“全渠道+金融+场景”的生态圈。

3C 零售连锁是公司的核心主营业务，公司持有宏图三胞、浙江宏三以及北京宏三三家公司，其业务收入近三年占比保持在 80%左右，2015 年至 2016 年公司 3C 零售业务收入增速维持在 10%以上，2017 年上半年 3C 零售连锁产业实现营业收入 72.28 亿元，同比下降 3.21%。

图 7：电子商贸板块战略转型

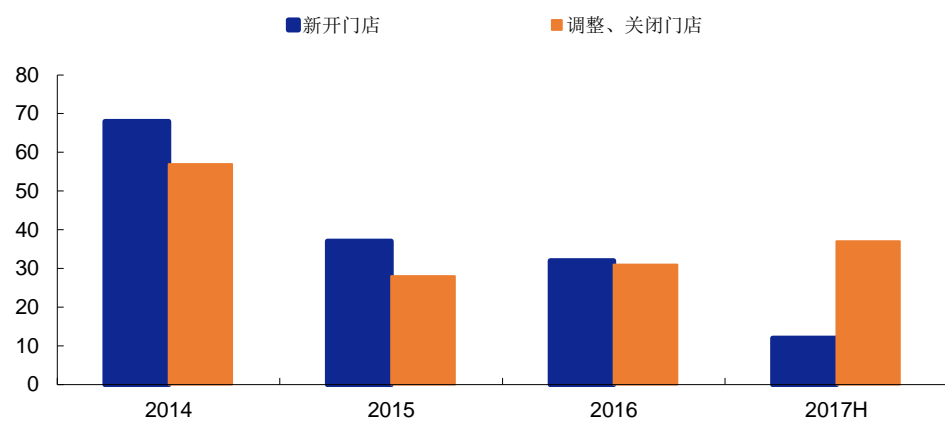


资料来源：公司报告，安信证券研究中心

2016 年以来公司持续推动新零售转型，推出宏图 Brookstone 新品牌。2017 年上半年公司围绕“转型”战略，打造宏图 Brtookstone4.0 生态链，定义新场景、构建新体验，搭建全渠道入口。

优化门店布局,提高经营效率。截至 2017 年上半年公司在全国范围内基本实现“7+2”布局,门店已经覆盖了上海、北京、杭州、南京、苏州、济南、扬州、徐州、合肥等一二线城市。2017 年上半年公司一方面重新规划调整并建立了 Brookstone 新模式门店的店面标准分类模型,明确了包括开发规则和物业选址标准、布局规划标准、店面设计及装饰标准的三大渠道建设标准,围绕产品的场景化和体验化,对门店装修、布局等进行了创新设计,创新自主设计的展台、展柜、道具、美陈等获得国家专利累计近 20 个。另一方面调整关闭低效店面,通过奖励激励存量店面的降减招租等不同方式实现费用降控,超额达成降租目标,同时为后期转型开店储备了大量的物业资源。2017 年上半年公司新开门店 12 家,调整、关闭低效门店 37 家。

图 8: 近年来优化门店布局

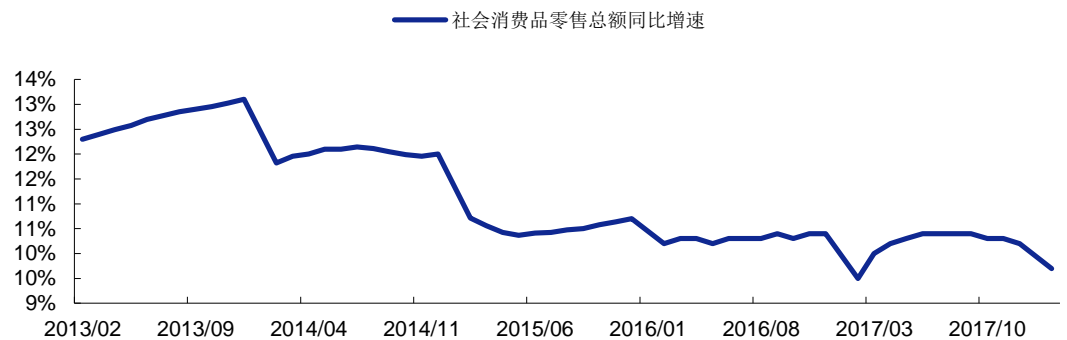


资料来源:公司公告,安信证券研究中心

完善供应链建设,打造新奇特生态圈。2017 年上半年公司以 Brookstone 自有品牌和其他新奇特产品的进驻为契机,重新打造新奇特生态圈,与盛大游戏、乐客 VR、京东众筹、炫控科技、太火鸟等企业签约“生态联盟”。宏图 Brookstone 首家虚实互动游戏体验店于 5 月底在南京水游城试水成功,首日超过 30 多万游戏玩家参与互动。2017 年上半年线上渠道已完成包括传统互联网天猫、京东业务及银行类高端用户渠道的拓展,微店项目完成体系内协同,微店数量目标完成率 190%

零售行业逐步回暖,消费升级催化新零售发展。2017 年上半年社会消费品零售总额 172,369 亿元,同比增长 10%,全国网上零售额 31073 亿元,同比增长 33%。其中实物商品网上零售额 23747 亿元,增长 28%,占社会消费品零售总额的比重为 13%;在实物商品网上零售额中,吃、穿和用类商品分别增长 25%、20%和 31%。人们消费水平的提高,也推动了零售行业的转型发展,以往消费者更加关注价格和性价比,而随着购买力不断提升,消费者会更加关注内容、服务等,如社交体验、价值的认同等等。

图 9：社会消费品零售增速保持平稳



资料来源：WIND，安信证券研究中心

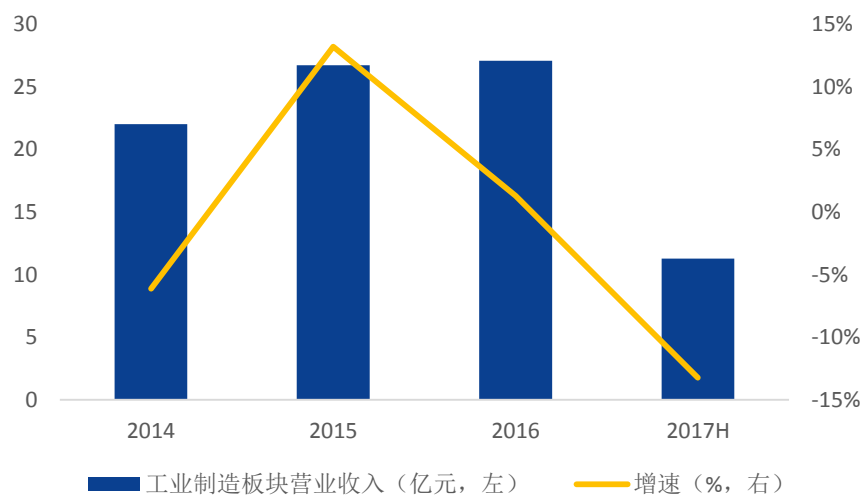
公司 2016 年末以现金购买方式收购北京匡时国际拍卖有限公司 100% 股权。匡时国际自设立以来专注于文物艺术品拍卖业务，主要以拍卖中国古代、近现代书画，瓷玉杂项、当代水墨、珠宝尚品、现当代油画、雕塑等艺术品为主，并承接资产拍卖以及各类慈善拍卖。

匡时国际作为文物艺术品拍卖公司，接受客户的委托，并通过专业的营销策划，经由艺术品拍卖活动撮合委托人和竞买人成交，并通过向委托人和竞买人收取佣金以实现收入。2017 年上半年匡时国际已完成 2017 北京匡时迎春拍，2017 香港匡时春拍，2017 北京匡时春拍，共三个场次，实现落槌拍卖成交额为 16.6 亿元，实现营业收入 1.26 亿元，实现净利润 0.72 亿元。

艺术品拍卖市场经过了 20 年的发展形成了以北京保利、中国嘉德、北京匡时为代表的国内知名拍卖公司，行业集中度在逐步提高。2014 至 2015 年拍卖前 5 位的拍卖行市占率从 57% 提升至 65%，而行业前三保利、嘉德、匡时分别在油画、文物瓷器、书画领域各有专长。未来，中国拍卖市场将形成京津、长三角、香港及海外地区“三分天下”的格局，拍卖行业的集中度将有望进一步提高，品牌、鉴定、资源整合能力将成为拍卖企业的核心竞争力，大众艺术品、艺术品网上拍卖将成为市场热点。

工业制造及房地产开发业务是公司依旧保留的老牌业务。2015 年公司工业制造业务高速增长，当年业务收入达到 27 亿元，同比增长 21%，2016 年以来业务增速趋缓，2016 年业务收入增速趋缓至 1.65%，2017 年上半年业务收入同比下滑 12%。房地产业务领域，公司在完成“宏图·上水园”项目后将逐步退出该业务领域。

图 10：工业制造业收入保持稳定



资料来源：公司报告，安信证券研究中心

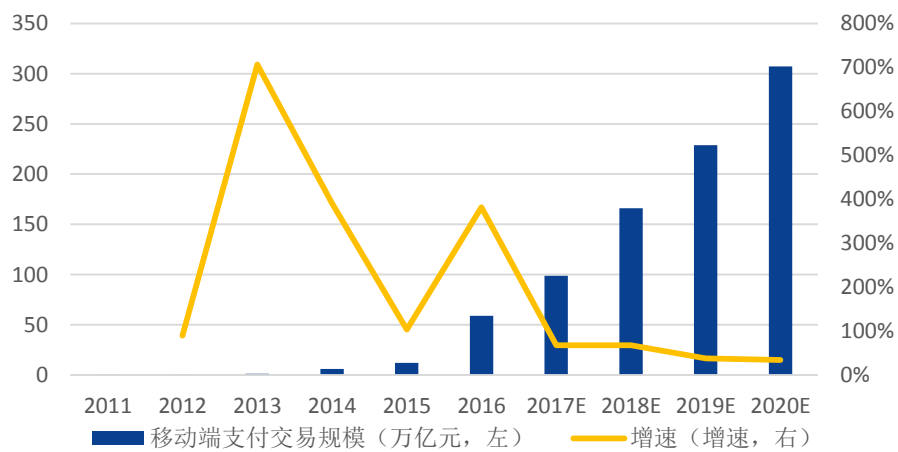
3. 支付牌照稀缺，产融结合业务协同

2015年8月4日公司与深圳市国采支付科技有限公司股东签署股权转让协议，收购国采支付100%的股权。后续公司将“国采支付”改名为“天下支付”。天下支付拥有互联网支付及移动电话支付牌照，可以覆盖PC端、移动端等全方面的场景，

截至2017年上半年，天下支付已经完成了聚合支付平台新版本功能开发，聚合支付各通道的优化，持续接入微信支付、支付宝支付渠道。依托公司内部资源的协同优势，天下支付与公司“新零售”产业内部生态协同，拓展更多的支付应用场景。构建以大数据为核心的支付金融业务，从而提高公司支付金融产品的品牌影响力与市场份额，实现新的利润增长点。

第三方支付规模稳步增长，移动支付成为主流。近年来，得益于用户支付习惯的改变以及移动互联网支付技术的成熟，中国第三方支付市场快速增长。根据艾瑞咨询测算，2017年中国第三方支付交易规模达到154.9万亿元，同比增速44%，其中移动支付规模比重正在逐年增大。自2014年微信支付推出后，用户支付习惯开始向移动端迁移，移动端支付规模大幅提升，近几年来都保持高于PC端的增速，第三方支付也开始形成以移动端支付为主的市场。

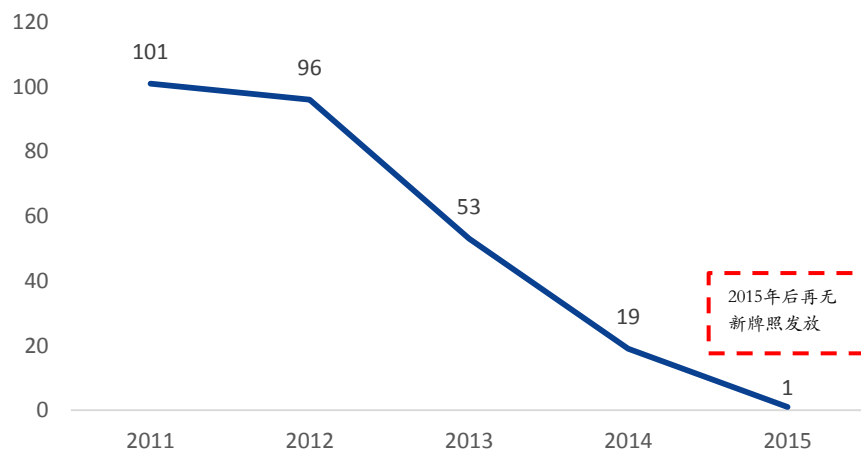
图 11：第三方支付规模稳步增长



资料来源：WIND，安信证券研究中心

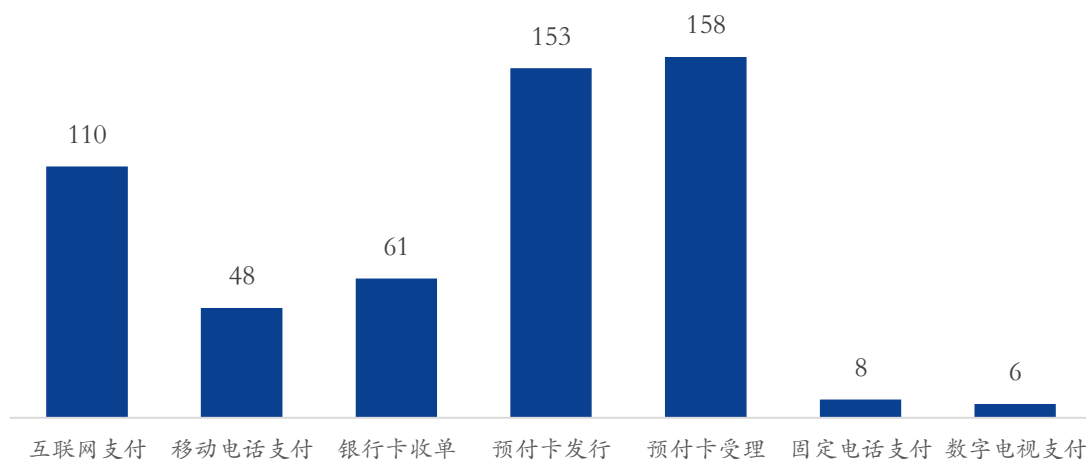
第三方支付牌照资源稀缺。2010年6月14日，中国人民银行制定了《非金融机构支付服务管理办法》，开始管理第三方支付公司的在网络支付、预付卡放行与受理、银行收单等业务的经营牌照。行业发展初期由于牌照申请门槛较低带来的乱象，导致了监管机构开始频繁出台规范文件。自2011年起，第三方支付牌照的发放开始收紧，2015年仅对1家企业发放牌照，之后再无新牌照发放。

图 12：2015年后无新牌照发放



资料来源：WIND，安信证券研究中心

图 13: 互联网支付牌照仍有稀缺性

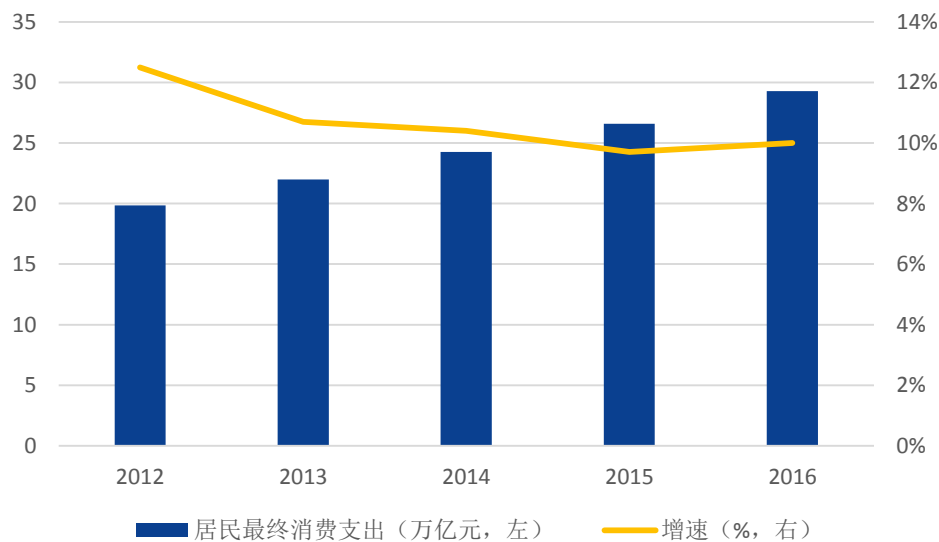


资料来源: WIND, 安信证券研究中心

中国线下支付市场场景丰富, 未来发展空间广阔。2016 年中国居民消费支出超过 29.2 万亿元, 其中仍有大部分线下消费交易未被记录在内, 这块未被记录的消费市场将会成为第三方支付接下来的目标市场。

移动支付与收单业务融合趋势, 加速线下支付场景开拓。智能 POS 的出现使移动支付与收单业务高度融合, 使支付交易链中账户单与受理端形成正相关的增长态势, 使整体交易链条实现价值最大化。

图 14: 第三方支付未来发展空间广阔



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

技术发展成为第三方支付重要推动力。移动设备、二维码、指纹识别与大数据技术已经成为支付行业的基础设施, 未来人工智能、云计算、区块链和生物识别等技术的开发与应用将会使第三方支付行业产生更高的价值。其中人工智能能使移动支付更加了解客户, 云计算使移动支付更加快速便捷, 生物识别技术使移动支付突破空间限制, 区块链技术则提升了移动支

付的安全性。

图 15：技术发展成为第三方支付重要推动力



资料来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

公司控股股东三胞集团金融牌照资源丰富，涵盖征信、支付、网络小贷、保险经纪、融资担保等，其中鹏元征信成立于 2005 年，是国内第一批从事征信业务的企业，2017 年鹏元征信完成 A 轮融资，募资金额人民币 4 亿元，投后估值达到 32 亿元人民币。2017 年鹏元征信对外提供的报告数量达到 8 亿份，相较于 2016 年增长了近一倍。目前，鹏元征信服务于 440 多家银行客户、3000 多家机构客户。

表 2：三胞集团金融牌照梳理

序号	牌照种类	公司名	企业描述
1	征信牌照	鹏元征信	中国最大的第三方征信公司，百行征信股东之一，2017 年出具个人征信报告 7 亿份，拥有上百条个人及企业征信查询通道
2	支付牌照	天下支付	拥有互联网支付及移动电话支付牌照，2017 年全年结算量 3200 亿元，为国内领先的第三方支付公司
3	网络小贷牌照	天下捷融	2017 年贷款余额 3.2 亿元，在供应链金融领域、房屋租赁领域和个人消费信贷领域均有丰富的业务经验
4	保险经纪牌照 互联网保险销售牌照	同人保险	成立于 2010 年，拥有全国性保险经纪牌照，为诸多行业的大中型企业提供服务，目前已推进国际经纪和统筹、SME 中小企业和三胞集团自身保险业务。
5	融资担保牌照	汇通担保	成立于 2003 年，注册资本 1.2 亿元，公司经营范围为信贷担保及配套服务，投资、资产经营及咨询等。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

依托集团优势，宏图高科未来有望在“金融+金融”与“金融+产业”两大方面明显受益，一方面，公司自身的金融牌照能够与集团金融牌照优势互补，另一方面宏图高科零售场景丰富，上游供应商和下游消费者众多，提供广泛的金融业务开展空间，如供应链金融和消费金融等。

4. 盈利预测及估值分析

公司逐步建立富有价值的实名制账户体系及相关大数据系统，为以支付为核心和切入点，与大数据、互联网理财、消费金融、供应链金融、征信、文化艺术品消费等有机结合，从自身消费场景不断融合外部周边场景，打造“全渠道零售+金融+场景”的综合生态圈。假设公司最终持有中信金融租赁 20% 的股份，且按成本法进行会计处理，我们预计公司 2018 年至 2020 年净利润增速为 19%、17%、18%。对各个业务板块进行分部估值，公司合理市值约

为 137 亿元，对应每股 11.88 元。

表 3：公司分部估值

		贡献市值
传统业务	零售	101
	拍卖	14
	制造	11
金融业务	金融租赁	6
	第三方支付	5
	合计	137
每股价格		11.88

资料来源：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	18,714.4	20,513.0	17,044.4	20,105.6	23,947.8	成长性					
减:营业成本	17,125.8	18,855.6	15,360.4	18,302.1	21,842.8	营业收入增长率	7.1%	9.6%	-16.9%	18.0%	19.1%
营业税费	128.3	64.9	128.6	117.7	132.3	营业利润增长率	-1.9%	4.0%	24.1%	21.0%	17.5%
销售费用	517.9	541.8	458.1	542.6	640.8	净利润增长率	15.0%	6.0%	18.6%	19.4%	16.9%
管理费用	341.3	332.4	298.3	348.1	407.3	EBITDA 增长率	5.5%	8.5%	-5.3%	-4.7%	16.1%
财务费用	299.6	350.5	167.2	-15.8	-15.3	EBIT 增长率	2.3%	8.8%	-6.0%	-5.1%	17.9%
资产减值损失	16.7	10.8	12.0	14.0	11.0	NOPLAT 增长率	5.7%	8.0%	-4.5%	-8.8%	17.9%
加:公允价值变动收益	-0.2	0.0	6.6	-4.4	0.7	投资资本增长率	-7.3%	-10.8%	-24.4%	80.3%	-9.4%
投资和汇兑收益	233.4	181.8	42.0	16.0	20.0	净资产增长率	-0.7%	6.9%	1.4%	0.5%	3.3%
营业利润	517.9	538.8	668.4	808.4	949.7	利润率					
加:营业外净收支	5.3	19.8	11.4	12.2	14.5	毛利率	8.5%	8.1%	9.9%	9.0%	8.8%
利润总额	523.2	558.6	679.7	820.6	964.2	营业利润率	2.8%	2.6%	3.9%	4.0%	4.0%
减:所得税	119.1	130.1	149.5	205.1	241.0	净利润率	2.3%	2.2%	3.1%	3.1%	3.1%
净利润	421.7	446.9	530.1	633.1	740.3	EBITDA/营业收入	4.8%	4.8%	5.4%	4.4%	4.3%
						EBIT/营业收入	4.4%	4.3%	4.9%	3.9%	3.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	14	13	14	11	8
						流动资产周转天数	58	46	45	50	54
						流动资产周转天数	254	247	263	197	184
						应收账款周转天数	26	23	26	25	25
						存货周转天数	64	54	64	60	59
						总资产周转天数	345	326	381	309	270
						投资资本周转天数	68	57	56	58	59
						投资回报率					
						ROE	5.5%	5.4%	6.3%	7.5%	8.4%
						ROA	2.2%	2.2%	3.1%	3.5%	3.9%
						ROIC	17.2%	20.0%	21.4%	25.8%	16.9%
						费用率					
						销售费用率	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
						管理费用率	1.8%	1.6%	1.8%	1.7%	1.7%
						财务费用率	1.6%	1.7%	1.0%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	6.2%	6.0%	5.4%	4.4%	4.3%
						偿债能力					
						资产负债率	54.2%	53.9%	47.4%	48.8%	49.6%
						负债权益比	118.4%	116.9%	90.2%	95.4%	98.4%
						流动比率	1.87	1.74	1.77	1.81	1.83
						速动比率	1.43	1.40	1.24	1.25	1.22
						利息保障倍数	2.73	2.54	5.00	-50.19	-61.08
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.04	0.05	0.06	0.07
						分红比率	10.9%	10.3%	11.2%	10.8%	10.8%
						股息收益率	0.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	404.2	428.5	530.1	633.1	740.3	EPS(元)	0.36	0.39	0.46	0.55	0.64
加:折旧和摊销	102.1	104.2	87.8	87.8	87.8	BVPS(元)	6.67	7.17	7.30	7.36	7.63
资产减值准备	16.7	10.8	-	-	-	PE(X)	24.7	23.3	19.6	16.4	14.0
公允价值变动损失	0.2	-0.0	6.6	-4.4	0.7	PB(X)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
财务费用	349.0	357.6	167.2	-15.8	-15.3	P/FCF	13.3	6.4	-8.4	-8.8	8.8
投资损失	-233.4	-181.8	-42.0	-16.0	-20.0	P/S	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	-17.5	-18.4	0.1	-17.7	-17.2	EV/EBITDA	20.1	9.1	4.6	6.8	5.2
营运资金的变动	531.6	332.1	671.6	-1,928.4	300.6	CAGR(%)	15.0%	19.1%	9.7%	15.0%	19.1%
经营活动产生现金流量	514.0	818.9	1,421.5	-1,261.3	1,076.9	PEG	1.6	1.2	2.0	1.1	0.7
投资活动产生现金流量	231.6	319.2	-2,010.9	524.8	365.1	ROIC/WACC	1.6	1.8	1.9	2.3	1.5
融资活动产生现金流量	355.7	340.4	-3,075.9	-519.1	-366.4	REP	3.4	1.6	1.0	0.6	0.9

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

赵湘怀、贺明之声明，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
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	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
	高思雨	021-35082350	gaosy@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@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
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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