

金控集团起航，P2P 网贷先行



事件

- 公司与高新黔投小贷公司及贵州合石电商签订合作协议，拟在尽职调查完成后现金入股这两家公司并获得控股股东地位。
- 公司拟成立上海虎魄投资管理基金，管理中天城投出资的母基金，母基金拟与虎魄基金投资共同设立子基金：产业并购子基金、金融投资子基金、大健康投资子基金、能源投资子基金。

核心观点

- 公司向金控集团方向转型迈出实质性一步，介入 P2P 网贷和创投。公司此前仅通过互联网金融产投公司开展零星的互联网金融服务业务，此次收购事宜和设立基金事宜表明公司在向金控集团转型过程中迈出实质性一步。
- 拟收购西南地区最大的 P2P 网贷平台招商贷，有望实现弯道超车。公司拟收购的高新黔投小贷公司及贵州合石电商的创始人均为陈格路，合石电商是招商贷的运营方，公司实际上收购了招商贷，因为高新黔投同时负责招商贷 P2P 网贷及出资产的获取、贷后管理和风险担保。招商贷为全国排名第 9、西南排名第 1 的 P2P 网贷平台，累计网贷额 31 亿元，将对公司在贵阳进一步树立金控集团品牌提供支撑。
- 创投基金引入事业合伙人机制，将对公司创投业务、以及向金融业务、大健康业务转型构成积极影响。公司出资 4000 万元（占 GP80%），高管石维国、李俊、何志良及其他两个非关联自然人出资 1000 万元（占 GP20%）共同设立 GP 上海虎魄，同时设立产业并购、金融、大健康、能源四大方向子基金，分工明确，激励到位，投资成功概率较大。

财务预测与投资建议

- 维持盈利预测和买入评级，上调目标价至 13.97 元。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.95/1.27/1.62 元。由于可比公司估值提高，我们相应调高公司目标价。可比公司 2015 年平均估值为 11X，我们给予公司 11X 估值，对应目标价 13.97 元，维持公司买入评级。

风险提示

- 房地产销售不达预期。

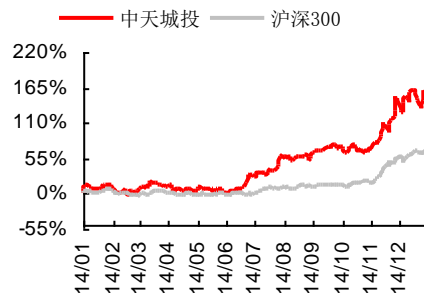
公司主要财务信息					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	3,554	7,576	10,900	16,776	25,037
同比增长	6.7%	113.2%	43.9%	53.9%	49.2%
营业利润 (百万元)	191	1,387	1,732	2,803	3,810
同比增长	-59.5%	627.5%	24.8%	61.9%	35.9%
归属母公司净利润 (百万元)	438	1,081	1,622	2,185	2,774
同比增长	-16.5%	146.6%	50.0%	34.7%	27.0%
每股收益 (元)	0.26	0.63	0.95	1.27	1.62
毛利率	34.0%	41.9%	36.2%	34.8%	43.6%
净利率	12.3%	14.3%	14.9%	13.0%	11.1%
净资产收益率	19.4%	37.5%	40.4%	38.6%	34.6%
市盈率 (倍)	43.4	17.6	11.7	8.7	6.9
市净率 (倍)	8.0	5.6	4.1	2.8	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2015 年 01 月 19 日)	11.10 元
目标价格	13.97 元
52 周最高价/最低价	11.99/4.81 元
总股本/流通 A 股 (万股)	171,596/128,195
A 股市值 (百万元)	19,047
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2015 年 01 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	4.4	-2.1	41.9	128.9
相对表现 (%)	8.9	-1.3	4.5	74.9
沪深 300 (%)	-4.5	-0.8	37.4	54.0



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲
021-63325888*6084
zhujing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S086051406003

相关报告

增资互联网金融产投，转型有望加速	2014-12-01
分享贵阳楼市成长，与城市共转型	2014-10-17

图 1：招商贷与贵阳高新黔小贷公司关系图


数据来源：招商贷、东方证券研究所

表 1：全国 P2P 网贷公司中，招商贷排名第 9

排名	平台	地域	注册资本	上线时间	交易额	投资人数	平均收益率
1	陆金所	上海	8.37 亿元	2012 年 1 月	超 300 亿元	超 80 万人	8.60%
2	温州贷	浙江温州	5000 万元	2012 年 2 月	超 130 亿元	超 10 万人	13.70%
3	红岭创投	广东深圳	5000 万元	2009 年 3 月	超 98 亿元	超 23 万人	11.67%
4	合拍在线	广东深圳	1000 万元	2012 年 6 月	超 68 亿元	超 1 万人	14.17%
5	人人贷	北京	1 亿元	2010 年 10 月	超 57 亿元	约 10 万人	12.72%
6	微贷网	浙江杭州	500 万元	2011 年 7 月	超 36 亿元	约 2 万人	18.34%
7	有利网	北京	500 万元	2013 年 2 月	超 35 亿元	超 18 万人	10.12%
8	团贷网	广东深圳	1 亿元	2012 年 9 月	超 32 亿元	超 1 万人	14.81%
9	招商贷	贵州贵阳	5000 万元	2013 年 6 月	超 24 亿元	约 1 万人	23.92%
10	投哪网	广东深圳	5000 万元	2012 年 5 月	超 23 亿元	约 1 万人	12.22%

 数据来源：http://xm.ifeng.com/finance/money/xiamen_2014_10/08/2986126_0.shtml，东方证券研究所

表 2：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2015/1/19	每股收益(元)				市盈率			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
中南建设	000961	11.00	1.04	1.26	1.58	1.87	10.6	8.7	7.0	5.9
华夏幸福	600340	46.01	2.05	2.84	3.97	5.08	22.4	16.2	11.6	9.1
金科股份	000656	16.45	0.71	0.82	1.05	1.50	23.0	20.1	15.6	11.0
首开股份	600376	9.63	0.57	0.81	1.00	1.25	16.8	11.9	9.6	7.7
宋都股份	600077	4.99	0.27	0.17	0.37	0.47	18.2	29.2	13.6	10.6
阳光城	000671	11.97	0.51	1.03	1.56	2.25	23.6	11.6	7.7	5.3
	最大值						23.6	29.2	15.6	11.0
	最小值						10.6	8.7	7.0	5.3

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	平均数						19.1	16.3	10.9	8.2
	调整后平均						20.0	15.0	11.0	8.0

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	单位:百万元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,141	3,923	8,006	8,740	12,519	营业收入	3,554	7,576	10,900	16,776	25,037
应收账款	52	942	1,090	1,678	2,504	营业成本	2,345	4,399	6,950	10,945	14,128
预付账款	733	869	2,180	3,355	5,007	营业税金及附加	328	846	981	1,594	5,258
存货	18,640	25,340	34,750	45,969	56,511	营业费用	318	392	503	634	818
其他	409	375	80	80	80	管理费用	253	325	402	508	655
流动资产合计	21,975	31,448	46,106	59,823	76,621	财务费用	108	185	305	280	349
长期股权投资	37	131	131	131	131	资产减值损失	12	49	34	18	26
固定资产	2,928	2,865	2,776	2,686	2,596	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	703	1,406	2,109	投资净收益	0	6	6	6	6
无形资产	77	152	151	151	150	其他	0	0	0	0	0
其他	881	1,854	275	272	272	营业利润	191	1,387	1,732	2,803	3,810
非流动资产合计	3,923	5,002	4,036	4,646	5,259	营业外收入	441	92	500	200	0
资产总计	25,899	36,450	50,143	64,469	81,880	营业外支出	31	9	10	10	10
短期借款	0	1,000	1,000	1,000	3,899	利润总额	601	1,471	2,222	2,993	3,800
应付账款	3,547	2,433	5,560	8,756	11,302	所得税	163	389	600	808	1,026
其他	12,862	20,250	30,019	39,093	48,414	净利润	438	1,082	1,622	2,185	2,774
流动负债合计	16,409	23,684	36,579	48,849	63,615	少数股东损益	(0)	0	0	0	0
长期借款	6,333	8,674	8,674	8,674	8,674	归属于母公司净利润	438	1,081	1,622	2,185	2,774
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.26	0.63	0.95	1.27	1.62
其他	530	439	0	0	0						
非流动负债合计	6,863	9,113	8,674	8,674	8,674	主要财务比率					
负债合计	23,272	32,797	45,253	57,524	72,289		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	260	252	252	252	252	成长能力					
股本	1,279	1,288	1,288	1,288	1,288	营业收入	6.7%	113.2%	43.9%	53.9%	49.2%
资本公积	41	117	117	117	117	营业利润	-59.5%	627.5%	24.8%	61.9%	35.9%
留存收益	1,047	1,997	3,233	5,289	7,934	归属于母公司净利润	-16.5%	146.6%	50.0%	34.7%	27.0%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,627	3,654	4,890	6,946	9,591	毛利率	34.0%	41.9%	36.2%	34.8%	43.6%
负债和股东权益	25,899	36,450	50,143	64,469	81,880	净利率	12.3%	14.3%	14.9%	13.0%	11.1%
						ROE	19.4%	37.5%	40.4%	38.6%	34.6%
						ROIC	2.1%	7.6%	8.0%	11.1%	12.6%
						偿债能力					
						资产负债率	89.9%	90.0%	90.2%	89.2%	88.3%
						净负债率	289.4%	286.4%	130.5%	81.3%	49.7%
						流动比率	1.34	1.33	1.26	1.22	1.20
						速动比率	0.20	0.26	0.31	0.28	0.32
						营运能力					
						应收账款周转率	37.4	15.3	10.6	11.8	11.6
						存货周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
						总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.26	0.63	0.95	1.27	1.62
						每股经营现金流	-0.91	-0.09	3.43	1.07	1.20
						每股净资产	1.38	1.98	2.70	3.90	5.45
						估值比率					
						市盈率	43.4	17.6	11.7	8.7	6.9
						市净率	8.0	5.6	4.1	2.8	2.0
						EV/EBITDA	72.2	17.5	13.8	9.3	7.0
						EV/EBIT	99.0	18.8	14.5	9.6	7.1

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn