

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

51信用卡 (2051 HK)

中国顶尖的线上信用卡管理生态系统

■ 51信用卡是中国最大和最早的线上信用卡管理平台,拥有动态及自我强化的生态系统

■ 我们预计2017-20年公司收入的复合年增长率为23%,经调整净利润的复合年增长率为35%

■ 鉴于公司的生态系统,我们首次覆盖给予买入评级,目标价8.47港元

自我强化的生态系统:积极的长期增长潜力

根据奥纬咨询的报告,按月活跃用户数计算,51信用卡是最早也是最大的一个线上信用卡管理平台。截至2017年,公司累计拥有8,100万注册用户,管理1.063亿张信用卡。在信贷撮合业务的强劲增长推动下,51实现了大幅增长,2015-17年公司贷款撮合金额复合年增长率达544.7%,增长至2017年的338.91亿元人民币。它通过提供包含信用卡申请、个人信用管理、线上信贷撮合及投资的一站式金融服务,创造了一个动态的生态系统,推动了公司未来增长。

短期增长压力

由于监管收紧,以及近期行业面临的不利因素导致P2P个人投资者的信心偏弱,公司面临短期增长压力。我们预计2018年贷款撮合总金额将同比下跌18.0%至278亿元人民币,但由于公司拥有自我强化的生态系统,预计这一数据在2019/2020年将回升。

财务预测

在公司注册用户数和用户渗透率双升的推动下,我们预计18/19/20财年,51的整体收入将分别增长8%/35%/28%,或按23%的17-20财年复合年增长率增长。我们预计经营利润率将从2017年的34%下降至2018年的18%,但将在2019/2020年回升。我们预计51的净利润2019年将达11.37亿元人民币,2020年达17.05亿元人民币(2019/2020年预测每股盈利分别为0.95/1.43元人民币),其中2018/2019/2020年的预测经调整净利润将达到5.31亿/12.47亿/18.15亿元人民币,17-20财年预期复合年增长率为35%。

估值和评级

公司股票当前评级为6.2倍19年预测市盈率。基于51自我强化的生态系统,我们给予51信用卡(2051 HK)7.7倍2019年预测市盈率估值,较上市的中国线上贷款平台目前的平均市盈率(7.0倍2019年预测市盈率)溢价10%。我们首次覆盖51信用卡(2051 HK),基于公司独特的生态系统,给予买入评级,目标价为8.47港元(7.7倍2019年预测市盈率)。主要风险:持续监管收紧,备案程序进一步延迟,信贷风险,个人P2P投资者信心进一步削弱。主要催化剂:18年四季度和2019年贷款余额回升。

财务预测

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	571	2,269	2,443	3,294	4,211
净利润	(2,231)	(1,378)	2,326	1,137	1,705
经调整净利润	53	744	531	1,247	1,815
经调整净利润增长(%)	n.a.	1291.4%	-28.6%	134.6%	45.6%
每股盈利(人民币)	n.a.	n.a.	1.95	0.95	1.43
每股净值(人民币)	n.a.	n.a.	3.03	3.98	5.41
市盈率(x)	n.a.	n.a.	3.0	6.2	4.1
市净率(x)	n.a.	n.a.	1.9	1.5	1.1
ROE(%)	n.a.	n.a.	n.a.	27.1%	30.4%

资料来源:公司资料、招商证券(香港)预测

罗磊, PhD

+852 3189 6288

felixluo@cmschina.com.hk

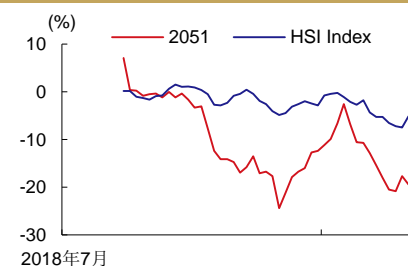
首次覆盖

买入

股价 HK\$6.85

12个月目标价 HK\$8.47 (+24%)
(上涨/下跌空间)

股价表现



资料来源:贝格数据

%	1m	6m	12m
2051 HK	(0.7)	(19.4)	(19.4)
恒生指数	(7.1)	(16.6)	(5.8)

行业:互联网金融

恒生指数	27014
国企指数	10503

重要数据

52周股价区间(港元)	6.40-9.55
市值(百万港元)	8182
日均成交量(百万股)	1.4

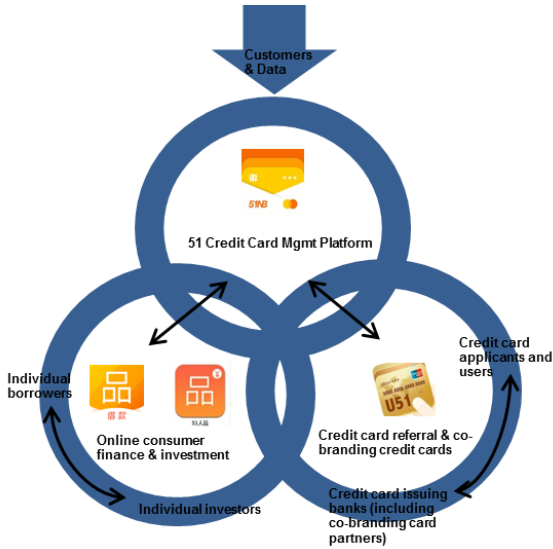
主要股东

Rising Sun Limited	10.05%
51 Stock Limited	9.41%
Taichang Investment Limited	9.14%
51 Award Limited	8.54%
Tai Shun Holdings Ltd	8.47%
总股数(百万股)	1194

资料来源:公司资料

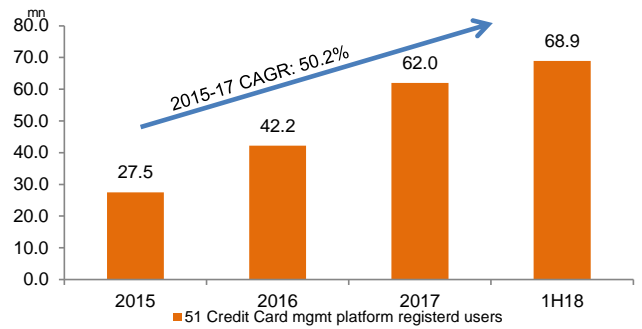
重点图表

图1: 51信用卡自我强化的生态系统



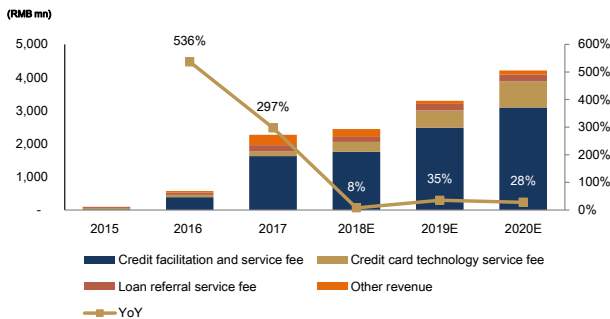
资料来源: 51信用卡, 招商证券(香港)

图2: 51信用卡管理平台注册用户数



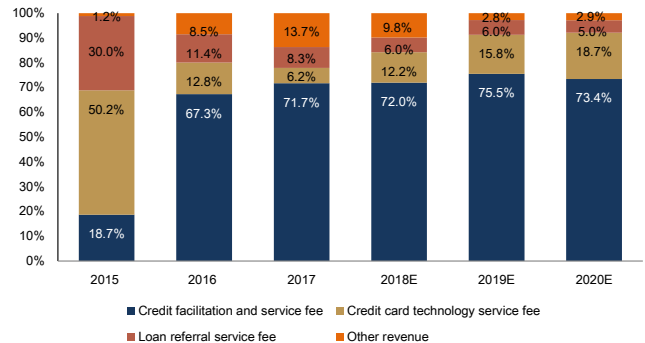
资料来源: 51信用卡, 招商证券(香港)

图3: 51的收入增长趋势



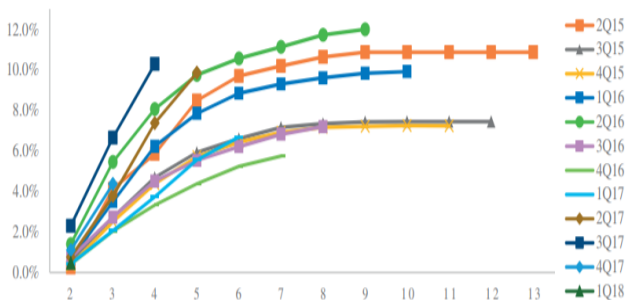
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 51的收入构成



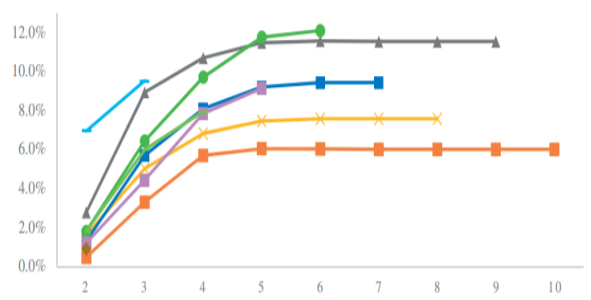
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 针对信用卡持卡人产品的3个月以上违约率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图6: 针对非信用卡持卡人产品的3个月以上违约率



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10% 以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10% 或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10% 以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期48楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828