

小微企业商户宝，本地百姓支付通

增持 维持
目标价：20 元

事件：

- 公司在4月21日晚发布公告，与临汾市人民政府签署了《关于数字化服务平台建设项目的战略合作协议》，政府同意由本公司开发建设临汾市数字化服务平台。

报告摘要：

- **临汾通签订标志着公司互联网金融模式能在全国复制。**公司和临汾市政府协议通过“政府协调，市场运作”的方式，开发建设数字化服务平台，计划通过三年的时间，完成在临汾市布设10万台智能终端服务于10万个小微商户、处理资金60亿元的目标，并构建城市B2B金融理财环境，丰富小微商户的理财渠道。同时实现发行200万张以上临汾城市一卡通的目标，发布智能手机“临汾通”客户端，让市民更加便捷的享受到政府及社会的各种服务，达到便民、利民、为民的目的。此举表明公司的互联网金融模式能向全国推广，将提供新的利润增长点。
- **打造小微企业的商户宝，本地百姓的支付通。**公司以小微商户为客群，就服务了大银行所不能覆盖的数量占80%以上的小微商户。同时通过小微商户的B2B2C就可以服务无法采用手机银行、微信支付等移动支付手段的市民，公司的支付以卡为载体，更能增强保密性，安全性，让普通市民更能够接受。城市一卡通除了不能取款之外，未来的功能将完全取代现金，成为一种安全可靠的实物“货币”，成为公司要达到的“支付通”的效果。在此基础上公司还可以嫁接商户通，从事小额贷款，未来可以发展出商贷宝、小贷宝等一系列金融服务。
- **最接地气的互联网金融模式。**公司通过国华汇银全面转型互联网金融综合服务商，通过支付获取小微商户的流水信息、个人客户的缴费信息、消费习惯等数据资产，为未来给个人和小微企业的小微贷款服务提供信用查询手段，同时实现各类商品在本地投放的精准营销。此外可以开放与各大银行的接口，为银行和小微商户、个人消费者架起一座信用的桥梁。公司可以在不承担风险的情况下，能够获取撮合交易的佣金收益。我们看好公司此种有利于四方的互联网金融模式。
- **盈利预测与估值。**预计公司14、15年的EPS为0.20、0.31，对应当前股价PE为72X、47X，维持“增持”评级。目标价20元。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入(百万) | 474.12 | 826.08 | 743.47 | 966.52 | 1449.78 |
| 增长率 (%) | 19.85% | 74.23% | -10% | 30% | 50% |
| 归母净利润(百万) | 66.01 | 74.85 | 65.47 | 101.91 | 156.66 |
| 增长率 (%) | -18.66% | 13.39% | -12.53% | 55.65% | 53.72% |
| 每股收益(摊薄) | 0.13 | 0.15 | 0.13 | 0.20 | 0.31 |
| 市盈率 | 111.24 | 98.10 | 112.15 | 72.05 | 46.87 |

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

2013新财富中小市值最佳分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

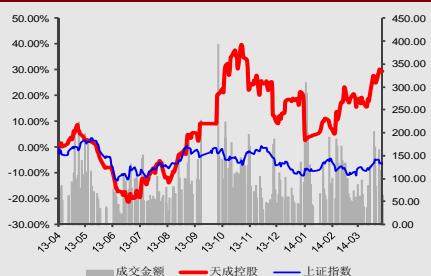
研究助理：

黎泉宏

电话：010-88085971

Email: liquanhong@hysec.com

市场表现



行情数据

| | |
|----------|---------|
| 当前股价 | 14.42 |
| 总股本(千股) | 509,000 |
| 总市值(百万) | 7083 |
| 流通市值(百万) | 7083 |
| 12个月最高价 | 15.54 |
| 12个月最低价 | 8.34 |

相关研究

《天成控股：进军互联网金融，签智慧城市大单》

2014/04/08

目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 一、临汾通签订标志着公司互联网金融模式能在全国复制..... | 4 |
| (一) 项目目标：10万台终端，200万张卡 | 4 |
| (二) 合作方式：政府协调，市场运作 | 4 |
| 二、转型互联网金融，遵义通打响第一枪..... | 4 |
| (一) 收购国华汇银，进军互联网金融 | 4 |
| (二) 与遵义市政府签订数字化服务平台建设项目 | 5 |
| 三、全力打造小微企业的“商户宝”，本地百姓的“支付通”..... | 6 |
| 四、最接地气的互联网金融模式，四方都可从中受益..... | 7 |
| 五、盈利预测 | 8 |

插图

| | |
|---------------------------|---|
| 图 1：国华汇银网站..... | 5 |
| 图 2：国华汇银江联卡..... | 5 |
| 图 3：遵义市数字化服务平台建设进度计划..... | 5 |
| 图 4：数字服务平台框架..... | 7 |
| 图 5：盈利预测..... | 8 |

一、临汾通签订标志着公司互联网金融模式能在全国复制

公司在2014年4月21日晚发布公告与山西临汾市人民政府签署了《关于数字化服务平台建设项目的战略合作协议》。临汾市人民政府同意坚持“政府协调、市场运作”的合作模式，搭建从数据中心建设到智能终端布放的临汾市数字化服务平台，为智慧城市的建设提供接口和应用。通过推广小微商户、银行网点和居民社区的智能终端，实现临汾市在公用事业、行政缴费、社区服务、金融支付、商业服务等多领域、多渠道的信息化服务，让市民更加便捷的享受到政府和社会的各种服务，提升城市的信息化水平。本公司的全资子公司北京国华汇银科技有限公司将在临汾市与临汾市投资集团有限公司合作组建项目公司，负责项目的投资、建设和运营，实现利润分成、税收和结算本地化。

(一) 项目目标：10万台终端，200万张卡

本公司通过开发建设临汾市数字化服务平台，计划通过三年的时间，(1)完成在临汾市布设10万台开通水、电、燃气、充值、彩票、小微信贷与理财、收款等多种增值服务的智能终端服务于10万个小微商户、处理资金60亿元的目标，满足小微商户的信息化与金融服务需求。(2)实现发行200万张以上临汾城市一卡通的目标，发布智能手机“临汾通”客户端，让市民更加便捷的享受到政府及社会的各种服务，达到便民、利民、为民的目的。

(二) 合作方式：政府协调，市场运作

本公司与临汾市人民政府将成立临汾市数字化服务平台项目领导小组及推进办公室，负责项目的推进和协调。临汾市政府将协调有关职能部门，向数字化服务平台开放业务接口，在平台上实现多项便民增值业务的互联互通，支持数字化平台的建设和推广。本公司依托旗下的全资子公司北京国华汇银科技有限公司负责项目的开发建设，该公司将在临汾市与临汾市投资集团有限公司合作组建项目公司，负责项目的投资、建设和运营，实现利润分成、税收和结算本地化。

二、转型互联网金融，遵义通打响第一枪

公司自从13年底收购国华汇银开始，逐步打造其成为全国性的互联网运营商，国华汇银在针对小微商户的增值服务领域颇有建树，此次与临汾合作，是与遵义市政府合作后的第二个大项目。

(一) 收购国华汇银，进军互联网金融

2013年11月13日，公司与北京天宇林商贸有限公司、吴玉华、陈露、吕超英、陈晓琦、徐东明、吴坚签署了《股权转让协议》，公司以3000万元人民币收购国华汇银100%的股权，收购完成后，公司将对国华汇银进行增资，注册资金由3000元人民币增至为1亿元人民币，以满足国华汇银申请全国范围内的《支付业务许可证》的要求。

国华汇银为第三方支付的专业服务商，持有中国人民银行颁发的《支付业务许可证》，是消费终端支付方案解决商和积分礼品卡提供商。国华汇银致力于以汇联卡为载体、以各大金融机构、电信运营商、商业卖场、各行业专卖店、网络商城所形成的商业联盟为平

台，实现更加快捷的自主个性化支付。国华汇银与北京银联商务有限公司签署了《移动支付战略及业务合作协议》明确与中国银联旗下的银联商务在通讯支付（NFC）、银行卡收单等方面的合作，并依托银联商务计划部署 10 万台支持手机支付的 POS 机，以推动小微支付场景下的手机支付，银联商务承诺将在与电信运营商（包括但不限于中国电信、中国移动、中国联通）的业务领域接受和使用国华汇银的 POS 机机具。国华汇银与上海银联电子支付服务有限公司签署了《便民平台业务合作协议》明确与中国银联旗下的上海银联电子支付服务有限公司在全国范围内合作开展公共事业缴费、手机充值、交通罚款代缴等便民平台业务。

本次交易完成后，公司将通过持续扩大投资及参股的方式，将其打造成全国性的移动支付、P2P 网上金融服务模式等业务为主的互联网金融运营商。

图 1：国华汇银网站



资料来源：公开资料，宏源证券

图 2：国华汇银汇联卡



资料来源：公开资料，宏源证券

（二）与遵义市政府签订数字化服务平台建设项目

2014 年 2 月 24 日，公司与遵义市人民政府签订了《关于数字化服务平台建设项目的战略合作协议》。该项目预计总投资 2.2 亿元。主要内容如下：

1. 以提升遵义市金融服务水平和服务质量，构建遵义市和谐金融环境，完善社会公共服务体系为宗旨，通过研发遵义市数字化服务平台服务系统，在全市投放 30000 台智能终端实现，(1) 满足小微商户信息与金融服务需求；(2) 为遵义市市民提供便利的个人金融及各类缴费充值服务；(3) 为移动支付构建完备成熟的受理环境。

2. 发行遵义城市一卡通，发布“遵义通”手机客户端，实现遵义市居民使用城市一卡通，通过遵义通客户端、智能终端、签约代扣、其它第三方各类渠道实现水、电、燃气，移动话费充值等各类缴费及个人金融支付服务，为新兴的移动平台向线下接入提供通道。

图 3：遵义市数字化服务平台建设进度计划

| 时间进度 | 实施内容 |
|-------------|--|
| 2014 年 8 月底 | 数字化服务平台应用场景搭建及试点 |
| 2014 年 12 | 数字化服务平台逐步覆盖城区 完成遵义城区 100 个社区和 10000 个商户智能终端的投 |

| | | |
|--------------|----------------------|--|
| 月底 | | 放，基本完成城区数字化服务平台应用场景的建设；发行遵义城市一卡通，并初步实现在社区、商户、金融支付及各类生活服务的应用；发布“遵义通”移动客户端，使其成为遵义市民移动互联网生活的门户。 |
| 2015 年 12 月底 | 数字化服务平台遵义城区全覆盖 | 完成遵义城区 30000 个商户智能终端的投放，在遵义城区实现数字化服务平台的全覆盖。 |
| 2016 年 12 月底 | 遵义下辖市县主要乡镇数字化服务平台全覆盖 | 遵义市下辖市县主要乡镇数字化服务平台全覆盖 |

资料来源：公司公告，宏源证券

贵州省遵义市为国家第二批试点智慧城市，根据遵义市智慧城市发展规划纲要和实施方案，遵义市从基础设施与保障、建设与宜居、管理与服务、产业与经济四个领域，规划了创建国家智慧城市 29 个方面的任务以及优先发展公共信息服务中心项目、公共基础信息库项目、城市综合指挥平台项目、智慧政务服务项目、智慧园区信息管理平台项目等 13 个重点项目，并设定了相应的创建目标、责任单位、考核指标、年度计划等，并详细设计了这 13 个重点项目的技术方案。据悉，该市目前已经投入使用的数字城管也是其中的项目之一。

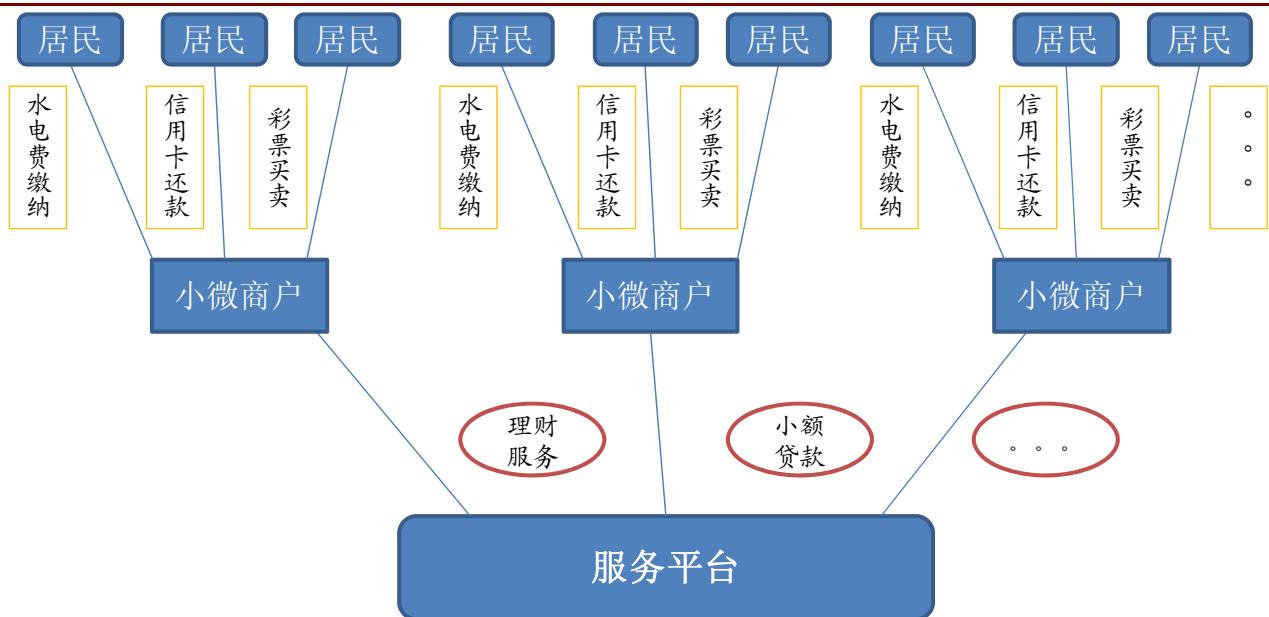
遵义智慧城市建设周期为 3-5 年，预计总投资为 21.65 亿元，其中，财政投入 3.31 亿元，申请国家开发银行贷款 12.7 亿元，企业和社会自筹 5.64 亿元。

公司与遵义市政府合作建设遵义市数字化服务平台，是公司进军金融服务领域的战略规划的重要体现，该项目的建成将为公司提供新的利润增长点，有利于增强公司的盈利能力 and 可持续发展能力。

三、全力打造小微企业的“商户宝”，本地百姓的“支付通”

公司这几次与各地方政府合作的数字化服务平台建设项目，主要是针对小微商户提供金融增值服务，他通过在社区的小卖部店内安置智能终端，可以为居民提供便民类服务，包括交纳水电费、信用卡还款、彩票买卖等等。公司通过与小卖部分成获取收入，同时为这些小微商户提供理财服务。

从战略上讲，以小微商户为客户群，就服务了数量占 80% 以上的大银行所不能覆盖的小微商户。同时通过小微商户的 B2B2C 就可以服务那些无法采用手机银行、微信支付等移动支付手段的市民，公司的支付以卡为载体，更加能增强保密性，安全性，让普通市民更能够接受。因此可以为市民提供本地化、个性化、接地气的互联网金融服务。临汾通、遵义通等城市一卡通除了不能取款之外，未来的功能将完全取代现金，成为一种安全可靠的实物“货币”，这就是公司目标要达到的“支付通”的效果。在此基础上公司还可以嫁接商户通，从事小额贷款，未来可以发展出商贷宝、小贷宝等一系列金融服务。因此，公司的总体战略就是打造小微企业的“商户宝”，本地百姓的“支付通”。

图 4：数字服务平台框架


资料来源：宏源证券

四、最接地气的互联网金融模式，四方都可从中获益

公司通过国华汇银公司全面转型互联网金融综合服务商，通过支付获取小微商户的流水信息、个人客户的缴费信息、消费习惯等数据资产，为未来给个人和小微企业的小额贷款服务提供信用查询手段。同时实现各类商品在本地投放的精准营销。通过对小微企业和个人消费的数据整理挖掘，定位出对于商品和金融有需求的客户群体，并开放与各大银行的接口，为银行和小微商户、个人消费者架起一座信用的桥梁。公司可以在不承担风险的情况下，获取撮合交易的佣金收益。我们看好公司有利于四方的互联网金融模式，这四方中，政府为老百姓提供了便捷的服务，提升了政府的工作效率，小微企业获取了第三方的交易记录，能凭此记录在各个银行获得贷款。个人有消费记录，也能获得消费贷款，同时为其他企业对特定人群的营销广告服务提供了基础数据。天成控股通过运营获得了撮合交易佣金、商户宝存量的利息分成以及大量的商户和个人的数据资产，通过数据挖掘兑现利润。公司的这项业务打通了O2O环节中最重要的一环，抢占了支付入口，无论是银联卡、微信、二维码、支付宝、银联的闪存、本地一卡通以及其他各种支付方式都能在公司的支付终端上使用，为互联网金融中人与人、人与物的陌生关系加载了信用元素。换句话说，消费者的支付是通过与你居住在一个社区的熟悉的商户朋友完成的，人与人之间的信任感增加了信用，提升了安全性，而商户也能从中获取收益，将成为推广此模式的战斗在第一线的积极发卡者。全国5800万小微商户都将成为这一模式的参与者、受益者以及积极推动者，未来他们的推动将使发卡量呈几何级数爆发式增长。这就是我们看好其的原因，详情请电话咨询我们。

五、盈利预测

图 5：盈利预测

| 单位:百万元 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 利润表 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 经营活动现金流 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 826 | 743 | 967 | 1450 | 净利润 | 75 | 66 | 102 | 157 |
| YoY | 74% | -10% | 30% | 50% | 折旧与摊销 | 26 | 67 | 63 | 59 |
| 营业成本 | 582 | 524 | 638 | 913 | 财务费用 | 53 | 47 | 60 | 91 |
| 营业税金及附加 | 4 | 4 | 5 | 7 | 非经常性/非经营性损益 | -2 | -79 | -79 | -79 |
| 销售费用 | 97 | 87 | 113 | 170 | 营运资金的减少 | -183 | 92 | -181 | -402 |
| 管理费用 | 92 | 83 | 108 | 162 | 长期经营性负债的增加 | 0 | -479 | 0 | 0 |
| EBITDA | 76 | 113 | 165 | 256 | 经营活动现金流净额 | -32 | -286 | -33 | -174 |
| YoY | 7% | 48% | 47% | 55% | 投资活动现金流 | | | | |
| EBIT | 51 | 45 | 102 | 197 | 固定资产购建 | -261 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 52 | 47 | 60 | 91 | 无形资产购建 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营性/经常性损益 | 79 | 79 | 79 | 79 | 非经常性或非经营性损益 | -59 | 79 | 79 | 79 |
| 利润总和 | 78 | 78 | 120 | 185 | 非核心资产的减少 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 所得税费用 | 3 | 12 | 18 | 28 | 投资活动现金流量净额 | -312 | 79 | 79 | 79 |
| 净利润 | 75 | 66 | 102 | 157 | 筹资活动现金流 | | | | |
| YoY | 16% | -12% | 55% | 53% | 短期借款增加 | 130 | -57 | -23 | 2 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 1 | 长期借款增加 | 2 | -47 | -38 | -30 |
| 归属母公司所有者净利润 | 75 | 65 | 102 | 157 | 股本及资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| YoY | 13% | -13% | 56% | 54% | 财务费用及红利等 | -68 | -47 | -60 | -91 |
| 资产负债表 | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | 筹资活动现金流量净额 | 64 | -151 | -121 | -119 |
| 资产 | | | | | 现金及现金等价物净增加额 | -280 | -358 | -76 | -214 |
| 货币资金 | 233 | 209 | 272 | 408 | 现金及现金等价物期末余额 | 221 | -137 | -213 | -427 |
| 应收款项 | 489 | 440 | 572 | 858 | | | | | |
| 预付款项 | 381 | 313 | 394 | 585 | | | | | |
| 存货 | 247 | 202 | 255 | 379 | | | | | |
| 其他流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 流动资产合计 | 1349 | 1165 | 1493 | 2230 | | | | | |
| 固定资产 | 467 | 421 | 378 | 339 | | | | | |
| 在建工程 | 154 | 139 | 125 | 112 | | | | | |
| 无形资产 | 428 | 407 | 386 | 367 | | | | | |
| 非核心资产 | 118 | 118 | 118 | 118 | | | | | |
| 非流动资产合计 | 1167 | 1085 | 1008 | 936 | | | | | |
| 资产总计 | 2517 | 2249 | 2500 | 3166 | | | | | |
| 负债 | | | | | | | | | |
| 短期借款 | 159 | 449 | 564 | 916 | | | | | |
| 应付款项 | 381 | 312 | 393 | 584 | | | | | |
| 预收款项 | 14 | 13 | 16 | 25 | | | | | |
| 其他应付款 | 55 | 55 | 55 | 55 | | | | | |
| 其他流动负债 | 12 | 12 | 12 | 12 | | | | | |
| 流动负债合计 | 620 | 493 | 555 | 756 | | | | | |
| 长期借款 | 237 | 190 | 152 | 121 | | | | | |
| 长期经营性负债 | 396 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 83 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 716 | 190 | 152 | 121 | | | | | |
| 负债合计 | 1336 | 683 | 707 | 878 | | | | | |
| 股本 | 509 | 509 | 509 | 509 | | | | | |
| 资本公积金 | 324 | 324 | 324 | 324 | | | | | |
| 留存收益 | 348 | 414 | 515 | 672 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 1181 | 1247 | 1349 | 1505 | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 1 | 1 | 2 | | | | | |
| 股东权益合计 | 1181 | 1247 | 1350 | 1507 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 2517 | 1930 | 2056 | 2384 | | | | | |

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、有色、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013年最佳中小市值研究机构第三名, 得分7197分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 天成控股、天马精化、首航节能、天音控股、天玑科技、天通股份、嘉应制药、美盛文化、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、佳都科技等。

| 机构销售团队 | | | | | |
|--------|---------|-----|---------------|-------------|----------------------|
| 公募 | 北京片区 | 李倩 | 010-88083561 | 13631508075 | liqian@hysec.com |
| | | 牟晓凤 | 010-88085111 | 18600910607 | muxiaofeng@hysec.com |
| | | 罗云 | 010-88085760 | 13811638199 | luoyun@hysec.com |
| | | 陈紫超 | 010-88085798 | 13811637082 | chenzichao@hysec.com |
| | 上海片区 | 奚曦 | 021-51782067 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 吴蓓 | | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | 广深片区 | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| | | 赵越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoyue@hysec.com |
| | | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | | 周迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com |
| 机构 | 上海保险/私募 | 赵佳 | 010-88085291 | 18611796242 | zhaojia@hysec.com |
| | | 李嵒 | 021-51782236 | 13917179275 | lilan@hysec.com |
| | 北京保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 银行/信托 | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| | | 朱隼 | 010-88013612 | 18600239108 | zhusun@hysec.com |

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内公司的股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

| 类别 | 评级 | 定义 |
|--------|----|-------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上 |
| | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20% |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上 |
| | 中性 | 未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% |
| | 减持 | 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上 |

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。