

传统业务下滑，看好转型前景

增持 维持

目标价：20元

投资要点：

2013年，公司实现营业收入6.55亿元，较上年同期下降20.75%，归母净利润728万元，较上年同期下降90.28%，基本每股收益0.014元，同比下降90.27%。2014年一季度，公司实现营业收入8505万元，同比下降42.77%，归母净利润3636万元，同比增长172.05%，基本每股收益0.07元，同比增长172.52%。

报告摘要：

- **营收下降主要因风电、高压产品销售下降。**全国电网建设投资2013年属投资小年，低于“十一五”时期的增速；风电装机容量从国内市场来看，也在经过“十一五”爆发式增长后，增速持续放缓，整机价格持续低迷。公司13年和14年1季度的收入下降主要因为公司风电、高压产品收入下降。公司14年1季度投资收益增加了3049%，主要是因为资产置换所致，大大增厚了利润。
- **公司积极转型互联网金融，签下遵义临汾两单。**在电器、风电行业景气度下滑的情况下，公司转型互联网金融。2013年11月，公司以3000万元人民币收购国华汇银100%的股权，并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。紧接着，公司分别于2月和4月与遵义和临汾市政府签订了数字化服务平台建设项目的战略合作协议，开启了公司的互联网金融模式向全国推广的征程。
- **看好公司的互联网金融模式。**公司服务大银行所不能覆盖的数量占80%以上的小微商户。城市一卡通除了不能取款之外，未来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。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。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67X、44X，维持“增持”评级。目标价20元。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|-----------|---------|--------|---------|----------|---------|
| 营业收入(百万) | 474.12 | 826.08 | 654.63 | 966.52 | 1449.78 |
| 增长率 (%) | 19.85% | 74.23% | -20.75% | 48% | 50% |
| 归母净利润(百万) | 66.01 | 74.85 | 7.28 | 101.91 | 156.66 |
| 增长率 (%) | -18.66% | 13.39% | -90.28% | 1300.07% | 53.72% |
| 每股收益(摊薄) | 0.13 | 0.15 | 0.01 | 0.20 | 0.31 |
| 市盈率 | 103.75 | 91.50 | 940.91 | 67.20 | 43.72 |

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 | 13.45 |
| 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：小微企业商户宝，本地百姓支付通》

2014/04/22

《天成控股：进军互联网金融，签智慧城市大单》

2014/04/08

一、公司 2013 年基本业绩情况

表 1：损益表分年度指标

| | 2011 | 2012 | 2012 年变动 | 2013 | 2013 年变动 |
|--------------------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 营业收入 | 474.12 | 826.08 | 351.96 | 654.63 | -171.45 |
| 营业收入增速 YOY | 19.85% | 74.23% | 54.38% | -20.75% | -94.99% |
| 营业成本 | 283.16 | 582.12 | 298.96 | 438.92 | -143.20 |
| 综合毛利率 | 40.28% | 29.53% | -10.74% | 32.95% | 3.42% |
| 综合毛利率变动幅度 | 1.40% | -10.74% | -12.14% | 3.42% | 14.16% |
| 营业税金及附加 | 4.61 | 4.26 | -0.36 | 5.20 | 0.95 |
| 销售费用 | 70.42 | 96.89 | 26.47 | 74.55 | -22.34 |
| 销售费用增速 | 44.33% | 37.58% | -6.74% | -23.06% | -60.64% |
| 管理费用 | 69.38 | 92.29 | 22.90 | 94.83 | 2.54 |
| 管理费用增速 | 12.62% | 33.01% | 20.39% | 2.76% | -30.25% |
| 财务费用 | 15.32 | 51.68 | 36.36 | 80.53 | 28.84 |
| 期间费用率 | 32.72% | 29.16% | -3.56% | 38.18% | 9.02% |
| 销售费用率 | 14.85% | 11.73% | -3.12% | 11.39% | -0.34% |
| 管理费用率 | 14.63% | 11.17% | -3.46% | 14.49% | 3.31% |
| 财务费用率 | 3.23% | 6.26% | 3.03% | 12.30% | 6.04% |
| 资产减值损失 | 16.64 | 22.19 | 5.55 | 12.88 | -9.31 |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 7.38 | 7.11 | -0.27 | 1.05 | -6.05 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.00 | 7.11 | 7.11 | 1.05 | -6.05 |
| 营业利润 | 21.96 | -16.23 | -38.20 | -51.23 | -34.99 |
| 加：营业外收入 | 66.79 | 94.15 | 27.36 | 59.32 | -34.83 |
| 减：营业外支出 | 2.25 | 0.41 | -1.83 | 0.95 | 0.53 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 1.27 | 0.32 | -0.95 | 0.82 | 0.49 |
| 利润总额 | 86.51 | 77.50 | -9.00 | 7.15 | -70.35 |
| 减：所得税 | 21.74 | 2.65 | -19.08 | -0.13 | -2.78 |
| 净利润 | 64.77 | 74.85 | 10.08 | 7.28 | -67.57 |
| 减：少数股东损益 | -1.24 | 0.00 | 1.24 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 66.01 | 74.85 | 8.84 | 7.28 | -67.57 |
| 归母净利润增速 | -18.66% | 13.39% | 32.06% | -90.28% | -103.67% |
| 销售净利率(右) | 13.92% | 9.06% | -4.86% | 1.11% | -7.95% |

资料来源：公司公告，宏源证券

二、公司 2014 年 1 季度基本业绩情况

表 2：损益表分季度指标

| 财务指标 | 2012 Q1 | 2013 Q1 | 2013Q1 变动 | 2014Q1 | 2014Q1 变动 |
|------------------|---------|---------|-----------|---------|-----------|
| 营业收入 | 152.22 | 148.61 | -3.60 | 85.05 | -63.56 |
| 营业收入增速 YOY | 95.17% | -2.37% | -97.53% | -42.77% | -40.40% |
| 营业成本 | 94.61 | 98.24 | 3.63 | 49.17 | -49.06 |
| 综合毛利率(左) | 37.85% | 33.90% | -3.95% | 42.18% | 8.28% |
| 综合毛利率变动幅度 | -5.11% | -3.95% | 1.16% | 8.28% | 12.24% |
| 营业税金及附加 | 0.74 | 0.83 | 0.09 | 0.44 | -0.39 |
| 销售费用 | 15.50 | 14.91 | -0.59 | 13.92 | -0.99 |
| 销售费用增速 | 41.31% | -3.83% | -45.14% | -6.67% | -2.84% |
| 管理费用 | 19.57 | 24.37 | 4.80 | 25.10 | 0.73 |
| 管理费用增速 | 20.54% | 24.52% | 3.98% | 3.00% | -21.53% |
| 财务费用 | 12.28 | 14.44 | 2.16 | 16.58 | 2.14 |
| 期间费用率 | 31.11% | 36.15% | 5.04% | 65.37% | 29.22% |
| 销售费用率 | 10.19% | 10.03% | -0.15% | 16.36% | 6.33% |
| 管理费用率 | 12.85% | 16.40% | 3.54% | 29.51% | 13.11% |
| 财务费用率 | 8.07% | 9.72% | 1.65% | 19.50% | 9.78% |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 2.41 | 1.74 | -0.67 | 54.88 | 53.14 |
| 其中：对联营和合营企业的投资收益 | 0.00 | 1.74 | 1.74 | 1.25 | -0.49 |
| 营业利润 | 11.93 | -2.43 | -14.36 | 34.72 | 37.15 |
| 加：营业外收入 | 0.07 | 15.90 | 15.83 | 1.74 | -14.16 |
| 减：营业外支出 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | 0.10 | -0.01 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 0.00 | 0.10 | 0.10 | 0.00 | -0.10 |
| 利润总额 | 12.00 | 13.36 | 1.37 | 36.36 | 22.99 |
| 减：所得税 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 净利润 | 12.00 | 13.36 | 1.37 | 36.36 | 22.99 |
| 减：少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 12.00 | 13.36 | 1.37 | 36.36 | 22.99 |
| 归母净利润增速 | 61.10% | 11.40% | -49.70% | 172.05% | 160.65% |
| 销售净利率(右) | 7.88% | 8.99% | 1.11% | 42.75% | 33.76% |

资料来源：公司公告，宏源证券

表3：盈利预测

| 利润表 | | | | | 现金流量表 | | | | |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|---------------------|-------|-------|--------|--------|
| | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 239 | 257 | 321 | 402 | 经营活动现金流 | | | | |
| YoY | 44% | 8% | 25% | 25% | 净利润 | 37 | 38 | 50 | 66 |
| 营业成本 | 145 | 150 | 191 | 236 | 折旧与摊销 | 10 | 24 | 18 | 17 |
| 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 3 | 财务费用 | 0 | 0 | -5 | -6 |
| 销售费用 | 25 | 35 | 33 | 42 | 非经常性/非经营性损益 | 2 | 1 | -1 | -1 |
| 管理费用 | 30 | 38 | 40 | 50 | 营运资金的减少 | 6 | -17 | -19 | -23 |
| EBITDA | 48 | 56 | 72 | 87 | 长期经营性负债的增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| YoY | 60% | 17% | 28% | 21% | 经营活动现金流净额 | 55 | 46 | 43 | 53 |
| EBIT | 37 | 32 | 53 | 70 | 投资活动现金流 | | | | |
| 财务费用 | (6) | (8) | (5) | (6) | 固定资产购建 | -125 | -63 | 0 | 0 |
| 非经营性/经常性损益 | 1 | 5 | 1 | 1 | 无形资产购建 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总和 | 44 | 45 | 59 | 77 | 非经常性或非经营性损益 | -1 | 0 | 1 | 1 |
| 所得税费用 | 8 | 7 | 9 | 12 | 非核心资产的减少 | 0 | -46 | 0 | 0 |
| 净利润 | 37 | 38 | 50 | 66 | 投资活动现金流净额 | -126 | -109 | 1 | 1 |
| YoY | 30% | 4% | 32% | 30% | 筹资活动现金流 | | | | |
| 少数股东损益 | 1 | (2) | 1 | 1 | 短期借款增加 | 3 | 3 | 5 | 4 |
| 归属母公司所有者净利润 | 35 | 40 | 50 | 65 | 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| YoY | 28% | 13% | 25% | 31% | 股本及资本公积增加 | 0 | 6 | 0 | 0 |
| 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 财务费用及红利等 | -8 | -13 | 5 | 6 |
| 资产 | | | | | 筹资活动现金流量净额 | -5 | -3 | 10 | 10 |
| 货币资金 | 358 | 293 | 365 | 458 | 现金及现金等价物净增加额 | -76 | -66 | 54 | 64 |
| 应收款项 | 43 | 53 | 67 | 84 | 现金及现金等价物期末余额 | 358 | 293 | 347 | 411 |
| 预付款项 | 6 | 10 | 14 | 18 | | | | | |
| 存货 | 34 | 36 | 50 | 63 | 主要财务指标 | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E |
| 其他流动资产 | 3 | 36 | 36 | 36 | 盈利能力 | | | | |
| 流动资产合计 | 444 | 429 | 532 | 659 | ROE | 5.7% | 5.7% | 7.0% | 8.3% |
| 固定资产 | 94 | 172 | 155 | 140 | 净利率 | 15.3% | 14.8% | 15.7% | 16.3% |
| 在建工程 | 41 | 24 | 21 | 19 | 毛利率 | 39.4% | 41.6% | 40.5% | 41.2% |
| 无形资产 | 38 | 33 | 31 | 30 | 营业费用率 | 10.4% | 13.5% | 10.4% | 10.4% |
| 非核心资产 | 51 | 47 | 47 | 47 | 管理费用率 | 12.6% | 14.9% | 12.6% | 12.6% |
| 非流动资产合计 | 223 | 275 | 254 | 236 | 财务费用率 | -2.5% | -3.2% | -1.5% | -1.5% |
| 资产总计 | 668 | 704 | 787 | 895 | 资本结构 | | | | |
| 负债 | | | | | 资产负债率 | 4.0% | 4.8% | 6.4% | 7.4% |
| 短期借款 | 3 | 0 | 24 | 57 | 权益乘数 | 1.04 | 1.05 | 1.09 | 1.14 |
| 应付款项 | 19 | 29 | 40 | 51 | 流动资产/总资产 | 66.5% | 60.9% | 67.7% | 73.7% |
| 预收款项 | 2 | 2 | 3 | 3 | 流动负债/总负债 | 97.0% | 98.6% | 100.0% | 100.0% |
| 其他应付款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 偿债能力 | | | | |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 流动比率 | 17.14 | 12.91 | 10.63 | 10.01 |
| 流动负债合计 | 26 | 33 | 50 | 66 | 速动比率 | 15.83 | 11.82 | 9.63 | 9.05 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 产权比率 | 0.04 | 0.05 | 0.07 | 0.08 |
| 长期经营性负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益/负债 | 23.09 | 19.19 | 13.90 | 11.55 |
| 其他非流动负债 | 1 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 非流动负债合计 | 1 | 0 | 0 | 0 | 存货周转率 | 4.13 | 4.27 | 4.43 | 4.18 |
| 负债合计 | 27 | 34 | 50 | 66 | 应收账款周转率 | 5.07 | 5.32 | 5.33 | 5.35 |
| 股本 | 201 | 201 | 201 | 201 | 流动资产周转率 | 0.49 | 0.59 | 0.67 | 0.67 |
| 资本公积金 | 298 | 298 | 298 | 298 | 固定资产周转率 | 2.94 | 1.93 | 1.96 | 2.73 |
| 留存收益 | 118 | 148 | 197 | 262 | 总资产周转率 | 0.37 | 0.37 | 0.43 | 0.48 |
| 归属母公司股东权益 | 617 | 647 | 696 | 761 | 每股和估值指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 24 | 24 | 24 | 25 | EPS(元) | 0.18 | 0.20 | 0.25 | 0.32 |
| 股东权益合计 | 641 | 670 | 721 | 786 | BPS(元) | 3.07 | 3.22 | 3.46 | 3.79 |
| 负债和股东权益合计 | 668 | 704 | 771 | 852 | P/E(x) | 65.18 | 57.87 | 46.21 | 35.35 |
| | | | | | P/B(x) | 3.73 | 3.56 | 3.30 | 3.02 |

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、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, 2010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: 超华科技、天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子、开尔新材等。

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 |
| | | 李冠英 | 021-65051619 | 13918666009 | liguanying@hysec.com |
| | | 奚曦 | 021-65051190 | 13621861503 | xixi@hysec.com |
| | 上海片区 | 孙利群 | 010-88085756 | 13910390950 | sunliqun@hysec.com |
| | | 吴蓓 | 021-65051231 | 18621102931 | wubei@hysec.com |
| | | 吴肖寅 | 021-65051169 | 13801874206 | yuxiaoyin@hysec.com |
| | | 赵然 | 021-65051230 | 18658849608 | zhaoran@hysec.com |
| | | 夏苏云 | 0755-33352298 | 13631505872 | xiasuyun@hysec.com |
| 机构 | 广深片区 | 赵越 | 0755-33352301 | 18682185141 | zhaoxue@hysec.com |
| | | 孙婉莹 | 0755-33352196 | 13424300435 | sunwanying@hysec.com |
| | | 周迪 | 0755-33352262 | 15013826580 | zhoudi@hysec.com |
| | | 程新星 | 021-65051257 | 18918523006 | chengxinxing@hysec.com |
| | 上海保险/私募 | 王燕妮 | 010-88085993 | 13911562271 | wangyanni@hysec.com |
| | 北京保险/私募 | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@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个月内的公司股价(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。