

面向移动互联网的华丽转身

推荐 维持“评级”

投资要点:

- **打造“千亿流水”充值、卡兑换业务平台，爆发性成长**

假设中短期（2014~2016 年）三大运营商 50% 的移动话费通过互联网线上充值完成，将形成超过 5000 亿的互联网话费充值市场（第三方互联网公司因体验等因素将占据互联网话费充值的主流）；而市场需求、渠道成本等客观因素推动运营商充值卡成为互联网小额支付的重要媒介，预期扩展到数百亿的综合卡兑换市场。依托规模、资金、平台等综合优势，高鸿股份（高阳捷迅）已逐步奠定互联网话费充值/卡兑换市场领先地位，中短期可成长为 10 亿毛利润规模的平台型业务。

- **依托互联网话费充值业务平台、一九易站线下庞大渠道体系，支付业务成长前景看好**

一九付（高阳捷迅旗下，有第三方支付牌照）和高阳捷迅管理团队实际控制的一九易站签订有协议合作开展 POS 业务，优势互补，一九付的 POS 业务在 2014~2015 年仍是重要布局阶段；随着对一九易站网络的渗透，2014~2015 年一九付 POS 机运营个数预计会呈爆发式的增长，POS 业务也有望实现快速成长，2016 年预计开始显著贡献业绩。

- **传统业务：发挥既有综合优势、围绕移动互联网转型，布局移动大数据、线下应用分发平台、互联网彩票。**

- **估值和投资建议**

我们预计公司 2014~2016 年归属母公司股东净利分别为 0.82 亿（+57.63%）、2.40 亿（+192.37%）、4.34 亿（+80.51%），每股 EPS 分别为 0.14 元、0.41 元、0.74 元。按业务分部估值给予高鸿股份合理 124 亿元市值、每股 21.23 元的合理估值，对应 2015 年 52 倍、2016 年 29 倍 PE，维持“推荐”评级。

- **股价表现的催化剂：**

- 1、话费充值业务流水保持环比不断增长、支付业务布局方面的新进展、留存增发资金的外延拓展；
- 2、在数据流量包充值业务推广方面，取得重要突破；
- 3、互联网彩票牌照相关政策明朗化或取得相关牌照。

- **主要风险因素：**

- 1、支付政策、运营商话费充值接口管理政策、互联网彩票牌照等政策性变化。

分析师

朱劲松

☎：(8610) 8357 4072

✉：zhujingsong@chinastock.com

执业证书编号：S S0130511020001

特此鸣谢

夏庐生

☎：(8610) 8357 4072

✉：(xialusheng@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2014.10.20

A 股收盘价（元）	13.55
A 股一年内最高价（元）*	17.61
A 股一年内最低价（元）*	8.46
上证指数	2356.73
市净率	3.24
总股本（万股）	58,411
实际流通 A 股（万股）	48,414
限售的流通 A 股（万股）	9,997
流通 A 股市值（亿元）	71.65
流通 B 股市值（亿元）	0

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《行业深度_把握移动互联的沃尔玛，移动应用分发渠道与广告平台》2014.7.22

投资概要：面向移动互联网的华丽转身

驱动因素、关键假设及主要预测：

● 打造“千亿流水”充值、卡兑换业务平台，爆发性成长

伴随移动支付的快速发展和互联网公司将在线话费充值作为培育移动支付生态链的重要一环，假设中短期（2014~2016 年）三大运营商 50% 的移动话费通过互联网线上充值完成，将形成超过 5000 亿的互联网话费充值市场（由于运营商自有网站的功能单一及支付手段单一带来用户体验较差，第三方互联网公司占据互联网话费充值的主流）；而市场需求、渠道成本等客观因素推动运营商充值卡成为互联网小额支付的重要媒介，预期扩展到数百亿的综合卡兑换市场。依托规模、资金、平台等综合优势，高鸿股份（高阳捷迅）已逐步奠定互联网话费充值/卡兑换市场领先地位，综合高阳捷迅的互联网充值、卡兑换业务，我们认为可中短期可成长为 10 亿毛利润规模的平台型业务。

● 依托互联网话费充值业务平台、一九易站线下庞大渠道体系，支付业务成长前景看好

“一九易站”作为高阳捷迅管理团队实际控制的非上市公司，主要提供社区便民缴费等业务，2013 年与其合作的线下实体店已达 35 万家，销售网络优势明显。一九付（高阳捷迅旗下，有第三方支付牌照）和一九易站双方签订有协议合作开展 POS 业务，优势互补；目前一九付的 POS 业务在 2014~2015 年仍是重要布局阶段；随着对一九易站网络的渗透，2014~2015 年一九付 POS 机运营个数预计会呈爆发式的增长，POS 业务也有望实现快速成长，2016 年预计开始显著贡献业绩。

● 传统业务：发挥既有优势、围绕移动互联网转型，布局移动大数据、线下应用分发、互联网彩票

企业信息化业务，在维持传统业务延续发展同时，积极探索新的成长空间，如参股设立贵州旅游大数据产业股份有限公司。继续发展线下刷机业务，占据重要的移动互联网应用分入口，目前“高鸿无线”月装机量已近 200 万部，2015 年将超过 2000 万部装机量，体现巨大的移动互联网渠道价值。同时，发挥线下刷机、高阳捷迅“综合卡兑换”的“小额支付”媒介功能等综合优势，积极布局互联网彩票业务。

我们与市场不同的观点：

一是对互联网话费充值业务及综合卡兑换业务发展的产业链条及市场前景分析。我们认为互联网公司业已将在线话费充值作为培育移动支付生态链的重要一环，移动支付市场步入快速成长期、营改增及压缩话费补贴对用户付费方式的影响、数据流量包/实体流量卡充值步入推广期，三个方面因素都推动互联网话费充值/卡兑换市场更快发展，而无论是互联网话费充值的空间、高阳捷迅的市场份额还有很大提升空间。同时，规模、资金、平台等综合优势，已奠定高鸿股份（高阳捷迅）互联网话费充值/卡兑换市场领先地位。

二是我们突出对公司支付业务的关注。依托互联网话费充值业务平台、一九易线下庞大渠道体系，高鸿股份（高阳捷迅）支付业务成长前景看好。

估值与投资建议：

我们预计公司 2014~2016 年收入分别为 67.67 亿（+9.18%）、75.40 亿（+11.42%）、84.14 亿（+11.59%），2015~2016 年业务预测暂不考虑高鸿股份针对信威集团 McWill 专网的系统集成项目；2014~2016 年归属于上市公司股东净利润预计分别为 0.82 亿（+57.63%；高阳捷讯归属母公司股东净利从 9 月中旬开始全部并表）、2.40 亿（+192.37%）、4.34 亿（+80.51%），每股 EPS 分别为 0.14 元、0.41 元、0.74 元，当前股价对应 PE 分别为 96、33、18 倍。

相对于移动支付类主题标的，高鸿股份具有高成长性优势，相对于互联网彩票类主题标的，高鸿股份的估值及成长性优势均比较突出。按业务分部估值给予高鸿股份合理 124 亿元市值，对应每股 21.23 元的合理估值，对应 2015 年 52 倍、2016 年 29 倍 PE，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

- 高阳捷讯话费充值业务流水保持环比不断增长、支付业务布局方面的新进展、留存增发资金的外延拓展；
- 高阳捷讯在中移动支付基地流量包支付接口、流量包充值业务推广方面，取得重要突破；
- 互联网彩票牌照相关政策明朗化或高鸿股份取得相关牌照。

主要风险因素：

- 央行关于互联网第三方支付/卡兑换、三大运营商关于互联网话费充值接口的预期外政策波动对高阳捷讯业务发展的影响；
- 财政/民政部门关于互联网彩票牌照相关政策明朗化带来的风险/机会。

目 录

一、公司发展：全资控股高阳捷讯，面向移动互联网实现华丽转变.....	1
（一）高阳捷讯概况.....	1
互联网小额数字化商品交易平台：卡兑换、话费充值	1
支付软件业务	2
第三方支付业务	2
（二）高鸿股份发展概况：借壳—《三次增发—》收购高阳捷讯、华丽转身	3
（三）传统业务：发挥既有优势、围绕移动互联网转型，布局移动大数据、线下应用分发、互联网彩票	5
发展线下刷机业务，占据重要的移动互联网应用分发入口	5
发挥高阳捷讯“综合卡兑换”的“小额支付”媒介功能、线下刷机 etc 综合优势，积极布局互联网彩票业务	5
二、高阳捷讯：打造“千亿流水”充值、卡兑换业务平台，爆发性成长.....	6
（一）移动支付产业环境推动互联网话费充值/卡兑换市场迎来繁荣.....	6
互联网公司将在话费充值作为培育移动支付生态链的重要一环.....	6
市场需求、渠道成本等客观因素推动运营商充值卡成为互联网小额支付的重要媒介.....	12
（二）高阳捷讯：短期打造“千亿流水”充值/卡兑换业务平台，爆发性成长.....	13
高阳捷讯：充值、综合卡兑换（收卡业务的延伸）业务平台，打造“千亿流水”的闭环生态链条	13
充值业务高成长，高鸿收购后资金瓶颈消失及“综合卡兑换”模式转变将推动卡兑换业务打开新空间	15
规模、资金、平台等综合优势，奠定互联网话费充值/卡兑换市场领先地位.....	16
三、高阳捷讯：依托互联网话费充值业务平台、一九易线下庞大渠道体系，支付业务成长前景看好.....	17
依托高阳捷讯互联网话费充值/卡兑换平台业务，一九付第三方支付业务起步虽晚、成长迅速	17
协同一九易站庞大线下渠道体系，高阳捷讯支付业务空间大	18
四、业绩与估值	18
（一）主营业务预测	18
（二）相对估值	21
（三）分部估值	21
五、投资建议	22
六、催化剂	22
七、风险提示	22
插图目录	24
表格目录	25

一、公司发展：全资控股高阳捷讯，面向移动互联网实现华丽转变

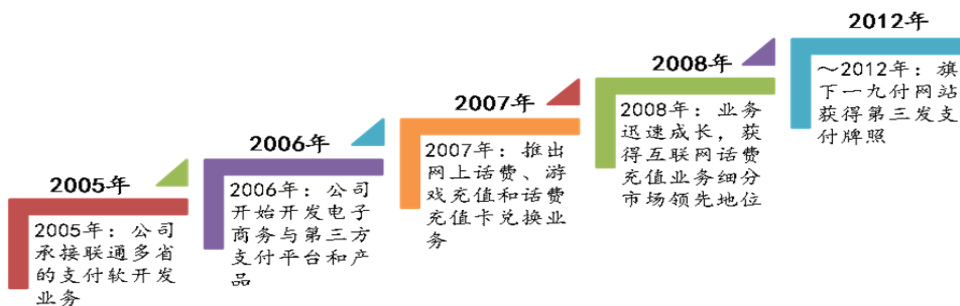
2013年6月，高鸿股份通过收购及增资，持有高阳捷讯36.35%的股权。

此后，通过关联方及过桥资金先行收购高阳捷讯部分股权，再由高鸿股份于2013年8月向其他股东定向发行股份，按7.65元的发行价、发行6817.4万股，收购高阳捷讯其他的63.65%股权，该交易于2014年9月10日完成收购（9月9日，证监会审核通过；9月10日工商登记变更完成）。

（一）高阳捷讯概况

高阳捷讯成立于2005年6月，以非专利技术“AnyPay捷付系统技术”起步，期间股权结构因搭建海外红筹持股结构多次变更，海外红筹公司中也引入红杉、优势、清科等创投公司，2011年红筹结构取消，相应股东方直接持有高阳捷讯股权；直至2013年6月高鸿股份通过转让及增资实现对高阳捷讯的相对控股，并于2013年8月启动定向增发进行全资收购。

图1：高阳捷讯发展大事记



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

高阳捷讯的业务由互联网小额数字化商品交易平台、支付软件业务及第三方支付业务组成。

互联网小额数字化商品交易平台：卡兑换、话费充值

基于高阳捷讯与电信运营商合作所积累的深厚行业经验，主要以提供互联网话费充值服务

为核心，提供互联网便捷小额支付解决方案，包括互联网在线的卡兑换、话费充值两部分业务。

目前高阳捷讯已同阿里系（淘宝、天猫）、腾讯系（QQ、微信）、京东/苏宁等电商平台、盛大/完美/网易/巨人/搜狐/福建网龙/久游等 400 多家游戏公司建立卡兑换、互联网在线话费充值业务合作。

该平台业务主要是针对两大类客户：

-第一类是有消化话费充值卡需求但无能力消化的互联网公司，这类公司允许个人用户使用话费充值卡进行购物、储值等交易，通过提供便捷性的支付方式提高用户黏性，但自身又不提供话费充值服务，典型的如各类游戏公司。对应高阳捷讯而言，这部分是起初的收卡业务来源。
-第二类是有消化充值卡需求、自身也提供有话费充值业务的互联网公司，在移动支付产业环境成熟的背景下，主要通过提供在线话费充值来引流、提升用户黏性，典型的如微信、各类电商平台。鉴于话费充值业务的电信行业资源及技术壁垒、规模效应，非专业从事话费充值的互联网公司通常将此业务外包给第三方。对应高阳捷讯而言，这部分即是主要的话费充值业务来源。

支付软件业务

高阳捷讯的软件业务以充值缴费领域里的软件开发、集成和维护服务为主，目前长期客户包括中国联通总公司和 22 个省分公司及香港地区、中国电信总公司和 5 个省分公司等，是中国联通和中国电信核心的合作伙伴之一。

此外，支付软件新领域拓展方面，高阳捷讯在 2012 年开始同歌华有线等广电运营商在点播等收费业务领域的业务卡系统、2014 年与爱施德等虚拟运营商在充值系统领域展开合作。2014 年 8 月，中标中移动湖南电子商务基地“全网有价卡电子化系统一期工程”应用软件开发和系统集成项目。

第三方支付业务

作为高阳捷讯下属全资子公司，北京一九付支付科技有限公司（简称“一九付”/“19PAY”）于 2010 年成立，负责完成高阳捷讯电子商务平台和北京一九易站电子商务有限公司（简称“一

九易”)电子商务平台的所有在线支付交易。一九付于 2012 年获得了中国人民银行发放的第三方支付牌照,目前的业务内容主要面对个人用户和企业用户两大类客户提供收款、支付、清结算的服务。

表 1: 旗下 19 付第三方支付业务牌照

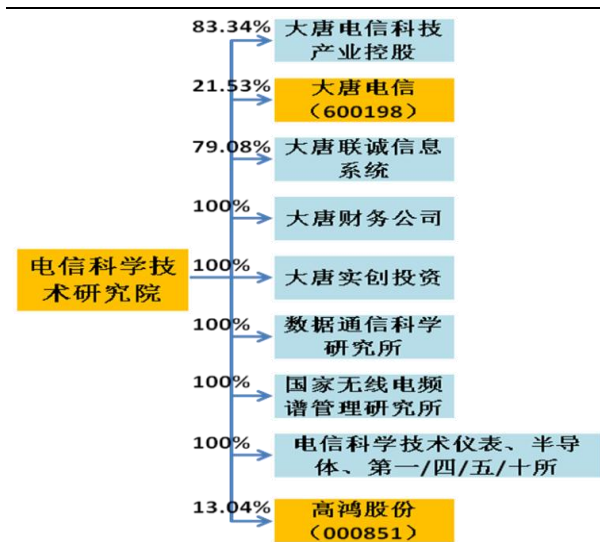
名称	证书编号	核发单位	核发日期	内容	有效期
支付业务许可证	Z2011411000019	中国人民银行	2012.06.27	业务类型: 互联网支付	2012.06.27-2017.06.26

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 高鸿股份发展概况: 借壳—《三次增发—》收购高阳捷讯、华丽转身

高鸿股份前身为 1997 年上市的贵州中国第七砂轮股份有限公司, 2003 年七砂股份进行借壳重组, 置换为大唐集团旗下“大唐高鸿数据网络技术股份有限公司”, 并于 2005 年 3 月完成重组过户(控股股东: 电信科学技术研究院)。

图 2: 电信科学技术研究院(大唐集团)产业分布



资料来源: 中国银河证券研究部整理

此后, 2005~2013 年, 于 2007 年、2009 年、2012 年, 高鸿股份先后成功完成 3 次增发, 以及近期完成的定向增发实现全资收购高阳捷讯(收购完后的总股本为 5.84 亿股)。

表 2: 2005~2013 年的三次增发

增发时间	增发股本	增发价	募集资金 (含发行费用)	增发后总股本
2007 年 3 月	3500 万股	6.80 元	2.38 亿	2.60 亿股
2009 年 12 月	7300 万股	6.70 元	4.89 亿	4.89 亿股

2012 年 11 月 1.83 亿股 6.12 元 11.20 亿 5.16 亿股

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2012 年增发所实际募集资金 10.79 亿，已投入 4.79 亿（包括更改募集资金投向，投入的江苏高鸿鼎恒项目、2013 年 7 月收购高阳捷讯并增资），剩余 6 亿元未投资（部分暂时性补充流动资金 4 亿元，部分购买理财产品等）。

截至目前，通过此前三次增发转型，除高阳捷讯外的高鸿股份其他业务，主要集中于面向企业客户的**企业信息化业务**（提供 VoIP（基于互联网协议的电话）设备和呼叫中心等信息系统集成服务、面向个人消费者和中小企业客户的**IT 连锁销售业务**（电脑、手机、办公数码产品等）、面向个人消费者为主的**增值信息服务业务**（基于运营商网络平台的 SP 增值业务）三大板块。高鸿股份旗下 IT 连锁零售业务虽然盈利贡献微薄，但考虑到国资委对收入类指标的考核，中短期 IT 连锁零售业务预期仍将维持发展。

表 3：高鸿股份旗下业务分布（截止 2013 年底，单位：万元）

业务板块	参控股子公司	持股比例	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	13 年营收 (万元)	12 年营收	13 年净利润	12 年净利润
IT 连锁零售	大唐高鸿信息技术	91.89%	30,000	27,162	147,968	233,878	441	1,828
	江苏高鸿鼎恒信息技术	58.23%	30,000	17,469	130,477	--	2,202	--
	北京大唐高鸿科技发展有限公司	69.23%	6,500	4,500	143,634	61,905	969	964
	大唐高鸿济宁电子信息技术	98.00%	6,000	5,880	0	--	2,096	16
企业信息化业务	北京大唐高鸿数据网络技术	100.00%	25,000	41,941	159,385	148,490	-3,151	558
	北京大唐融合通信技术	75.00%	4,000	1,892	17,106	4,918	950	481
	北京大唐高鸿软件技术	100.00%	3,000	3,000	5,443	6,174	1,625	1,609
增值信息服务业务	大唐高鸿通信技术	100.00%	18,500	18,493	12,551	11,800	-175	513
创投业务	北京海岸淘金创业投资	29.67%	2,467	--	10,283	328	9,681	76
	大唐高新创业投资	26.00%	10,000	--	--	112	94	127
互联网信息服务	北京高阳捷讯信息技术	36.35%	1,353	26,900	22,209	未纳入	5,067	—

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

除了高阳捷讯外的高鸿股份传统三块业务（IT 连锁零售、企业信息化、增值信息服务），2012~2013 年基本稳定在 5000~6000 万水平的净利润贡献。分子业务板块看（子公司按持股比例，扣除少数股东权益），IT 连锁零售板块 12、13 年贡献净利润分别为 2362 万、4411 万元；企业信息化业务 12、13 年分别贡献净利润 2527 万、-813 万（亏损）；信息服务（增值业务）对 12、13 年对业绩影响很小（盈亏仅百万规模）。创投业务并不具有稳定性（12、13 年贡献净利润分别为 57 万、2897 万元）。

（三）传统业务：发挥既有优势、围绕移动互联网转型，布局移动大数据、线下应用分发、互联网彩票

企业信息化业务，在维持传统业务延续发展同时，积极探索新的成长空间。2014 年 6 月，公司出资 1500 万、参股 30% 设立贵州旅游大数据产业股份有限公司（合作方：贵州旅游投资控股集团、贵州产业技术发展研究院），打造大数据旅游平台公司。

同时，围绕完成全资并购的高阳捷讯，高鸿股份自身在移动互联网方面也积极布局。

发展线下刷机业务，占据重要的移动互联网应用分发入口

线下移动互联网应用分发业务由高鸿股份全资子公司“大唐高鸿通信技术”与合作方（含技术/管理团队）共同出资 1000 万成立的“高鸿无线”（高鸿股份持有 45% 的权益）负责运营，针对三星、中华酷联等国产一线品牌的 Android（安卓）操作系统智能机型，主要通过全国各省地市的地包、大型卖场、连锁店、运营商平台、零售终端等手机渠道分销商合作，进行大量的渠道预装工作（收入分成模式，并开发有自有的应用商城）。目前“高鸿无线”月装机量已近 200 万部，2015 年将超过 2000 万部装机量，体现巨大的移动互联网渠道价值。

发挥高阳捷讯“综合卡兑换”的“小额支付”媒介功能、线下刷机 etc 综合优势，积极布局互联网彩票业务

虽然目前尚处于发展初期（互联网彩票牌照未放开，仍是代理模式），但未来结合高鸿股份的央企背景信誉优势、高阳捷讯支持话费充值卡“小额支付”购彩票优势、高阳捷讯“CardExchange”（“捷讯话费卡转让”）微信公众号等 B2C 布局、高鸿无线明年将超过 2000 万部/年的线下刷机渠道优势，高鸿股份的互联网彩票业务完全有可能走出差异化的快速发展路径。虽然高鸿商城（原 3C 业务转向线下渠道为主）已开通高鸿彩票栏目，但移动端、而非 Web 端的互联网彩票业务，仍是高鸿股份布局重点。

图 3：高鸿商城（原 3C 业务转向线下渠道为主）开通的高鸿彩票栏目



资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

二、高阳捷讯：打造“千亿流水”充值、卡兑换业务平台，爆发性成长

（一）移动支付产业环境推动互联网话费充值/卡兑换市场迎来繁荣

互联网公司将在线话费充值作为培育移动支付生态链的重要一环

基于互联网典型的规模效应和长尾效应，为互联网用户提供便捷的话费充值、交纳水电费等服务，不仅有利可图，而且对于纷纷打造移动支付生态链的互联网平台公司而言，更是其提升客户黏性、增强客户捆绑银行卡意愿的最有效途径之一。

因此，我们关注腾讯系的微信“我的钱包”、京东商城、阿里系的淘宝首页、1号店等各类大型互联网社交或电商平台，均提供便民的话费充值、缴纳水电费、购买彩票等功能，尤其将话费充值一般都放在第一个。

图 4：微信“我的钱包”——“手机话费充值”



资料来源：微信，中国银河证券研究部

对比“滴滴打车”推广微信支付、“快的打车”推广支付宝支付的前期市场补贴成本（5 元、10 元），互联网公司通过在移动端提供手机话费支付业务，不仅有助于引流量，同时引导消费者在相应的互联网平台上捆绑银行卡的首充成本要低廉的多（首充一般不低于 96 折，100 元充值卡对应 4 元返还），首充后恢复正常价格、通过规模效应还可以实现盈利。

图 5：京东首页—便民服务首页“话费”充值



资料来源：京东商城，中国银河证券研究部

图 6：淘宝首页“便民服务”—话费“充值中心”



资料来源：淘宝网，中国银河证券研究部

图 7：天猫首页—话费“充值”

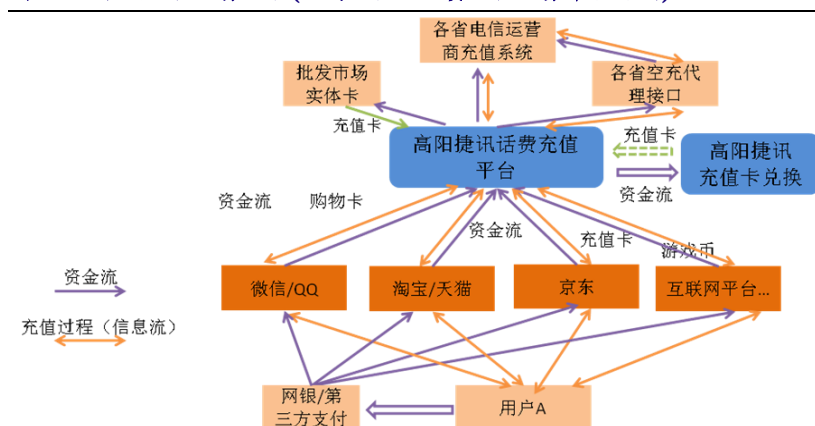


资料来源：天猫，中国银河证券研究部

互联网话费充值的业务流程

对于类似高阳捷讯提供互联网充值业务平台的公司，充值业务收入即是从相应充值过程中获得的销售价格与采购价格的价差（一般平均千五~千六），相应的单笔充值业务成本为充值过程中支付给代为收款的第三方支付公司（例如财付通、支付宝、盛付通）的手续费。

图 8：互联网充值业务流程(以高阳捷讯话费充值业务平台为例)



资料来源：中国银河证券研究部整理

三个有利因素推动在线话费充值业务市场步入快速成长期

移动支付市场步入快速成长期、移动购物的用户地域/学历结构是互联网话费充值/收卡业务快速发展的重要原因

基于中国互联网络信息中心（CNNIC）发布《2013-2014 年中国移动互联网调查研究报告》报告显示，截至 2014 年 6 月，我国手机网民规模为 5.27 亿；在整体网民中占比达 83.4%。电子商务类应用整体行业发展态势良好，手机支付是发展亮点，2014 年 6 月手机支付用户已发展到 2.05 亿用户。

随着线上与线下渠道的打通及多类移动应用的服务带动，手机支付呈现爆发式增长，用户规模增长和使用率增长在所有手机应用中均最高；手机网上支付、手机网络购物、手机网上银行和手机网上预订应用网民规模年增长速度均超过 100%。

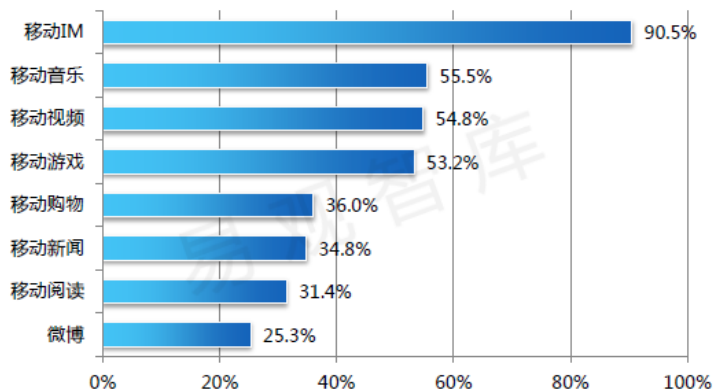
图 9：2013.6-2014.6 中国手机网民各类手机网络应用的使用率

应用	2014 年 6 月		2013 年 6 月		年增长率
	用户规模（万）	网民使用率	用户规模（万）	网民使用率	
手机即时通信	45921	87.1%	39735	85.7%	15.6%
手机搜索	40583	77.0%	32431	69.9%	25.1%
手机网络新闻	39087	74.2%	31356	67.6%	24.7%
手机网络音乐	35462	67.3%	24388	52.6%	45.4%
手机网络视频	29378	55.7%	15961	34.4%	84.1%
手机网络游戏	25182	47.8%	16128	34.8%	56.0%
手机网络文学	22211	42.1%	20370	43.9%	9.0%
手机网上支付	20509	38.9%	7911	17.1%	159.2%
手机网络购物	20499	38.9%	7636	16.5%	168.5%
手机微博	18851	35.8%	22951	49.5%	-17.9%
手机网上银行	18316	34.8%	7236	15.6%	153.1%
手机邮件	14827	28.1%	12641	27.3%	17.3%
手机社交网站	13387	25.4%	19565	42.2%	-31.6%
手机团购	10220	19.4%	3131	6.8%	226.4%
手机旅行预订	7537	14.3%	3493	7.5%	115.8%

资料来源：CNNIC《中国移动互联网调查研究报告》，中国银河证券研究部整理

比照易观国际的统计，截至 2014 上半年，中国移动互联网用户规模达 6.86 亿，以移动购物渗透率表征移动支付的渗透率，图 9 中易观国际统计的移动购物占比也已达 36%。

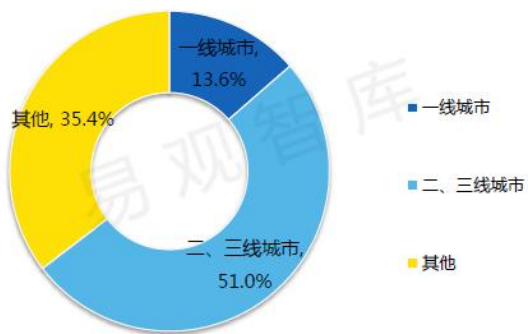
图 10：中国移动互联网细分应用用户渗透率 2014H1



资料来源：易观国际，中国银河证券研究部整理

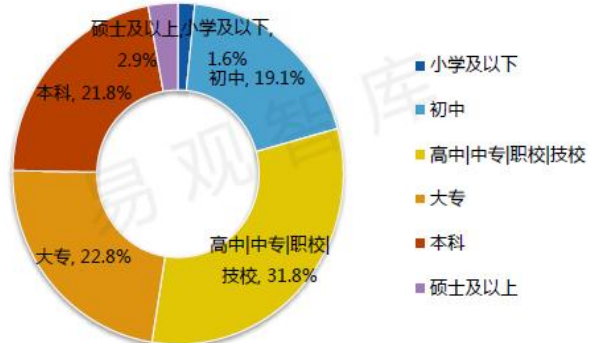
尤其值得关注的是，国内移动购物应用用户，从地域上统计上，86.4%在一线城市之外，从学历结构上统计上，初高中及以下学历占比超过 50%。这其实是颠覆很多人传统思维中的认识的，而恰恰是这样的统计结果及其对应的移动购物群体结构，才是互联网话费充值、以充值卡作为小额支付媒介的市场步入快速发展阶段的重要原因。

图 11：中国移动购物应用用户地域分布 2014H1



资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

图 12：中国移动购物应用用户学历结构 2014H1



资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

营改增、压缩话费补贴影响

2014 年 6 月，国内电信运营商“营改增”政策正式实施。同时，在国内反腐及国企改革的大背景，三大运营商在市场营销费用方面，也受到国资委的限制要求（2014 年要求降低 200 亿、2015~2016 年严格控制市场营销费用占比）。这两项措施，使得运营商合约机未来将大幅减少，而且模式上也将从“存话费送手机”向“买手机送话费”过渡已满足营改增后降低运营商增值税负的要求。

这对互联网话费充值和收卡业务带来两个重要影响：

- 合约机的减少，将推动更多用户由后付费走向预付费，由一次性“存话费送手机”走向按月使用情况缴话费，为互联网充值开辟更广的用户群体；
- “买手机送话费”模式和合约机的减少，都会带来电话充值卡实体卡的流通量加大（“买手机送话费”，从部分地域的实践和运营商利益最大化角度考虑，赠送话费充值卡会扩大化），为互联网综合卡兑换（收卡）业务带来更大的市场空间。

数据流量包/实体流量卡充值步入推广期，推动互联网话费充值/收卡市场更快发展

随着 4G 建设的推进带来移动宽带体验的大幅改善和单位流量成本的大幅下降，三大运营商也力图通过进一步引导用户的数据流量消费来推动数据业务收入的快速增长和业务结构转变，数据流量包（流量卡）作为重要的产品工具被运营商开始推广使用。

数据流量包消费具有冲动消费特点，对互联网话费充值市场和运营商的数据业务收入都具有很好的推动效应。而实体数据流量卡的发行（例如北京移动的 70M、1G 流量卡，中国电信的 150M 流量卡）增加了三大运营商话费充值实体卡的流通量，对开辟范围更广的互联网（话费充值卡）收卡市场同样起到很好的推动作用。

表 4：北京移动数据流量实体卡(70MB、1G)

包含国内流量(2G/3G/4G)	功能费	超出后资费	套餐类型
70MB	10 元/张	按现有的移动数据流量套餐资费执行。	数据流量实体月卡

1000MB

100 元/张

数据流量实体季卡

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部整理

图 13：中国移动某分公司的数据流量实体卡（优惠期）



资料来源：易观国际，中国银河证券研究部

图 14：中国电信数据流量充值卡



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

图 15：“QQ 充值”微信公众号—充话费/流量/网游



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 16：QQ 充值—手机流量充值（8 折优惠）



资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

依托移动互联网的高速发展，运营商数据业务也保持快速成长，但截至 2013 年达到 2072 亿元、也仅占三大运营商整体移动主营业务收入 24.1%，因此三大运营商的整体移动主营业务收入受移动数据业务收入增长推动，仍有较大的增长空间。

基于 2013 年移动主营业务收入 8603 亿，假设 2014~2015 年移动主营收入增速整体保持 10% 的增速，2015 年三大运营商移动主营业务收入将超过 1 万亿（达到 1.04 万亿）、2016 年将超过 1.1 万亿。

以中国移动为例，目前约 30% 的移动话费充值通过互联网充值实现（其中 1/3 通过中移动自有网上营业厅，2/3 通过第三方互联网平台充值），70% 通过线下的自有营业厅（包括购买合约机）、第三方合作的线下渠道实现充值；伴随移动支付的快速发展，假设中短期（2014~2016 年）三大运营商 50% 的移动话费通过互联网线上充值完成，将形成超过 5000 亿的互联网话费充值市场（由于运营商自有网站的功能单一及支付手段单一带来用户体验较差，第三方互联网公司占据互联网话费充值的主流）。

表 5：三大运营商 2013 年移动主营业务收入及移动数据业务收入

单位：亿元	移动主营业务收入 (2013 年)	移动主营业务收入增速 (2013 年)	移动数据业务收入 (2013 年)	数据业务占比
中国移动	5908.1	5.4%	1082.0	18.3%
中国联通	1557.7	20.0%	710.3	45.6%
中国电信	1137.5	22.6%	279.6	24.6%
小计	8603.3	9.9%	2071.9	24.1%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

市场需求、渠道成本等客观因素推动运营商充值卡成为互联网小额支付的重要媒介

国内互联网当前主要支付手段包括网银支付、第三方支付、移动支付、其他（电话充值卡支付等）。由于网银支付、第三方支付均存在的用户账号安全顾虑/操作便捷性问题，银行卡在互联网用户群体中的渗透率（典型：网络游戏面对的学生群体）等因素，尤其在面对小额支付场景时，给三大电信运营商、互联网公司提供了创新互联网支付手段的空间。

在微信支付（局限性同样在于安全顾虑、银行卡在互联网群体中的渗透率）方式之外，运营商提供的移动支付（短信方式最普遍）、互联网公司（典型：网络游戏公司、门户网站的手机阅读等）提供的电话充值卡支付是目前较为普遍的两种互联网小额支付手段。从互联网公司角度看，电话卡充值的支付成本要比运营商提供的移动支付模式在支付成本上低的多（后者在 10% 以上，一般达到 15%）；而后者从自身获益最大化角度，中短期缺少下调移动支付渠道佣金的动力。

表 6：国内互联网当前主要支付手段比较

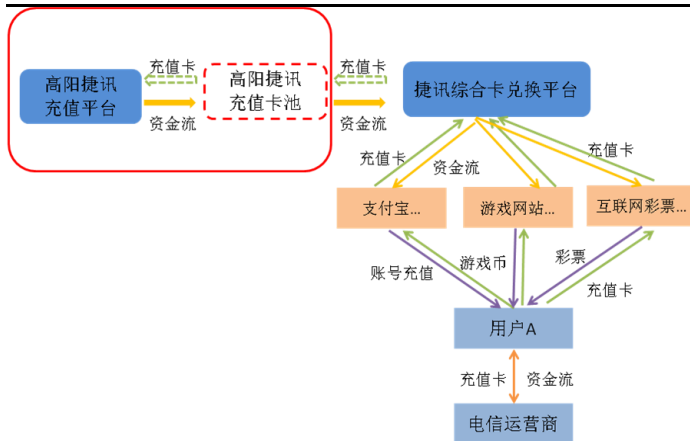
互联网支付的主要手段	支付方式	支付服务关键提供者	备注
网银支付	网银	银联	用户账号安全顾虑、互联网群体的银行卡渗透率影响
第三方支付	支付宝、财付通、快钱等	第三方支付企业	用户第三方支付账号/捆绑银行卡安全顾虑、互联网群体的银行卡渗透率影响
移动支付	手机话费支付、指定绑定银行支付和银联快捷支付	三大电信运营商	小额/便捷、运营商收取支付成本高
电话充值卡支付	充值卡	卡兑换业务提供商	小额/便捷、支付成本低

资料来源：中国银河证券研究部整理

电话充值卡由三大运营商发行,具有全国认可的市场流通性和保值度,也使其具有在一定场景下(如:互联网小额支付)充当一般等价物的特点;只要不是由三大运营商自己发行充值卡去购物其自身电信运营服务之外的商品,就不存在信用创造的法律问题。同时,2009年6月文化部、商务部联合下发《关于网络游戏虚拟货币交易管理工作》的通知明确指出“同一企业不能同时经营虚拟货币的发行与交易,并且虚拟货币不得支付购买实物”,也堵死了腾讯Q币等虚拟商品作为小额支付手段工具的可能性。

电话充值卡的小额支付媒介,因此催生互联网收卡(包括高阳捷讯基于“收卡”业务进一步扩充为“综合卡兑换”)业务,而庞大的互联网话费充值业务市场的发展给了话费充值卡互联网变现的渠道。类似高阳捷讯提供在线收卡服务的业务平台提供商,按照交易金额向商户收取的一定比例的服务费用,作为收入;将交易金额扣除属于自己的服务费用后,其余款项作为结算款结算给商户。

图 17: 电话充值卡的“小额支付媒介”催生互联网收卡业务(高阳捷讯为例)



资料来源: 中国银河证券研究部整理

(二) 高阳捷讯: 短期打造“千亿流水”充值/卡兑换业务平台, 爆发性成长

高阳捷讯: 充值、综合卡兑换(收卡业务的延伸)业务平台, 打造“千亿流水”的闭环生态链条

互联网话费充值业务是高阳捷讯基于深厚的行业经验打造的一条基于互联网的在线快速充值通道, 支持中国移动、中国联通、中国电信三大运营商的全网、全面值的话费充值。在这基础上, 高阳捷讯将自身成熟的互联网话费充值平台与充值卡收卡业务平台(已逐步扩充为综合卡兑换平台, 纳入游戏币、电商购物卡、虚拟运营商充值卡等多种兑换类型)进行有效结合, 形成了独特的商业模式——通过居于领先地位的庞大互联网充值业务流水, 支撑互联网卡兑换业务的成长空间。

综合高阳捷讯的互联网充值、卡兑换业务, 我们认为可中短期可成长为 10 亿毛利润规模的平台型

业务。

表 7：高阳捷讯互联网充值/卡兑换业务对比

业务类型	佣金比例	毛利润比例	潜在市场容量	高阳捷讯可占据市场
互联网充值	平均千五~千六	一般千三~千四	>5000 亿（按 50% 移动话费线上充值方式）	1500~2000 亿（按保守 30~40% 市占率）
综合卡兑换	平均 2.4%~3% (电商卡兑换可达 4%)	平均 1.5%~2%	数百亿（三大运营商充值卡 <-> 游戏币、电商购物卡、虚拟运营商充值卡、彩票...）	100~300 亿

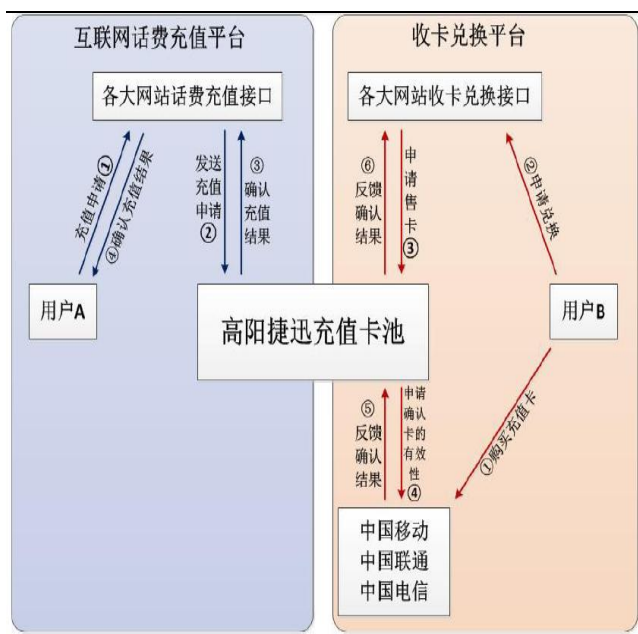
资料来源：中国银河证券研究部整理

在业务渠道上，高阳捷讯的互联网话费充值业务有三个渠道，即互联网公司收充值卡充值（数字化）、运营商接口充值和买三大运营商实体充值卡（占比低、不超过 10%，仅作为月度充值的备用/补充）。

充值业务方面，高阳捷讯与阿里系（天猫、淘宝）、腾讯系（微信、QQ）、京东/拍拍/苏宁等电商均建立了紧密的业务合作；目前阿里系、腾讯系约占到高阳捷讯月度充值流水（2014 年 8 月，约 28~29 亿）的 60%。

收卡业务方面，高阳捷讯已与腾讯、盛大、完美、网易、巨人、搜狐、福建网龙、久游等 400 多家游戏和支付宝等互联网公司建立兑换业务合作关系。

图 18：高阳捷讯互联网充值/收卡闭环业务流程



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

高鸿股份完成对高阳捷讯全资收购后，解决了高阳捷讯进一步拓展充值/收卡业务的资金瓶颈。从高阳捷讯的微信公众号“CardExchange”（“捷讯话费卡转让”）中我们已明确可以看到高阳捷讯将 B2B 的收卡业务平台进一步向 B2B、B2C 结合的综合卡兑换平台拓展的发展方向，也将打开利润更丰厚的各类电商购物卡综合兑换市场空间。

对于高阳捷讯由单一收卡向综合卡兑换平台转变，短期新增两个重要的增长源：

- **与 MVNO（虚拟运营商）的合作：**高阳捷讯业已同爱施德移动等虚拟运营商达成卡兑换的合作（三大运营商充值卡<->虚拟运营商充值卡），并提供包括计费/充值系统的一揽子解决方案。由于虚拟运营商缺少像三大运营商高达数十万、全国覆盖充分的线下自有/合作营业网点，面临如何充分发展自身优势、规避线下渠道短板的问题，利用高阳捷讯的综合卡兑换解决方案，

图 19：“捷讯卡转让”——从单一收卡向综合卡兑换平台转变

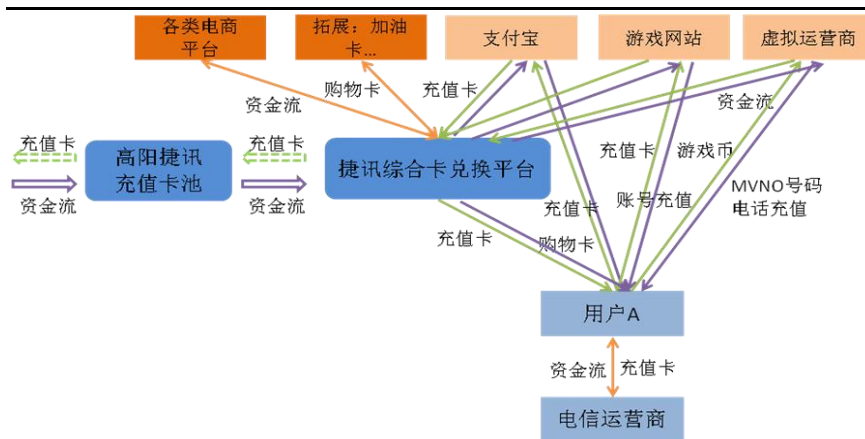


资料来源：中国银河证券研究部整理

可以以极低的成本（估计一般可控制在 3%~4%）满足虚拟运营商用户的便捷充值需求。

- **与电商平台购物卡兑换的合作：**高阳捷讯已经同京东、苏宁电商平台达成合作，并开通“CardExchange”（“捷讯话费卡转让”）的微信公众号，通过关注该公众号，可进行“电话充值卡<->京东/苏宁购物卡”的兑换。这种卡兑换方式，为互联网用户日常生活中各种因素多出的充值卡，如企事业单位定期发放电话充值卡抵作报销话费、运营商“充话费送话费（实体充值卡）”/“买手机送话费（实体充值卡）”、运营商积分兑换的电话充值卡，提供了很好的便捷兑现渠道。

图 20：高阳捷讯：从单一收卡向综合卡兑换平台转变（从 B2B 走向 B2B+B2C）

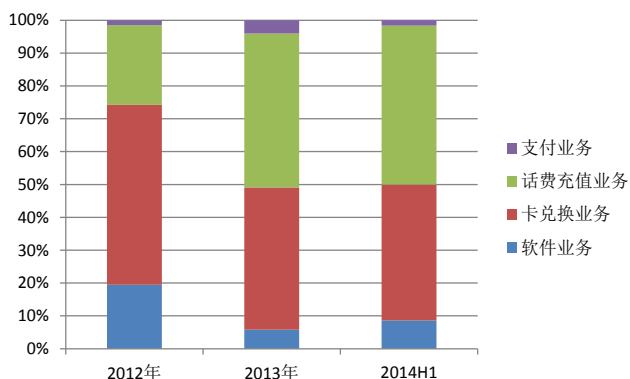


资料来源：中国银河证券研究部整理

充值业务高成长，高鸿收购后资金瓶颈消失及“综合卡兑换”模式转变将推动卡兑换业务打开新空间

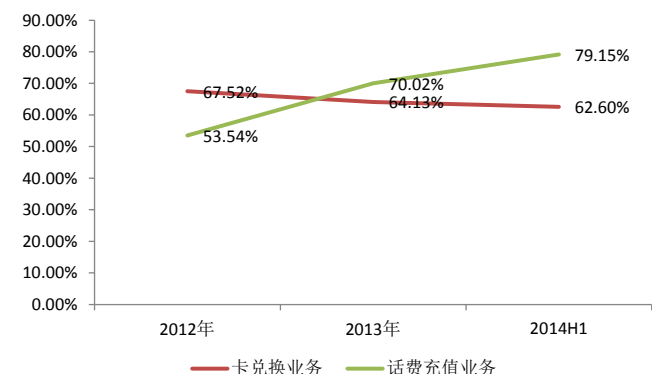
高阳捷讯业务包括话费充值、卡兑换、软件、支付业务四块，起步于软件业务（运营商计费/充值系统），但目前核心的收入构成是话费充值、卡兑换业务（两者目前占到 90%左右），并保持着高毛利率水平，也是盈利核心；支付业务随着公司布局的展开，未来可能成为新的重要业务增长点。

图 21：高阳捷讯 2012 年~2014H1 收入结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 22：高阳捷讯卡兑换、话费充值业务维持高毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

从 2012 年到 2014 年上半年，话费充值业务规模保持着翻番的快速增长趋势，2014 年上半年已接近 2013 年全年水平，预计 2014 年全年达到 300~350 亿的充值流水（8 月份单月充值流水约 28~29 亿元），并且随着规模效应的提升，在平均折扣差价有所下降的情况下（我们预期平均折扣差价将最低情况维持在千五~千六的水平，尤其数据流量包充值可以获得更好的折扣水平情况下），话费充值业务毛利率水平在 2014

年上半年提升到 79.15%。

受高鸿股份完成高阳捷讯全资收购前的资金瓶颈制约（资金重心投入到话费充值业务上），2014 年上半年收卡业务流水与上半年同期基本持平。伴随高鸿股份完成高阳收购后进行增资，资金瓶颈制约消失，同时话费充值流水大规模提升后有利于充值卡消化、带动收卡业务的资金周转率提升，并且高阳捷讯围绕包括电商购物卡、虚拟运营商充值卡在内的“综合卡兑换”业务平台快速推进，我们预计收卡业务将再次步入新的快速成长期。

表 8：高阳捷讯互联网充值/卡兑换业务量测算

单位：亿元	2012 年	2013 年	2014H1	单位：亿元	2012 年	2013 年	2014H1
充值流水规模	59.6	130.1	113.6	收卡流水规模	30.4	40.0	18.7
估算平均折扣差价	0.7%	0.8%	0.5%	估算平均佣金率	3.10%	2.40%	2.60%

资料来源：中国银河证券研究部整理

规模、资金、平台等综合优势，奠定互联网话费充值/卡兑换市场领先地位

互联网话费充值/充值卡兑换市场，存在三个方面的行业壁垒：

- **规模壁垒：**由于一笔充值卡兑换业务最终需要同一笔对应相同某运营商某省公司的互联网话费充值业务相匹配，因此足够规模的话费充值业务是卡兑换业务得以存活并发展的先天条件。互联网平台对话费充值、充值卡兑换的客户体验要求，也唯有足够大话费充值/卡兑换业务才能保障，业务规模越大，充值/卡兑换的“响应时间”、“成功率”的客户体验也越好。
- **资金壁垒：**从前述的互联网话费充值业务、卡兑换业务的流程可以看出资金的流向。为保障业务的顺利进行，互联网话费充值/卡兑换业务平台提供商，在话费充值业务过程中，需要向上游垫资（空充代理接口、运营商、补充实体卡批发三个环节）；在卡兑换业务过程中，需要向下游提供一定的预付保证款（支付宝/游戏公司等）。流水规模越大，越有利于资金周转；按照高阳捷讯已每月 30 亿的充值流水，目前周转是每月 6-7 次，30 亿差不多要 4.5 亿现金（可以优化到每月 10-15 次）的资金周转需求；对于即使拿到风险投资的非上市公司，也是很高的资金壁垒。
- **平台技术壁垒：**包括运营商的覆盖完备率、技术系统的稳定性等。高阳捷讯通过空充代理接口、运营商计费/充值系统直联、补充实体卡批发三种方式，已实现对三大运营商所有省份移动用户话费充值的支持；按单笔话费充值交易额平均 60 元计，每月 30 亿元流水，单日充值高峰可达 3 亿元（每月的 25 日至下月的 5 日，是较集中的互联网话费充值时间），对应单日峰值 500 万笔交易，这对 IT 系统的技术支撑能力也是一个很大考验。

正是上述三个行业壁垒，使得高阳捷讯在互联网话费充值、卡兑换市场的领先地位，日趋巩固，规模效应也将日益突出。

表 9：互联网话费充值/卡兑换行业市场主要企业

充值业务市场	卡兑换业务市场
高阳捷讯（合作方：腾讯系、阿里系、京东/拍拍/苏宁等电商）	高阳捷讯（合作方：支付宝、腾讯、盛大/完美等 400 多家游戏公司）
杭州向上电子商务（合作方：天猫等）	神舟付（合作方：腾讯、盛大/九城/网易/搜狐/360 等游戏公司）
易宝（合作方：拍拍等）	易宝（合作方：完美/网易/搜狐/360 等游戏公司）
欧飞（合作方：腾讯系、网易/360、京东/拍拍等电商）	欧飞
千行你我（合作方：支付宝、天猫/京东/拍拍等电商）	
上海祥钻信息（合作方：支付宝等）	

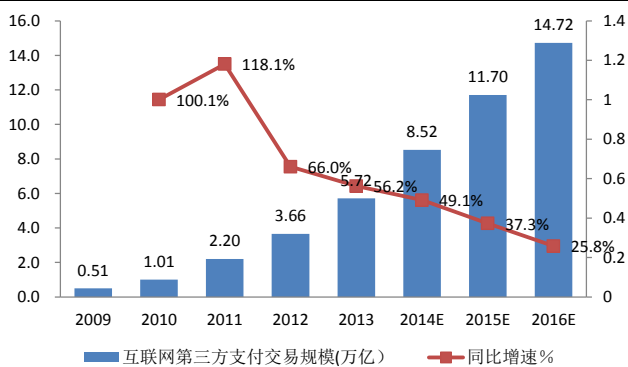
资料来源：中国银河证券研究部整理

三、高阳捷讯：依托互联网话费充值业务平台、一九易线下庞大渠道体系，支付业务成长前景看好

依托高阳捷讯互联网话费充值/卡兑换平台业务，一九付第三方支付业务起步虽晚、成长迅速

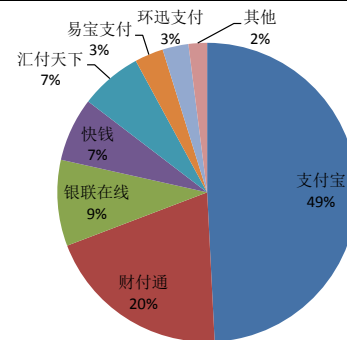
互联网第三方支付市场发展迅速，但市场份额相对集中，前十家企业占据整个市场九成以上份额，尤其支付宝依托电商平台、财付通依托微信/QQ 占据了大部分的市场份额。

图 23：互联网第三方支付交易额快速发展（单位：万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

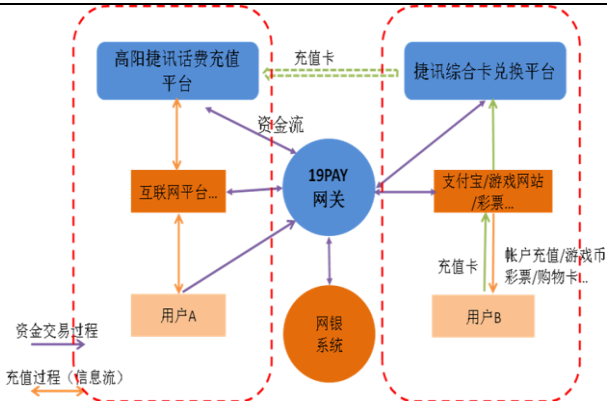
图 24：互联网第三方支付市场份额高度集中（2012 年）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究部

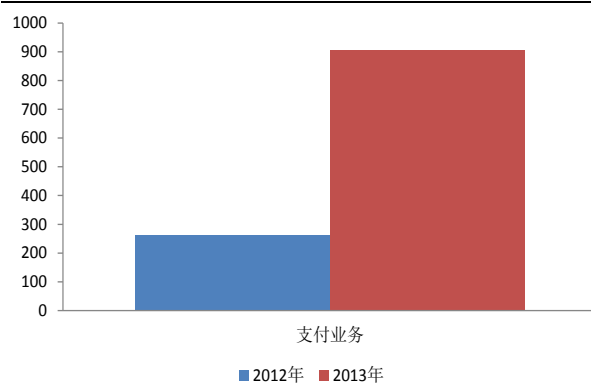
在互联网第三方支付市场中，除了占据行业前列的少数企业，大部分企业只有走专业化、深耕细分市场的发展模式。作为高阳捷讯旗下全资子公司，成立于2010年的一九付于2012年6月拿到第三方支付牌照，但发展迅速；主要原因在于依托高阳捷讯快速成长的互联网话费充值/卡兑换业务和一九易站线下的庞大渠道体系，专注于互联网小额数字化支付，依托成熟的交易平台，从而获得一定的市场份额，并呈现快速增长趋势。

图 25：一九付（19PAY）网关依托话费充值/卡兑换市场



资料来源：中国银河证券研究部整理

图 26：一九付支付业务收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

协同一九易站庞大线下渠道体系，高阳捷讯支付业务空间大

北京一九易站电子商务有限公司(简称“19易站”)由高阳捷讯高管团队发起成立于2008年，是国内最早进入线下便民电子商务领域，之后获得以红杉资本为主的多家著名投资基金的战略注资。19易站利用先进的互联网、通信技术，通过整合社区周边的各种实体店铺(便利店、通信店、报刊亭、网吧等)，建立覆盖全国生活社区的便民服务网络(目前重点分布于三、四线城市)，为社区周边居民提供话费充值、手机充值卡购买、游戏充值、点卡购买、机票订购、水电煤缴费、交通罚款、保险缴费、信用卡还款、积分兑换、家政服务等诸多便民服务。

一九易站作为线下业务的经营者，2013年与其合作的线下实体店已达35万家(目前40余万家)，销售网络优势明显。

根据一九付和一九易站签订的《银行卡收款服务业务外包协议》，一九付负责整体业务的商户审核、业务运营、资金结算、风险控制、POS终端管理、系统开发、售后服务等内容，一九易站负责市场的开发、商户的拓展、终端安装、现场维护等内容，一九易站的POS机代理商分布全国各省市，一九付依托其广阔的代理商分布，双方合作开展POS业务。一九付通过与一九易合作，充分利用其网络优势，未来有望实现POS机业务的快速扩张。

目前一九付的POS业务刚刚起步，尚在布点和初步拓展当中，POS机运营个数较少，2014~2015年仍是重要布局阶段。未来随着对一九易站网络的渗透(一九易2013年交易流水已达到约300亿，2014年有望翻番)及其他网络的拓展，2014~2015年一九付POS机运营个数预计会呈爆发式的增长，POS业务也有望实现快速成长，2016年预计开始显著贡献业绩。

四、业绩与估值

(一) 主营业务预测

主营业务预测主要包括下面三个关键假设：

1)、高阳捷讯话费充值、卡兑换业务：15~16年的收入预测基于运营商移动业务收入规模、话费充值线上化比例、高阳整体市场份额等因素测算，预计话费充值2015年、2016年流水分别为650亿、910亿，卡兑换业务2015年、2016年流水分别为70亿、100亿。

2)、高鸿股份针对信威集团McWill专网项目的系统集成业务，暂不包含在2015~2016年的业绩预测中。

表 10：高鸿股份主营业务分拆预测

单位：百万人民币(特殊说明除外)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
1、高阳捷讯业务(2013年7月收购36%股权，相对控股；2014年9月中旬实现全资收购)					
营业收入	172.04	222.08	312.42	601.00	919.00
收入增幅%	——	29.09%	40.68%	92.37%	52.91%
营业成本	54.90	70.40	117.28	222.17	349.95
毛利	117.14	151.68	195.14	378.83	569.05
毛利增幅%		29.49%	28.65%	94.13%	50.21%
毛利率	68.09%	68.30%	62.46%	63.03%	61.92%

1) 话费充值业务

充值流水	5,963	13,005	31,000	65,000	91,000
佣金率	0.70%	0.80%	0.50%	0.50%	0.50%
营业收入	41.74	104.04	155.00	325.00	455.00
收入增幅%	—	149.26%	48.98%	109.68%	40.00%
营业成本	19.39	31.19	71.64	132.87	186.02
毛利率	53.5%	70.0%	53.78%	59.12%	59.12%

2) 卡兑换业务

卡兑换量	3,037	4,002	4,500	7,000	10,000
佣金率	3.10%	2.40%	2.6%	2.8%	3.0%
营业收入	94.16	96.04	117.00	196.00	300.00
收入增幅%	—	1.99%	21.83%	67.52%	53.06%
营业成本	30.58	34.45	39.98	68.64	103.79
毛利率	67.5%	64.1%	65.8%	65.0%	65.4%

3) 软件业务

营业收入	33.53	12.96	30.42	40.00	44.00
收入增幅%	—	-61.34%	134.69%	31.49%	10.00%
营业成本	1.32	0.31	0.73	0.96	1.06
毛利率	96.1%	97.6%	97.6%	97.6%	97.6%

4) 支付业务

营业收入	2.61	9.04	10.00	40.00	120.00
收入增幅%	—	246.36%	10.62%	300.00%	200.00%
营业成本	3.61	4.45	4.92	19.69	59.07
毛利率	-38.4%	50.8%	50.8%	50.8%	50.8%

2、IT 连锁零售业务

营业收入	3,776.20	5,029.96	5029.96	5281.45	5545.53
收入增幅%	19.29%	33.20%	0.00%	5.00%	5.00%
营业成本	3,678.53	4,911.33	4899.79	5148.85	5407.68
毛利	97.67	118.63	130.17	132.61	137.84
毛利增幅%	9.46%	21.46%	9.73%	1.88%	3.95%
毛利率	2.59%	2.36%	2.59%	2.51%	2.49%

3、系统集成业务

营业收入	537.02	706.18	776.80	854.47	939.92
收入增幅%	-16.23%	31.50%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	525.63	685.09	756.96	830.81	914.91
毛利	11.38	21.09	19.83	23.67	25.01
毛利增幅%	-82.87%	85.23%	-5.95%	19.33%	5.70%
毛利率	2.12%	2.99%	2.55%	2.77%	2.66%

4、SP 类增值服务业务

营业收入	100.14	215.23	355.66	462.36	601.07
收入增幅%	42.26%	114.94%	65.24%	30.00%	30.00%
营业成本	78.39	133.89	221.25	287.62	373.91
毛利	21.75	81.34	134.41	174.74	227.16
毛利增幅%	48.77%	274.04%	65.24%	30.00%	30.00%
毛利率	21.72%	37.79%	37.79%	37.79%	37.79%

5、通信设备制造

营业收入	193.46	242.32	287.63	335.82	403.77
收入增幅%	6.30%	25.26%	18.70%	16.75%	20.24%
营业成本	42.39	150.63	170.78	189.32	227.64
毛利	151.07	91.69	116.84	146.49	176.14
毛利增幅%	96.46%	-39.31%	27.44%	25.38%	20.24%
毛利率	78.09%	37.84%	40.62%	43.62%	43.62%

其他

其他收入	10.05	4.67	4.67	4.67	4.67
增幅%	-56.73%	-53.51%	0.00%	0.00%	0.00%
其他成本	6.91	4.34	2.94	2.82	3.33
毛利	3.14	0.34	1.73	1.85	1.34
毛利率%	31.21%	7.18%	37.04%	39.65%	28.77%

合计	营业收入	4616.86	6198.36	6767.13	7539.78	8413.96
	收入增幅%	13.09%	34.25%	9.18%	11.42%	11.59%
	营业成本	4331.85	5885.28	6169.01	6681.59	7277.41
	综合毛利	285.01	313.08	598.13	858.19	1136.55
	毛利增幅%	6.93%	9.85%	91.05%	43.48%	32.44%
	综合毛利率	6.17%	5.05%	8.84%	11.38%	13.51%

资料来源：中国银河证券研究部

(二) 相对估值

我们将高鸿股份同移动支付类主题标的、互联网彩票主题类标的分别进行相对估值比较。

相对于移动支付类主题标的，高鸿股份具有成长性优势，同时已形成具有较强盈利能力的互联网话费充值/卡兑换业务平台、并且结合高鸿股份自身的线下移动应用分发渠道具有向 B2C 扩展的巨大潜力；相对于互联网彩票类主题标的，高鸿股份的估值及成长性优势均比较突出。

表 11：行业相对估值比较

对比	证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
移动支付主题	002017.SZ	东信和平	16.08	46.47	0.26	0.42	0.57	61	38	28
	300038.SZ	梅泰诺	22.53	36.21	0.48	0.64	0.79	47	35	29
	002104.SZ	恒宝股份	13.83	98.64	0.42	0.56	0.70	33	25	20
	002491.SZ	通鼎光电	19.88	71.16	0.65	0.77	0.87	31	26	23
	300205.SZ	天喻信息	17.54	75.43	0.32	0.48	0.62	55	36	28
							平均	45	32	26
互联网彩票主题	002229.SZ	鸿博股份	21.26	63.39	0.21	0.27	0.40	101	79	53
	002181.SZ	粤传媒	19.55	141.87	0.51	0.61	0.79	38	32	25
	600158.SH	中体产业	14.89	125.63	0.18	0.21	0.25	83	71	60
							平均	74	61	46
	000851.SZ	高鸿股份	13.55	69.91	0.14	0.41	0.74	97	33	18

资料来源：WIND 预期，中国银河证券研究部

(三) 分部估值

-高阳捷讯：我们预计高成长的高阳捷讯业务（互联网话费充值/卡兑换业务、支付业务以及软件业务）2015~2016 年的毛利分别为 3.79、5.69 亿，对应归属母公司股东净利润预计分别为 1.9、3.8 亿，由于其处于高成长期、按 16 年 30 倍 PE 计对应 114 亿市值。
-母公司及其他子公司业务：暂不考虑新兴业务拓展带来业绩贡献；保守预测 2015~2016 年稳定在 5000 万净利润水平，按 20 倍 PE 计 10 亿市值（不考虑线下 IT 连锁零售的土地/固定资产重估、留存增发资金等）。

两者合计 124 亿市值，按收购高阳捷讯后合计 5.84 亿股本，合理估值 21.23 元。

五、投资建议

高鸿股份(000851.SZ)完成对高阳捷讯的全资收购及自身的一些布局,初步实现向移动互联网平台型公司的成功转型,作为大唐集团国企改革的重要试点、基本面出现向好质变。

我们对高鸿股份未来发展继续看好,中长期公司有望脱茧花蝶,成长为新的互联网优秀公司。四个方面未来可予以重点关注:1)互联网话费充值、互联网综合卡兑换业务的高成长;2)第三方支付业务的发展和布局;3)线下每月达到200万部、全年过2000万部的智能机刷机业务逐步形成重要的移动应用分发平台,对公司未来互联网彩票、话费充值/卡兑换业务的B2C平台布局实现的协同;4)2012年增发留存8亿增发资金改变募投方向后的使用。

我们预计公司2014~2016年收入分别为67.67亿(+9.18%)、75.40亿(+11.42%)、84.14亿(+11.59%),由于国资委对收入的考核,低盈利、低增速、但规模较大的IT连锁零售业务仍得以延续,2015~2016年业务预测暂不考虑高鸿股份针对信威集团McWill专网的系统集成项目;2014~2016年归属于上市公司股东净利润预计分别为0.82亿(+57.63%;高阳捷讯归属母公司股东净利从9月中旬开始全部并表)、2.40亿(+192.37%)、4.34亿(+80.51%),每股EPS分别为0.14元、0.41元、0.74元,当前股价对应PE分别为96、33、18倍。

相对于移动支付类主题标的,高鸿股份具有高成长性优势,相对于互联网彩票类主题标的,高鸿股份的估值及成长性优势均比较突出。按此前分部估值给予高鸿股份合理124亿元市值,对应每股21.23元的合理估值,对应2015年52倍、2016年29倍PE,维持“推荐”评级。

六、催化剂

- 高阳捷讯话费充值业务流水保持环比不断增长、支付业务布局方面的新进展、留存增发资金的外延拓展;
- 高阳捷讯在中移动支付基地流量包支付接口、数据流量包充值业务推广方面,取得新突破;
- 互联网彩票牌照相关政策明朗化或高鸿股份取得相关牌照。

七、风险提示

- 央行关于互联网第三方支付/卡兑换、三大运营商关于互联网话费充值接口的预期外政策波动对高阳捷讯业务发展的影响;
- 财政/民政部门关于互联网彩票牌照相关政策明朗化带来的风险/机会。

八、附表

表 12：高鸿股份财务报表

资产负债表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1189.0	1145.8	856.0	1053.8	1328.0	营业收入	4616.9	6198.4	6767.1	7539.8	8414.0
应收票据	0.1	0.8	12.6	14.0	15.6	营业成本	4331.9	5885.3	6169.0	6681.6	7277.4
应收账款	864.5	1107.5	1130.7	1339.6	1468.0	营业税金及附加	10.4	13.5	14.7	16.4	18.3
预付款项	601.5	1059.2	907.0	1023.1	1153.6	销售费用	67.7	81.3	108.3	110.0	122.6
其他应收款	125.5	106.8	163.0	172.1	179.9	管理费用	84.7	118.7	263.9	377.0	420.7
存货	275.6	682.2	563.6	595.1	711.8	财务费用	56.9	64.7	75.3	62.5	59.8
其他流动资产	43.0	550.2	548.6	548.6	548.6	资产减值损失	34.2	26.1	41.0	30.5	32.2
长期股权投资	59.0	94.5	97.2	97.2	97.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	160.1	150.3	245.6	308.4	355.4	投资收益	2.8	43.7	22.3	22.9	29.6
在建工程	0.8	11.0	13.1	12.1	12.6	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	33.8	52.5	117.2	284.7	512.6
无形资产	82.0	139.0	174.5	211.2	250.5	营业外收支净额	6.7	54.0	11.6	20.3	23.2
长期待摊费用	4.8	5.6	7.8	10.0	12.1	税前利润	40.5	106.5	128.8	305.0	535.9
资产总计	3590.5	5507.3	5100.1	5547.4	6065.5	减：所得税	18.0	30.9	26.0	61.6	96.5
短期借款	750.0	1290.4	1158.0	1158.0	1158.0	净利润	22.5	75.6	102.8	243.4	439.4
应付票据	0.0	451.2	165.9	227.2	329.5	归属于母公司的净					
应付账款	284.8	551.8	444.3	479.4	521.4	利润	25.0	52.2	82.2	240.5	434.1
预收款项	197.6	567.9	454.8	598.8	616.9	少数股东损益	-2.5	23.4	20.6	3.0	5.3
应付职工薪酬	3.8	14.4	13.0	10.4	12.6	基本每股收益	0.05	0.10	0.14	0.41	0.74
应交税费	-12.1	-16.9	-16.5	-15.2	-16.2	稀释每股收益	0.05	0.10	0.14	0.41	0.74
其他应付款	180.2	273.1	308.5	308.5	308.5	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	成长性					
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	13.09%	34.25%	9.18%	11.42%	11.59%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	31.30%	-14.69%	104.27%	57.97%	50.26%
负债合计	1441.0	3170.6	2599.9	2839.0	3002.6	净利润增长率	-17.15%	235.90%	36.04%	136.76%	80.51%
股东权益合计	2149.5	2336.8	2500.2	2708.4	3062.9	盈利性					
现金流量表（百万元）	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售毛利率	6.17%	5.05%	8.84%	11.38%	13.51%
净利润	25.0	52.2	82.2	240.5	434.1	销售净利率	0.49%	1.22%	1.52%	3.23%	5.22%
折旧与摊销	1445.7	1751.6	92.3	124.7	145.4	ROE	1.16%	2.23%	3.29%	8.88%	14.17%
经营活动现金流	-36.6	150.4	-31.9	309.1	426.6	ROIC	2.34%	1.95%	4.61%	7.32%	11.17%
投资活动现金流	-119.7	-517.2	-183.7	-75.2	-65.6	估值倍数					
融资活动现金流	1031.4	322.0	-72.6	-36.1	-86.8	PE	280	134	96	33	18
现金净变动	875.1	-44.7	-288.3	197.8	274.2	P/S	1.5	1.1	1.2	1.0	0.9
期初现金余额	313.9	1189.0	1144.3	856.0	1053.8	P/B	3.3	3.0	3.2	2.9	2.6
期末现金余额	1189.0	1144.3	856.0	1053.8	1328.0	股息收益率	0.44%	0.00%	0.10%	0.46%	1.10%
						EV/EBITDA	47.9	30.3	20.2	14.2	11.3

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 高阳捷讯发展大事记.....	1
图 2: 电信科学技术研究院（大唐集团）产业分布.....	3
图 3: 高鸿商城（原 3C 业务转向线下渠道为主）开通高鸿彩票栏目.....	6
图 4: 微信“我的钱包”——“手机话费充值”.....	7
图 5: 京东首页——便民服务首项“话费”充值.....	7
图 6: 淘宝首页“便民服务”——话费“充值中心”.....	8
图 7: 天猫首页——话费“充值”.....	8
图 8: 互联网充值业务流程(以高阳捷讯话费充值业务平台为例).....	8
图 9: 2013.6-2014.6 中国手机网民各类手机网络应用的使用率.....	9
图 10: 中国移动互联网细分应用用户渗透率 2014H1.....	9
图 11: 中国移动购物应用用户地域分布 2014H1.....	10
图 12: 中国移动购物应用用户学历结构 2014H1.....	9
图 13: 中国移动某分公司的数据流量实体卡（优惠期）.....	11
图 14: 中国电信数据流量充值卡.....	11
图 15: “QQ 充值”微信公众号——充话费/流量/网游.....	11
图 16: QQ 充值——手机流量充值（8 折优惠）.....	11
图 17: 电话充值卡的“小额支付媒介”催生互联网收卡业务（高阳捷讯为例）.....	13
图 18: 高阳捷讯互联网充值/收卡闭环业务流程.....	14
图 19: “捷讯卡转让”——从单一收卡向综合卡兑换平台转变.....	14
图 20: 高阳捷讯：从单一收卡向综合卡兑换平台转变.....	15
图 21: 高阳捷讯 2012 年~2014H1 收入结构.....	15
图 22: 高阳捷讯卡兑换、话费充值业务维持高毛利率.....	15
图 23: 互联网第三方支付交易额快速发展（单位：万亿元）.....	17
图 24: 互联网第三方支付市场份额高度集中（2012 年）.....	17
图 25: 一九付（19PAY）网关依托话费充值/卡兑换市场.....	17
图 26: 一九付支付业务收入（单位：万元）.....	17

表格目录

表 1: 旗下 19 付第三方支付业务牌照.....	3
表 2: 2005~2013 年的三次增发.....	3
表 3: 高鸿股份旗下业务分布 (截止 2013 年底, 单位: 万元)	4
表 4: 北京移动数据流量实体卡(70MB、1G).....	10
表 5: 三大运营商 2013 年移动主营业务收入及移动数据业务收入.....	12
表 6: 国内互联网当前主要支付手段比较.....	12
表 7: 高阳捷讯互联网充值/卡兑换业务对比.....	14
表 8: 高阳捷讯互联网充值/卡兑换业务量测算.....	16
表 9: 互联网话费充值/卡兑换行业市场主要企业.....	16
表 10: 高鸿股份主营业务分拆预测.....	18
表 11: 行业相对估值比较.....	21
表 12: 高鸿股份财务报表.....	23

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

朱劲松，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中国联通（600050.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、新世纪（002280.SZ）、高鸿股份（000851.SZ）、东方通信（600776.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海兰信（300065.SZ）、海能达（002583.SZ）、宜通世纪（300310.SZ）、高新兴（300098.SZ）、烽火通信（600498.SH）、科华恒盛（002335.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、信威集团（600485.SH）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中天科技（600522.SH）、北纬通信（002148.SZ）、神州泰岳（300002.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕	010-83571359	lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn