2016 年 02 月 21 日
证券研究报告 · 公告点评
海立美达（002537）机械设备

买入（首次）
当前价：20.08 元
目标价：24.07 元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

并购联动优势，互联网金融蓄势待发

- **事件：**公司拟作价 30.4 亿元购买联动优势 91.56%股权，同时联动优势向中国移动定向回购中国移动持有的联动优势剩余 8.44%权益减少注册资本。并配套募资 22.8 亿元，其中 2.8 亿用于联动优势支付中国移动减资款，14.7 亿用于联动优势项目建设投资（包括移动互联网智能融合支付云平台、跨境电商综合服务平台、在线供应链金融项目），5.4 亿用于补充上市公司流动资金。
- **收购联动优势，华丽变身互联网金融综合服务商。**联动优势是国内领先的移动信息服务、移动运营商计费结算服务和第三方支付服务提供商，业务范围涵盖移动信息服务、移动运营商计费结算服务、互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、供应链金融、大数据服务及跨境支付等领域。并购完成后，海立美达完成从汽车、家电配件生产商到互联网金融综合服务的转型。
- **第三方支付迎来爆发式增长，联动优势行业地位领先。**根据权威机构测算，2015Q3 中国第三方移动支付市场交易规模达 4.4 万亿元，并且以年均 30%以上的速度在增长。联动优势是国内较早涉足第三方支付领域的企业之一，是全国仅有的 24 家同时具备全国范围内“互联网支付、移动电话支付、银行卡收单”三张业务牌照的公司，并于 2015 年 11 月取得跨境外汇支付试点资格。目前，联动优势在 15 年 Q3 中国第三方移动支付交易规模份额中排名第五，在移动应用内支付交易规模市场份额中排名第三，行业地位领先。
- **支付+大数据，打造互联网金融综合服务提供商。**我国大数据市场规模 2015 年达 116 亿元，预计未来 2 年还将维持 40%左右的高增长。联动优势依托长达 12 年的电信及金融服务经验，在大数据应用上具备强劲的竞争力和资源保障，该业务未来前景看好。联动优势大力发展第三方支付业务的同时，以支付能力和大数据为基础，将打造互联网金融综合服务提供商。
- **盈利预测及评级。**联动优势承诺 2016-2018 年业绩不低于 2.21 亿、2.64 亿、3.12 亿；控股股东海立控股承诺上市公司（不含联动优势）2016-2018 年业绩不低于 0.8 亿、1.4 亿、1.8 亿。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27 元、0.47 元和 0.63 元，我们看好联动优势在第三方支付领域的竞争优势，以及大数据服务、互联网金融等新业务的发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**新业务拓展不及预期的风险，并购失败风险，并购企业及上市公司业绩实现不及承诺的风险。

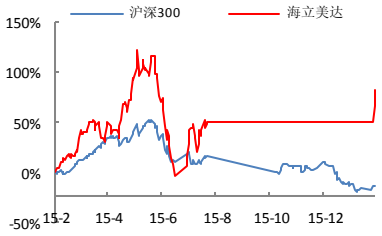
指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2506.08	2319.66	3366.78	3668.90
增长率	-19.70%	-7.44%	45.14%	8.97%
归属母公司净利润（百万元）	30.10	81.42	301.42	404.43
增长率	-49.01%	170.47%	270.23%	34.17%
每股收益 EPS（元）	0.10	0.27	0.47	0.63
净资产收益率 ROE	3.10%	5.71%	4.36%	5.52%
PE	201	74	43	32
PB	3.67	3.48	1.76	1.68

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：田明华
执业证号：S1250515060001
电话：0755-23890127
邮箱：tmhua@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.01
流通 A 股(亿股)	3
52 周内股价区间(元)	10.66-25.2
总市值(亿元)	60.49
总资产(亿元)	28.78
每股净资产(元)	4.89

相关研究

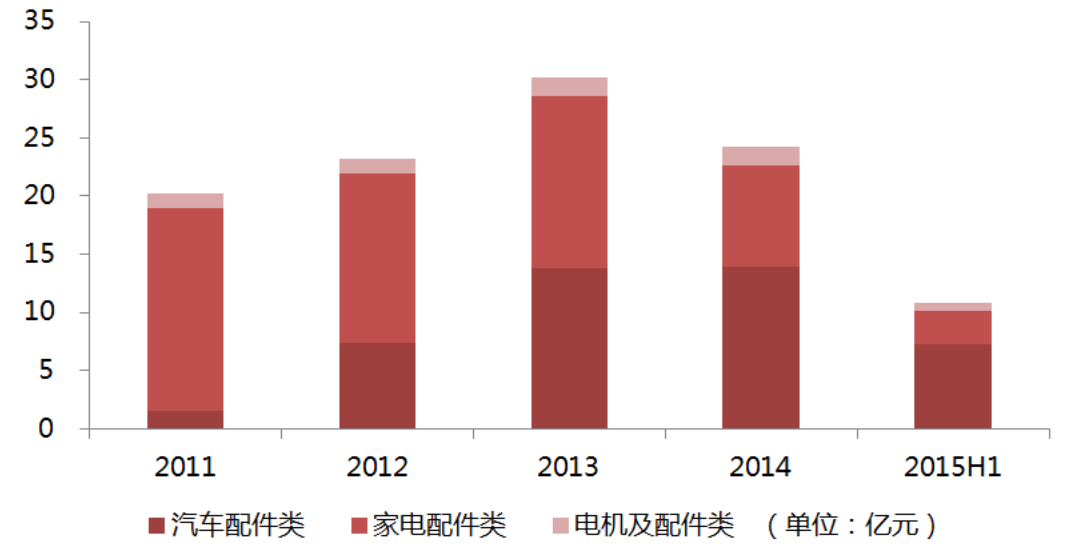
1. 投资要点

1.1 海立美达：传统零配件制造商

公司是专业的家电零部件、汽车零部件和微特电机制造商，主要从事各类金属冲压钣金件和微特电机的生产、销售与服务，集精密模具研发制造、生产、销售、服务为一体，主要产品有冰箱零部件、空调零部件、平板电视零部件、汽车零部件及微特电机。公司设立初期就确定了“以高效节能变频电机为主要发展方向”的经营宗旨，努力打造“高效节能变频电机中国第一”的企业发展战略，划分了五大主营业务重点：空调系列、冰箱系列、电视机系列、汽车零部件系列和微特电机。

公司于 2012 年收购日照兴业集团旗下的日照兴发汽车零部件制造有限公司和日照兴业汽车配件有限公司，2013 年收购海立田，成功转型新能源汽车、汽车零部件生产及销售商。公司汽车及配件类收入在主营业务收入总额中的占比不断增加，从 2011 年的 7.32%增长到了 2015 年的 64.3%。

图1 ：海立美达汽车及配件业务收入占比逐年增长

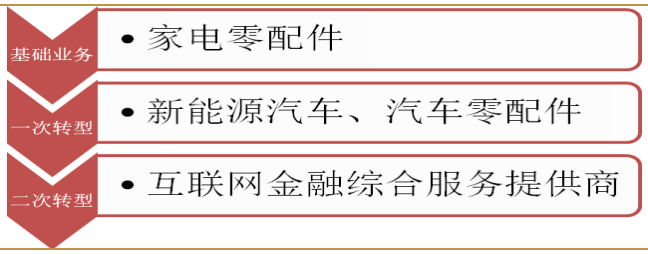


数据来源：公司公告，西南证券

1.2 并购联动优势，“工业”+“互联网金融”双轮驱动

海立美达完成二次转型。公司拟作价 30.4 亿元购买联动优势 91.56%股权，同时联动优势向中国移动定向回购中国移动持有的联动优势剩余 8.44%权益减少注册资本。并配套募资 22.8 亿元，其中 2.8 亿用于联动优势支付中国移动减资款，14.7 亿用于联动优势项目建设投资（包括移动互联网智能融合支付云平台、跨境电商综合服务平台、在线供应链金融项目），5.4 亿用于补充上市公司流动资金。

图2 ：海立美达完成 2 次转型



数据来源：西南证券

交易完成后，公司实际控制人没有发生变化。海立美达目前总股本为 3.01 亿股，此次交易预计海立美达将向中国移动、银联商务、博升优势发行 1.96 亿股做为联动优势 91.56%股权交易对价，同时将非公开发行不超过 1.47 亿股募集配套资金。此次增发底价为 15.53 元/股，锁定期为一年。本次交易前，一致行动人孙刚、刘国平、孙震家族通过海立控股和天晨投资合计持有海立美达 49.93%的股份，为上市公司实际控制人；交易完成后，上市公司总股本将增加至 6.44 亿股，孙刚、刘国平、孙震家族将合计持有 23.36%的股权，仍然为公司的第一大股东，公司实际控制人没有发生变化。

交易对方博升优势承诺联动优势 2016-2018 年业绩不低于 2.21 亿、2.64 亿、3.12 亿，累计不低于 8.06 亿；上市公司控股股东海立控股承诺上市公司（不含联动优势）2016-2018 年业绩不低于 0.8 亿、1.4 亿、1.8 亿，累计不低于 4 亿。合计 2016-2018 年业绩承诺为 3.01 亿、4.04 亿、4.92 亿。

联动优势业务优势明显，行业地位领先。联动优势是国内领先的移动信息服务、移动运营商计费结算服务和第三方支付服务提供商。联动优势于 2003 年成立，业务涵盖移动信息服务、移动运营商计费结算服务、互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、供应链金融、大数据服务及跨境支付等领域。

图3 ：联动优势业务图

运营主体	业务分类	产品（服务）名称	业务描述	客户群体
联动优势（母公司）	移动信息服务	“银信通”服务	B-MAS 运营支撑服务	中国移动集团，下属各地方公司，最终客户为银行总行客户
			B-MAS-SI 代理服务	
		“联信通”业务	网关型业务和本地 SI	企业、事业单位、商户
	移动运营商计费结算服务	话付宝业务	为商户提供移动运营商各省级公司、各基地的基于话费支付和信用支付的计费服务及营销服务	接受话费、信用支付的中小微商户
	信息技术服务	软件开发、运维服务	移动省级电子商务平台技术开发与运维	中国移动集团及其下属各地方公司
		大数据应用与服务	信息核查、风险名单产品、用户画像、信用评分、异常通知、精准营销	金融机构、电商等客户
	O2O 业务	“惠商+”O2O 业务	基于支付的电子券、积分兑换营销推广服务	接受电子券、积分等支付方式的线下商户
联动商务（全资子公司）	第三方支付服务	线上支付业务	互联网支付	商户、企业、事业单位
			移动电话支付	
		线下支付业务	银行卡收单业务	商户、企业、事业单位
		移动客户端 APP 增值服务	联动钱包、银信宝	个人
联动保理（全资子公司）	供应链金融服务	商业保理	提供合支付与融资于一体的供应链金融解决方案	中小微商户、企业

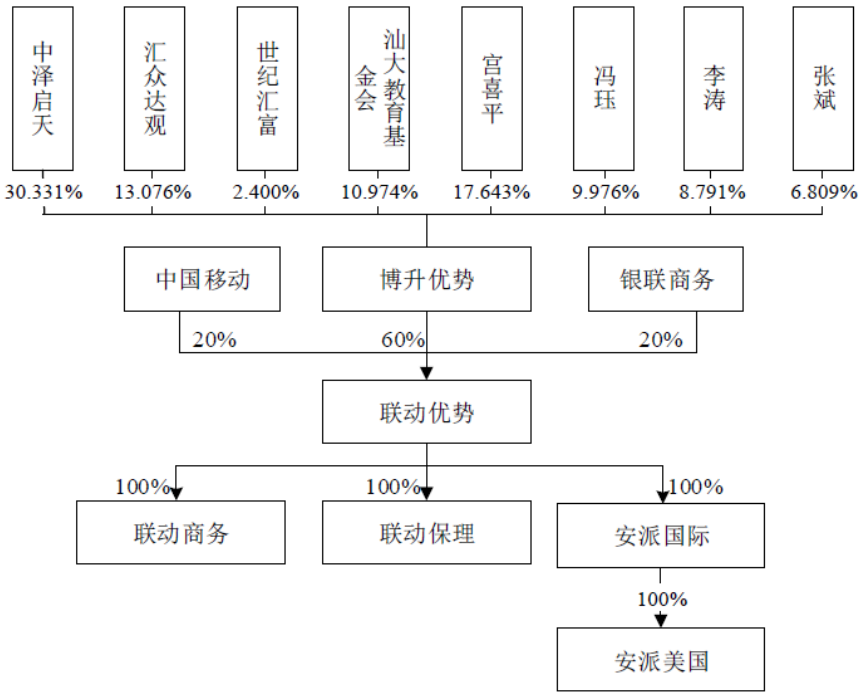
数据来源：公司公告，西南证券

联动优势在 2015 年第三季度中国第三方移动支付交易规模市场份额中排名第五，在移动应用内支付交易规模市场份额中排名第三，客户涵盖了互联网百强企业中超过 80%的机构，产品和服务覆盖了互联网金融、电商、商旅、保险、物流、教育、农资、大宗商品、彩票、数娱、通讯、团购、票务等多个行业。

联动优势重视技术研发，拥有一系列核心、自主知识产权，是国家高新技术企业。联动优势系国家发改委、工信部、财政部、商务部和国家税务总局五部委认定的“2013-2014 年度国家规划布局内重点软件企业”；在中国软件行业协会“2014 年度自主可靠企业核心软件品牌”评选中获第 20 强；在工信部运行监测协调局 2014 年 6 月发布的“中国软件业务收入前百家企业”中排名第 48 位；在工信部信息中心、中国互联网协会发布的“2014 年度中国互联网百强企业”榜单中位列第 27 位。

股东实力背景雄厚。公司股东包括中国移动、银联商务和博升优势，分别持股 20%、20%和 60%。其中，博升优势除了持有联动优势股权外，持有茂业通信 0.24%股权，主要以达拉苏游戏服务平台为业务品牌，与中国移动等电信运营商进行合作，为下游优质内容提供方提供游戏联运、渠道分发及小额话费计费结算与运维支撑服务。中国移动通信集团公司，是全球用户规模、网络规模领先的移动通信运营商，现已建成世界优质 4G 网络。至 2015 年底，用户总数达 8.2 亿，4G 用户超 3 亿。银联商务有限公司是中国银联控股的从事银行卡收单专业化服务的全国性公司，截止 2013 年 6 月底，银联商务已在全国除台湾以外的所有省级行政区设立机构，市场网络覆盖全国 337 个地级以上城市，覆盖率 100%，服务特约商户 231.3 万家，维护 POS 终端 313.7 万台，分别占银联联网商户和联网 POS 终端的 32.5%、37.8%。服务 ATM 1.35 万台，服务自助终端 11.5 万台，便民缴费终端 67.84 万台，是国内最大的银行卡收单专业化服务机构，涵盖了银行卡收单、互联网支付、预付卡受理等支付业务类型。

图 4 ：联动优势股权结构图

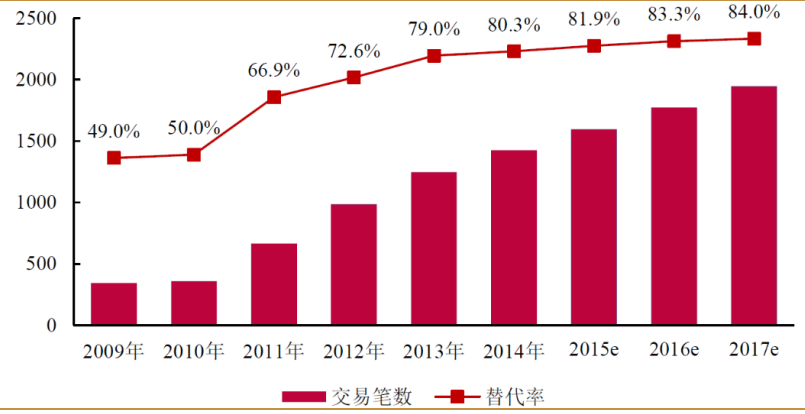


数据来源：公司公告，西南证券

1.3 联动优势业务布局全面，打造互联网金融综合服务提供商

电子银行快速发展，移动信息服务前景广阔。受国内电子银行业务的发展，中国电子银行交易数量大幅度增加，2014 年同比增长率达到 80%。截至 2014 年 6 月，四大国有银行的电子银行客户数量已突破 10 亿户大关，电子银行业务的大力发展有利于公司移动信息业务的推进。

图5 ：中国电子银行交易笔数

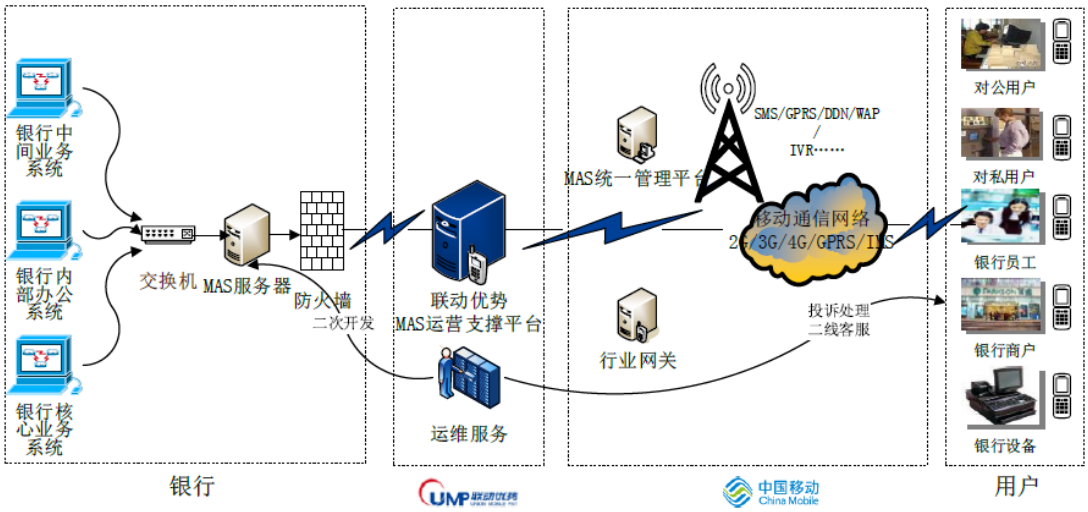


数据来源：公司公告，西南证券整理

联动优势是中国移动银信通业务运营支撑单位、集团业务集成商（SI）。自 2006 年底开始与中国移动合作推广、运营银信通业务，是国内领先的移动信息服务解决方案提供商，公司的移动信息业务分为“银信通”和“联信通”。

银信通（B-MAS）是基于 MAS（MobileAgentServer，移动代理服务器）的集团客户信息化在银行业中的应用，通过 MAS 与银行现有的办公自动化、电子银行、信用卡等应用系统耦合，提供提醒/沟通/通知/催告等业务功能，即专为银行业客户对使用中国移动手机的持卡客户提供动帐提醒（如账户余额变动通知）、产品宣传等方面的信息类服务。

图6 ：“银信通”服务业务拓扑图



数据来源：公司公告，西南证券

“联信通”业务于 2011 年开始运营，是银信通服务的延伸与补充，根据业务形态不同，分为网关型业务和本地 SI 两种模式。

网关型业务主要是通过联动优势自有通道以及租用通道为集团客户提供短信发送服务，主要目标客户为：银行分行、互联网企业、物流企业、城商行等中小型集团客户。本地 SI 业务主要是协助集团客户进行码号申请、运营商落地并持续运营等工作。核心模式是为地方运营商带来业务增长从而根据运营商政策获取业务酬金，酬金的计算以为运营商带来的短信发送量为基数按照分成比例模式确定。

联动优势在银行领域的移动信息服务细分市场处于行业领先地位，为工商银行、建设银行等二十余家银行总行及信用卡中心提供服务。公司 2014 年短信发送量为 529 亿条，而同行业的创世漫道、国都互联、亿美软通、梦网科技分别为 57 亿、100 亿、75 亿、139 亿条。

移动互联网发展良好，运营商结算业务带来机遇。截止到 2015 年 12 月，国内在网活跃移动智能设备数量达到 8.99 亿，其中，苹果设备与安卓设备比例为 3：7，网络使用上，4G 在 2015 年取得了飞速发展，对比 2014 年底，4G 增长了 25 个百分点，达到了 32.3%。从移动资讯使用来看，月度使用次数不断增加，2015 更是达到了 100 亿次每月，而智能终端设备也呈现稳步增长，近几个月来保持环比 1.5%左右的增速。随着移动互联网的发展，使用移动互联网次数的不断增加，运营商提供的结算业务也会呈现大幅度的增长，对于公司业绩是一个不小的推动。

图 7 ： 2012-2015 移动资讯使用次数

数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 8 ： 智能终端月度活跃设备数

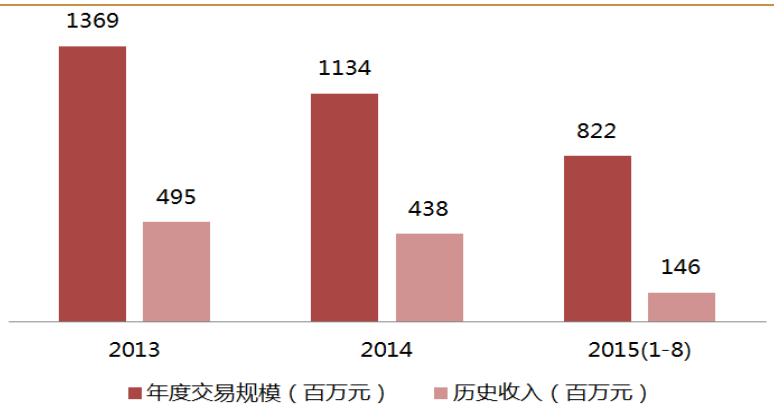
数据来源：QuestMobile，西南证券整理

联动优势自 2005 年起即开始从事移动运营商计费结算服务，是中国移动手机通信账户支付业务多年的合作伙伴。移动运营商计费结算服务业务的上游客户是移动运营商，下游为数字娱乐和数字文化型互联网（移动互联网）应用及线下生活服务类商户，联动优势主要负责通信账户支付平台开发与维护、计费服务、结算服务、市场拓展、二线客服等服务，移动用户使用手机账户内的话费进行小额支付交易，购买合作商户提供的产品或服务后，所支付的款项由中国移动、联动优势及合作商户之间按合作协议分成。

2015 年初联动优势推出全新的移动运营商计费结算服务品牌——“话付宝”，通过“用户模型建设和识别”及“智能路由”，融入“信用支付”服务，实时向移动电话用户提供包括“话费支付、信用支付”在内的不同的最优支付服务，提升移动。“话付宝”的核心业务平台包括用户模型、风险控制系统、智能路由、核心交易处理系统等均由联动优势自主研发维护。

公司目前已与中国移动十余家省级公司、中移电商、咪咕文化、中移互联网公司等建立了合作关系。2014 年公司实现移动运营商计费计算业务收入 5.4 亿，同行业的盈华讯方、金源互动分别 3091 万、1.5 亿元。2015 年公司的移动运营商计费结算业务市场第四，收入达到 10 亿元，前三均为中国移动自有基地。

图 9 ：联动优势移动运营商业务计费结算服务交易规模和收入



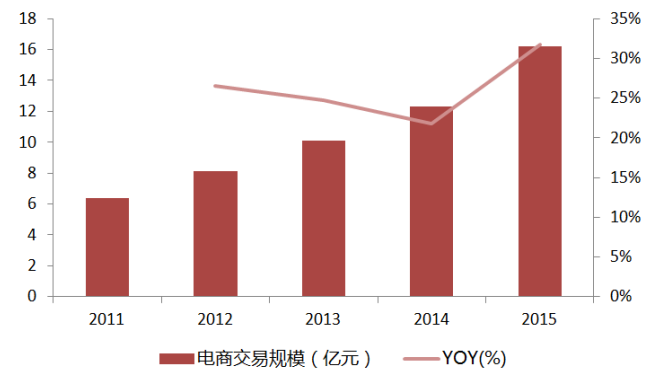
数据来源：公司公告，西南证券整理

电商业务持续发展，第三方支付呈现爆发。我国近年来的电子商务交易额增长率一直保持快速增长势头，并以 GDP7%-9%的 2-3 倍的速率在增长。2015 年我国网络零售市场交易规模为 3.88 亿元，同比增长 33.3%，高于同期社会消费品零售总额增速 20.9 个百分点，占社会消费品零售总额 30 万亿元的 10.8%。

2015 年中国电子商务市场交易规模达 16.2 万亿，同比增长 21.2%。在电子商务各细分行业中，B2B 电子商务占比 71.7%，2015 年交易额达 11.6 万亿元，同比下降 3.3 个百分点；网络零售交易规模市场份额占比 23.6%，交易规模达 3.8 万亿元，同比上升 2.7 个百分点；在线旅游占比 2.6%；本地生活服务 O2O 占比 2.1%。

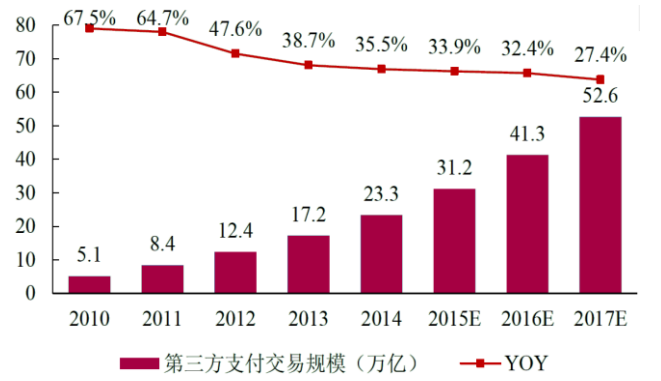
我国第三方支付近年来呈现稳步增长的态势 2014 年全年交易额达到 23.3 万亿，同比增长 35.5%。虽然相比于 2010 年的 67.5%增长有所放缓，但是中国的第三方支付仍以 35%以上的速度高速增长。第三方支付的大范围爆发有利于公司在这一方面的业绩稳步增长，为公司互联网金融股综合服务提供支撑。

图 10：我国电商交易规模及增速



数据来源：艾瑞咨询，西南证券整理

图 11：第三方支付交易规模及增速



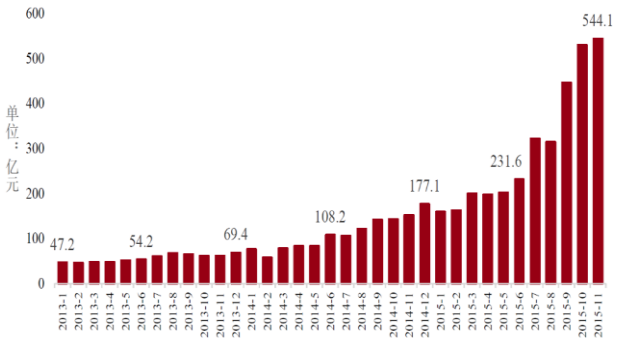
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司第三方支付业务是核心。联动优势于第三方支付业务是联动优势重点发展的核心业务。联动优势于 2011 年 1 月成立全资子公司联动商务，已获得从事“互联网支付”、“移动电话支付”、“银行卡收单”三张业务许可牌照、证监会基金销售支付结算业务资格。公司的移动支付业务主要分为线上、线下和移动 APP 增值服务。

在线上支付方面，截至 2015 年 11 月末，联动优势累计服务客户超过 4 万家，与 200 多家金融机构合作，为 20 多个行业提供融合支付服务，服务客户涵盖互联网金融、电商、商旅、保险、物流、教育、农资、大宗商品、彩票、数娱、通讯、团购、票务等，2014 年第三方支付交易额达 1,244.33 亿元，同比增长 86.16%。研究报告，联动优势在 2015 年第三季度中国第三方移动支付交易规模市场份额中排名第五，在移动应用内支付交易规模市场份额中排名第三。

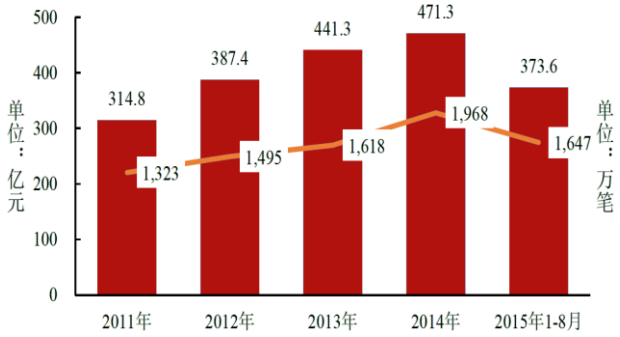
联动优势自 2006 年开始为中国移动及其各级渠道代理商（包括营业厅、空中充值等）提供资金归集服务。目前，联动优势为中国移动十五家省分公司提供资金归集业务。2014 年，移动资金归集业务归集资金总额 471.3 亿元，总交易 1,968 万笔。

图 12：联动优势第三方支付月度交易金额（2013.1-2015.11）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：移动资金归集业务交易量



数据来源：公司公告，西南证券整理

线下业务方面，主要为银行卡收单业务，指通过受理终端为特约商户提供受理银行卡并完成相关资金结算的服务。为配合正式进入线下收单市场，联动优势在广东、上海、福建、浙江、湖南、四川等省市筹备设立了 20 家分公司。联动优势的线下业务发展迅猛，截至 2015 年 9 月底，银行卡收单商户数突破 8,452 家，收单交易量由 2014 年的 1.87 亿元上升至 2015 年 1-8 月交易量的 33 亿元。

联动优势开发了银信宝和联动钱包两款移动客户端 APP。银信宝定位于个人金融信息管理，支持 Android、IOS 平台，目前已包括银行卡管理、账单管理、还款提醒、银行网点查询、商家优惠、投资理财等功能，月活跃用户约 12 万，在理财类 APP 排行榜中位列前 30。联动钱包是在联动优势在成熟稳定支付体系上为企业及个人用户提供的一款包含资金归集缴费、财务报销、转账、个人理财等功能于一体的移动客户端 APP。

公司是国内较早涉足第三方支付领域的企业之一，在第三方支付领域，联动优势市场占有率排第五，市场占有率约为 1.32%，支付宝则以 70%以上的市占率占据绝对优势，在移动应用内支付交易规模市场份额中排名第三。随着支付领域的多样化发展以及电商业务的不断爆发，公司的第三方支付将会出现较大幅度的增长。

O2O、保理业务全面发展，致力于互联网金融综合服务提供商。联动优势自主开发了“惠商＋”O2O 业务云平台，该平台在为线下本地商户引入保险、银行、电信、民航等合作渠道商的营销资源，帮助线下商户提高交易额同时，还能有效降低合作渠道商在营销资源受理环节的成本支出。

目前，联动优势的“惠商＋” O2O 业务平台已经与中国移动 6 家省级公司展开合作，中国移动主要提供各类电子券及开展线上电子券营销推广，联动优势负责发展合作商户、POS 机具提供与联机交易支持、营销活动运营支持、产品方案设计与实现等，并根据合作商户消费电子券、积分的交易金额，向合作方收取一定比例交易佣金。截至 2015 年 11 月底，合作商户 8,000 多家商户，累计交易额约 10 亿元。

图 14：“惠商＋”O2O 业务体系

数据来源：公司公告，西南证券

联动优势于 2014 年 5 月成立了联动保理，获得了天津滨海新区商务委批复同意开展商业保理业务，依托联动优势十余年在金融机构信息服务、支付及大数据方面积累了丰富的运营经验和客户资源，与现有的线上线下支付、收单、清结算、账户托管、资金归集等产品与服务相结合，打通供应链上下游，为细分行业中小微商户、企业提供集支付与融资于一体的供应链金融解决方案，具体包括应收账款保理融资、信用支付、销售分类帐及信用管理、融资咨询及服务等。公司 2015 年 1-8 月保理业务营业收入 92.9 万，保理融资服务费为保理客户使用的融资金额*融资付费标准*融资使用时间。

支付+大数据，打造互联网金融综合服务提供商。公司未来的发展规划主要有做大做强第三方支付业务，以支付能力和大数据为基础，开展互联网金融服务，发展大数据应用服务。

第三方支付方面，1）开展融合支付业务：将各种支付业务进行融合，提供综合支付，比如线上线下组合支付，积分和银行卡资金组合支付等等。利用综合支付解决用户的支付方便性问题，解决商户开展 O2O 业务需要的支付解决方案问题。2）开展支付业务创新：从应用的角度创新主要为信用支付和跨境支付业务，信用支付是指直接对安全可信的用户进行实时支付授信，从而最大程度简化支付的复杂性，跨境支付主要是解决国际间电子商务和贸易结算的问题，特别是如何降低跨境支付手续费，降低汇兑损失和汇兑风险，降低跨境贸易风险，提高跨境贸易的效率。3）支付技术创新：研究新的支付技术，包括 NFC 近场支付技术创新、RFSIM 超高频支付创新，生物特征识别支付技术创新，以及各种新的技术手段之间的融合的创新。

开展互联网金融服务方面，个人金融理财服务：1）个人财务管理业务：包括个人开支账务管理，并逐步向个人财富管理发展；2）个人消费金融业务：为个人提供类似分期付款

模式的消费金融服务；3）个人理财业务：为个人提供各种方式的互联网理财服务，包括在线基金理财、互联网网络金融理财等。

发展大数据应用服务方面，1）信用体系方面的应用：主要是通过企业征信体系的建设，和个人征信系统的建设，为社会各界提供相关的征信服务。2）营销方面的应用：主要是基于对大数据分析，为企业提供各种营销策略支持，帮助客户锁定目标用户、发掘目标用户敏感问题及降低营销成本。3）安全方面的应用：包括支付安全、用户身份识别、用户行为分析、用户状态信息等等，为相关机构和个人提供从支付安全到金融安全等各方面的支持，减少金融诈骗，支持金融创新。

图15：联动优势未来主营业务规划

数据来源：公司公告，西南证券

2. 盈利预测与估值

联动优势承诺 2016-2018 年业绩不低于 2.21 亿、2.64 亿、3.12 亿；上市公司控股股东海立控股承诺（不含联动优势）2016-2018 年业绩不低于 0.8 亿、1.4 亿、1.8 亿。合计 2016-2018 年业绩承诺为 3.01 亿、4.04 亿、4.92 亿。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27 元、0.47 元和 0.63 元，我们看好联动优势在第三方支付领域的竞争优势，以及大数据服务、互联网金融等新业务的发展前景，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1）收购进程顺利实施完成;

2）上市公司与标的方如期完成业绩承诺。

表1 ：分业务业绩预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
汽车配件类				

	2014A	2015E	2016E	2017E
收入(百万元)	1,389.35	1,500.50	1,575.52	1,654.30
成本(百万元)	1,177.13	1,260.42	1,323.44	1,389.61
毛利率(%)	15.27%	16.00%	16.00%	16.00%
家电配件类				
收入(百万元)	878.38	614.87	645.61	677.89
成本(百万元)	818.04	547.23	574.59	603.32
毛利率(%)	6.87%	11.00%	11.00%	11.00%
电机及配件类				
收入(百万元)	154.61	126.78	133.12	139.77
成本(百万元)	146.04	114.10	119.81	125.80
毛利率(%)	5.54%	10.00%	10.00%	10.00%
移动运营商计费结算服务				
收入(百万元)	437.94	192.74	204.61	206.47
成本(百万元)	128.82	89.05	89.17	95.57
毛利率(%)	70.58%	53.80%	56.42%	53.71%
移动信息服务				
收入(百万元)	98.80	153.14	269.16	338.10
成本(百万元)	8.74	18.63	80.25	115.38
毛利率(%)	91.16%	87.84%	70.19%	65.87%
信息技术服务				
收入(百万元)	46.32	33.74	30.19	31.13
成本(百万元)	13.11	17.15	7.81	8.35
毛利率(%)	71.70%	49.17%	74.12%	73.17%
“惠商+”O2O 业务				
收入(百万元)		16.40	41.46	44.23
成本(百万元)		5.43	4.06	4.35
毛利率(%)		66.90%	90.22%	90.17%
大数据服务				
收入(百万元)		6.08	14.00	20.58
成本(百万元)		3.40	3.60	3.93
毛利率(%)		44.15%	74.25%	80.88%
联动商务				
收入(百万元)	163.34	256.22	340.61	433.82
成本(百万元)	114.98	154.19	203.16	257.60
毛利率(%)	29.61%	39.82%	40.35%	40.62%
营业收入(百万元)	2,422.34	2,242.14	325,427.99	354,629.57
营业成本(百万元)	2,141.21	1,921.75	240,588.39	260,390.67
毛利率	11.61%	14.29%	26.07%	26.57%
归属净利润(百万元)	30.10	81.42	301.42	404.43

	2014A	2015E	2016E	2017E
EPS	0.10	0.27	0.47	0.63

数据来源：公司公告，西南证券

相对估值

对于海立美达，根据申万汽车零部件板块整体 PE31 倍，我们给予估值 31*0.8=25 亿元。

表 2：盈利预测比较

代码	简称	每股收益（元）			市盈率		
		14A	15E	16E	14A	15E	16E
均值					254	127	68
002123.SZ	荣信股份	-0.51	0.22	0.46	-70	107	48
300292.SZ	吴通控股	0.29	0.58	1.01	190	58	35
300085.SZ	银之杰	0.11	0.14	0.27	844	310	166
000889.SZ	茂业通信	0.21	0.26	0.35	52	32	24
均值					137	63	38
002512.SZ	达华智能	0.29	0.19	0.36	214	107	56
000861.SZ	海印股份	0.26	0.14	0.17	48	39	33
000851.SZ	高鸿股份	0.10	0.33	0.60	148	44	24

数据来源：wind，西南证券整理

对于联动优势，移动信息化类业务预计 2016 年净利润 1.6 亿，我们选取 4 家可比公司，对应 16 年平均 PE68 倍，给予该业务估值 109 亿元。第三方支付服务预计 2016 年净利润 5500 万元，我们选取 3 家可比公司对应 16 年平均 PE38 倍，给予估值 21 亿元。

综合以上对各业务板块的分别市值考虑，我们认为公司合理市值 155 亿，对应摊薄后每股价值为 24.07 元。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2506.08	2319.66	3366.78	3668.90
营业成本	2207.73	1988.19	2489.06	2693.93
营业税金及附加	10.14	6.96	13.47	14.68
销售费用	55.59	46.39	174.06	166.93
管理费用	105.25	92.79	269.34	293.51
财务费用	50.09	58.46	34.54	-12.81
资产减值损失	12.82	11.22	17.24	18.79
投资收益	0.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	64.85	115.65	369.07	493.87
其他非经营损益	7.93	11.64	17.26	19.04
利润总额	72.78	127.29	386.34	512.91
所得税	21.75	28.00	65.68	87.19
净利润	51.03	99.29	320.66	425.71
少数股东损益	20.93	17.87	19.24	21.29
归属母公司股东净利润	30.10	81.42	301.42	404.43

现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
净利润	51.03	99.29	320.66	425.71
折旧与摊销	88.92	82.79	82.79	82.79
财务费用	50.09	58.46	34.54	-12.81
资产减值损失	12.82	11.22	17.24	18.79
经营营运资本变动	-306.02	620.30	-387.62	-122.66
其他	457.68	-598.61	-16.00	-17.18
经营活动现金流净额	354.52	273.45	51.60	374.64
资本支出	-55.57	0.00	0.00	0.00
其他	23.34	-602.78	-20.00	-20.00
投资活动现金流净额	-32.23	-602.78	-20.00	-20.00
短期借款	-232.00	680.53	-1198.53	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	-6.55	0.00	5322.43	0.00
支付股利	-15.25	-7.78	-21.03	-77.86
其他	-45.36	-48.43	-34.54	12.81
筹资活动现金流净额	-299.16	624.32	4068.33	-65.04
现金流量净额	23.15	294.99	4099.94	289.60

资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	168.94	463.93	4563.87	4853.46
应收和预付款项	895.24	761.79	1127.45	1228.06
存货	505.51	592.34	741.36	801.22
其他流动资产	12.60	11.67	16.93	18.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.23	2.23	2.23	2.23
固定资产和在建工程	764.94	699.70	634.46	569.22
无形资产和开发支出	281.99	264.84	247.69	230.54
其他非流动资产	56.08	658.46	678.06	697.65
资产总计	2687.53	3454.96	8012.05	8400.84
短期借款	518.00	1198.53	0.00	0.00
应付和预收款项	421.81	415.35	530.23	563.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	101.79	103.61	122.28	129.92
负债合计	1041.60	1717.48	652.51	693.44
股本	151.35	301.23	643.95	643.95
资本公积	930.21	780.33	5760.04	5760.04
留存收益	326.36	400.00	680.39	1006.96
归属母公司股东权益	1407.89	1481.56	7084.38	7410.96
少数股东权益	238.04	255.91	275.15	296.44
股东权益合计	1645.94	1737.47	7359.54	7707.39
负债和股东权益合计	2687.53	3454.96	8012.05	8400.84

财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
销售收入增长率	-19.70%	-7.44%	45.14%	8.97%
营业利润增长率	-36.38%	78.34%	219.12%	33.81%
净利润增长率	-44.70%	94.56%	222.96%	32.76%
EBITDA 增长率	-13.11%	26.02%	89.33%	15.92%
获利能力				
毛利率	11.91%	14.29%	26.07%	26.57%
三费率	8.42%	8.52%	14.20%	12.20%
净利率	2.04%	4.28%	9.52%	11.60%
ROE	3.10%	5.71%	4.36%	5.52%
ROA	1.90%	2.87%	4.00%	5.07%
ROIC	3.07%	5.74%	13.16%	14.00%
EBITDA/销售收入	8.13%	11.08%	14.45%	15.37%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.76	0.59	0.45
固定资产周转率	3.61	3.47	5.58	6.82
应收账款周转率	5.01	5.49	6.73	5.79
存货周转率	2.53	2.35	3.71	3.47
销售商品提供劳务经现金营业收入	75.47%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	38.76%	49.71%	8.14%	8.25%
带息债务/总负债	49.73%	69.78%	0.00%	0.00%
流动比率	1.55	1.08	10.19	10.24
速动比率	1.05	0.73	9.02	9.05
股利支付率	50.66%	9.55%	6.98%	19.25%
每股指标				
每股收益	0.10	0.27	0.47	0.63
每股净资产	5.46	5.77	11.43	11.97
每股经营现金	1.18	0.00	0.00	0.00
每股股利	0.05	0.03	0.03	0.12

业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E
EBITDA	203.86	256.90	486.41	563.85
PE	200.94	74.29	42.90	31.97
PB	3.67	3.48	1.76	1.68
PS	2.41	2.61	3.84	3.52
EV/EBITDA	16.33	23.87	15.82	13.10
股息率	0.25%	0.13%	0.16%	0.60%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

赵慧妍
021-68411030
13681828682
zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

曾毅
010-57631077
15810333856
zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

傅友
0755-26833581
13691651380
fuy@swsc.com.cn