

收购联动优势，支付+汽车双主业再起航

公司动态

◆事件:

公司拟以 15.53 元/股价格发行股份购买中国移动、银联商务及博升优势合计持有的联动优势 91.56% 权益，交易对价为 30.39 亿元。同时向不超过 10 名特定投资者以同一价格非公开发行股份募集总额不超过 22.84 亿元配套资金，其中 2.8 亿元用于回购中国移动所持有的联动优势剩余 8.44% 权益，14.66 亿元用于移动互联网智能融合支付云平台等联动优势项目建设，4.89 亿元用于补充上市公司流动资金。

◆联动优势：业务布局完整，股东实力强劲

联动优势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。公司拥有全国范围内从事“互联网支付”、“移动电话支付”、“银行卡收单”三张业务许可牌照。同时，股东中包括国内最大的移动通信运营商中国移动，银行卡收单市场龙头银联商务以及知名投资人和互联网大佬。股东结构丰富，实力强劲。

第三方支付业务将显著受益于市场增长。据艾瑞咨询预测，我国第三方支付行业交易规模 2017 年将达到 52.6 万亿元，2014-2017 三年复合增长率高达 31%。联动优势 2015 年前 8 个月实现线上支付交易额近 1800 亿元，在中国第三方移动支付交易规模市场份额中排名第五。2015 年开始的线下银行卡收单业务前 8 个月实现交易额近 60 亿元，呈高速增长态势。

移动信息服务业务有望迎来高增长。联动优势是中国移动集团业务集成商，自 2006 年底开始和中国移动合作推广与运营银信通业务，2015 年共计发送短信息 700 亿条，占移动短消息发送量的 10%。2014 年由于北京移动与联动优势的《集团业务委托代理合同》到期后双方未续签，导致代理服务业务佣金减少使得收入同比大幅下降 76%。在此背景下，公司积极拓展上海地区的相关业务，2015 年实现收入超过一亿元，同比增长 60%。随着后续更多区域的业务拓展，移动信息业务有望迎来高增长。

“惠商+”O2O 有望带来稳定收入贡献。综合运营商、银行、航空三大市场积分规模大约在 300 亿左右，假设其中十分之一用作线下商户消费，对应每年有近 30 亿元的交易额。按照公司合计收取 1.5%*交易额作为手续费收入计算，该部分业务每年有望给公司稳定贡献近 4500 万元的收入。

◆估值与评级

我们采用海立控股和联动优势的承诺业绩加和作为收购完成后的预计盈利，对应于 2016-2018 年实现净利润 3.01 亿元、4.04 亿元、5.02 亿元，增发完成后的 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.78 元，6 个月目标价 30.55 元，维持“买入”评级。

◆风险提示:

并购重组进展不顺利，市场竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,121	2,506	2,279	3,601	4,401
营业收入增长率	29.04%	-19.70%	-9.08%	58.06%	22.20%
净利润(百万元)	59	30	115	301	404
净利润增长率	-10.80%	-49.01%	282.02%	161.43%	34.27%
EPS(元)	0.20	0.10	0.38	0.47	0.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.22%	2.14%	7.59%	4.22%	5.41%
P/E	113	221	58	47	35

买入(维持)

当前价/目标价: 24.30/30.55 元

目标期限: 6 个月

分析师

姜国平 (执业证书编号: S0930514080007)
021-22169167
jianggp@ebsec.com

王海山 (执业证书编号: S0930514070004)
021-22169154
wanghaihan@ebsec.com

薛亮 (执业证书编号: S0930515050004)
021-22167311
xueliang@ebsec.com

联系人

卫书根
021-22167336
weishugen@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股): 3.01

总市值(亿元): 66.54

一年最低/最高(元): 10.66/38.10

近 3 月换手率: 1.44%

股价表现(一年)



收益表现

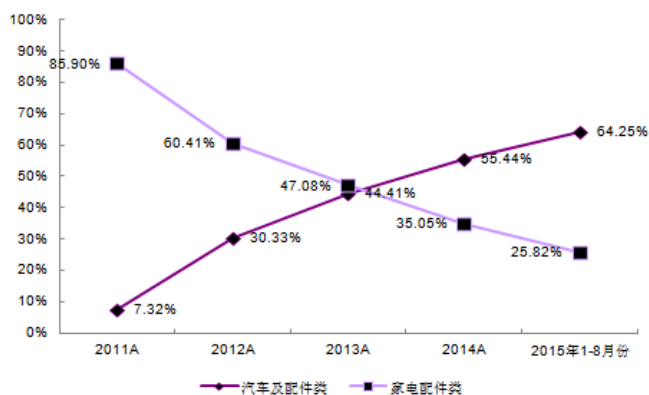
%	一个月	三个月	十二个月
相对	47.27	64.18	133.50
绝对	46.49	46.49	121.21

1、收购联动优势，进军第三方支付

1.1、汽车零部件+第三方支付双主业发展

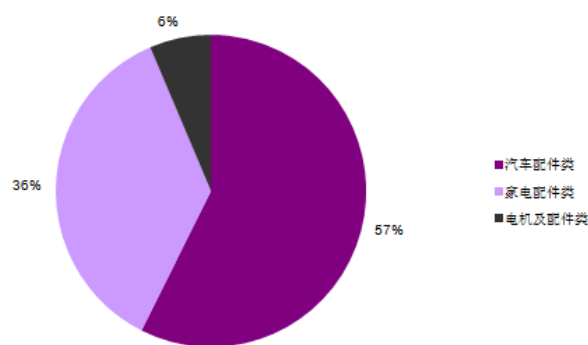
汽车整车与零部件生产+第三方支付并行发展。海立美达 2011 年上市时主业主要为家电零配件生产，营业收入占比超过 90%。上市之后开启转型之路，2012 年完成兴业汽配和兴发汽车零部件制造各 60% 股权收购，2013 年完成海立田 80% 股权收购，逐步进入汽车产业链，同时逐渐退出家电零配件领域。2015 年 1 月公司公告收购湖北福田专汽 70% 股份，正式进入整车领域。本次联动优势并购完成后，将形成汽车整车与零部件生产+第三方支付双主业的格局，同时基于传统业务基础拓展围绕汽车产业链上下游的供应链金融服务。

图 1：海立美达汽车及配件业务收入占比逐年增长



资料来源：公司公告

图 2：海立美达主营业务构成



资料来源：公司公告

1.2、交易完成不改第一大股东地位

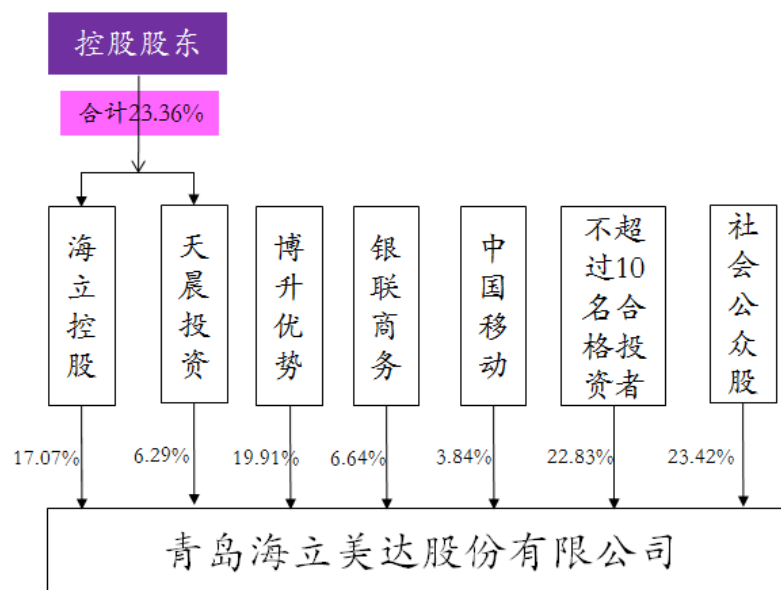
收购资产并募集配套资金不影响实际控制人控股地位。此次收购海立美达拟以 15.53 元/股价格发行股份购买中国移动、银联商务及博升优势合计持有的联动优势 91.56% 权益，交易对价为 30.39 亿元。同时向不超过 10 名特定投资者以同一价格非公开发行股份募集总额不超过 22.84 亿元配套资金，用于联动优势支付中国移动减资款、移动互联网智能融合支付云平台等联动优势项目建设等四个方向。所有交易完成后原控股股东合计持股比例由 49.93% 下降为 23.36%，仍为公司第一大股东。

表 1：募集资金拟投资领域

序号	项目	拟投入募集资金(亿元)
一	联动优势支付中国移动减资款	2.80
二	联动优势的项目建设	14.66
(一)	移动互联网智能融合支付云平台	8.50
(二)	跨境电商综合服务平台项目	2.02
(三)	在线供应链金融项目	4.13
三	支付本次交易中介机构相关费用	0.49
四	上市公司补充流动资金	4.89
合计		22.84

资料来源：公司公告

图 3：交易完成后海立美达的股东结构



资料来源：公司公告

业绩承诺高速增长。出于对海立美达的价值和业务前景的信心，海立控股承诺海立美达 2016-2018 年度净利润分别不低于 8,000 万元、14,000 万元和 18,000 万元，2017-2018 年同比分别增长 75%和 29%。与此同时，联动优势控股股东博升优势承诺联动优势 2016-2018 年净利润分别不低于 2.21 亿元、2.64 亿元和 3.22 亿元，2017-2018 年同比分别增长 19%和 22%。交易完成后，双主业合计承诺业绩业绩 2016-2018 年度净利润分别不低于 3.01 亿元、4.04 亿元表和 5.02 亿元，2017-2018 年同比分别增长 34%和 24%。

表 2：业绩承诺高速增长

承诺主体	海立美达			联动优势			合计		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
承诺业绩(亿元)	0.8	1.4	1.8	2.21	2.64	3.22	3.01	4.04	5.02
YOY		75%	29%		19%	22%		34%	24%

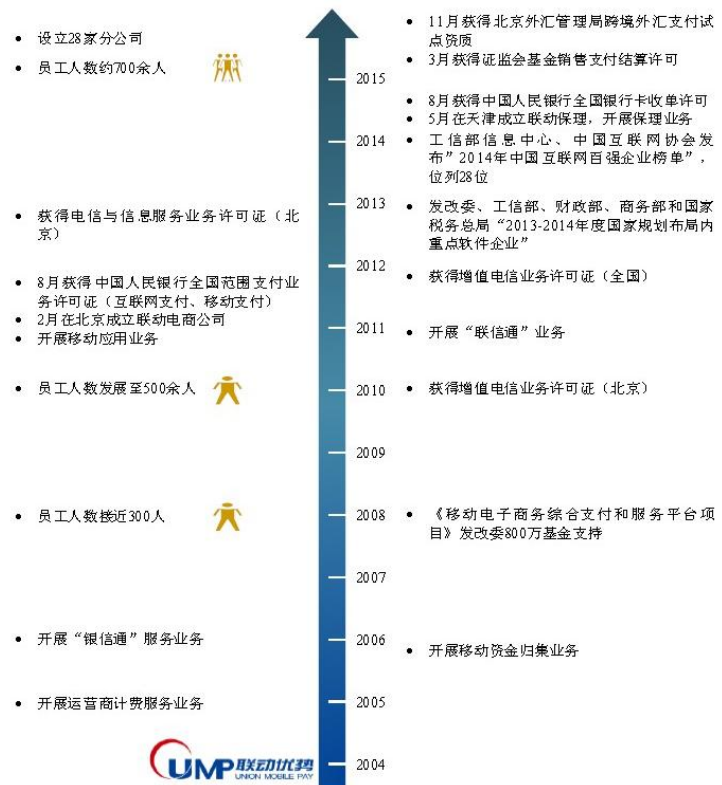
资料来源：公司公告

2、联动优势：业务布局完整，股东实力强劲

业务稳步拓展，丰富领域布局。联动优势于 2003 年由博升优势、中国移动和银联商务共同出资设立，经过一系列增资及股权转让，截止被收购时，博升优势持有标的公司 60%股权，中国移动和银联商务分别持有标的 20%股权。公司成立之初与中国移动合作向银行推广“手机钱包”业务，逐步开展移动运营商计费结算和移动资金归集业务；2007 年开始向银行集团客户提供“银信通”服务，进入移动金融信息服务领域；2011 年之后公司陆续获得中国人民银行颁发的在全国范围从事“互联网支付、移动支付、银行卡收单”三张业务许可牌照，逐步成为国内领先的第三方支付服务提供商，完

成了在移动信息服务、第三方支付和移动运营商计费结算服务三大领域的布局。

图 4：联动优势发展历程

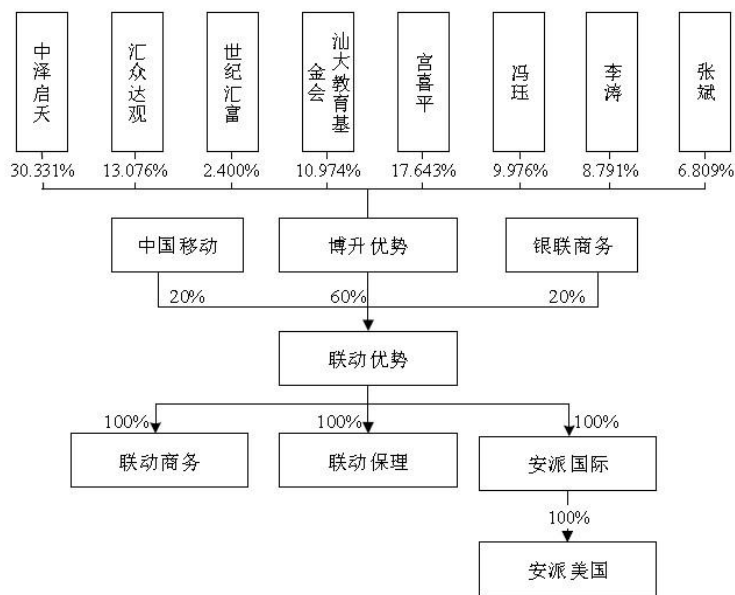


资料来源：公司公告

2.1、股东实力强劲

拥有实力强劲的股东结构。公司自成立到被并购的13年中，博升优势、中国移动和银联商务在绝大多数时间都是公司仅有的三大股东。其中中国移动是国内最大的移动通信运营商，双方在移动信息服务、电信运营商计费结算服务、“惠商+”O2O等业务领域有着深度合作；银联商务是中国银联控股的从事银行卡收单服务的公司，在银行卡收单市场占据最大的市场份额，双方在第三方支付等业务领域有着深度合作。此外，博升优势是由中泽启正、汕大教育基金会等投资机构、联动优势 CEO 张斌等持有的有限责任公司，其中持股最多的中泽启正是由在通信互联网领域具有丰富经验的知名投资人吴鹰担任基金管理人的有限合伙企业。股东结构丰富，实力强劲。

图 5：联动优势被并购之前的股东结构



资料来源：公司公告

2.2、业务领域布局完整

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。公司是中国移动集团业务集成商（SI），是目前国内最大、面向“955xx”号段银行总行客户短彩信发送系统提供专业化运营和维护的提供商。此外，公司拥有中国人民银行全国范围内从事“互联网支付”、“移动电话支付”、“银行卡收单”三张业务许可牌照。根据易观智库数据显示，公司在 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。

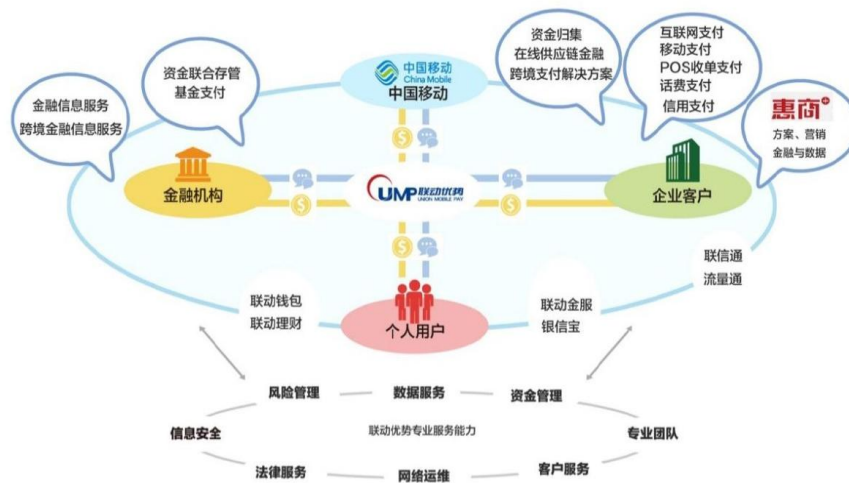
表 3：联动优势业务汇总

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、信用评级、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、移动电话支付	商户、企业、事业单位
		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	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	增值服务 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
-------------	---------	--------------	-----------------------	----------

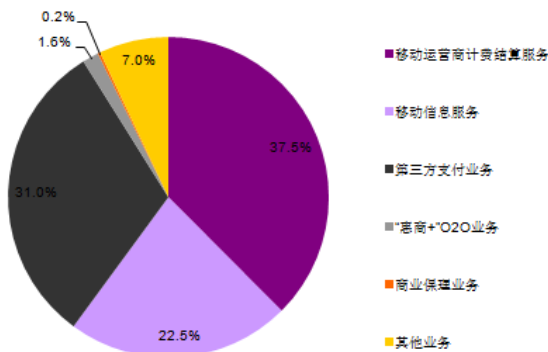
资料来源：公司公告

图 6：联动优势现有业务之间的关系



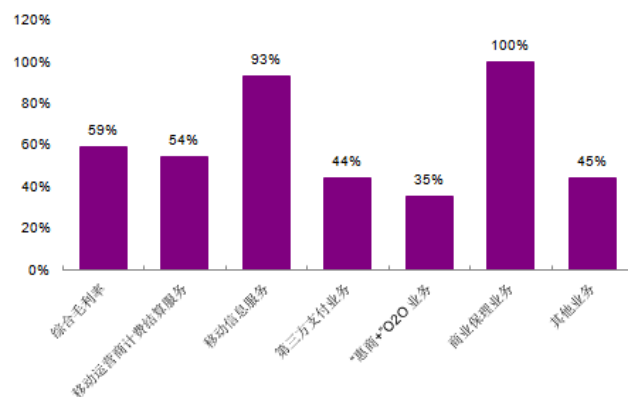
资料来源：公司公告

图 7：联络优势各项业务收入 2015 年 1-8 月收入占比



资料来源：公司公告

图 8：联络优势各项业务 2015 年 1-8 月毛利率水平

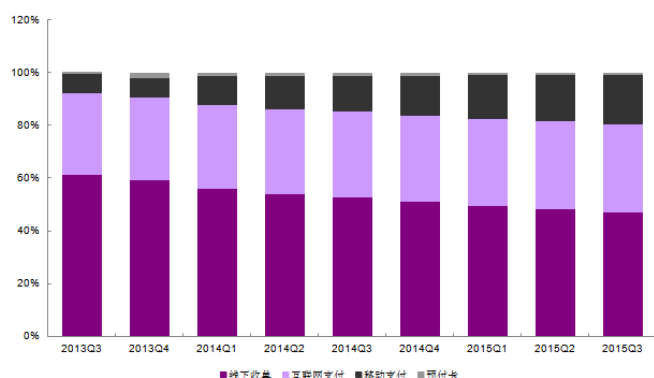


资料来源：公司公告

2.2.1、第三方支付：重点发展的核心业务

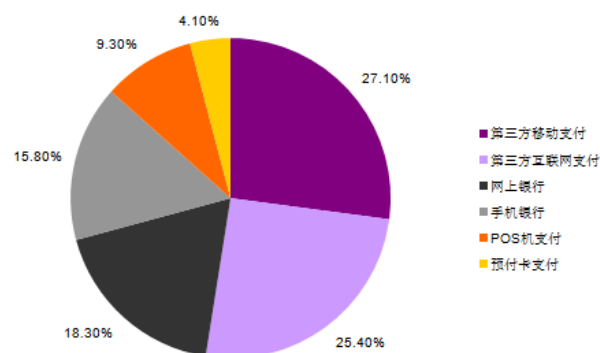
线下收单、互联网支付和移动电话支付是当前最具价值的三类第三方支付手段。根据速途研究院的数据显示，在 2015 年第三季度 9 万亿的第三方支付的交易规模中，排名前三的线下收单、互联网支付和移动电话支付合计占有 99.5% 的份额。而从 2015 年 Q3 中国网民所使用的支付方式来看，线下收单、互联网支付和移动电话支付合计占有 96% 的份额，无疑是当前最具价值的三类支付手段。而从牌照数量来看，全国也仅有 24 家第三方支付机构拥有上述三张全国性牌照。

图 9：2015 年 Q3 各种支付方式支付量对比



资料来源：速途研究院

图 10：2015 年 Q3 各种支付方式支付次数对比



资料来源：速途研究院

联动优势手握三张最具价值的第三方支付牌照。目前央行规定的第三方支付服务主要包括网络支付、预付卡的发行与受理和银行卡收单。其中网络支付又包括货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付等。公司于 2011 年 1 月成立全资子公司联动商务，于 2011 年 8 月获得中国人民银行在全国范围内从事“互联网支付”和“移动电话支付”牌照，2014 年 8 月获得全国银行卡收单许可牌照。此外，公司还获得证监会基金销售支付结算业务资格以及国家外汇管理局北京外汇管理部跨境外汇支付试点资质。

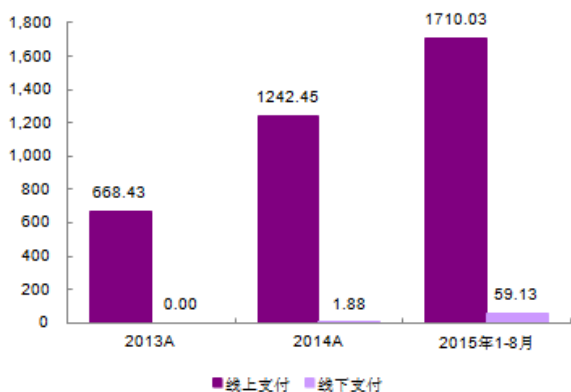
表 4：联动优势所拥有的五张牌照对应的具体业务

牌照类型	具体业务
银行卡收单	是指通过 POS 终端为银行卡特约商户代收货币资金的行为。主要有发卡行、收单机构、银行卡组织 3 大参与方，收入来源主要是参与方向商户收取的交易手续费，标准由央行来制定，根据行业不同费率不同，变化区间在 0.38%-1.25%之间。各参与方按比例分成，当前比例是 7：2：1，即发卡机构取七成，收单机构取两成，银联取一成。
网络支付	是指通过互联网在收付款人之间转移资金，包括货币汇兑、互联网支付、移动电话支付、固定电话支付、数字电视支付等。网络支付的服务商同样可以收取交易佣金，佣金率水平与收单业务相当。
预付卡的发行与受理	是指以营利为目的发行的、在发行机构之外购买商品或服务的预付价值，包括采取磁条、芯片等技术以卡片、密码等形式发行的预付卡。预付卡支付除了可以收取与网上支付和收单业务同样的支付手续费以外，最大的不同就是预付卡可以实现资金沉淀并赚取沉淀资金利息。此外，死卡率也是重要的潜在收入来源。
基金销售支付结算业务资格	为基金销售机构提供支付结算服务的第三方支付机构。
跨境外汇支付	2013 年 5 月第一批跨境支付试点企业名录公布，主要为跨境电商交易双方提供外汇资金收付及结售汇服务。

资料来源：互联网，光大证券研究所整理

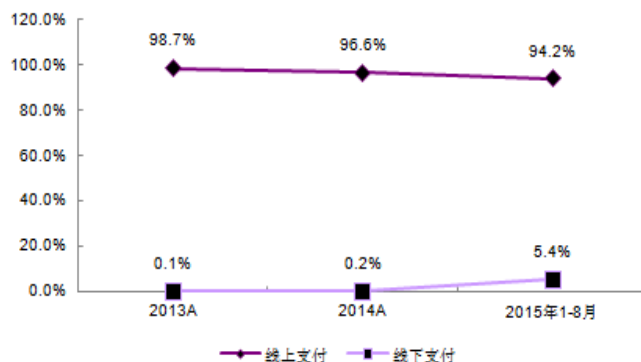
线上支付高速增长，线下支付兑现可期。联动优势 2011 年 8 月获得线上支付牌照，2014 年实现线上支付交易额过千亿，2015 年 1-8 月份已实现线上交易额近 1800 亿，远超 2014 年全年。与交易额高速增长相对应的是，公司 2014 年线上支付营收同比增长 50%，2015 预计将为维持高速增长。公司 2014 年 8 月取得线下银行卡收单牌照，当年实现交易额近两亿元，2015 年 8 月前已实现交易额近 60 亿元。随着线下 POS 机具布设的推进，线下支付预计将迎来逐步兑现。

图 11: 联动优势线上和线下支付交易额对比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

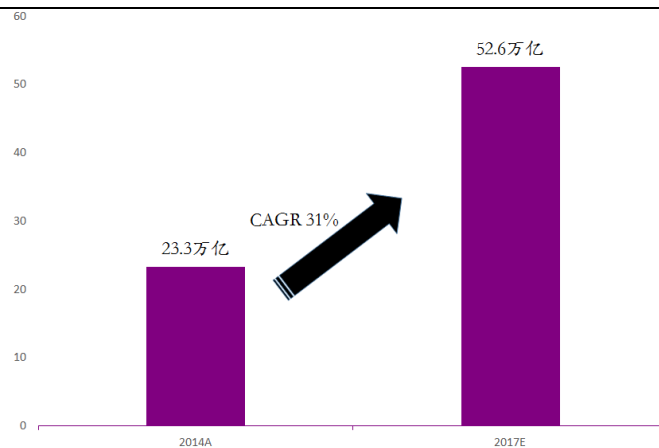
图 12: 联动优势线上和线下支付贡献支付业务收入占比



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

第三方支付市场快速增长, 公司将显著受益。随着电商的兴起及移动终端的普及, 以及 O2O 等新的善业模式落地, 第三方支付手段逐渐成为人们生活中不可或缺的工具之一, 同时, 第三方支付市场也迎来了高速增长。据艾瑞咨询数据显示, 2014 年我国第三方支付行业交易规模达 23.3 万亿元, 同比增长 35.5%; 预计 2017 年将达到 52.6 万亿元规模, 2014-2017 三年复合增长率高达 31%。

图 13: 第三方支付市场交易规模 2017 年预计将达到 52.6 万亿



资料来源: 艾瑞咨询

■ 线上支付业务

线上支付高速增长。联动优势的线上支付业务主要为移动运营商、保险公司、互联网金融及电商等提供包括支付收单、清结算等综合支付产品及服务。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。根据易观智库报告显示, 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。

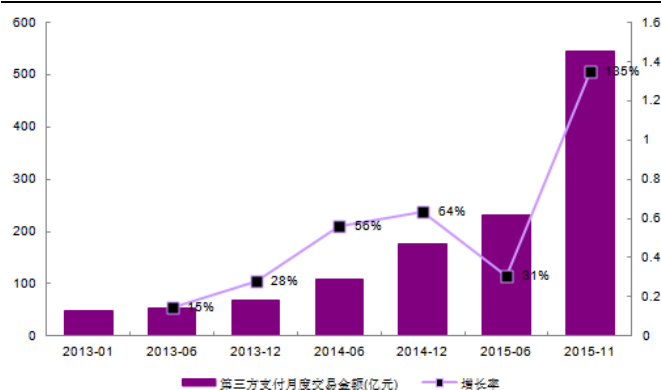
*注: 应用内支付主要是指通过中间件的形式内嵌到应用内, 用户在支付过程中, 不用脱离当前商户的 APP 内, 就可以通过输入银行卡号, 或者与银行绑定的形式来实现支付。

图 14： 联络优势线上支付业务模式



资料来源：公司公告

图 15： 联动优势第三方支付月度交易金额



资料来源：公司公告

手续费与通道使用费差额以及基于支付的增值服务是当前线上支付业务收入的主要来源。对于线上支付业务，联动优势直接与客户沟通并签署支付服务协议，并为商户安装支付插件并提供接入通道。用户通过互联网、手机支付消费后，该笔资金通过银行、银联等机构进行汇总并由联动优势结算，然后向商户收取支付手续费并向银行以及银联支付通道使用费，手续费通道使用费的差额以及基于支付的增值服务即为公司所获得的收益。

■ 线下银行卡收单业务

线下收单业务前景可期。联动优势于 2014 年 8 月获得央行全国范围“银行卡收单”业务许可，并在广东、上海、福建等省市筹备设立了 20 家分公司，为本地商户提供专业的线下支付业务。公司采取直销和渠道体系两类路径进行商户拓展，其中直销直接服务于大型品牌和核心企业，并提供个性化定制服务；渠道体系覆盖小微客户，提供标准化通用服务，所有线下客户与联动优势直接签署银行卡收单服务协议。在此基础上，公司通过向线下商户提供搭载支付软件的智能 POS 机间接为消费者提供支付服务，并获取收单手续费分润以及电子商务渠道、数据传输服务等增值服务收益。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 月的 33 亿元。

表 5： 银行卡刷卡的手续费标准

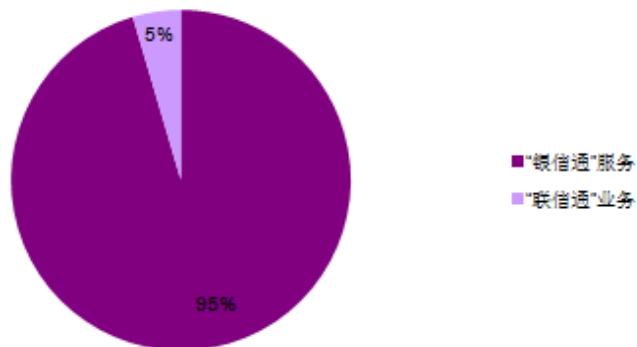
商户类别	发卡行服务费	清算机构服务费	收单行服务基准价
1、餐娱类：宾馆、餐饮、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产和汽车销售	0.9%，其中房地产和汽车销售封顶 60 元	0.13%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元	0.22%，其中房地产和汽车销售封顶 10 元
2、一般类：百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区	0.55%，其中批发类封顶 20 元	0.08%，其中批发类封顶 2.5 元	0.15%，其中批发类封顶 3.5 元
3、民生类：超市、大卖场、水电煤气、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08%
4、公益类：公立医院和公立学校	0	0	按照服务成本收取

资料来源：公司公告

2.2.2、移动信息服务：有望迎来高增长

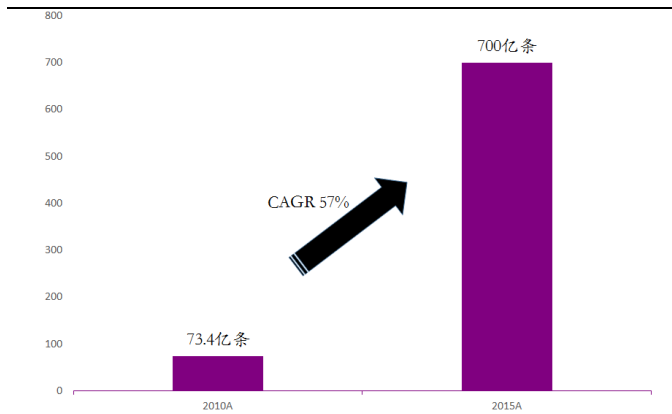
移动信息服务包括“银信通”服务和“联信通”服务。其中“银信通”服务是当前移动信息服务收入的主要来源,2015年1-8月份贡献整体移动信息服务收入的95%。“银信通”服务又包括B-MAS-SI代理服务和B-MAS运营支撑服务两大类,其中B-MAS-SI代理服务根据业务量收取佣金,近两年由于规避关联交易的原因略有下滑;B-MAS运营支撑服务每年收入规模基本维持在2000万的水平。

图 16: 联动优势移动信息服务业务结构



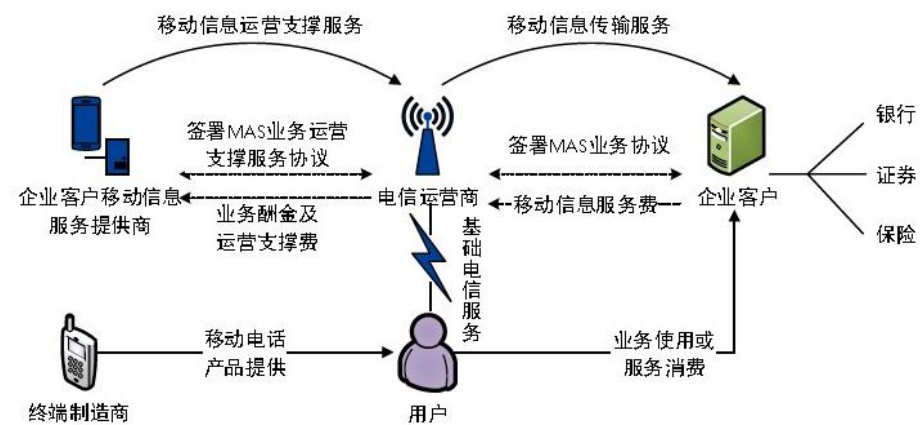
资料来源：公司公告

图 17: 公司短信发送量近五年复合增长率高达 57%



资料来源：公司公告

图 18: 移动信息服务产业上下游关系及业务模式



资料来源：

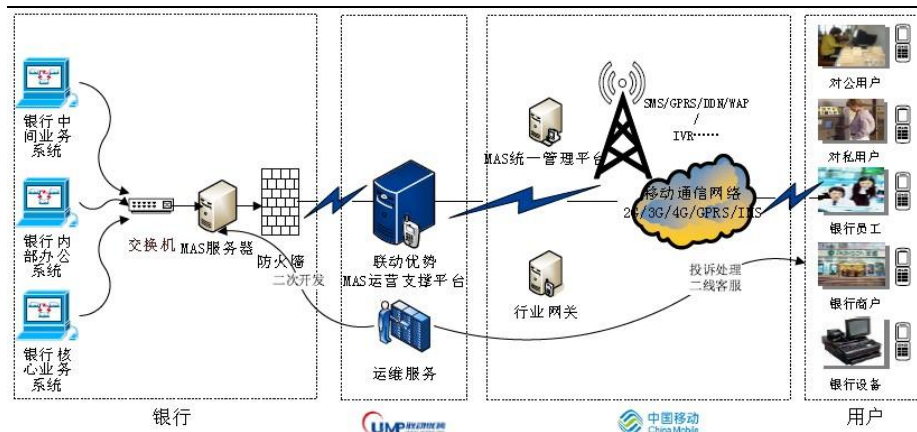
■ 银信通:面向大型银行客户的移动信息与支撑服务

银信通是向大型银行客户提供短信发送和平台支撑服务。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,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,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。其中公司提供技术支持、业务运营支撑和业务投诉处理等服务。目前,联动优势为工商银行、建设银行

行、中国银行、交通银行等二十余家银行总行及信用卡中心提供“银信通”运营支撑服务，短信息发送量由2010年的73.4亿条上升至2015年的700亿条左右。按照移动2014年总计7000亿次的短信发送量计算，公司的短信发送业务占中移动的10%的份额。

注：MAS：Mobile Agent Server，移动代理服务器，是协助企业原有业务系统实现无线应用的接入工具，实现MAS接入后企业原有的业务系统可以方便的实现无线应用。

图 19：银信通服务业务拓扑图



资料来源：公司公告

业务酬金和增值服务是公司银信通业务的主要收入来源。公司为中国移动提供B-MAS-SI代理服务 and B-MAS运营支撑服务。B-MAS-SI代理服务是公司直接与银行客户沟通并了解客户需求，然后与中国移动签署合作协议协助中国移动向合作银行等金融机构提供“955xx”号段短彩信发送服务，中国移动根据合作金融机构短彩信发送量根据月度考核结果按月度向联动优势支付业务酬金，计算公式为业务酬金月度结算金额=MAS业务月度实收金额×业务酬金比例×（月度考核分数/100）。B-MAS运营支撑服务是公司为中国移动面向集团客户提供技术支持、业务支撑和客服支撑等增值业务，获取运营支撑服务收入，其中80%为基本支撑费，按月结算；余下20%部分为考核支撑费，根据季度考核得分情况按季度结算。

北京地区未续签导致2014年营收下滑，后续有望恢复增长。“银信通”业务属于联动优势的传统业务，2014年由于北京移动与联动优势的《集团业务委托代理合同》到期后双方未续签，导致代理服务业务酬金减少使得收入大幅下滑，同比下降76%。与此同时，公司积极拓展上海地区的相关业务，使得来自中国移动通信集团上海有限公司的B-MAS-SI代理服务酬金呈快速增长态势，2015年收入超过一亿元，同比增长60%。随着后续更多区域的业务拓展，移动信息业务有望迎来高增长。

■ 联信通：面向中小企业客户的短信发送服务

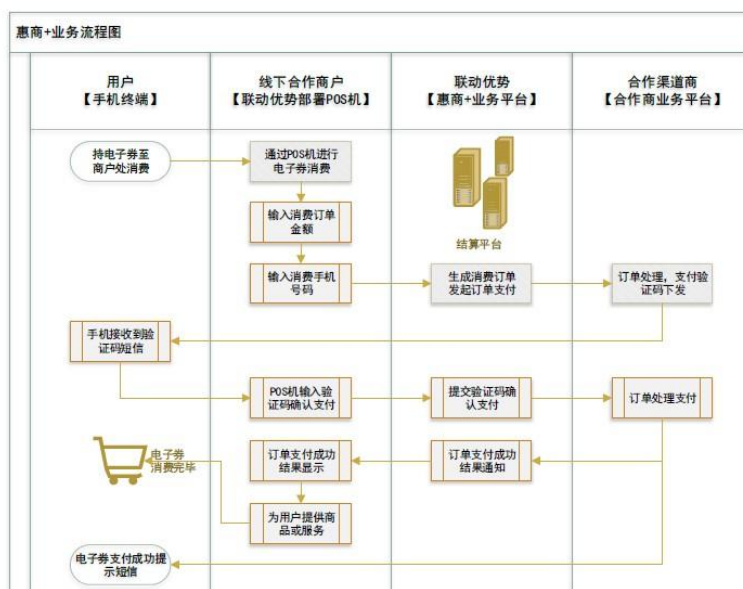
联信通是面向中小企业客户提供的短信发送服务。主要分为网关型业务和本地SI两种模式。网关型业务主要是联动优势通过自有通道以及租用通道为银行分行、互联网企业、物流企业、城商行等中小型集团客户提供短信发送服务，通道类型为移动、电信、联通三网，盈利来源为来自客户侧的收

入与运营商（或通道商）成本之间的差额部分。本地 SI 业务则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，从而根据运营商政策获取业务佣金，佣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。

2.2.3、“惠商+”O2O 业务：为线下商户引流的支付服务

“惠商+”O2O 业务为中国移动用户在线下商户消费电子券提供支付服务，并为线下商户带来客流量。其中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。并在为线下本地商户引入移动客户资源的同时，还可为其提供会员管理、业务推广、消费支付、银行卡收单、短期融资、智能营销等 O2O 综合服务解决方案。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 20：“惠商+”O2O 业务流程图



资料来源：公司公告

中国移动等合作方按比例支付的交易佣金是该业务的主要收入来源。“惠商+”O2O 业务的下游客户主要为本地化生活服务类商户，联动优势直接与连锁商超、快餐等为代表的大客户直接签约，并根据合作商户消费电子券、积分的交易金额，按一定比例收取交易佣金。在合同约定的期限内，合作伙伴按用户消费的电子券根据协议约定与联动优势按月结算，联动优势在扣除交易服务费后，根据合同向合作商户付款。

运营商积分市场规模稳定，后续增长来自银行、航空等积分市场拓展。按照中国移动每年 6000 亿的营收计算，假设其中 5000 亿换算为移动积分*，按照 50 积分/元的换算比例，对应价值 100 亿元的积分市场。同理，电信联通积分市场规模在 20 亿元，每年银行卡消费产生的新积分价值在 90 亿元规模，国内航空积分价值也在几十亿元规模。综合运营商、银行、航空三个市场积分规模大约在 300 亿左右，我们假设其中十分之一用作线下商户消费，

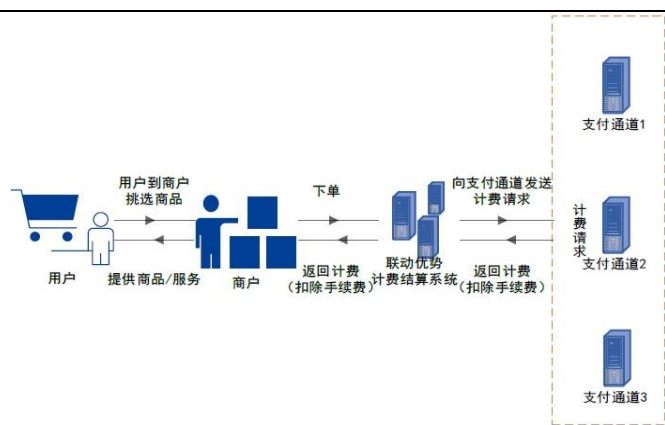
对应每年有近 30 亿元的交易额。按照公司从积分源收取 0.5%*交易额的手续费，商户收取 1%*交易额的手续费合计 1.5%*交易额的手续费收费规则计算，该部分业务每年有望给公司稳定贡献近 4500 万元的收入。

*注：移动积分换算规则是消费金额一元对应一个积分，基本费用并不计算积分。

2.2.4、话付宝：新一代面向移动运营商的计费结算服务

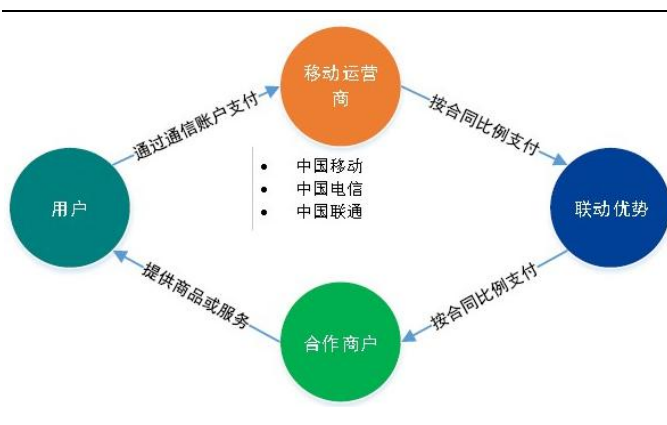
话付宝是向通过移动运营商账户购买游戏、手机应用、阅读等服务的用户提供计费结算服务。其上游是移动运营商，下游是数字娱乐和移动互联网应用及线下生活服务类商户。联动优势负责通信账户支付平台的开发与维护、计费服务、结算服务、二线客服等服务，目前已与中国移动十余家省级公司、中移电商、咪咕文化、中移互联网公司建立了合作关系。

图 21：移动运营商计费结算服务流程



资料来源：公司公告

图 22：运营商计费结算产业链



资料来源：公司公告

与移动运营商对移动用户购买交易分成是话付宝的主要收入来源。该项业务联动优势采取直销模式，直接发展商户并与其签约，然后通过招标、议标或商业谈判等方式取得中国移动各省级公司合作资格后开展。主要盈利模式有两种：一种是向商家提供小额支付服务，移动用户通过联动优势的通道向合作商户购买产品或服务后，公司直接与移动运营商及商户结算，收入为收取的运营商结算款减去应支付给各商户的结算款之后的差额；另一种是依托自有用户模型及业务平台入口（聚U惠），帮助合作商户进行产品推荐下载等推广服务，并按照用户应用内付费分成获取收益。

运营商计费结算服务需求端主要来自用户对手机游戏、移动阅读等虚拟消费的支出。根据艾瑞咨询数据显示，2015 中国移动游戏市场规模将达到 407 亿，未来三年仍将保持 30%左右的年复合增长率。在移动阅读方面，据易观智库研究，预计 2017 年市场整体收入规模将突破 150 亿元。按照公司收取交易额的 10-15%作为手续费收入计算，假设其中 15%的比例通过短信支付，手机游戏与移动阅读两个市场合计有近 10 亿的市场规模。

全网计费业务受冲击，省网计费服务与“聚U惠”稳定增长。全网计费服务、省网计费服务与“聚U惠”三类业务 2014 年分别贡献公司计费结算业务收入的 51%、22%和 26%。由于中国移动集团向互联网业务转型，自 2014 年 8 月起对全网通信账户支付业务的履行类型进行了调整，导致公司自

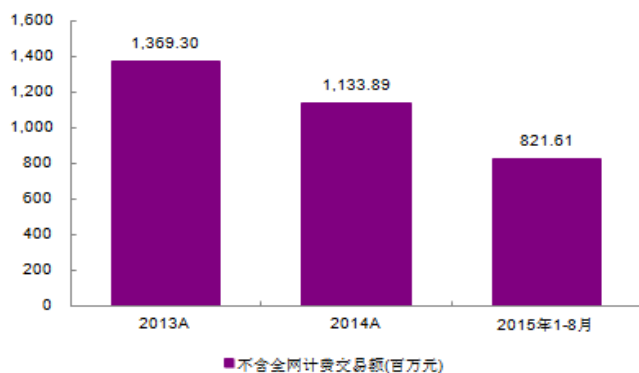
2014年10月起停止接入中国移动全网计费结算服务。同时，2015年由于北京停止积分兑换实物商品业务，导致公司“聚U惠”业务受到一定冲击，收入同比下降34%。考虑到公司除北京移动外其他省公司“聚U惠”业务收入均保持增长以及2016年新签约合作移动省公司的贡献，预计省网计费服务与“聚U惠”业务未来三年仍能维持稳定增长。

表 6：全网计费服务和省网计费服务的区别

项目	全网计费服务	省网计费服务
接入方式	北京一点接入、31个省实现服务和北京一点结算	中国移动各省级公司分省服务和结算
业务管理	移动运营商计费结算服务组织管理分为四级：移动集团、电子商务基地（总部委托湖南公司承担，以下简称“基地”）、各省公司及运营支撑方（联动优势）。中国移动通信集团公司委托基地对运营支撑方进行管理和考核打分（影响结算）。	商户-联动优势-省移动公司，三方合作开展业务
商户合作	由联动优势直接面向全国拓展全网商户，与基地、商户三方签署合作协议，并提供相应服务	联动直接进行拓展，或移动直接进行拓展
商务模式	在全网业务中，多方以分成的方式分享“支付手续费”，具体如下：1) 手续费收取：联动向商户收取不超过30%的手续费，具体按阶梯执行，交易规模越大，手续费越低；2) 手续费分享：各省公司：基地：联动优势=15%：平台收入的2.25%：（商户手续费-15%-基地收益）（另额外考核打分）。	在省网业务中，多方以分成的方式分享“支付手续费”，具体如下：1) 联动主拓：联动向商户收取不超过30%的手续费，具体按阶梯执行，交易规模越大，手续费越低；移动省公司：联动=15：85或利润50：50。2) 移动主拓：中国移动与商户约定具体分润比例；移动省公司：联动=100：0或固定低比例支撑。

资料来源：公司公告

图 23：公司近三年不含全网的计费结算交易额



资料来源：公司公告

图 24：“聚U惠”是一家专业的话费购物平台



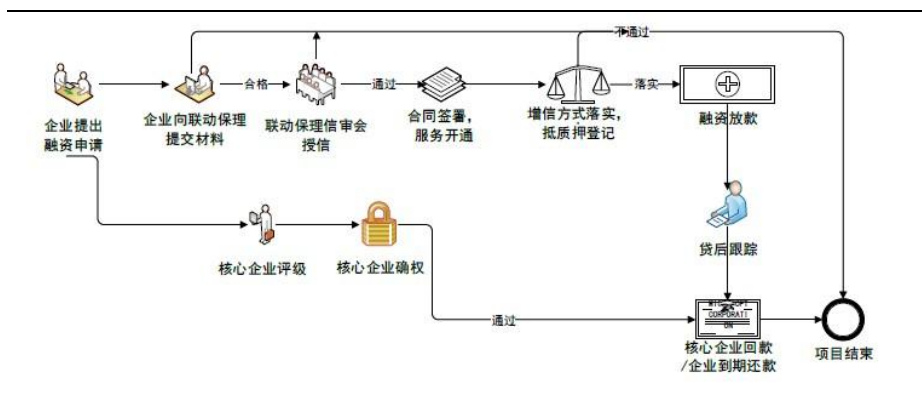
2.2.5、供应链金融与大数据服务

基于商户画像，大有可为。联动优势于2014年5月成立了联动保理，依托公司积累的丰富的客户资源，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，为细分行业中小微企业、企业提供应收账款保理融资、信用支付、销售分类帐及信用管理等服务。具有融资需求的商户可线上线下申请并提交资料，审核通过后联动保理直接与商户签署保理业务合同。当前收入主要为保理融资服务费，即保理融资服务费=保理客户使用的融资金额*融资付费标准*融资使用时间。

海立美达传统主业有望与供应链金融业务形成良好协同。我们在供应链金融深度报告《供应链金融：主业为基，金融为器，万亿蓝海待挖掘》中有详细阐述：供应链金融的核心在于对于供应链上下游真实交易关系的掌握。

海立美达作为一家年营业额近 30 亿的汽车及家电零部件供应商，在行业内有着多年积累，能够给联动保理带来更多有价值的行业客户，结合联动本身在风险控制方面的积累，双方结合各自优势后续有望形成良好的协同效应。

图 25：联动优势保理业务流程图



资料来源：公司公告

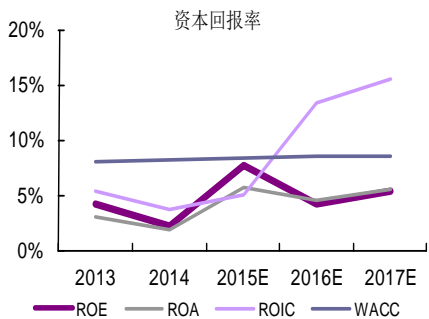
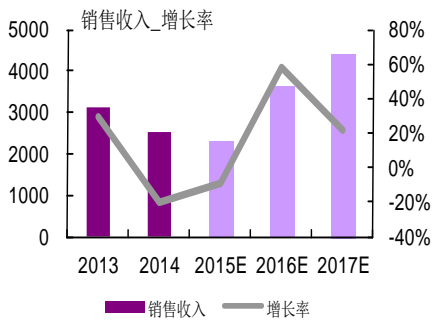
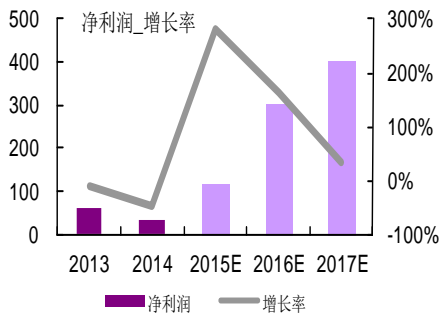
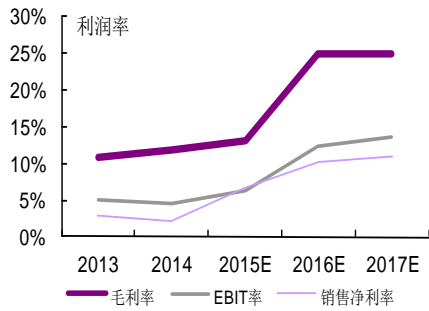
依托数据基础，谋求数据变现。联动优势在第三方支付领域经营多年，积累了丰富的商户交易数据和消费者支付数据，为开展大数据服务奠定了重要的数据基础。公司直接与金融机构、电商等客户谈判并签约提供大数据服务，主要盈利模式分为两类：一类为向客户提供数据匹配和数据丰富服务，按照分成或按字段数量计费两种模式获取服务收入。另一类为根据客户提供的待分析关键字段，一次性返回分析结果获得分析服务费。

3、盈利预测与投资建议

在业绩预测方面，我们采用海立控股和联动优势的承诺业绩加和作为收购完成后的预计盈利。对应于 2016-2018 年实现净利润 3.0 亿元、4.04 亿元、5.02 亿元，增发完成后的 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元、0.78 元，6 个月目标价 30.55 元，维持“买入”评级。

4、风险分析

并购重组进展不顺利，市场竞争加剧。



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,121	2,506	2,279	3,601	4,401
营业成本	2,780	2,208	1,982	2,698	3,300
折旧和摊销	80	89	109	120	133
营业税费	8	10	8	14	18
销售费用	51	56	46	72	88
管理费用	115	105	98	359	389
财务费用	53	50	34	33	35
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	102	65	111	415	567
利润总额	112	73	200	458	605
少数股东损益	33	21	35	66	80
归属母公司净利润	59.03	30.10	114.99	300.63	403.66

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	3,109	2,688	2,669	8,145	8,718
流动资产	2,090	1,582	1,560	7,000	7,543
货币资金	147	169	159	5,003	5,095
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	549	451	411	616	753
应收票据	482	282	342	540	660
其他应收款	13	3	10	13	16
存货	644	506	449	535	658
可供出售投资	0	17	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	0	0	0	0
固定资产	688	701	707	727	723
无形资产	137	154	157	161	164
总负债	1,512	1,042	881	690	834
无息负债	762	524	509	690	834
有息负债	750	518	372	0	0
股东权益	1,596	1,646	1,788	7,455	7,884
股本	152	151	301	644	644
公积金	954	951	812	5,822	5,862
未分配利润	293	306	402	650	958
少数股东权益	197	238	273	339	419

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	1	355	295	105	344
净利润	59	30	115	301	404
折旧摊销	80	89	109	120	133
净营运资金增加	167	-329	-16	508	363
其他	-304	565	87	-824	-555
投资活动产生现金流	-136	-32	-116	-157	-162
净资本支出	-100	-35	-136	-157	-162
长期投资变化	17	0	0	0	0
其他资产变化	-54	2	20	0	0
融资活动现金流	186	-299	-188	4,895	-90
股本变化	2	-1	150	343	0
债务净变化	231	-232	-146	-372	0
无息负债变化	231	-239	-14	181	144
净现金流	51	23	-9	4,843	93

资料来源：光大证券、上市公司

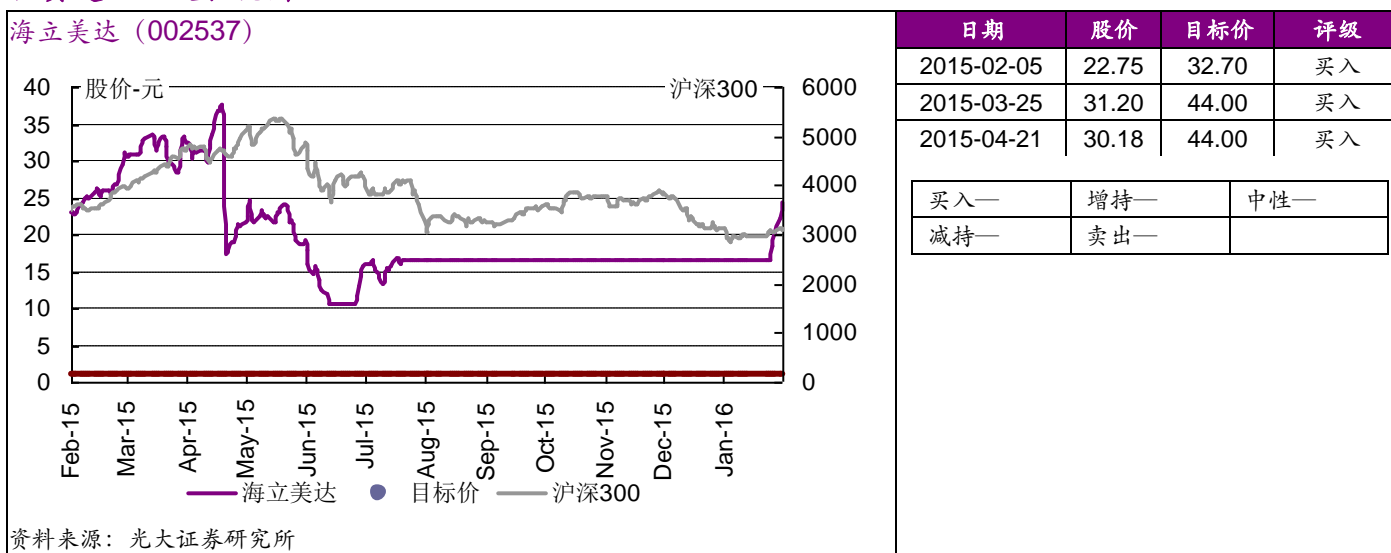
关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	29.04%	-19.70%	-9.08%	58.06%	22.20%
净利润增长率	-10.80%	-49.01%	282.02%	161.43%	34.27%
EBITDA/EBITDA 增长率	19.33%	-13.19%	24.82%	123.98%	29.06%
EBIT/EBIT 增长率	7.84%	-25.88%	26.59%	209.18%	34.14%
估值指标					
PE	113	221	58	47	35
PB	5	5	4	2	2
EV/EBITDA	20	22	30	18	14
EV/EBIT	30	39	53	23	17
EV/NOPLAT	36	55	71	29	22
EV/Sales	1	2	3	3	2
EV/IC	2	2	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	10.94%	11.91%	13.01%	25.08%	25.01%
EBITDA 率	7.51%	8.12%	11.15%	15.79%	16.68%
EBIT 率	4.95%	4.57%	6.36%	12.45%	13.67%
税前净利润率	3.58%	2.90%	8.78%	12.72%	13.74%
税后净利润率 (归属母公司)	1.89%	1.20%	5.05%	8.35%	9.17%
ROA	2.97%	1.90%	5.62%	4.50%	5.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.22%	2.14%	7.59%	4.22%	5.41%
经营性 ROIC	5.32%	3.73%	5.03%	13.26%	15.54%
偿债能力					
流动比率	1.40	1.55	1.81	10.40	9.23
速动比率	0.97	1.05	1.29	9.61	8.42
归属母公司权益/有息债务	1.87	2.72	4.08	-	-
有形资产/有息债务	3.78	4.62	6.39	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.20	0.10	0.38	0.47	0.63
每股红利	0.05	0.03	0.07	0.09	0.11
每股经营现金流	0.00	1.18	0.98	0.16	0.53
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	1.58	0.33	-0.27	0.15
每股净资产	4.65	4.67	5.03	11.05	11.59
每股销售收入	10.36	8.32	7.56	5.59	6.83

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com