

## 华峰超纤 (300180)

## 移动支付时代“卖铲子的人”

2017年01月16日

增持 (维持)

## 市场数据

报告日期	2017-01-16
收盘价(元)	25.63
总股本(百万股)	475.00
流通股本(百万股)	299.94
总市值(百万元)	12174.25
流通市值(百万元)	7687.51
净资产(百万元)	2605.95
总资产(百万元)	3400.38
每股净资产	5.49

## 相关报告

《华峰超纤(300180):销量保持稳定增长,能源成本上升拖累业绩》2016-08-28

《华峰超纤(300180):经营情况总体平稳,期待启东项目投资》2016-04-27

《华峰超纤(300180):前三季度延续高增长,公司处于快速发展期》2015-10-26

分析师:

袁煜明

yuanyuming@xyzq.com.cn

S0190515040001

徐留明

xuliuming@xyzq.com.cn

S0190515060004

唐婕

tangjie87@xyzq.com.cn

S0190515060002

徐聪 CFA

xucong@xyzq.com.cn

S0190516060001

## 主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1137	1280	1607	2050
同比增长	17.2%	12.6%	25.6%	27.5%
净利润(百万元)	119	124	158	209
同比增长	3.0%	4.1%	27.3%	32.7%
毛利率	26.8%	25.8%	26.8%	27.2%
净利润率	10.5%	9.7%	9.8%	10.2%
净资产收益率(%)	7.8%	4.7%	5.6%	7.0%
每股收益(元)	0.25	0.26	0.33	0.44
每股经营现金流(元)	0.23	0.24	0.36	0.35

## 投资要点

- **华峰超纤并购威富通,强势进军移动支付领域。**威富通是国内领先的移动支付技术服务商,已经为70万家商户、60余家银行、多家主流第三方支付公司提供移动支付相关的技术服务。随着交易金额的井喷,威富通2016年前十个月实现净利润1.04亿,是15年全年的十倍。
- **威富通身兼银行和商户移动支付IT提供商和第三方支付公司代理商,在这两端有较强的卡位优势。**威富通帮助银行、商户、第三方支付公司打通数据流、信息流和资金流,迅速做大各方的移动支付交易金额。较高的转换成本意味着对威富通服务的较强粘性。公司摸索出的银行模式,充分利用银行的清分能力和客户资源做大交易规模,这是商业模式的创新
- **公司成长性很重要的来源是银行的导流效应和开发客户交易额占比提升。**目前签约的大部分银行系统正处于调试期,导流潜力还很大。同时,威富通自己开发客户的交易额占比未来将提升,这部分具有更高的服务费率。
- **威富通作为“卖铲子的人”,受益于国内移动支付掘金潮。**移动支付的盛行吸引银行、商户、支付公司等各方积极参与其中,但这些参与方有各自的能力认知或企业基因上的短板,威富通的出现弥补了各方的缺陷。“卖铲子的人”未来将挖掘更多的用户需求与业务模式,将有望屹立掘金潮头。
- **盈利预测及投资建议:**由于此次重组尚未完成,盈利预测暂不考虑威富通的影响,预计16-18年EPS分别为0.26元、0.33元和0.44元。基于威富通在移动支付领域的卡位价值和成长性,给予“增持”评级。
- **风险提示:**重组进程受阻;超纤业务增速放缓;支付行业竞争加剧。



## 目 录

1、华峰超纤并购威富通，切入移动支付领域.....	- 4 -
1.1、华峰超纤主业为超纤材料，近年来表现稳定.....	- 4 -
1.2、此次资产重组有助于上市公司实现多元化战略.....	- 4 -
1.3、威富通是国内领先的移动支付技术服务商.....	- 5 -
2、威富通主要商业模式与产业链分析.....	- 6 -
2.1、移动支付分润业务是公司收入主要来源.....	- 6 -
2.2、银行模式是目前移动支付分润业务的主要模式.....	- 6 -
2.3、移动支付云平台是公司目前的核心产品.....	- 8 -
2.4、银行模式可分为银行自拓模式和威富通开发模式.....	- 9 -
2.5、公司通过向银行按交易金额收取一定比例的服务费获得收入.....	- 11 -
2.6、公司毛利率分析.....	- 11 -
3、支付公司端和银行端的卡位优势是威富通的护城河.....	- 13 -
3.1、交易金额增长迅速，16年下半年出现井喷.....	- 13 -
3.2、公司在各主流移动支付平台具有先发优势.....	- 14 -
3.3、独创的银行模式使得公司在银行端具有客户优势.....	- 14 -
4、公司未来成长性分析.....	- 15 -
4.1、移动支付行业增长迅猛，微信支付势头迅猛.....	- 15 -
4.2、银行导流效应的爆发仍然有很大潜力.....	- 18 -
4.3、高费率的威富通开发客户交易额占比有望提升.....	- 18 -
4.4、积极开发增值服务，拓展支付以外的业务.....	- 19 -
5、盈利预测与估值.....	- 20 -
6、风险提示.....	- 21 -
图 1、华峰超纤营业收入及增速.....	- 4 -
图 2、华峰超纤归母净利润营业收入及增速.....	- 4 -
图 3、银行模式下，威富通充当连接第三方支付、银行、商户的技术服务商.....	- 8 -
图 4、银行模式可分为银行自拓和威富通开发.....	- 9 -
图 5、银行自拓客户模式协议签订方式和费用流向.....	- 9 -
图 6、威富通直拓模式协议签订方式和费用流向.....	- 10 -
图 7、威富通推荐模式协议签订方式和费用流向.....	- 10 -
图 8、不同业务模式下的资金流向.....	- 10 -
图 9、2016年1-10月银行模式交易金额及增速.....	- 13 -
图 10、威富通公司2015年-2016年三季度签约银行数量.....	- 15 -
图 11、移动支付整体市场规模.....	- 15 -
图 12、第三方移动支付市场规模.....	- 15 -
图 13、移动支付增长空间来源于整个支付市场.....	- 16 -
图 14、线上支付挤压银行卡收单的空间.....	- 16 -
图 15、2011-2015年中国手机网民规模及增长率.....	- 17 -
图 16、2011年-2018年PC端与移动端购物交易金融占比.....	- 17 -
图 17、微信支付在移动支付占比不断提升.....	- 17 -
图 18、威富通开发客户交易额占比（单位：亿元，含预计）.....	- 19 -
图 19、威富通提供O2O全流程的移动商场合作方案.....	- 20 -
图 20、威富通针对不同行业提供应用解决方案.....	- 20 -
表 1、重组前后华峰超纤股权变化.....	- 4 -
表 2、威富通2014年至2016年1-10月收入与净利润（万元）.....	- 5 -

表 3、威富通实际控制人鲜丹从业经历 .....	- 6 -
表 4、威富通收入结构及对应毛利率（单位：万元） .....	- 6 -
表 5、来自于银行模式的收入已经占绝大部分（单位：万元） .....	- 7 -
表 6、银行模式与受理机构模式的主要区别 .....	- 7 -
表 7、移动支付云平台给银行提供的功能 .....	- 8 -
表 8、移动支付云平台给商户提供的功能 .....	- 8 -
表 9、威富通不同业务模式下的收入来源和成本去向 .....	- 11 -
表 10、公司管理层预计未来不同模式下的费率情况 .....	- 11 -
表 11、未来五年时间序列下公司预计不同模式的费率（万元） .....	- 11 -
表 12、移动支付分润影响公司总体毛利率 .....	- 12 -
表 13、2016 年 1-8 月银行模式的费率 .....	- 12 -
表 14、银行自拓客户毛利率（含预计） .....	- 12 -
表 15、2016 年 7-10 月公司整体毛利率（单位：万元） .....	- 12 -
表 16、银行自拓交易额占比显著提升（单位：亿元） .....	- 13 -
表 17、威富通开发客户毛利率（含预计） .....	- 13 -
表 18、公司核心技术团队拥有腾讯金融部门背景 .....	- 14 -
表 19、截至 2015 年底中国银行业金融机构数量 .....	- 18 -
表 20、公司盈利预测假设（单位：百万元） .....	- 20 -
附表 .....	- 22 -

## 1、华峰超纤并购威富通，切入移动支付领域

### 1.1、华峰超纤主业为超纤材料，近年来表现稳定

华峰超纤是一家超纤材料生产商和销售商，目前产销规模位居国内龙头位置。超纤材料目前已经被广泛应用于鞋类、沙发皮具、服装、汽车内饰、军工等领域，并且应用领域仍在不断扩大，总需求保持稳定。2015年，华峰超纤实现营业收入11.37亿元（同比增速17.2%），实现归属母公司股东的净利润1.19亿，同比增速3%左右。

图 1、华峰超纤营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

图 2、华峰超纤归母净利润营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 1.2、此次资产重组有助于上市公司实现多元化战略

超纤材料的生产过程会产生一定的废水、废气等污染物，近年来环保压力较大。同时，作为传统行业，主营业务的抗周期性较差，存在一定的经营风险。而威富通所处的移动支付行业则属于朝阳行业，前景广阔，有助于熨平上市公司整体的业绩波动。

根据资产重组方案，威富通将整体作价 20.5 亿置入上市公司体内。其中，上市公司将以现金方式支付 2.9 亿元，占交易对价的 14%；以发行股份方式支付 17.6 亿元，占交易对价的 86%。

本次交易前，一致行动人尤小平（持有华峰集团 79.63% 股权）、尤金煊、尤小华、尤小玲、尤小燕、陈林真直接和间接控制华峰超纤 35.97% 的表决权，是上市公司的实际控制人；本次交易后，若考虑配套募集资金，一致行动人尤小平、尤金煊、尤小华、尤小玲、尤小燕、陈林真直接和间接控制华峰超纤 29.96% 的表决权，仍是上市公司的实际控制人。而威富通创始人鲜丹则将持有 7% 左右的股权。

表 1、重组前后华峰超纤股权变化

股东名称	本次交易前	本次交易后 (考虑配套募集资金)

	持股数量 (亿股)	持股比例	持股数量 (亿股)	持股比例
华峰集团	0.59	12%	0.59	9%
尤金煊	0.39	8%	0.39	6%
尤小华	0.28	6%	0.28	4%
陈林真	0.16	3%	0.16	2%
尤小玲	0.15	3%	0.15	2%
尤小燕	0.15	3%	0.15	2%
尤小平	-	-	0.25	4%
<b>一致行动人持股比例</b>	<b>1.71</b>	<b>35.97%</b>	<b>1.96</b>	<b>29.96%</b>
鲜丹	-	-	0.46	7%
蔡友弟	-	-	0.29	4%
王彤	-	-	0.13	2%
北京奕铭	-	-	0.21	3%
尤光兴	-	-	0.08	1%
邓振国	-	-	0.06	0.9%
蔡小如	-	-	0.04	0.6%
中山微远	-	-	0.03	0.4%
于净	-	-	0.03	0.5%
林松柏	-	-	0.03	0.5%
叶成春	-	-	0.02	0.3%
王蔚	-	-	0.07	1.1%
新沃资管计划	-	-	0.05	0.8%
上海并购基金	-	-	0.04	0.5%
其他股东	3.0	64%	3.0	47%
合计	4.8	100%	6.5	100%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 1.3、威富通是国内领先的移动支付技术服务商

威富通成立于 2006 年，通过自主开发的云平台软件系统并结合 SaaS 商业模式，向银行、第三方支付公司、商户等移动支付行业的主要参与方提供技术服务和营销行业解决方案。公司 2015 年和 2016 年 1-10 月营业收入分别为 5021 万和 2.99 亿元，净利润分别为 1091 万元和 1.04 亿元。按照承诺，威富通 2016 年至 2018 年三年扣非归母净利润分别不低于 1.3 亿元、1.57 亿元和 1.86 亿元。

表 2、威富通 2014 年至 2016 年 1-10 月收入与净利润 (万元)

	2014 年	2015 年	2016 年 1-10 月
营业总收入	372	5,021	29,951
增长率 (%)		1,251	497
净利润	-714	1,091	10,409
增长率 (%)		253	854

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

本次重组之前，鲜丹持有威富通 38.72% 的股权，是威富通的控股股东及实际控制人。鲜丹先生曾就职于深圳市公安局，从事情报和相关技术工作。目前，鲜丹除

了是威富通公司的实际控制人，同时还是两家公司的高管，具有非常丰富的行业经验。

**表 3、威富通实际控制人鲜丹从业经历**

时间	任职单位	从事工作或职位
1994 年 7 月-2002 年 5 月	深圳市公安局	CCIC 全国刑事犯罪情报系统
2002 年 5 月-2003 年 5 月	深圳普诺玛商业安全设备有限公司	RFID/NFC 相关技术和商务工作
2003 年 5 月至今	创建深圳市希玛特识别系统有限公司	公司总经理
2012 年 8 月至今	深圳市威富通科技有限公司	首席执行官

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2、威富通主要商业模式与产业链分析

### 2.1、移动支付分润业务是公司收入主要来源

公司目前营业收入主要来源于移动支付分润服务、软件技术开发服务、流量充值和终端设备销售四部分。

- 移动支付分润服务：公司为银行、第三方支付公司和商户提供移动支付技术服务，收取处理每笔移动支付交易的技术服务费；
- 软件技术开发服务：给客户开发软件产品，提供移动营销、移动商城等增值服务；
- 流量充值：向供应商购买手机流量随后在腾讯充值平台进行销售赚取差价；
- 终端设备销售：代为采购的终端设备（POS 机、扫码枪等）销售；

2015 年公司转型后，移动支付分润业务占整个营业收入比重在 90% 左右，构成了公司营业收入的主体。而其他三块业务（软件技术开发、流量充值、终端设备销售）收入体量较小，并且一般是依附于移动支付分润业务的，所以移动支付分润业务是威富通的核心业务。

**表 4、威富通收入结构及对应毛利率（单位：万元）**

	2014 年			2015 年			2016 年 1-10 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
移动支付分润	112	30	58	4,538	90	72	26,403	88	63
软件技术开发	208	56	46	443	9	76	457	2	76
流量充值							3,001	10	7
终端设备销售	51	14	23	40	1	31	90		11
总计	371	100	46	5,021	100	72	29,951	100	58

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 2.2、银行模式是目前移动支付分润业务的主要模式

威富通作为移动支付领域的技术服务商，只负责交易闭环中的数据处理，不负责资金清分。按照数据流和资金流的不同，可以把公司的模式分为银行模式和受理机构模式。

银行模式下，威富通为银行提供移动支付管理云平台系统，为商户提供基于第三方支付系统的客户端收银软件、技术接口及接入第三方支付公司所需的技术服务

和支持。银行为威富通提供商户资源，并且担任起资金清分的角色。

受理机构模式下，威富通开发软件系统（主要是移动支付云平台）对接第三方支付公司的移动支付系统（如微信支付），帮助第三方支付公司拓展商户并负责安装威富通开发的软件系统，同时第三方支付公司还充当资金清分的角色。资金清分角色是由银行承担还是第三方支付公司承担是区别银行模式和受理模式的核心要素。

威富通于 2015 年 6 月正式开展银行模式业务后，公司实现商户拓展和交易额的爆发式的增长。一方面银行模式可以依靠银行的无限的清分能力和商户资源，迅速做大交易规模，另一方面也可以规避部分支付公司资质不合规的风险和清分能力有限的风险。

表 5、来自于银行模式的收入已经占绝大部分（单位：万元）

	2015 年		2016 年 1-10 月	
	收入	占比	收入	占比
银行模式	2,355	52%	24,126	91%
受理机构模式	728	16%	1,602	6%
二清模式	1,455	32%	675	3%
合计	4,538	100%	26,403	100%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 6、银行模式与受理机构模式的主要区别

	拓展商户	资金清分方	威富通技术服务费 结算方式
受理机构模式	威富通	第三方支付公司	按月结算
银行模式	银行、 威富通	银行	T+1 到账

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

在银行模式下，威富通、第三方支付、银行三者互为补充：

- 对于威富通而言，可以通过银行客户拓展业务，优化现金流质量。银行已经与银行客户建立了信任关系，拥有庞大的商户资源和商户拓展能力，由银行来拓展商户使用移动支付功能具有天然优势。因此在银行模式下，威富通通过绑定银行的客户来拓展移动支付业务，那么使用其系统进行移动支付的商户数量和交易量都会得到大幅增长。另外，在银行模式下，银行对威富通的技术服务费采用 T+1 日结算的方式替代以前的按月度结算方式，大大缩短了威富通技术服务费的账期并优化了威富通的现金流质量。
- 对于第三方支付公司而言，可以利用银行的资金清分能力。由于第三方支付公司在传统金融领域积累不足导致资金清分能力不够，致使许多商户无法及时收到交易款项，给商户带来了极大不便。而银行在支付清算能力上相比第三方支付公司有很大优势，因此在银行模式下及时进行资金清分使商户收到交易款。
- 对于银行而言，可以利用威富通的移动支付技术接入第三方支付公司的接口。银行因为长期从事传统金融业务，对于新兴的移动支付产业缺乏专门的技术开发团队及营销团队，因此可以利用威富通移动支付领域积累的技术经验和运营经验帮助银行快速低廉地迅速开展移动支付相关业务。

图 3、银行模式下，威富通充当连接第三方支付、银行、商户的技术服务商



资料来源：公司网站，兴业证券研究所

### 2.3、移动支付云平台是公司目前的核心产品

公司主要通过移动支付云平台这一核心技术产品向银行、商户、第三方支付公司提供移动支付技术服务的。该平台产品为用户提供多种移动支付接入和管理服务，威富通还负责相应系统的部署、测试、培训等相关技术服务，移动支付云平台适用对象为银行及大型商户。移动支付云平台主要包含银行移动支付管理云平台、威富通移动支付网关两大技术服务产品。

- 银行移动支付管理云平台：又称为银行私有云，可以部署在银行内网或腾讯云上，主要功能包括银行渠道和角色的设置、商户进件及审核、交易统计分析、对账清分等核心功能。
- 移动支付网关：部署在腾讯云（公网），可接入外部的多种第三方支付通道，包括微信支付、支付宝、QQ 钱包支付、京东钱包支付等主流第三方支付。

表 7、移动支付云平台给银行提供的功能

架构模块	功能
银行移动支付管理云平台 (可部署在银行内网或腾讯云)	银行渠道和角色设置 可部署在银行内网，确保交易数据安全 支持与第三方支付机构自动对账 支持同行及跨行多种清算通道 交易统计分析对账清分
威富通移动支付网关 (部署在腾讯云公网)	接入外部的多种第三方支付通道(微信支付、QQ 支付、支付宝以及其他移动支付)

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 8、移动支付云平台给商户提供的功能

架构模块	功能
银行移动支付管理云平台	<b>提供移动支付管理后台：</b> 支持多层级的商户管理体系 详细的数据统计和分析功能 提供完善的权限管理功能 商户进件及审核
威富通移动支付网关	<b>提供前端接入服务：</b>

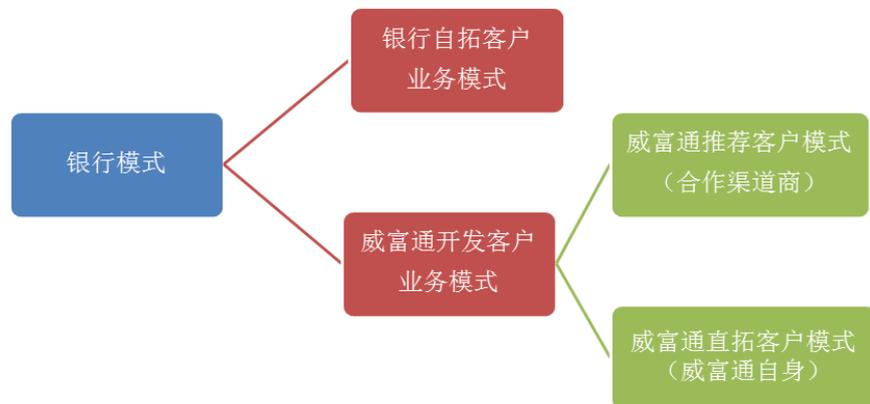
	多种接入方式（手机 APP、POS 机改造、ERP 系统改造、公众账号）
	多种支付方式（微信支付、QQ 支付、支付宝以及其他移动支付）
Spay 软件（不是移动支付云平台的一部分）	针对小微商户 软件安装到手机设备即可使用 可自行添加多个收银账户 集合交易流水、统计报表等多种服务模块 多种第三方支付工具收款方式

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2.4、银行模式可分为银行自拓模式和威富通开发模式

在银行模式下，威富通根据商户的来源分为两种：银行自拓客户业务模式和威富通开发业务模式。

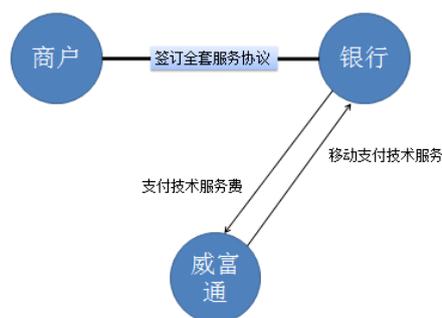
图 4、银行模式可分为银行自拓和威富通开发



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

**银行自拓客户业务模式：**此模式下的商户资源是由银行拓展的，因此银行与商户直接签订服务协议；威富通则只与银行存在技术服务合作协议关系，而不与银行掌握的商户签订任何协议。在此种情形下，威富通只负责为银行及其商户提供移动支付技术服务。银行根据与威富通签订的合作协议中约定的费率向威富通支付技术服务费。在这种模式下威富通不存在直接采购内容，无主营业务成本，因此在银行自拓客户模式下威富通的毛利率为 100%。

图 5、银行自拓客户模式协议签订方式和费用流向



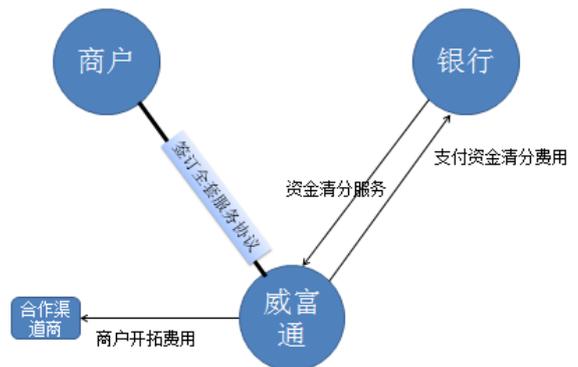
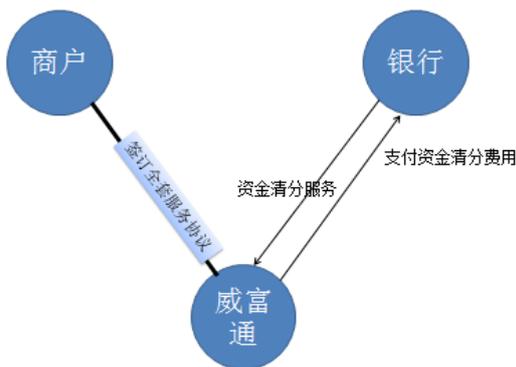
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

**威富通开发业务模式：**威富通直接与商户签订全套的服务协议。此模式又要根据商户来源的不同分为两种：如果商户资源由威富通拓展，归为威富通直拓客户模式；如果商户资源由合作渠道商拓展，则归为威富通推荐客户模式。

- **威富通直拓客户模式：**商户资源是由威富通拓展。此模式下，商户将与威富通签订技术服务协议约定服务内容和技术服务费率，由威富通向商户提供移动支付接入、数据传输、交易系统安装维护、资金清分等打包服务。打包服务中的移动支付通道、资金清分等服务实际为威富通向银行采购的服务功能。在此情况下，向商户收取的技术服务费为收入，其中成本为向银行的采购资金清分服务的费用。
- **威富通推荐客户模式：**商户资源是由其合作渠道商拓展的。在此情况下，收入与直拓客户模式一致，仍为向商户收取的技术服务费。成本除了向银行支付的采购费用，还有向渠道商支付的商户开拓费用。

图 6、威富通直拓模式协议签订方式和费用流向

图 7、威富通推荐模式协议签订方式和费用流向

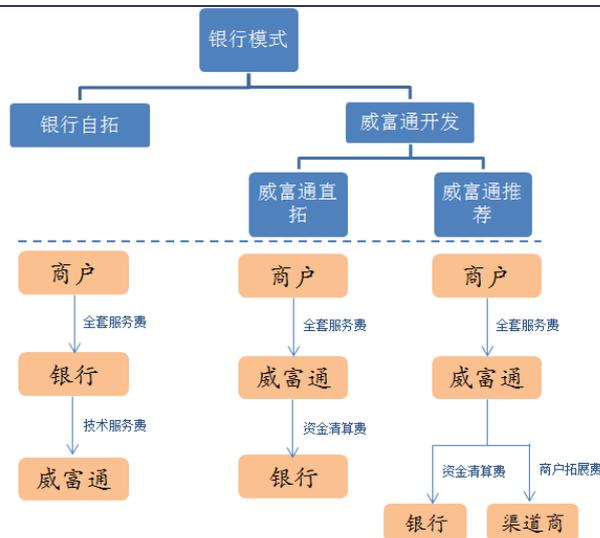


资料来源：公司公告，兴业证券研究所

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

总结起来，在不同业务模式下的商户手续费的资金流向如下图所示。

图 8、不同业务模式下的资金流向



资料来源：兴业证券研究所

对于威富通而言，在不同业务模式下的收入和成本如下表所示。

**表 9、威富通不同业务模式下的收入来源和成本去向**

银行自拓客户业务模式		威富通开发业务模式	
收入	技术服务费	威富通直拓客户模式 全套服务费 (包括技术+资金清分)	威富通推荐客户模式 全套服务费 (包括技术+资金清分)
成本	无	资金清分费	资金清分费 商户开拓费

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2.5、公司通过向银行按交易金额收取一定比例的服务费获得收入

威富通通过提供技术服务费获得收入，技术服务费按照每一笔流水的交易金额的一定比例收取。根据企业管理层预测，未来五年内银行直拓的费率约为 0.011%。而威富通开发模式预计费率为 0.095% (其中推荐客户模式将维持在 0.08%-0.085% 之间，直拓客户模式的费率未来将维持在 0.3% 左右)。

**表 10、公司管理层预计未来不同模式下的费率情况**

银行模式	
0.044%	
银行直拓	威富通开发
0.011%	0.095%
	威富通直拓
	0.3%
	威富通渠道推荐
	0.08%-0.085%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

**表 11、未来五年时间序列下公司预计不同模式的费率（万元）**

		2016 年 11-12 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
银行模式	交易额 (亿元)	810	5,869	10,351	14,496	17,023	18,624
	收入 (万元)	7,145	39,889	54,231	65,445	74,469	81,530
	费率	0.09%	0.07%	0.05%	0.05%	0.04%	0.04%
银行自拓	交易额 (亿元)	396	2,961	5,759	8,610	10,331	11,316
	收入 (万元)	690	4,050	6,520	9,016	10,721	11,743
	费率	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
威富通开发	交易额 (亿元)	414	2,908	4,592	5,885	6,692	7,308
	收入 (万元)	6,455	35,839	47,712	56,429	63,748	69,787
	费率	0.16%	0.12%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2.6、公司毛利率分析

### 1、公司整体毛利率分析

2015 年毛利率较 2014 年毛利率上升是源于移动支付分润业务占比的提升。公司毛利率从 2014 年的 46% 提升至 2015 年的 72%，主要是因为公司在 2015 年正式开展银行模式业务，交易额爆发式增长，移动技术服务收入占营业收入的比例大幅度提升，移动支付的毛利率较高，因此威富通 2015 年的毛利率上升。

2016 年毛利率较 2015 年毛利率下降是源于银行模式费率的下降。公司毛利率在

2016年1-10月份下降至58%，主要是由于移动技术服务费的费率有所下降，银行模式下的费率从0.63%下降至0.12%，导致占比将近90%的移动支付技术分润业务的毛利率从72%下降至63%，继而导致公司总体毛利率在2016年有了较为明显的下滑。

**表 12、移动支付分润影响公司总体毛利率**

	2014年			2015年			2016年1-10月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
移动支付分润	112	30	58	4,538	90	72	26,403	88	63
软件技术开发	208	56	46	443	9	76	457	2	76
流量充值							3,001	10	7
终端设备销售	51	14	23	40	1	31	90	0	11
总计	371	100	46	5,021	100	72	29,951	100	58

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

**2016年银行模式费率不断走低。**随着银行等机构进入移动支付领域并不断发展壮大，话语权不断加强，公司管理层预计未来威富通在银行自拓商户业务下费率将保持持续下降，从2016年1-8月银行模式的费率情况可以清晰看到，银行模式下的费率呈现走低趋势，从1月份的0.63%下降至8月份的0.12%。

**表 13、2016年1-8月银行模式的费率**

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月
总收入（万元）	656	641	908	1,126	1,494	3,065	3,073	3,163
交易总额（亿元）	10	10	16	26	42	75	175	258
费率	0.63%	0.65%	0.55%	0.43%	0.36%	0.41%	0.18%	0.12%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 2、银行自拓客户毛利率分析

由于银行自拓客户的模式下，威富通只是负责给银行提供技术支出服务，并没有直接采购内容，所以无主营业务成本，因此在银行自拓客户模式威富通的毛利率一直保持在100%不变。

**表 14、银行自拓客户毛利率（含预计）**

	2015	2016年1-6月	2016年7-12月	2017年后（预计）
银行自拓客户毛利率（%）	100	100	100	100

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

一方面由于银行自拓客户模式的毛利率保持在100%，另一方面，银行自拓客户交易额在2016年7-10月占比显著提升，从7月62%上升至10月的78%。因此导致公司毛利率从上半年的55%上升到在2016年7-10月的59%。

**表 15、2016年7-10月公司整体毛利率（单位：万元）**

	2016年1-6月	2016年7-10月
营业收入	10,689	19,263
营业成本	4,844	7,860
毛利率	55%	59%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

表 16、银行自拓交易额占比显著提升（单位：亿元）

	2016 年 7 月		2016 年 8 月		2016 年 9 月		2016 年 10 月	
	交易额	比例	交易额	比例	交易额	比例	交易额	比例
总计	175	100%	258	100%	446	100%	473	100%
银行自拓	109	62%	192	74%	368	83%	367	78%
威富通开发	66	38%	67	26%	78	17%	106	22%

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 3、威富通开发客户毛利率分析

威富通开发客户毛利率从 2015 年的 75% 下降到 2016 年上半年的 57%，再到 2016 年下半年的 25%，下降趋势明显。公司管理层预计从 2017 年开始，威富通开发商户的毛利率会一直稳定在 20%。原因是前文所提及的威富通开发客户模式下的费率将从目前的 0.156% 下降至稳定在 0.095% 左右。

表 17、威富通开发客户毛利率（含预计）

	2015	2016 年 1-6 月	2016 年 7-12 月	2017 年后（预计）
威富通开发客户毛利率（%）	75	57	25	20

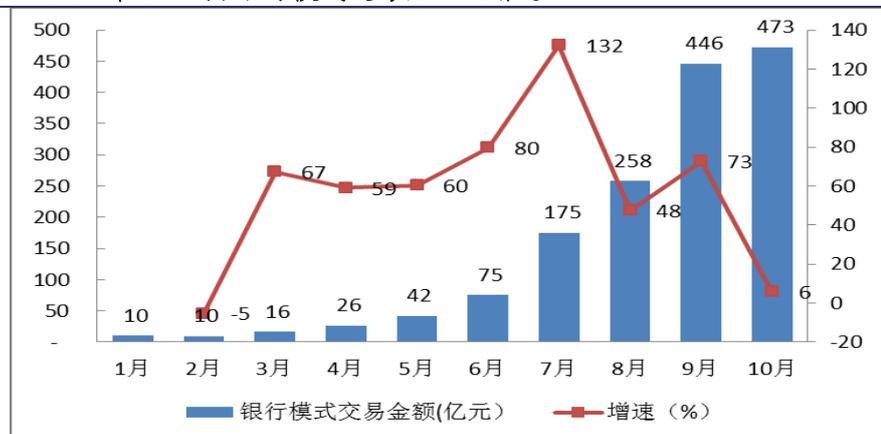
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 3、支付公司端和银行端的卡位优势是威富通的护城河

### 3.1、交易金额增长迅速，16 年下半年出现井喷

公司从 2015 年 6 月份开始转型银行模式，以银行海量的商户数量为依托，服务的商户数量、交易金额、交易笔数继续呈现爆发式的增长态势。从 2016 年交易金额来看，公司交易金额从 1 月份的 10 亿元攀升至 10 月份的 473 亿元，产生的交易金额月均复合增长率为 49.21%，主要原因在于，一方面因为人民银行规定在 2016 年 7 月 1 日前停止所有无二次清分资质的企业进行二次清分业务，威富通积极转型，将部分无支付资质企业的二清业务商户介绍到威富通签约银行进行清分，因此银行模式增长较大；另一方面公司在 2016 年着重开发银行客户，先后与超过 30 家银行签订了合作协议。银行模式的突破性发展标志着企业大力布局银行模式的发展战略已经获得成功，可以预期威富通未来收入飞速增长。

图 9、2016 年 1-10 月银行模式交易金额及增速



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

### 3.2、公司在各主流移动支付平台具有先发优势

公司核心技术团队拥有腾讯金融部门背景，在移动支付的技术服务支持上有着得天独厚的优势。威富通是微信支付首批签约受理机构，为微信支付提供技术服务。2015年9月公司获得微信支付处理交易金额第一名、处理交易笔数第一名。公司五名核心技术人员有两名拥有腾讯理财通和财付通工作背景，其中威富通联席CTO王文兴曾经担任腾讯理财通技术负责人，助理总监周德国曾担任财付通支付科技有限公司高级JAVA工程师。

**表 18、公司核心技术团队拥有腾讯金融部门背景**

核心技术人员	威富通职位	历任职位
王文兴	联席 CTO	腾讯理财通技术负责人
周德国	助理总监	深圳市文思海辉科技有限公司 JAVA 工程师 财付通支付科技有限公司高级 JAVA 工程师
黄军	助理总监	中国电信上海理想集团高级 JAVA 工程师
肖剑辰	助理总监	深圳文思海辉信息技术有限公司 JAVA 工程师
肖佳	副组长	深圳中网彩网络科技有限公司 JAVA 工程师 深圳永泰软件有限公司 JAVA 工程师

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

除此之外，公司还是支付宝首批签约 ISV（独立软件开发商）合作伙伴、京东钱包签约支付合作伙伴、QQ 钱包首批签约受理机构等第三方支付公司签约合作伙伴，其合作的第三方支付公司已经覆盖目前国内主流移动支付软件客户端。

### 3.3、独创的银行模式使得公司在银行端具有客户优势

目前威富通已经基本完成了全国各级别银行客户的初步布局，已经与 60 家银行签订《移动支付技术合作协议》，包括建设银行 2 家省市级分行，中信、浦发、广发、北京、民生、光大、招商、平安、华夏等股份制银行的总行及多家分行，以及全国性和省级城市商业银行。

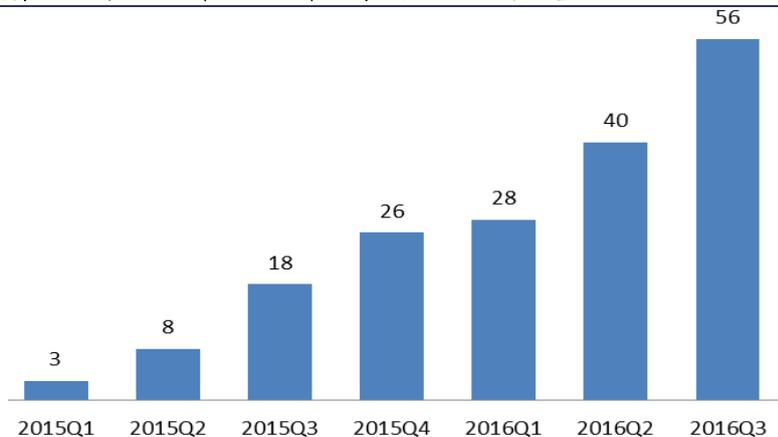
**公司积极拓展更多银行客户。**由于银行对于交易系统的安全性、稳定性具有极高的要求，在银行移动支付相关系统开发及移动项目运营服务领域，威富通没有规模相当的直接竞争者，拥有较高的竞争壁垒和先发优势，因此威富通在剩余的未接入第三方支付的银行具有明显的优势，会成为银行优先选择的公司，有助于公司拓展银行客户资源。随着签约银行数量的增加和银行自身存量客户上线移动支付交易系统，威富通的业务数量将得到进一步提高，因此公司的银行客户空间巨大，前景非常广阔。

**较高的转换成本会提高银行对威富通的依赖度。**已经接入威富通移动支付系统的银行客户重新更换其他公司的系统的成本很高，因此在系统稳定的前提下，威富通对于已经签约的银行客户具有很强的不可替代性。

**此次重组方案完成以后，威富通的资金后盾进一步增强，公司品牌效应也会进一步提升，这有利于公司进一步开拓银行客户。**支付行业具有一定的风险性，万一出现风险点，赔偿客户的资金需求会比较大会比较大，所以银行在选择合作伙伴的时候，也会重视合作伙伴的资金实力和承担风险的能力。一个上市公司的身份和后盾有

助于威富通在跟银行谈判时获得更高的议价权。

图 10、威富通公司 2015 年-2016 年三季度签约银行数量



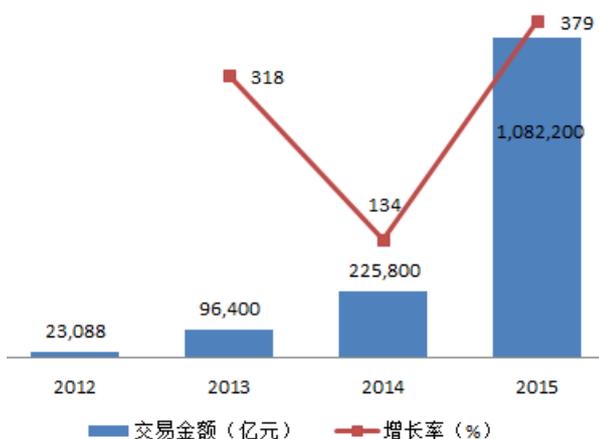
资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 4、公司未来成长性分析

### 4.1、移动支付行业增长迅猛，微信支付势头迅猛

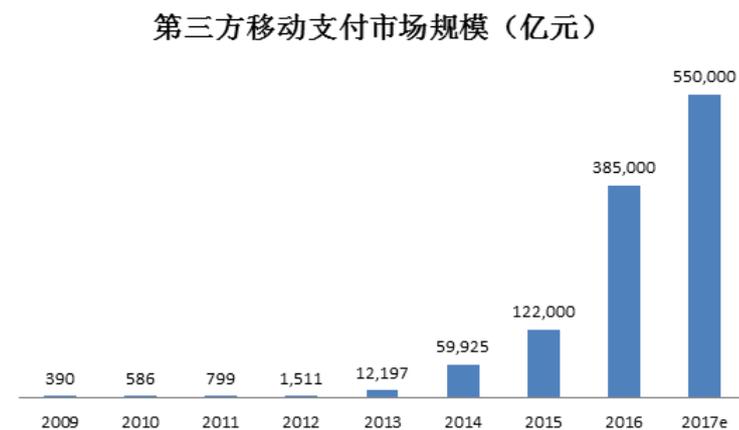
随着智能终端的日益普及，移动支付以其移动性、便捷性、及时性实现了爆发式的增长。移动支付创新手段和技术不断涌现，支付的安全性也在不断提升，移动支付技术包括二维码支付、指纹支付声波支付等生物识别技术等蓬勃发展，在更先进的支付技术的支持下，便捷的移动支付不断提升用户支付体验，腾讯阿里等互联网公司不断完善线下线上场景，大力补贴培养用户的支付习惯，鼓励人们不断使用移动终端进行支付，提高移动支付的使用频率。

图 11、移动支付整体市场规模



资料来源：中国支付清算协会，兴业证券研究所

图 12、第三方移动支付市场规模

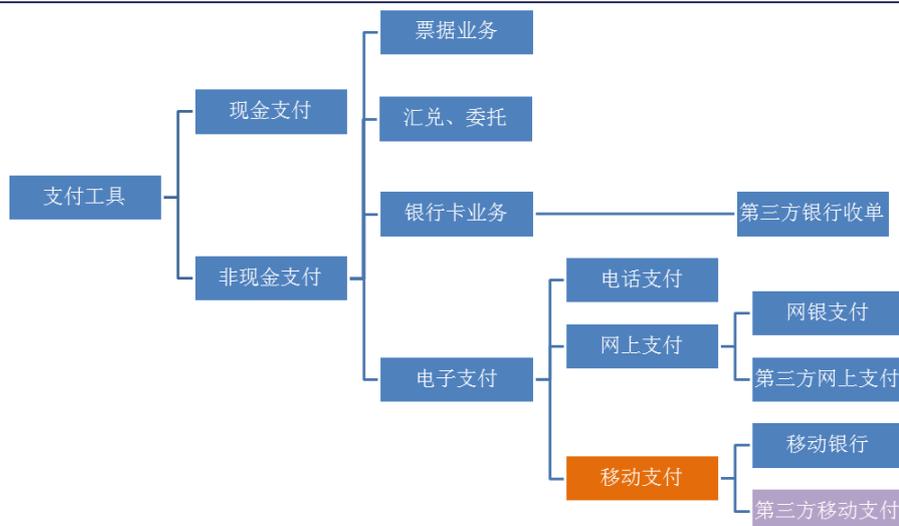


资料来源：wind，兴业证券研究所

从整个支付工具上看，移动支付的空间既包括其他电子支付手段如网络支付，也包括 POS 刷卡支付，以及现金支付手段，因此移动支付真正的空间是整个国家国民的支付习惯，我们认为移动支付市场短期看不到天花板，预计在未来 10 年内将

会保持高速增长的态势。

图 13、移动支付增长空间来源于整个支付市场

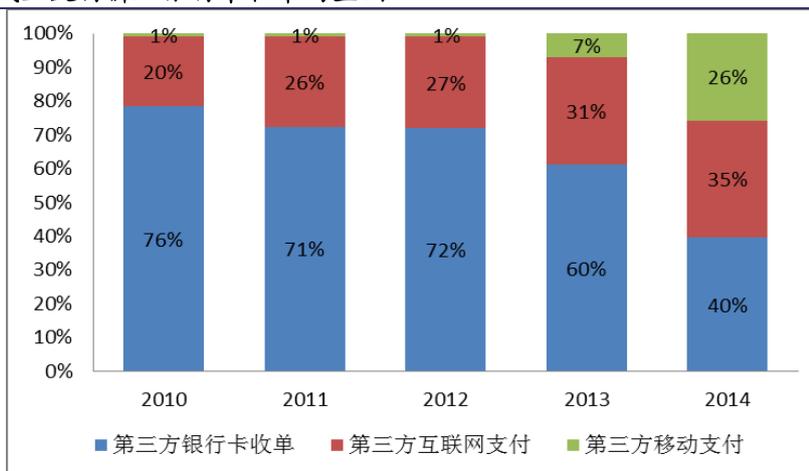


资料来源：兴业证券研究所

### 1、从现金支付/线下银行卡收单向线上电子支付转移

我国国民支付习惯逐渐从现金支付、银行卡收单向电子支付转移。一方面，长期以来我国现金支付占据了绝对主导地位，大部分民众尚未养成电子支付习惯；另一方面，银行卡 POS 收单等线下收单的模式时常有盗刷案件发生，克隆卡的存在使得银行卡收单存在极大的安全隐患。近年来，随着中国非现金支付尤其是电子支付的高速发展，日常线上线下支付场景不断拓展，从线上支付拓展到了线下各个消费场景，如餐馆、超市、商场、交通、加油站、商店等，整体的电子支付市场保持了高速发展的趋势，整体的消费群体从青年人向中老年人扩散，从一线城市向二三线城市蔓延，线上支付（包括网上支付、移动支付）不断挤压传统的银行卡收单的空间。

图 14、线上支付挤压银行卡收单的空间



资料来源：Wind，兴业证券研究所

### 2、从 PC 端向移动端转移

随着智能手机等移动终端的用户规模增加和网络的建设，中国移动互联网市场得

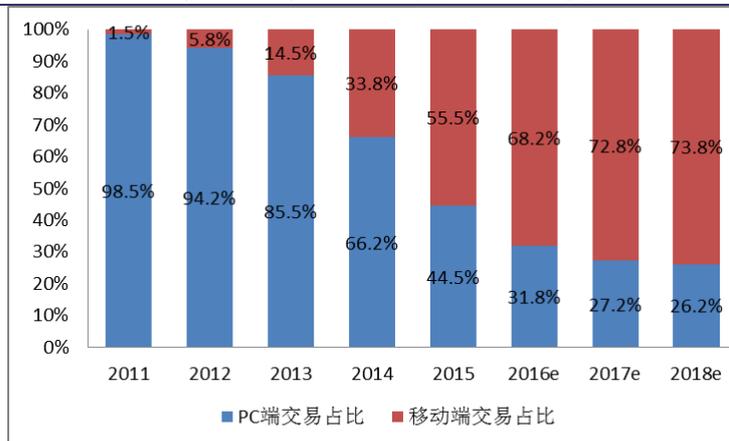
到高速发展,截止到 2015 年 12 月,中国手机网民规模为 6.19 亿,同比增长 11.1%,移动支付应用作为移动互联网经济和消费的底层,也由此实现快速增长。阿里巴巴双十一移动端交易额占比为 68%,京东 618 移动端支付占比超过 60%,移动支付的消费与应用生态建设日益完善,用户通过移动支付手段完成日常消费与应用的习惯正在逐渐养成。

图 15、2011-2015 年中国手机网民规模及增长率



资料来源: 比达咨询, 兴业证券研究所

图 16、2011 年-2018 年 PC 端与移动端购物交易金融占比



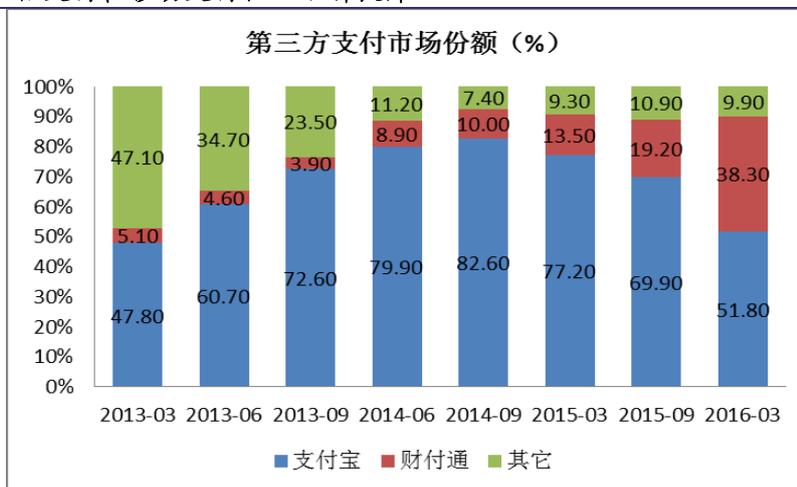
资料来源: 艾瑞咨询, 兴业证券研究所

### 3、微信支付在移动支付占比不断提升

财富通是微信支付首批签约受理机构,在微信支付的技术服务支持上有着得天独厚的优势。从 2016 年开始,微信不断加码线下移动支付,推出微信无现金日活动,以及电商、团购、出行等第三方商户移动端的拉动,财付通市场份额上升为 38%。从总体上看,支付宝和财付通目前市场份额共占据 90%,二者在市场上占据了绝对主导地位,财付通的迅速增长在一定程度上压缩了包括支付宝在内的其他厂商的份额。

进入 2017 年,微信推出微信小程序,进一步完善微信生态圈,进一步拓展微信支付线上线下支付的场景。在未来微信小程序获得大部分人认可的前提下,将进一步提升用户使用微信支付的黏性和使用频率,微信支付将进一步蚕食其他厂商的份额。

图 17、微信支付在移动支付占比不断提升



资料来源：Wind，兴业证券研究所

#### 4.2、银行导流效应的爆发仍然有很大潜力

银行领域还存在广阔的合作空间。目前与公司签订《移动支付技术合作协议》的银行 60 家左右，包括建设银行 2 家省市级分行，中信、浦发、广发、北京、民生、光大、招商、平安、华夏等股份制银行的总行及多家分行，以及全国性和省级城市商业银行。目前，大部分银行的系统尚处在系统调试阶段，没有产生实际的资金流水。随着这些银行大规模进入业务操作阶段，交易量会进一步增长，带来威富通收入的快速增加。除此之外，尚未签约的银行数量众多，潜力很大。据银监会数据统计，截至 2015 年底，我国共有 4261 家银行业金融机构，其中农村信用社 1373 家，村镇银行 1311 家，农村商业银行 859 家，城市商业银行 133 家，股份制商业银行 12 家、民营银行 5 家，银行行业空间巨大。未来公司将会继续发力布局银行客户，银行模式的交易金额将呈现稳步上升的趋势。

表 19、截至 2015 年底中国银行业金融机构数量

银行名称	法人机构数
农村信用社	1373
村镇银行	1311
农村商业银行	859
城市商业银行	133
农村合作银行	71
股份制商业银行	12
邮政储蓄银行	1
大型商业银行	5

资料来源：银监会，兴业证券研究所

#### 4.3、高费率的威富通开发客户交易额占比有望提升

2016 年年中交易金额的爆发更多来源于银行自拓客户。受年中央行整顿二清业务的影响，威富通交易金额在三季度开始井喷，但其中大部分是银行自拓的客户。我们判断背后的原因在于银行模式推广以后，银行大面积引流自己的客户。由于银行客户资源丰富，短期造成了威富通开发客户交易金额的不断走低。根据公司公告，威富通开发客户交易额占比从 2016 年 7 月份的 38% 大幅下降至 9 月份的 17%。

随着时间的推移，预计未来威富通开发客户交易额占比将会大幅提升。2016 年 10 月份，威富通开发客户交易额的占比开始回升。同时，根据管理层对交易金额的预计，2016 年 11 月和 12 月威富通开发客户交易额会大幅提升至 51%。同时，未来几年该比例仍然会维持在相对高位。如前文所述，公司管理层预计未来银行自拓模式费率在 0.01%，威富通开发客户的费率 0.095%，远高于银行自拓模式。因此公司未来将会加大拓展商户的力度。预计在未来五年内，威富通开发客户的交易金额占比将会大幅提升，占比 40%-50% 之间。

图 18、威富通开发客户交易额占比（单位：亿元，含预计）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

#### 4.4、积极开发增值服务，拓展支付以外的业务

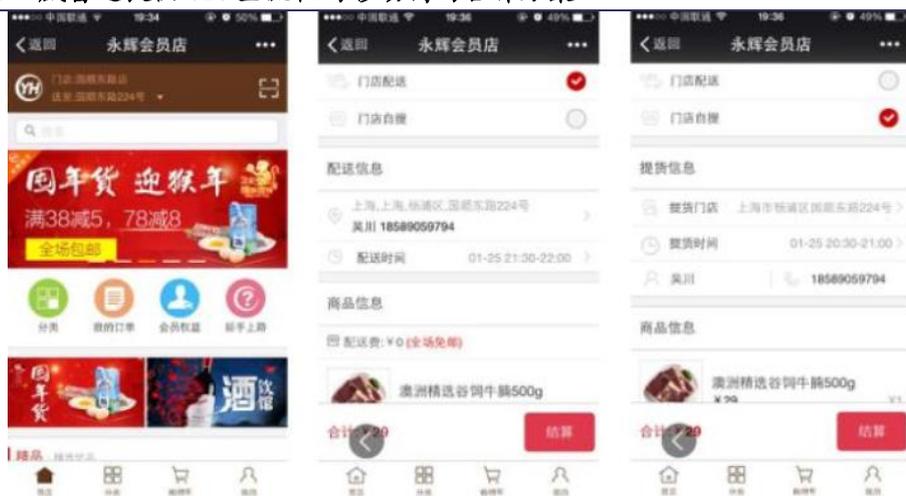
随着移动互联网的迅猛发展，支付习惯也随之发生变化。传统的现金支付以及第三方线下银行卡 POS 机收单等支付工具由于自身的局限性，已经不能满足人们要求，而微信支付、QQ 钱包支付、支付宝支付、京东钱包支付等第三方移动支付 APP 软件的出现满足了移动互联网的整体发展趋势，不断提升用户体验。与此同时，腾讯阿里等互联网公司为了抢占移动支付的优势，持续完善线上线下的支付场景。因此，线下的商户更加迫切需要接入各大互联网公司的第三方移动支付，而互联网公司也迫切希望能够把移动支付工具端口对接接入线下商户，提高使用频率，占领市场份额。**威富通公司发挥自身的优势，充当了连接互联网公司移动支付工具和线上商户的桥梁作用，提供技术支持服务、系统故障修复、运维支持，减少互联网公司和商户的连接接入成本。**

**除了移动支付以外，公司依托银行移动支付云平台，围绕移动支付服务整体生态圈，积极开发如营销服务、流量充值业务和终端设备销售等类型的其他业务，不断拓展延伸用户需求。**威富通以自身强大的移动技术支持服务为基础，在移动支付云平台上建立了商户 O2O 云平台，为银行及其商户提供移动营销、移动商城、行业应用解决方案等增值服务。增值服务业务不仅增强用户对于威富通服务的粘性，直接推动威富通核心业务移动支付技术服务费收入的增长，同时更直接扩大了威富通的产品和服务格局。

威富通增值服务包括移动营销、移动商城、行业应用解决方案。

- 移动营销是指威富通利用微信公众号为商户制定移动营销合作方案，商户可以在营销平台上使用威富通已定制好的 20 个标准移动营销模块（抽奖类、众筹类、组团类、竞技类、闯关类、拼图类等）自主创建营销活动。
- 移动商城是指威富通以微信公众号为载体，提供强大的商品管理和订单管理，围绕客户营销、商业服务等环节，为永辉超市等商户提供 O2O 全流程的移动商场合作方案。

图 19、威富通提供 O2O 全流程的移动商场合作方案



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

➢ 行业应用解决方案是指威富通还针对不同的行业，为大型企业提供定制化的移动支付接口及营销解决方案，包括：交通行业、教育行业、快递行业等。以交通行业为例，威富通为跨境交通及国内长途客运企业提供基于微信公众号的移动售票以及其他增值运营服务，服务客户有：深圳宜停车（路边停车）、珠江船务、招商水上客运、迅隆船务、广州市站、佛广集团等。

图 20、威富通针对不同行业提供应用解决方案



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

## 5、盈利预测与估值

由于华峰超纤目前尚未完成收购，我们在做盈利预测时暂不考虑威富通的承诺利润。考虑到华峰超纤传统主业较为稳定，我们给予 2016-2018 年盈利预测 EPS 分别为 0.26 元、0.33 元和 0.44 元，目前股价对应 17 年 EPS 在 77 倍左右。考虑到威富通在移动支付领域的卡位价值和未来交易流水的高增长性，我们给予“增持”评级。

表 20、公司盈利预测假设（单位：百万元）

		2015	2016E	2017E	2018E
	收入	1137	1280	1607	2050
合计	同比 (%)	17	13	26	28
	毛利率 (%)	26.8	25.8	26.8	27.2
	收入	373	390	499	637
超纤贴面革	同比 (%)	26	5	28	28
	毛利率 (%)	15	15	15	15
	收入	379	385	462	578
超纤基布	同比 (%)	-1	2	20	25
	毛利率 (%)	30	28	30	31
	收入	330	445	587	775
超纤绒面革	同比 (%)	40	35	32	32
	毛利率 (%)	37	34	35	35
	收入	55	60	60	60
其他	同比 (%)	-7	9	0	0
	毛利率 (%)	21	21	21	21
	营业费用占比 (%)	2.6	2.0	2.5	2.6
	管理费用占比 (%)	11.7	12.3	12.5	12.5
	财务费用占比 (%)	-0.1	0.7	0.9	0.7
	实际税率 %	1.45	1.45	1.47	1.53

数据来源：兴业证券研究所整理

## 6、风险提示

- 1、超纤生产销售业务增速放缓；
- 2、重组进展受阻
- 3、移动支付技术服务竞争加剧。

## 附表

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	608	1874	1959	2212
货币资金	110	1253	1245	1233
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	102	122	153	195
其他应收款	7	12	16	16
存货	190	188	279	443
<b>非流动资产</b>	2036	2070	2093	2104
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	739	1136	1334	1426
在建工程	812	431	265	183
油气资产	0	0	0	0
无形资产	317	317	317	317
<b>资产总计</b>	2644	3944	4052	4316
<b>流动负债</b>	734	908	804	883
短期借款	170	200	200	200
应付票据	98	199	176	194
应付账款	335	370	318	373
其他	131	138	110	117
<b>非流动负债</b>	385	378	445	436
长期借款	166	266	266	266
其他	219	112	179	170
<b>负债合计</b>	1118	1286	1249	1319
股本	395	475	475	475
资本公积	542	1483	1483	1483
未分配利润	521	620	750	923
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	1525	2658	2803	2997
<b>负债及权益合计</b>	2644	3944	4052	4316

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	119	124	158	209
折旧和摊销	74	83	117	141
资产减值准备	4	0	2	4
无形资产摊销	8	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	9	14	15
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-101	-22	199	190
<b>经营活动产生现金流</b>	107	113	169	168
<b>投资活动产生现金流</b>	-541	-99	-150	-150
<b>融资活动产生现金流</b>	321	1129	-27	-30
现金净变动	-113	1143	-8	-12
现金的期初余额	191	110	1253	1245
现金的期末余额	78	1253	1245	1233

## 利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	1137	1280	1607	2050
营业成本	832	950	1176	1491
营业税金及附加	2	1	2	2
销售费用	29	26	40	53
管理费用	133	157	201	256
财务费用	-1	9	14	15
资产减值损失	4	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	138	131	169	227
营业外收入	12	13	14	16
营业外支出	14	2	2	2
<b>利润总额</b>	135	142	181	241
所得税	16	19	24	31
净利润	119	124	158	209
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	119	124	158	209
<b>EPS(元)</b>	0.25	0.26	0.33	0.44

## 主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	17.2%	12.6%	25.6%	27.5%
营业利润增长率	9.5%	-4.6%	28.8%	34.4%
净利润增长率	3.0%	4.1%	27.3%	32.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	26.8%	25.8%	26.8%	27.2%
净利率	10.5%	9.7%	9.8%	10.2%
ROE	7.8%	4.7%	5.6%	7.0%

## 偿债能力

资产负债率	42.3%	32.6%	30.8%	30.6%
流动比率	0.83	2.06	2.44	2.50
速动比率	0.57	1.86	2.09	2.00

## 营运能力

资产周转率	0.52	0.39	0.40	0.49
应收帐款周转率	10.83	10.86	11.13	11.21

## 每股资料(元)

每股收益	0.25	0.26	0.33	0.44
每股经营现金	0.23	0.24	0.36	0.35
每股净资产	3.21	5.60	5.90	6.31

## 估值比率(倍)

PE	68.25	65.53	51.47	38.77
PB	5.32	3.05	2.90	2.71

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565451	yaodandan@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
			王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦12层 (200135) 传真: 021-38565955					

### 港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

#### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

#### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

#### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。