

## 汇元科技(832028.00)：

### 网络游戏支付龙头多方布局互联网金融

评级：**买入**

前次：无

目标价：**31~38**

分析师

分析师

马路萌

张帆 CFA 首席分析师

S0740515070001

S0740515020001

0531-68889342

021-20315209

malm@r.qlzq.com.cn

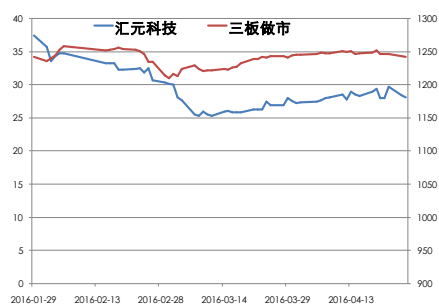
zhangfan@r.qlzq.com.cn

2016年4月28日

#### 基本状况

总股本(百万股)	92.40
流通股本(百万股)	47.67
市价(元)	28.08
市值(百万元)	25.95
流通市值(百万元)	13.38

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	132.08	156.80	217.88	272.14	316.52
营业收入增速	28.89%	18.72%	38.96%	24.90%	16.31%
归母净利润(百万元)	61.29	78.11	116.59	136.40	164.95
净利润增速	45.09%	27.44%	49.27%	17.00%	20.93%
市盈率(倍)	42.3	33.2	22.3	19.0	15.7
归母每股净资产(元)	2.91	8.30	9.57	11.06	12.87
每股现金流量	0.56	5.09	0.11	0.36	0.50
净资产收益率	22.79%	10.19%	13.18%	13.34%	13.87%
市净率	9.6	3.4	2.9	2.5	2.2
总股本(百万股)	39.20	46.20	92.40	92.40	92.40
最新股本摊薄每股收益	0.66	0.85	1.26	1.48	1.79

(未考虑已公告未实施的利润分配及资本公积转增股本方案)

#### 投资要点

- **网络游戏支付龙头进军互联网金融。**公司主营业务为第三方综合营销支付服务，围绕网络游戏建立起完整的业务生态体系，在网络游戏线下支付细分领域属于领先的第一梯队。央行支付牌照在行业准入领域为公司筑起了较高的壁垒。公司收入来源于“平台业务+支付业务+代理业务”，主营业务毛利率较高。在支付业务的基础上，积极布局互联网金融。
- **围绕网络游戏建立起完整的“线下+线上”生态圈。**公司通过汇付宝平台等五大平台建立起网络游戏领域的“淘宝”体系，广泛的游戏娱乐厂商覆盖范围和长期运营奠定了公司在网络游戏预付卡领域的市场地位。公司游戏平台业务和相关收入与网络游戏整体市场相关性较大，预计公司在该领域的业务有望与网络游戏整体市场同步增长。
- **行业壁垒+支付经验奠定互联网支付行业先发优势。**公司通过预付卡和互联网提供第三方综合营销支付服务，属于互联网支付行业，严格的市场准入和行业监管筑起较高壁垒。2014年开始，公司以垂直领域作为互联网支付业务突破口，依靠前期在互联网平台和互联网支付方面建立起良好的品牌及信誉，互联网支付业务拓展顺利。移动支付、跨境支付带来新的市场空间，公司未来将面向垂直行业和特定商户提供定制支付解决方案，打造“宽支付”产品新模式。
- **在支付服务的基础上全面布局互联网金融。**在支付业务的基础上，公司通过对主业相关的标的公司以及互联网金融范畴的标的公司的投资，积极布局互联网金融。初步形成了涵盖基金销售支付服务、基金销售、商业保理、互联网金融支付方案服务商、系统运营为一体的互联网金融综合服务解决方案雏形。
- **盈利预测：**我们预计公司2016-2018年营业收入分别为217.88/272.14/316.52百万元，归属母公司股东的净利润分别为116.59/136.40/164.95百万元，按照最新股本(9240万股)摊薄的每股收益分别为1.26

/1.48/1.79 元。我们认为公司估值应该充分考虑互联网支付牌照的稀缺价值，选取第三方支付公司股权收购价格作为估值参考，综合考虑公司在网络游戏领域的完整业务体系优势和互联网支付行业的成长前景，我们认为公司有较好的投资价值，建议公司估值区间为 31-38 元，对应 2016 年预测 EPS（1.26 元/股）25-30 倍的 PE。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**互联网系统应用风险、未能持续取得相关经营资质的风险、互联网金融行业风险、市场竞争风险。

## 内容目录

公司简介.....	- 4 -
围绕网络游戏建立起完整的“线下+线上”生态圈.....	- 6 -
“骏卡”预付卡稳中求变保持领先地位.....	- 6 -
“平台+代理+支付”，网络游戏领域的“淘宝”商城体系.....	- 7 -
互联网支付到互联网金融的华丽转型.....	- 9 -
行业壁垒+支付经验奠定互联网支付行业先发优势.....	- 9 -
互联网支付业务领域融合拓展，聚合支付优势显著.....	- 10 -
在支付服务的基础上全面布局互联网金融.....	- 10 -
盈利预测与估值分析.....	- 11 -
风险提示.....	- 12 -

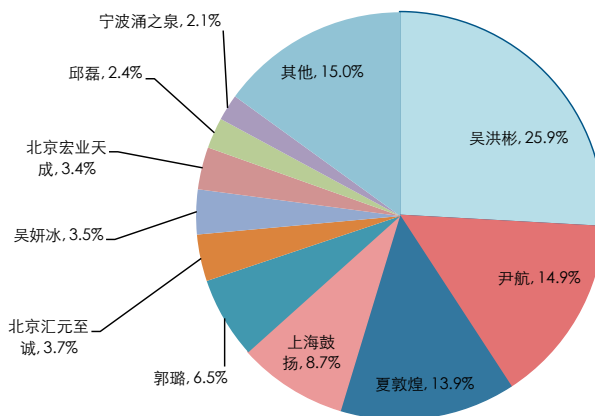
## 图表目录

图表 1：汇元科技股权结构（2016.1.18）.....	- 4 -
图表 2：游戏行业第三方支付市场覆盖情况（2013 年）.....	- 4 -
图表 3：公司取得的业务许可或资质情况.....	- 5 -
图表 4：汇元科技主营业务收入构成（百万元）.....	- 6 -
图表 5：汇元科技归母净利润 & 净利润率.....	- 6 -
图表 6：游戏领域主要合作客户.....	- 6 -
图表 7：骏卡预付费卡人均消费额度上升.....	- 7 -
图表 8：汇元科技游戏代理业务.....	- 7 -
图表 9：汇元科技平台业务.....	- 7 -
图表 10：汇元科技骏卡预付卡.....	- 8 -
图表 11：汇付宝网关支付服务.....	- 8 -
图表 12：中国网络游戏市场规模（单位：亿元）.....	- 8 -
图表 13：汇元科技互联网金融领域合作客户.....	- 9 -
图表 14：汇元科技全面布局互联网金融.....	- 10 -
图表 15：汇元科技盈利预测表.....	- 11 -
图表 16：第三方支付公司股权收购情况（不完全统计）.....	- 12 -
图表 17：汇元科技盈利预测表.....	- 14 -

## 公司简介

- 公司成立于 2008 年，总部位于北京。公司主营业务为第三方综合营销支付服务。截至 2015 年年报，公司总股本 9240 万股，公司共同实际控制人吴洪彬、夏敦煌和尹航分别持有公司 22.89%、13.22%、13.20% 的股份，合计占公司总股本的 49.31%。公司于 2015 年 2 月由国信证券推荐进入全国中小企业股份转让系统挂牌，2016 年 1 月 29 日由协议转让方式变更为做市转让方式，做市商包括东方证券、中泰证券、国信证券、中信证券、华鑫证券和天风证券。

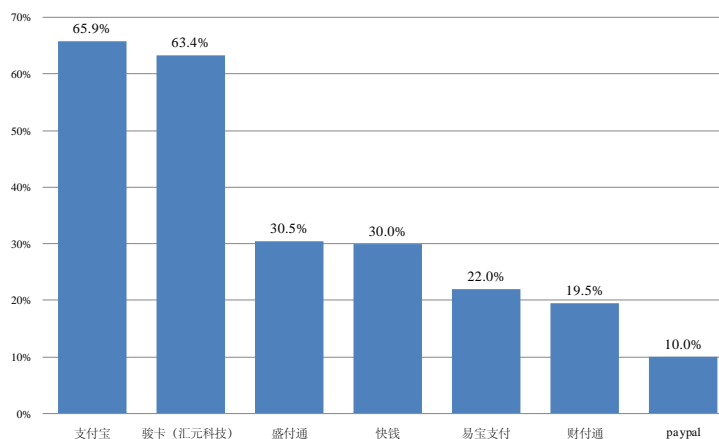
图表 1: 汇元科技股权结构 (2016.1.18)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 公司围绕互联网数字娱乐(网络游戏)建立起完整的业务生态体系，在网络游戏细分领域属于领先的第一梯队。2013 年 4-5 月，中国新闻网联合独立游戏研究机构 CCGR 和 CNG 对国内 84 家主流游戏公司和平台选择的支付方式进行了调查和统计，发现以网银为代表的支付宝、以卡支付为代表的汇元科技骏卡一卡通名列前茅。在被调查的 84 家游戏公司及平台中，第三方支付方覆盖比例依次为：支付宝 65.9%，骏卡一卡通 63.4%，盛付通 30.5%，快钱 30%，易宝支付 22%，财付通 19.5%，盛付通 30.5%，快钱 30%，易宝支付 22%，财付通 19.5%。

图表 2: 游戏行业第三方支付市场覆盖情况 (2013 年)



来源: BloomGamer & CCGR|CNG 中新游戏研究, 中泰证券研究所

- 央行支付牌照在行业准入领域为公司筑起了较高的壁垒。**公司为互联网数字娱乐参与方、互联网金融参与方提供互联网虚拟货币交易、第三方支付等在内的新型互联网服务。所处行业受到包括中国人民银行、工信部、文化部等的严格监管。公司业务涉及增值电信业务、经营性互联网信息服务、互联网文化活动、网络游戏虚拟货币交易服务、第三方支付服务（网络支付、预付卡的发行与受理）。公司目前已就业务合法经营取得了所有应取得的批准、许可及相关备案登记手续。子公司汇元银通于2012年获得了《中华人民共和国支付业务许可证》，业务许可范围为“全国范围的预付卡发行与受理及互联网支付”，这项许可在行业准入领域为公司筑起了较高的壁垒。

图表 3：公司取得的业务许可或资质情况

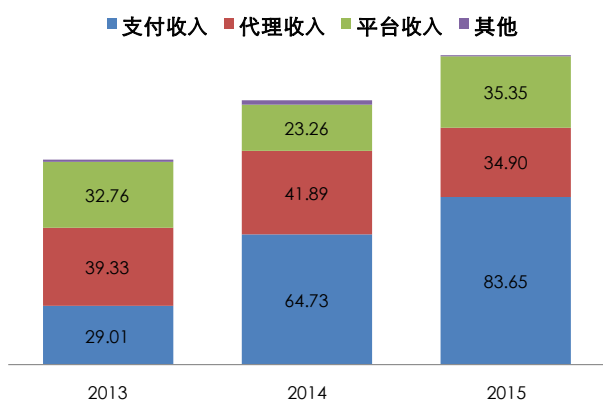
许可公司	证书名称	认证内容	颁发单位	有效期
股份公司	电信与信息服务业务经营许可证	第二类增值电信业务中的信息服务业务(仅限互联网信息服务)	北京市通信管理局	2015-02-15 至 2020-02-15
股份公司	网络文化经营许可证	利用信息网络经营网络游戏虚拟货币交易	北京市文化局	2015-1-4 至 2016-11-11
汇元银通	电信与信息服务业务经营许可证	第二类增值电信业务中的信息服务业务(仅限互联网信息服务)	北京市通信管理局	2013-12-25 至 2018-08-13
汇元银通	网络文化经营许可证	利用信息网络经营网络游戏虚拟货币交易	北京市文化局	2013-11-12 至 2016-11-11
汇元银通	中华人民共和国支付业务许可证	预付卡发行与受理(仅限为本机构开立的个人网上实名支付账户充值与使用)、互联网支付(全国)	中国人民银行	2012-06-27 至 2017-06-26

第 1 项《电信与信息服务业务经营许可证》有效期已届满，汇元股份已向主管部门提交了续展申请；有限公司名下的业务许可和资质，权利主体正在办理更名手续

来源：公开转让说明书，中泰证券研究所

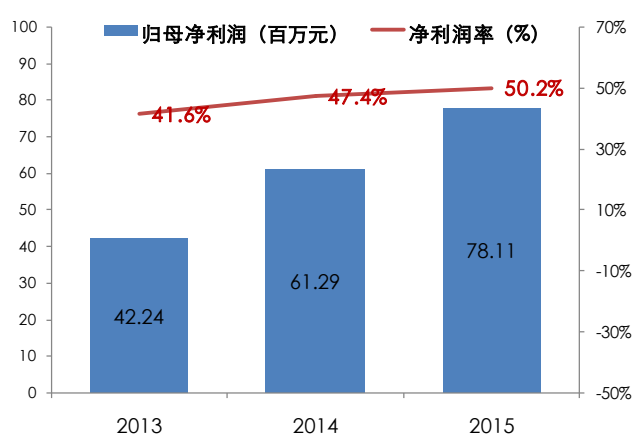
- 平台业务+支付业务+代理业务，主营业务毛利率较高。**(1) 平台业务：公司自身研发业务平台为互联网数字文化娱乐行业参与方（个人用户、代理商、运营商、供货商等）提供交易平台服务，收取交易手续费、年费及平台服务费等。(2) 支付业务：具体包括预付卡支付和互联网支付，提供资金收付通道。2014 年，公司开始开拓互联网金融市场，为 P2P 贷款平台提供汇付宝网关支付服务。(3) 代理业务：公司代理互联网数字文化娱乐产品获得代理收入。公司的主营业务是为互联网数字文化娱乐行业参与方及互联网金融行业参与方提供支付及交易平台服务，这种业务模式下无直接成本的发生，报告期主营业务毛利在 90% 以上。
- 支付业务持续增长，2015 年实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 18.72%，归属母公司股东的净利润 7811 万元，同比增长 27.44%。**基于公司在网络游戏领域的市场地位，公司近几年经营业绩稳步增长，2012-2015 年营业收入复合增长率 20%，归属母公司股东的净利润复合增长率 25%。2015 年，汇付宝在面向垂直行业和特定商户提供定制支付解决方案基础上，着力打造“宽支付”产品新模式，通过加大技术投入、产品创新和服务创新，推动了支付产品的业务规模和业务收入的高速增长。支付业务逐步成为公司重要的收入来源和利润增长点。**在支付业务的基础上，公司通过对主业相关的标的公司以及互联网金融范畴的标的公司的投资，积极布局互联网金融。**

图表 4: 汇元科技主营业务收入构成 (百万元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 汇元科技归母净利润 & 净利润率



来源: wind, 中泰证券研究所

## 围绕网络游戏建立起完整的“线下+线上”生态圈

### “骏卡”预付卡稳中求变保持领先地位

- 网络游戏预付卡支付细分领域龙头地位。**公司于 2012 年获得“全国范围的预付卡发行与受理及互联网支付”业务许可，自主发行与受理“骏卡”产品。骏卡是卡号密码形式的预付卡，专注游戏支付（公司已经取得相应的《网络文化经营许可证》），覆盖腾讯游戏、完美世界、巨人网络、盛大网络、搜狐畅游、网易游戏等上百家游戏运营商，面值主要有 10 元、20 元、30 元、50 元、100 元等，是一种典型的小微生活支付服务产品。国内游戏支付线上以网银支付为主，线下以互联网数字娱乐服务商发行的点卡、第三方支付服务商发行的卡支付为主。广泛的游戏娱乐厂商覆盖范围和长期运营奠定了公司在网络游戏预付卡领域的市场地位，骏卡是全国销量第一的线上通用型预付费卡，全国超过六百万销售终端，是网络游戏领域预付卡支付龙头产品。2013 年 4-5 月，中国新闻网联合独立游戏研究机构 CCGR 和 CNG 对国内 84 家主流游戏公司和平台选择的支付方式进行调查和统计，显示以网银为代表的支付宝、以卡支付为代表的汇元网公司骏卡一卡通名列前茅。

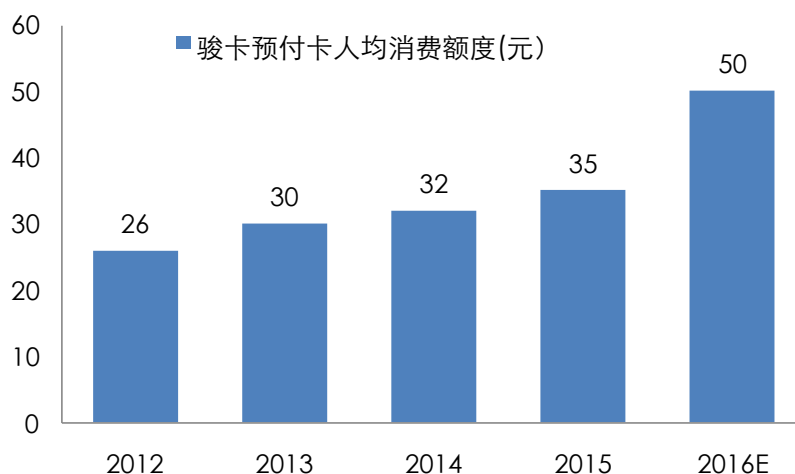
图表 6: 游戏领域主要合作客户



来源: 汇元科技, 中泰证券研究所

- **夯实游戏领域，扩大骏卡应用边界。**在支付领域，用户的忠诚度与使用习惯存在明显的积累效应，支付宝和微信以强大的用户群及账户支付方面的优势，在一线城市有巩固的市场。预付卡支付在游戏行业中有强大的用户基础，考虑到经济发展水平、用户消费习惯等因素，骏卡支付在网吧和二三线城市有巩固的市场，并且随着居民收入水平的增长，人均消费额度呈现上升趋势。同时，公司通过降低骏卡发行成本，扩大骏卡应用边界，骏卡一卡通将全面开拓网络游戏、动漫、影音、教育、应用、工具、APP、线上充值消费等市场，支持更多的消费场景和支付应用，争取更多的市场份额和更加宽广的市场空间。

图表 7：骏卡预付费卡人均消费额度上升



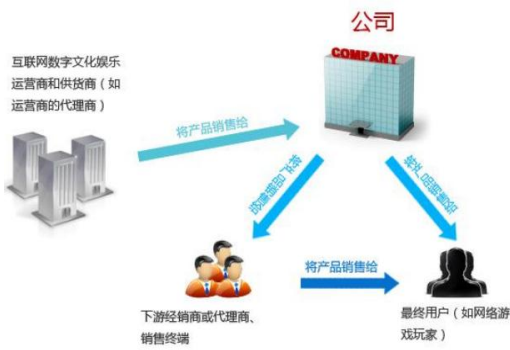
来源：汇元科技，中泰证券研究所

### “平台+代理+支付”，网络游戏领域的“淘宝”商城体系

- **围绕网络游戏建立起完整的“线下+线上”生态体系，多方获取收入来源。**公司业务起步于网络游戏领域，在线下建立起骏卡预付卡支付龙头地位，线上建立起包含“平台服务+游戏代理+第三方支付”的一站式解决方案。公司业务主要通过汇付宝平台、junka 平台、800jun 供货系统平台、800jun 交易平台和 365jw 平台五大平台完成，建立起网络游戏领域的“淘宝”体系。公司业务收入来源包括：（1）游戏代理业务，公司自己代理互联网数字文化娱乐产品获得代理收入，代理的产品主要通过公司的 junka 平台、800jun 交易平台以及 365jw 平台实现交易。（2）平台业务，互联网数字文化娱乐行业参与方通过公司的 800jun 供货系统平台、800jun 交易平台、365jw 平台、junka 平台实现代理，批发或零售等形式的交易。公司通过向互联网数字文化娱乐行业参与各方（个人用户，代理商，运营商，供货商等）收取交易手续费、年费及平台服务费等获得平台收入。（3）支付业务，公司通过骏卡预付卡和第三方支付服务平台汇付宝为各大平台提供支付支撑并获取相关收入。

图表 8：汇元科技游戏代理业务

图表 9：汇元科技平台业务

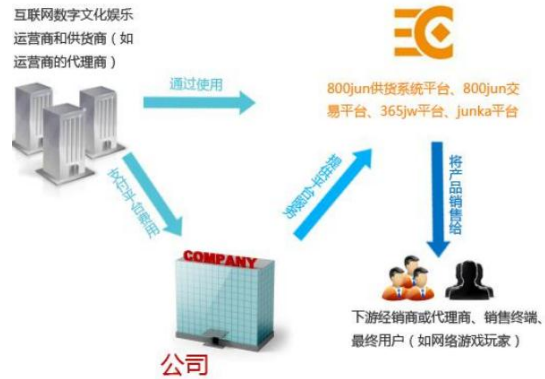


来源：汇元科技，中泰证券研究所

图表 10：汇元科技骏卡预付卡



来源：汇元科技，中泰证券研究所



来源：汇元科技，中泰证券研究所

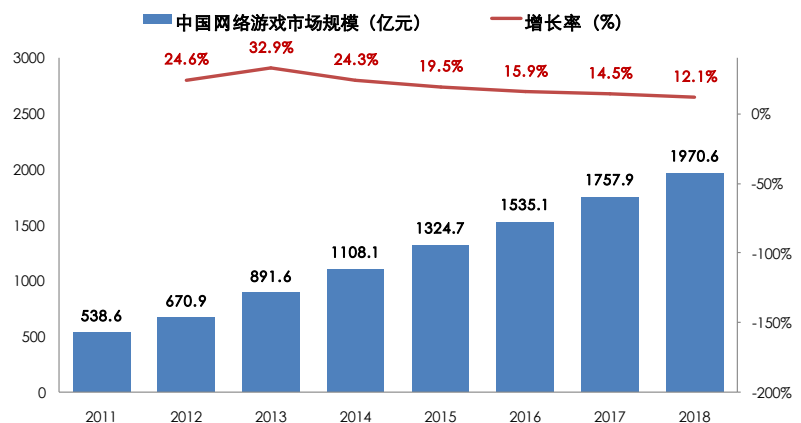
图表 11：汇付宝网关支付服务



来源：汇元科技，中泰证券研究所

- 网络游戏领域收入规模稳健增长。**公司游戏平台业务和相关收入与网络游戏整体市场相关性较大，网络游戏的发展是公司业务增长的重要基础。艾瑞咨询统计，2014 年中国网游市场规模达到 1108.1 亿元，同比增长 24.3%。游戏市场带动下，2012-2015 年，公司围绕网络游戏领域获得的收入（平台收入+代理收入+游戏支付收入）稳定增长。考虑到公司在网络游戏领域的品牌壁垒和用户消费习惯的粘性壁垒，我们预计公司在该领域的业务有望与网络游戏整体市场同步增长。

图表 12：中国网络游戏市场规模（单位：亿元）



来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所



## 互联网支付到互联网金融的华丽转型

### 行业壁垒+支付经验奠定互联网支付行业先发优势

- **严格的市场准入和行业监管筑起较高壁垒。**公司通过预付卡和互联网提供第三方综合营销支付服务，属于互联网支付行业；同时作为互联网数字文化娱乐行业参与方受到互联网信息服务、互联网文化经营和网络游戏相关部门的监管。尤其在互联网支付领域，互联网支付行业同时受到互联网行业、金融行业及电信行业法律、法规及政策的监管，相关行业规定也逐步提高行业准入标准，在市场准入层面防范不确定因素。公司获得了《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》、《网络文化经营许可证》等资质，子公司汇元银通获得了《中华人民共和国支付业务许可证》，业务许可范围为全国范围的预付卡发行与受理及互联网支付，严格的监管体系为潜在竞争者筑起较高的壁垒。
- **凭借行业经验建立良好品牌信誉。**互联网支付涉及资金安全，对系统稳定性要求高。以电子信息传递的形式实现资金的流通和支付，安全性是核心和关键，需要从整个支付流程（服务器、客户端、数据传输）保证安全的支付环境，一是交易的真实性、保密性、完整性和不可抵赖性，二是保证系统的抗攻击型和稳定性。公司运用汇付宝平台等为互联网数字娱乐参与方和互联网金融参与方提供互联网虚拟货币交易、第三方支付等在内的新型互联网服务，平台服务涉及到上下游用户的资金安全，业务记录也以电子化形式集中在各平台。公司业务发展过程中积累了丰富的行业经验，也充分体现了公司网络系统、电脑硬件、软件的效率和持续运作能力。公司在互联网平台和互联网支付方面建立起良好的品牌及信誉，是互联网支付业务顺利拓展的重要支撑。
- **以垂直领域作为互联网支付业务突破口。**2014年开始，公司以网络融资中的P2P贷款平台产品作为突破口，逐步拓宽自己在互联网金融市场的局面。全资子公司汇元银通作为第三方支付牌照的持有方，与P2P平台开展业务合作，为P2P平台提供网关支付与支付账户绑定服务等业务。截至2015年底，公司已经为近100家P2P公司提供支付服务。汇元银通为P2P平台提供支付业务，其自身并未从事P2P业务。公司采取了一系列措施防范P2P业务合作的风险，在汇付宝的协议中对于用户的权利义务进行了明确约定，以进行有效的风险隔离。

图表 13：汇元科技互联网金融领域合作客户



来源：汇元科技，中泰证券研究所

### 互联网支付业务领域融合拓展，聚合支付优势显著

- **第三方支付市场容量持续增长，移动支付、跨境支付带来新的市场空间。**从支付体系运行情况来看：（1）第三方支付行业市场容量持续增长中，央行发布数据显示，2015年，非银行支付机构累计发生网络支付业务821.45亿笔，金额49.48万亿元，同比分别增长119.51%和100.16%。（2）移动支付业务成倍增长，2015年全国移动支付业务发生138.37亿笔，金额108.22万亿元，同比分别增长205.86%和379.06%。中国经济结构优化升级加快、对外开放力度加大，自由贸易区纷纷设立，跨境电子商务、跨境旅游、留学等规模不断扩大，蕴含了巨大的跨境支付市场需求。市场环境和政策支持的变化为移动支付和跨境支付带来新的机遇，目前公司已经拥有骏卡移动客户端和汇付宝移动客户端，开发完成跨境支付系统，未来将努力实现互联网到移动互联网的产品服务升级，并将逐步参与到跨境支付及代理结售汇等业务领域。
- **面向垂直行业和特定商户提供定制支付解决方案，打造“宽支付”产品新模式。**互联网系统不断升级，用户对网络支付的接受程度大大提高，第三方支付应用领域不断扩展。第三方网络支付应用行业从网络购物、航空旅行、网络游戏逐渐向教育、金融、医疗、甚至是基金、保险等行业渗透，参与主体从B2C逐步拓展到C2C和B2B领域。线上、线下支付手段融合趋势明显，用户倾向于选择多位一体的综合、定制支付解决方案。2015年：（1）公司完成与国内主要的国有银行、全国性商业银行、城商行支付通道建设、备付金银行合作，完善了互联网支付业务通道基础性建设，提升了支付系统的稳定性和便捷性；（2）与银行签约了“基金销售结算资金专用账户监督协议”、与基金公司签订了“汇付宝开放式基金网上交易支付服务合作协议”、开发完成基金销售支付系统，向主管部门提交了基金销售支付备案的申请；（3）与银行签约了“跨境电子商务外汇支付业务合作协议书”，开发完成跨境支付系统。目标是在实现银行卡多种支付方式、骏卡支付、预付费卡支付、声讯短信支付的基础上，整合市场或用户覆盖较广的账号支付、硬件支付以及其他创新型的支付方式，提供定制化的行业支付解决方案。

### 在支付服务的基础上全面布局互联网金融

- 2015年，公司初步形成互联网金融综合服务方案的战略规划，成立互联网金融事业部，完善组织结构及团队建设，筹备慧金融平台项目规划及研发，并推进各类许可及备案资质的申请。通过对主业相关的标的公司以及互联网金融范畴的标的公司的投资，实现并购标的与公司既有资源的优势互补，初步形成了涵盖基金销售支付服务、基金销售、商业保理、互联网金融支付方案服务商、系统运营为一体的互联网金融综合服务解决方案雏形，在支付服务的基础上全面布局互联网金融。

图表 14：汇元科技全面布局互联网金融

公告时间	主要内容
2016-01-04	设立全资子公司“汇元金服”，注册资本人民币 500 万元
2016-01-22	与北京华瑞星辰资产管理有限公司共同以货币出资向杭州锦成盛资产管理有限公司增资
2016-01-22	拟以自有资金向宁波梅山保税港区函数珠联璧合投资合伙企业出资认缴人民币 3850 万元，作为一个有限合伙人占比 77%
2016-02-19	拟以自有资金人民币 2000 万元认购北京融汇天天投资中心的份额。认购后，公司作为有限合伙人占比 62.45%
2016-03-07	拟设立全资子公司深圳市前海汇元金服商业保理有限公司，注册资本为人民币 5000 万元
2016-04-19	拟与金陵投资控股有限公司共同出资设立控股子公司天津汇元金陵小额贷款有限公司，注册资本为人民币 1 亿元，其中本公司出资人民币 8000 万元

来源：汇元科技公司公告，中泰证券研究所

## 盈利预测与估值分析

- 盈利预测：**公司围绕网络游戏建立起完整的“线下+线上”生态体系，公司游戏平台业务和相关收入与网络游戏整体市场相关性较大，预计公司在该领域的业务有望与网络游戏整体市场同步增长。2014 年开始，公司以垂直领域作为互联网支付业务突破口，互联网支付业务顺利拓展。在支付业务的基础上，公司通过对主业相关的标的公司以及互联网金融范畴的标的公司的投资，积极布局互联网金融。2015 年开始，汇付宝支付在产品创新、商户拓展、交易金额、服务费收入等方面成绩突出，逐步成为公司重要的收入来源和利润增长点。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 217.88/272.14/316.52 百万元，归属母公司股东的净利润分别为 116.59/136.40/164.95 百万元，按照最新股本（9240 万股）摊薄的每股收益分别为 1.26/1.48/1.79 元。

图表 15：汇元科技盈利预测表

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	132.08	156.80	217.88	272.14	316.52
营业收入增速	28.89%	18.72%	38.96%	24.90%	16.31%
归母净利润（百万元）	61.29	78.11	116.59	136.40	164.95
净利润增速	45.09%	27.44%	49.27%	17.00%	20.93%
毛利率(%)	100.00%	92.67%	90.79%	90.41%	90.52%
净资产收益率(%)	22.79%	10.19%	13.18%	13.34%	13.87%
每股收益(全面摊薄)	0.66	0.85	1.26	1.48	1.79
市盈率（倍）	42.3	33.2	22.3	19.0	15.7

来源：wind，中泰证券研究所

- 估值分析：**电子商务、互联网金融的发展离不开互联网支付的支撑，2011 年至今，央行一共发放了 269 张第三方支付牌照，其中互联网支付牌照 103 张。第三方支付市场份额高度集中，多数机构处于亏损或微利状态，第三方支付牌照审批趋紧，一些迫切需要自身支付牌照的企业选择收购第三方支付牌照公司，互联网支付牌照稀缺价值凸显。我们认为公司估值应该充分考虑互联网支付牌照的稀缺价值。选取第三方支付公司股权

收购价格作为估值参考，综合考虑公司在网络游戏领域的完整业务体系优势和互联网支付行业的成长前景，我们认为公司有较好的投资价值，建议公司估值区间为 31-38 元，对应 2016 年 EPS（1.26 元/股）25-30 倍的 PE。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表 16：第三方支付公司股权收购情况（不完全统计）

收购事项	收购（增资） 金额（万元）	收购股份（万 /注册资本）	每股价 格（元）	市盈率	收购标的支付牌照类型
达华智能受让卡友支付股权	2473.20	687.00	3.60	360	银行卡收单（全国）
昆百大 A 增资入股上海瀚银	5000.00	1216.67	4.11	36	互联网支付、移动电话支付
海印股份投资广东商联	17500.00	1530.00	11.44	17	互联网支付、移动支付（正在申请）
九鼎集团收购鹰皇金佰仕	7000.00	7000.00	1.00	鹰皇金佰仕无公开财务数据	互联网支付、移动电话支付、预付卡发行与受理（湖南省、北京市、上海市）
华控赛格增资扩股成都支付通	3000.00	1612.90	1.86	成都支付通 2014 年亏损	银行卡收单（四川省）

来源：wind，中泰证券研究所

## 风险提示

- **1.互联网系统应用风险。**公司运用汇付宝支付平台、junka 支付平台、800jun 供货系统平台、800jun 交易平台和 365jw 平台为互联网数字娱乐参与方、互联网金融参与方提供互联网虚拟货币交易、第三方支付等在内的新型互联网服务，本公司的业务记录也以电子化形式集中在各平台。如本公司服务器所在地发生地震、军事冲突或其他难以预料且防范的问题，或本公司的电脑硬件、软件受到电脑病毒、黑客的恶意破坏或攻击等，或网络通讯的中断和系统的损毁等，行业客观存在着导致服务中断、数据损失的风险因素。
- **2.未能持续取得相关经营资质的风险。**公司提供互联网虚拟货币交易、第三方支付等在内的新型互联网服务，所处行业受到包括中国人民银行、工信部、文化部等的严格监管。公司业务涉及增值电信业务、经营性互联网信息服务、互联网文化活动、网络游戏虚拟货币交易服务、第三方支付服务（网络支付、预付卡的发行与受理）。公司目前已就业务合法经营取得了所有应取得的批准、许可及相关备案登记手续。若本公司未能满足监管要求、未能维持目前已取得的相关批准和许可，可能面临罚款甚至限制或终止运营的风险。
- **3.互联网金融行业风险。**互联网金融行业在业务创新的同时也伴生了相应的行业风险。监管部门基于整体利益平衡及风险管理的考虑，一直在努力明确互联网金融各类业务模式的监管部门及监管政策。或将出台的监管政策，可能会对第三方支付业务本身以及第三方支付业务在互联网金融领域的拓展产生负面影响。例如，子公司汇元银通为 P2P 平台提供

网关支付与支付账户绑定服务，如果日后的监管政策出台限制公司的网关支付与支付账户绑定业务，或者与公司合作的相关互联网金融平台出现违法或者被处罚的情形，将会对公司的业务开拓和声誉产生不利影响。

- **4.市场竞争风险。**公司为互联网数字娱乐参与方及互联网金融参与方提供互联网虚拟货币交易、第三方支付等在内的互联网综合营销支付服务。随着第三方支付业务日渐成熟，市场中提供同类产品或服务的企业的增多，同质化日趋严重，市场竞争愈加激烈。公司面临市场竞争风险。

**图表 17: 汇元科技盈利预测表**

资产负债表						利润表					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>资产</b>						<b>营业收入</b>	132.08	156.80	217.88	272.14	316.52
<b>流动资产</b>						减:营业成本	0.00	11.49	20.08	26.10	30.01
货币资金	382.67	857.71	867.73	900.88	947.47	营业税金及附加	4.16	1.71	2.38	2.97	3.46
应收账款	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	销售费用	21.06	21.72	21.79	27.21	30.07
预付款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	36.11	40.58	43.58	62.43	67.96
其他应收款	114.32	103.57	112.02	152.64	177.52	财务费用	(1.97)	(4.37)	(3.02)	(4.42)	(4.62)
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	0.05	(1.11)	0.76	2.84	1.74
其他流动资产	22.14	80.92	128.09	168.13	208.29	加:投资收益	0.60	3.91	4.49	5.17	5.94
<b>非流动资产</b>						营业利润	73.44	90.69	136.81	160.18	193.84
长期股权投资净值	0.00	0.00	30.00	70.00	120.00	加:营业外收支净额	0.37	1.28	0.70	0.70	0.71
固定资产净值	4.63	5.21	5.73	6.31	6.94	减:所得税	11.21	13.20	19.74	23.10	27.93
在建工程净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	62.60	78.77	117.77	137.78	166.62
无形资产净值	0.11	0.12	0.10	0.09	0.08	<b>应占:</b>					
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	母公司股东	61.29	78.11	116.59	136.40	164.95
其他非流动资产	29.57	59.85	59.72	60.65	61.58	少数股东权益	1.31	0.66	1.18	1.38	1.67
<b>资产总计</b>	<b>553.46</b>	<b>1,107.38</b>	<b>1,203.41</b>	<b>1,358.69</b>	<b>1,521.88</b>	<b>每股收益(全面摊薄)</b>	0.66	0.85	1.26	1.48	1.79
<b>负债</b>						<b>现金流量表</b>					
<b>流动负债</b>						(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动产生的现金流量	86.09	136.30	35.12	66.42	89.18
应付账款	0.18	3.11	5.02	6.52	7.50	投资性活动产生的现金流量	(34.06)	(85.46)	(28.11)	(37.70)	(47.21)
其他应付款	275.76	328.14	301.95	315.05	308.50	筹资活动产生的现金流量	0.00	419.70	3.02	4.42	4.62
应交税费	3.90	4.24	6.60	7.73	9.35	现金本期增加或减少	52.03	470.53	10.03	33.14	46.59
其他流动负债	3.83	3.90	4.09	5.86	6.38	<b>主要财务指标</b>					
<b>非流动负债</b>						2014	2015	2016E	2017E	2018E	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	51.25	30.65	26.40	24.67	21.80
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(%)	22.79	10.19	13.18	13.34	13.87
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	100.00	92.67	90.79	90.41	90.52
<b>负债合计</b>	<b>283.67</b>	<b>339.40</b>	<b>317.67</b>	<b>335.16</b>	<b>331.74</b>	净利率(%)	46.41	49.81	53.51	50.12	52.11
<b>所有者权益</b>						总资产收益率(%)	11.07	7.05	9.69	10.04	10.84
实收资本(或股本)	39.20	46.20	92.40	92.40	92.40	流动比率	1.83	3.07	3.49	3.64	4.02
资本公积	183.84	596.63	550.43	550.43	550.43	营业收入增长率(%)	28.89	18.72	38.96	24.90	16.31
留存收益	45.30	123.00	239.59	376.00	540.94	净利润增长率(%)	45.09	27.44	49.27	17.00	20.93
其他综合收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
少数股东权益	0.64	0.93	2.11	3.48	5.15						
<b>所有者权益合计</b>	<b>268.98</b>	<b>766.76</b>	<b>884.53</b>	<b>1,022.31</b>	<b>1,188.92</b>						
<b>负债及所有者权益总计</b>	<b>553.46</b>	<b>1,107.38</b>	<b>1,203.41</b>	<b>1,358.69</b>	<b>1,521.88</b>						

来源: wind, 中泰证券研究所 (未考虑已公告未实施的利润分配及资本公积转增股本方案)

**齐鲁新三板研究团队**

张帆	021-20315209	zhangfan@r.qlzq.com.cn	新三板首席分析师
张俊	021-20315190	zhangjun@r.qlzq.com.cn	TMT&高端装备制造
黄旭良	021-20315125	huangxl@r.qlzq.com.cn	高端装备制造&专题
马路萌	0531-68889342	malm@r.qlzq.com.cn	策略专题&山东新三板
陈康	0531-68889343	chenkang@r.qlzq.com.cn	医疗保健&山东新三板
龙贡波	010-59013843	longgb@r.qlzq.com.cn	医疗保健
张聪	021-20315376	zhangcong@r.qlzq.com.cn	TMT&高端装备制造
辛彩妮	021-20315115	xincn@r.qlzq.com.cn	新材料



#### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是本报告涉及的汇元科技（832028.00）的做市商。本报告系本公司研究员根据汇元科技（832028.00）公开信息所做的独立判断。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。