

2019年10月28日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

研究所

证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002

baoyc@ghzq.com.cn

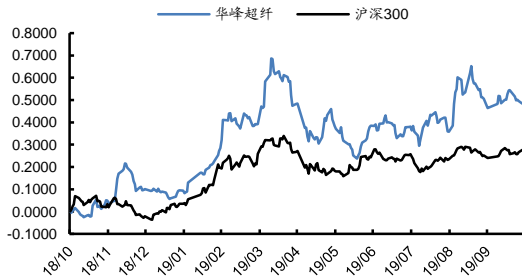
联系人： 张若凡 S0350119070030

zhangrf@ghzq.com.cn

国内超纤龙头，移动支付技术领导者

——华峰超纤（300180）动态研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华峰超纤	-1.4	7.8	48.6
沪深300	1.9	1.8	23.7

市场数据

市场数据	2019-10-28
当前价格（元）	9.99
52周价格区间（元）	6.50 - 11.71
总市值（百万）	17020.50
流通市值（百万）	10248.17
总股本（万股）	170375.36
流通股（万股）	102584.29
日均成交额（百万）	70.89
近一月换手（%）	10.23

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司公告 2019 年三季报：2019 年前三季度公司实现营收 22.94 亿元，同比增长 0.91%，归母净利润 1.04 亿元，同比减少 62.57%，扣非后归母净利润 1.37 亿元，同比减少 44.57%；2019 年 Q3 单季度公司实现营收 8.13 亿元，同比增长 10.31%，归母净利润 5653 万元，同比减少 18.81%，扣非后归母净利润 4602 万元，同比减少 15.27%。

投资要点：

- 国内超纤龙头，收购威富通进入移动支付领域。**华峰超纤成立于 2002 年，成立以来专注于超纤材料研发与生产，是国内少数几家超纤材料生产工序最完整的企业之一，也是国内超纤材料产销规模最大的企业，公司每年产能达到 1 亿平方米。2016 年公司以发行股份及支付现金方式作价 20.5 亿元收购威富通 100% 股权，进入移动支付领域。威富通原实控人鲜丹成为华峰超纤第二大股东，尤小平及其一致行动人仍有公司实际控制权。
- 威富通是国内移动支付技术先驱。**威富通成立于 2006 年，是全球领先的移动支付解决方案提供商。截止到 2018 年底，威富通服务银行超过 200 家，服务商户超过 3000 万，每天处理超过 3000 万笔移动支付交易，累计受理移动支付交易金额超过 1 万亿元人民币。由于威富通不具有第三方支付牌照，因此主要向银行、第三方支付公司、商户提供技术服务。移动支付技术服务分润是威富通主要收入来源，2018 年收入占比达到 86%。银行模式是技术服务的主要业务模式，2018 年收入占威富通总收入比例达到 71.8%。根据商户开拓来源不同，银行模式可进一步拆分为威富通自拓商户模式和银行拓展商户模式，2018 年“断直连”政策对威富通自拓商户流水产生较大影响，导致了 2018 和 2019H1 公司业绩下滑。
- “断直连”负面影响减弱。**“断直连”对威富通银行模式自拓商户产生负面影响，但并不影响公司银行拓展商户和银行受理机构模式收入。受“断直连”影响，威富通业绩有所下滑，2017-2018 年实现营收 3.87 亿元、3.23 亿元，实现归母净利润 1.84 亿元、1.49 亿元。威富通积极应对政策产生的负面影响，一方面，产业链上谋求与更高级别的卡位深度合作，与网联、银联开展业务；另一方面，深耕银行服务，加强对银行的精细化、差异化运营，截至 2018 年底，公司在全球范围内服务的银行超过 200 家。“断直连”政策的不利影响已集

中体现在 2018 年度，至 2019Q1 威富通交易流水基本平稳。根据公司公告，2019 年 6 月，威富通自拓商户模式已逐渐恢复增长趋势，当月实现收入为 256.11 万元，较 2019 年 1 月增长 104.01%，“断直连”负面影响减弱，三季度单季业绩也能佐证。

- **盈利预测和投资评级：给予“增持”评级。**我们认为，公司是超纤材料龙头，中美贸易摩擦边际缓和释放下游需求，“断直连”政策对威富通负面影响减弱，我国移动支付交易规模持续高增长支撑威富通业绩。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.17/0.27/0.32 元，对应当前股价 PE 分别为 58/37/31 倍，给予“增持”评级。。
- **风险提示：**1) 中美贸易摩擦加剧的风险；2) 威富通业绩不及预期的风险；3) 市场系统性风险。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	3065	3485	4127	4801
增长率(%)	22%	14%	18%	16%
归母净利润（百万元）	295	295	455	551
增长率(%)	19%	0%	54%	21%
摊薄每股收益（元）	0.26	0.17	0.27	0.32
ROE(%)	5.75%	5.57%	8.24%	9.47%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、国内超纤龙头，收购威富通进入支付领域

1.1、国内超纤材料龙头，收购威富通

华峰超纤是国内超纤材料产销规模最大的公司。华峰超纤成立于2002年，专注于超纤材料，拥有包括革用PU树脂、超细束状纤维纺丝、无纺布、含浸等以及贴面、染色等所有产品涉及的工艺研发、生产能力，公司拥有全套超纤材料生产技术，是国内少数几家生产工序最完整的企业之一。公司主要产品包括超细纤维底坯、绒面材料和超细纤维合成革。目前公司启东基地7500万平米项目已全部建成投产，公司每年产能达到1亿平方米。

2019H1 超纤业务业绩承压，预计下半年修复。超纤业务是公司主要业务，近年来公司超纤业务维持增长，2019年由于中美贸易摩擦持续发酵，下游企业观望情绪强烈，公司上半年业绩承压。根据公司中报，江苏超纤2019年7月单月订单出货量预计较2018年7月同比增长39.61%，预计较2019年6月环比增长23.56%，预计下半年业绩将修复。近年公司超纤业务的高速成长主要来源于超细纤维底坯，截至2019H1，超细纤维底坯产品占超纤业务比例达到68.9%。

图 1：公司超纤业务营收及增速

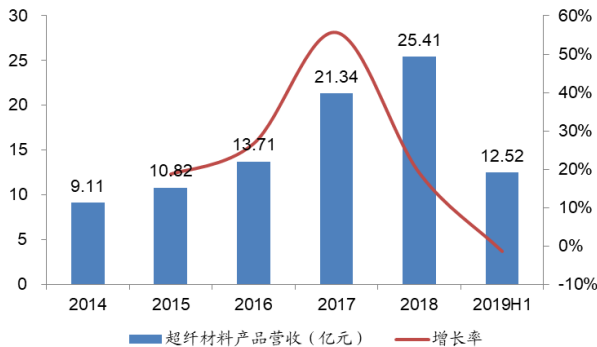
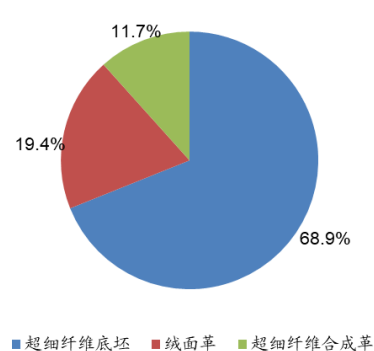


图 2：2019H1 公司超纤业务各产品占比

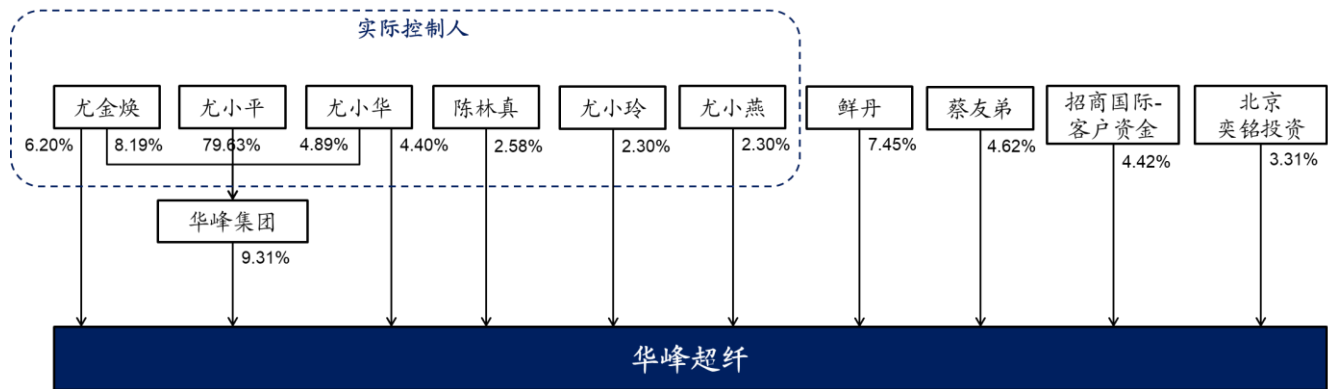


资料来源：wind、国海证券研究所

资料来源：wind、国海证券研究所

2016年，华峰超纤整体作价20.5亿元收购威富通，通过发行股份和支付现金相结合的方式支付对价，其中现金方式支付2.9亿元，占交易对价的14.20%；以发行股份方式支付17.6亿元，占交易对价的85.80%，按12.73元/股的发股价格计算。交易于2017年6月完成，威富通原实控人鲜丹成为华峰超纤第二大股东，华峰超纤实控人没有发生变更，尤小平及其一致行动人仍有公司实际控制权。威富通承诺2016-2018年归母净利润分别不低于1.3亿元、1.57亿元、1.86亿元。

图 3：华峰超纤股权结构



资料来源：wind、公司公告、国海证券研究所

1.2、威富通：移动支付技术服务领军者

威富通是移动支付领域的软件技术服务商及增值业务提供商。威富通成立于 2006 年，是全球领先的移动支付解决方案提供商，业务遍及全球 5 大洲，14 个国家与地区。由于威富通不具有第三方支付牌照，因此主要向银行、第三方支付公司、商户提供技术服务。威富通除了拥有自主知识产权与专利的移动支付云服务平台软件系统外，还在腾讯云的基础上，投入巨资建设了自己的三地四中心的数据云服务中心，数据库分别部署在北京、上海、广州三个机房，系统使用了超过 300 台高性能服务器。目前系统容量每秒最高订单处理量理论峰值达到 1 万笔，日订单处理量理论峰值可达到 1 亿笔，并提供 T 级高防防护 DDOS 等攻击。

威富通是微信支付首批签约受理机构、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。

图 4：威富通合作模式



资料来源：威富通官网、国海证券研究所

移动支付技术服务分润为威富通主要收入来源。威富通的主营业务及收入主要包括：通过为银行及非金机构提供移动支付系统，收取技术服务费；通过为商户提供移动支付接入服务和产品，收取商户服务费；基于支付为银行、商户等提供增值服务及整体解决方案，收取技术服务费。主营收入拆分为四大类：移动支付技术服务、技术开发服务、销售分润服务、其他业务（广告平台业务和流量充值业务），其中技术服务分润是公司最主要收入来源，2018年占比达到86%。

银行模式是技术服务主要模式。威富通移动支付技术服务的业务模式分为银行模式和受理机构模式，两者的核心区别在于资金清算方，银行模式下银行负责商户清算，受理机构模式下第三方机构负责商户资金清算。银行模式是目前公司主要业务模式，2018年收入占威富通总收入比例达到71.8%。根据商户开拓来源不同，银行模式可进一步拆分为威富通自拓商户模式和银行拓展商户模式，2018年“断直连”政策对威富通自拓商户流水产生较大影响，导致了2018和2019H1公司业绩下滑。

表 1：威富通业务拆分

业务类型	2018 年		
	收入（百万元）	毛利率	占比
移动支付技术服务	278.21	80.55%	86.1%
其中：受理机构模式	46.11	43.46%	14.3%
银行模式	232.09	87.93%	71.8%
技术开发服务	24.57	77.73%	7.6
销售分润业务	8.17	100%	2.5%
其他	12.36	79.36%	3.8%
合计	323.31	80.79%	100%

资料来源：公司公告、国海证券研究所

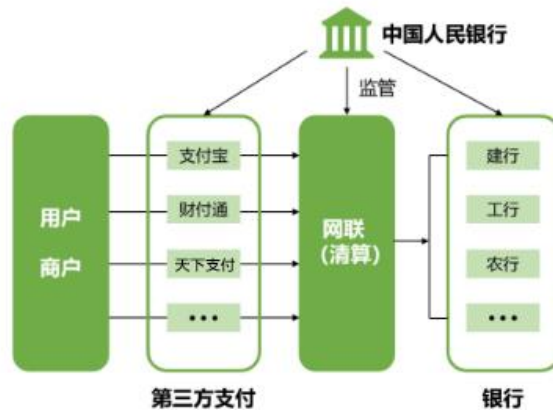
2、积极应对政策变化，“断直连”负面影响减弱

2.1、“断直连”影响交易流水，深耕银行应对变化

2017年8月，央行支付结算司印发《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》，要求自2018年6月30日起，第三方支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理，即断开第三方机构与银行的直连。

“断直连”影响深远。在“直连”模式下，第三方支付平台直接对接各大银行，还能实现跨行转账，因此当我们在第三方平台发起转账付款时，钱款是先进入到第三方支付平台，然后再以第三方支付平台的名义转给收款人，在此过程中支付机构自己履行清算工作，存在监管隐患。“断直连”后，网联为支付机构提供统一、公共的资金清算服务，交易流程：银行—网联—第三方支付平台—商户。

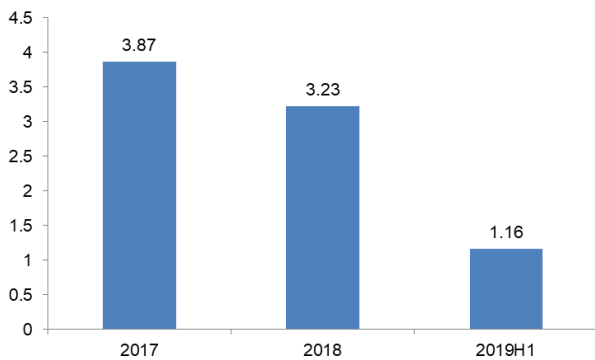
图 5：“断直连”政策示意图



资料来源：中国青年网、国海证券研究所

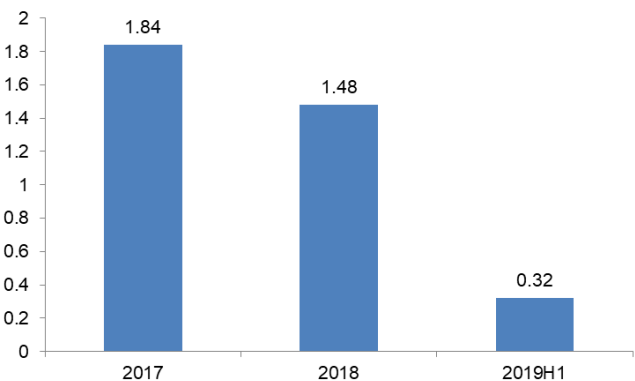
“断直连”对威富通银行模式自拓商户产生负面影响。“直连”模式下，威富通自拓第三方支付公司相关商户直接与银行合作，第三方支付机构商户产生的移动支付交易流水给贡献收入。“断直连”之后，第三方支付机构商户不与银行直接合作，从原接入的银行移动支付体系中外移，威富通交易流水下滑，从而导致威富通自拓商户模式收入的下滑。“断直连”并未对公司银行拓展商户和银行受理机构模式产生影响。受此影响，威富通业绩有所下滑，2017-2018 年实现营收 3.87 亿元、3.23 亿元，实现归母净利润 1.84 亿元、1.49 亿元。2018 年威富通为上市公司贡献营收超过 10%，贡献净利润 49%。

图 6：威富通营收情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 7：威富通净利润情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

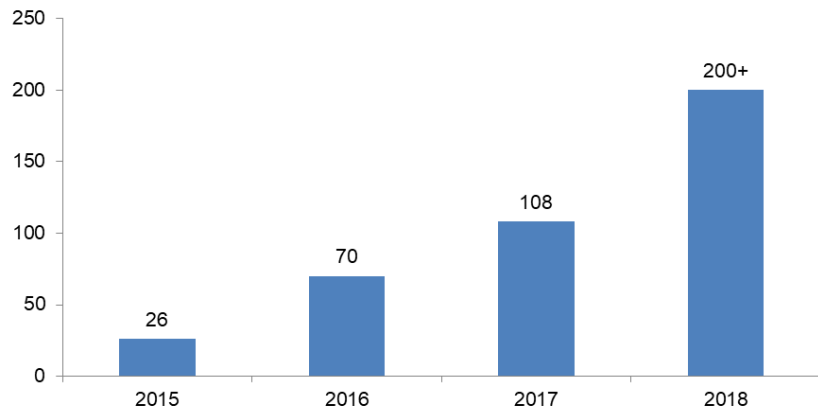
卡位更高级别机构，深耕银行服务。为应对“断直连”政策对公司产生的负面影响，威富通做了积极的战略调整：一方面，谋求与更高级别的卡位深度合作；另一方面，深耕银行，加强对银行的精细化、差异化运营。

- 1) 产业链上谋求与更高级别的卡位深度合作。“断直连”政策在一定程度上影响到了威富通的交易流水，但同时也打破了移动支付市场的双寡头格局，网联、银联等高级别机构入场。威富通重点与掌握大量商户资源的银联进行

深度合作，并通过与银联的深度联动，进一步拓展银行市场，打造新的盈利增长点，2019 年度新推出与银联合作的多种创新业务模式。

- **2) 深耕银行，加强对银行的精细化、差异化运营。**目前威富通是国内服务银行家数最多的移动支付 SaaS 服务商，截至 2018 年底，公司在全球范围内服务的银行超过 200 家，预计未来仍持续增长。此外，威富通将进一步对银行客群进行细致的分类，针对不同银行客群的不同需求，设定不同的运营策略，精细化运营银行，提高银行的交易效率和数量，确保威富通银行业务收入获得稳定增长。

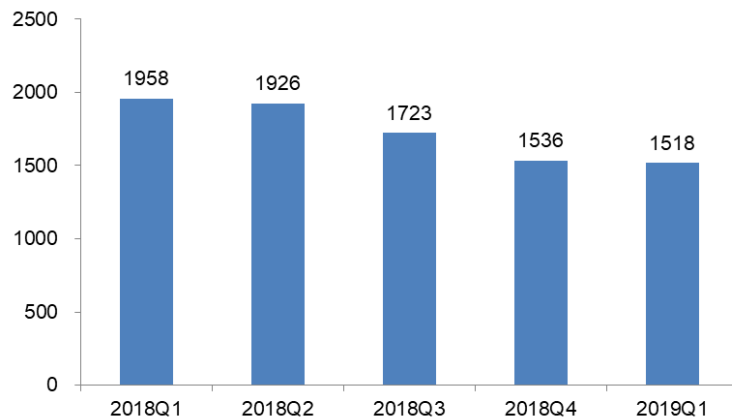
图 8: 威富通签约银行数量



资料来源：公司公告、国海证券研究所

政策负面影响减弱。受“断直连”影响，威富通 2018 年第三季度和第四季度交易流水有所下滑，至 2019 年第一季度交易流水基本平稳，“断直连”政策的不利影响已集中体现在 2018 年度。根据公司公告，2019 年 6 月，威富通自拓商户模式已逐渐恢复增长趋势，当月实现收入为 256.11 万元，较 2019 年 1 月增长 104.01%。2019 年上半年威富通新签订合同较以往年度增长较多，仅移动支付服务新签订合同 483 个，远高于去年新签订合同量，但由于客户签订合同后需要推广及试运行，实现收入需要一定时间，且客户用户习惯一旦形成后能给威富通贡献逐渐增长的利润来源。而上述新签订客户收入在 2019 年上半年体现较少，预计第四季度上述客户均能产生收入。

图 9: 威富通各季度终端商户资金交易流水



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.2、移动支付规模高速增长，公司海外市场重点突破

我国移动支付规模仍在高速增长。随着智能手机的普及，近年我国移动支付规模快速扩张，根据易观数据，2018 年交易规模已经达到约 171 万亿元，预计仍将高速增长，2019 年预计达到 248 万亿元，季度同比环比均保持增长。威富通的主要收入来自于移动支付技术服务分润，移动支付的交易规模直接决定公司收入，我国移动支付交易规模的高速增长为威富通业绩提供支撑。

图 10：中国移动支付年交易规模

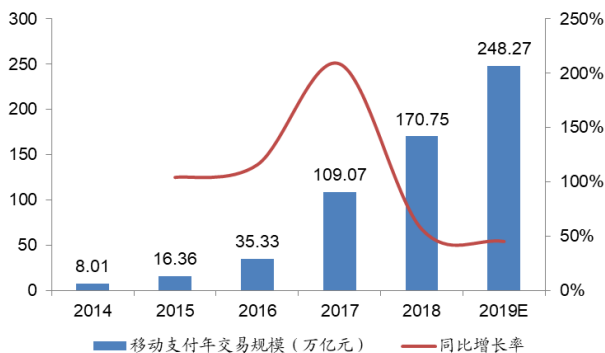
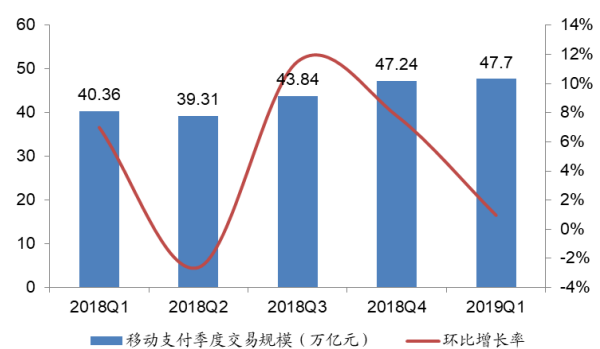


图 11：2018 年以来中国移动支付季度交易规模



资料来源：易观、国海证券研究所

资料来源：易观、国海证券研究所

海外支付前景广阔，威富通重点突破。近年来，威富通将海外业务布局调整为重点攻破方向，2017 年威富通成立海外事业部，在日本、中国香港等海外多个国家与地区设立分支机构进行全球市场深入拓展，2017 年就已签约银行和非银机构 16 家，渠道 22 家。2017 年底海外市场月交易金额达 9205 万元，月交易笔数 12 万笔。截至 2018 年底，威富通业务遍及全球 5 大洲，超过 40 个国家与地区。未来，威富通将挑选有价值的地区和银行进行重点拓展和深度运营，提高海外市场投入的产出效率，进一步提升海外市场的交易额和收入比例，让海外市场成为公司业绩的重要来源。

3、盈利预测与评级

我们认为，公司是超纤材料龙头，中美贸易摩擦边际缓和释放下游需求，“断直连”政策对威富通负面影响减弱，我国移动支付交易规模持续高速增长支撑威富通业绩。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.17/0.27/0.32 元，对应当前股价 PE 分别为 58/37/31 倍，给予“增持”评级。

4、风险提示

- 1) 中美贸易摩擦加剧的风险;
- 2) 威富通业绩不及预期的风险;
- 3) 市场系统性风险。

附表：华峰超纤盈利预测表

2019-10-2									
证券代码:	300180.SZ		股价:	9.99	投资评级:	增持	日期:	8	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	6%	6%	8%	9%	EPS	0.26	0.17	0.27	0.32
毛利率	27%	25%	27%	27%	BVPS	4.52	3.10	3.23	3.39
期间费率	10%	15%	14%	14%	估值				
销售净利率	10%	8%	11%	11%	P/E	38.41	57.74	37.40	30.92
成长能力					P/B	2.21	3.23	3.09	2.94
收入增长率	22%	14%	18%	16%	P/S	3.70	4.88	4.12	3.54
利润增长率	19%	0%	54%	21%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.41	0.46	0.52	0.57	营业收入	3065	3485	4127	4801
应收账款周转率	4.36	3.84	3.84	3.84	营业成本	2250	2611	3020	3501
存货周转率	4.65	4.68	4.68	4.68	营业税金及附加	15	17	21	24
偿债能力					销售费用	62	70	83	96
资产负债率	32%	31%	31%	30%	管理费用	202	418	454	528
流动比	1.31	1.47	1.73	1.98	财务费用	40	25	6	6
速动比	1.00	1.12	1.34	1.56	其他费用/(-收入)	(14)	10	3	15
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	371	354	546	661
现金及现金等价物	317	389	592	834	营业外净收支	(0)	0	0	0
应收款项	703	907	1074	1250	利润总额	371	354	546	661
存货净额	487	562	654	759	所得税费用	69	53	82	99
其他流动资产	539	602	698	800	净利润	302	301	464	562
流动资产合计	2045	2381	2940	3562	少数股东损益	6	6	9	11
固定资产	3100	2879	2657	2436	归属于母公司净利润	295	295	455	551
在建工程	169	169	171	173	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	320	320	298	276	经营活动现金流	109	279	452	557
长期股权投资	9	9	9	9	净利润	302	301	464	562
资产总计	7540	7654	7972	8352	少数股东权益	6	6	9	11
短期借款	598	598	598	598	折旧摊销	272	253	253	251
应付款项	395	461	533	618	公允价值变动	83	0	0	20
预收帐款	53	48	57	66	营运资金变动	(554)	(282)	(275)	(287)
其他流动负债	516	516	516	516	投资活动现金流	(648)	221	219	219
流动负债合计	1561	1622	1703	1797	资本支出	(719)	221	219	219
长期借款及应付债券	224	124	124	124	长期投资	(2)	0	0	0
其他长期负债	618	618	618	618	其他	74	0	0	0
长期负债合计	842	742	742	742	筹资活动现金流	611	(247)	(228)	(275)
负债合计	2404	2364	2446	2540	债务融资	(48)	(100)	0	0
股本	1136	1704	1704	1704	权益融资	0	0	0	0
股东权益	5136	5289	5526	5813	其它	660	(147)	(228)	(275)
负债和股东权益总计	7540	7654	7972	8352	现金净增加额	72	253	444	502

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【计算机组介绍】

宝幼琛，本年毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

张若凡，上海交通大学数学学士、金融硕士，2019年加入国海证券，从事计算机行业上市公司研究。

【分析师承诺】

宝幼琛，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，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。