

新大陆 (000997.SZ)

智能 POS 助力收单与消费金融再出发，协同与风控优势渐显

核心观点:

● 公司是国内领先的 POS 与识别机具制造商

新大陆成立于 1994 年，当前主要业务包括支付与识别业务 (POS 机具、条码识别设备的设计、研发与销售)、行业信息化业务、房地产业务及第三方支付服务。2017 年一季度实现营业收入 11.67 亿元，同比增长 89%；实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 207%。

● 收购第三方支付公司国通星驿，切入线下收单业务

2016 年 5 月底，公司公告，拟以总计 6.8 亿元收购第三方线下收单公司国通星驿 100% 股权 (2016 年 11 月并表)。国通星驿是国内拥有全国性收单业务支付牌照的 43 家机构之一。2016 年经过一系列行业整顿、费率改革后，持牌收单机构业务量有望实现快速增长，全年实现交易流水近 3000 亿元。同时，收购帮助新大陆实现由传统硬件业务向运营服务业务转型，并切入广阔的商户增值业务市场。

● 非公开发行募集 16 亿元，开展基于智能 POS 业务的商户增值服务

公司募集 16 亿元，用于商户服务系统与网络建设项目和智能支付研发中心建设项目。未来有望通过线下铺设智能 POS，多维度掌握商户经营数据，服务于线下商户的营销、管理与金融衍生需求。

未来，公司通过上海优啦、广州网商小贷子公司及与兴业消费金融的合作，服务于线上线下的商户与消费者的信贷需求，支撑公司长期发展。

● 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.89 元、1.08 元

公司立足支付机具的研发与销售，通过收购拓展至支付服务业务、增发布局商户服务、与消费金融公司合作，实现业务空间的拓展、沿支付产业链纵向发展。暂不考虑公司基于智能 POS 的增值业务及消费金融业务可能影响，预计公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.89 元及 1.08 元。增发摊薄后 EPS 分别为 0.62 元、0.81 元及 0.99 元，给予“买入”评级。

● 风险提示

收单业务可能面临的费率下降风险；消费贷、商户 POS 贷等金融服务面临的政策风险；新业务推进不及预期风险；消费贷、商户 POS 贷等金融业务风控体系需紧跟业务扩张步伐。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	3,045.28	3,544.59	4,245.62	5,175.17	6,170.30
增长率 (%)	36.23%	16.40%	19.78%	21.89%	19.23%
EBITDA (百万元)	445.93	535.42	714.95	896.78	1,061.27
净利润 (百万元)	335.92	461.35	631.63	833.81	1,016.42
增长率 (%)	21.82%	37.34%	36.91%	32.01%	21.90%
EPS (元/股)	0.358	0.492	0.673	0.889	1.083
市盈率 (P/E)	70.75	39.52	31.64	23.97	19.67
市净率 (P/B)	10.88	7.46	6.50	5.11	4.06
EV/EBITDA	51.75	31.87	24.72	18.53	14.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 21.30 元

前次评级 买入

报告日期 2017-05-17

分析师: 刘雪峰 S0260514030002



02160750605



gfliuxuefeng@gf.com.cn

相关研究:

新大陆 (000997.SZ): 支付 2017-04-26

运营促利润增长, 商户、个人金融服务崭露头角

新大陆 (000997.SZ): 支付 2017-03-29

业务贡献利润超预期, 转型布局稳步推进

联系人: 王奇珏 021-60750604

wangqijue@gf.com.cn

目录索引

一、投资要点	4
二、公司简介	5
1、公司主要业务	5
2、股权结构	5
3、主营业务分析	7
三、自主二维码识别技术，应用场景丰富	10
1、公司拥有二维码识别自主技术	10
2、二维码应用领域广泛，扫码支付放开有望增加需求	10
四、POS 机业务行业领先，行业渗透率仍然较低	12
1、公司 POS 机出货量全球领先	12
2、银行卡支付受理环境不断改善，POS 机需求仍然较为旺盛	12
五、收购国通星驿，享收单行业成长	14
1、收购国通星驿，切入银行卡收单业务	14
2、线下收单行业规范化下，持牌企业成长加速	15
六、增发布局智能 POS，切入商户增值服务广阔空间	18
1、非公开发行 16 亿元，用于智能 POS 推广	18
2、海外收单机构、软件厂商瞄准商户应用需求	20
3、国内智能 POS 产品丰富，多方参与推广	22
七、金融业务升级，消费金融叩开旷阔发展空间	25
1、消费金融获得政策支持，蓝海市场迎高速发展	25
2、各消费金融参与者面向不同人群、用途，市场规模大、竞争差异化	26
3、成立广州小贷公司、联合兴业消费金融，进军消费金融市场；	28
4、消费金融行业正经历行业整顿，合规经营的持牌企业政策风险小	28
八、总结与盈利预测	30
1、总结	30
2、盈利预测	31
风险提示	33

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司近五年来收入变化 (扣除房地产业务), 复合增速 23%	7
图 4: 公司近五年来收入变化, 复合增速 29%	8
图 5: 公司近五年来净利润变化, 复合增速 43%	8
图 6: 公司近五年来收入结构变化	8
图 7: 公司主要业务毛利率变化	9
图 8: 联网 POS 机数量及新增 POS 机数量	12
图 9: 每台 POS 机对应银行卡数量	13
图 10: 商户服务平台建设规划图	14
图 11: 银行卡跨行支付系统联网商户数量	16
图 12: 商户服务平台建设规划图	19
图 13: Clover 智能终端	20
图 14: APP 市场	21
图 15: Vend 收费方式	22
图 16: 拉卡拉业务布局	23
图 17: 消费金融主要参与者分类	26
图 18: 公司业务布局	31
表 1: 公司重要子公司/联营公司	6
表 2: 传统小贷牌照与互联网小贷牌照区别	7
表 3: 公司主要业务板块 2016 年收入及净利润 (单位: 百万元)	9
表 4: 2016 年以来二维码支付相关文件	11
表 5: 2015 年全球 POS 供应商排行	12
表 6: 国通星驿历年商户数量变化及渠道变化	15
表 7: 募集资金用途	18
表 8: 商户服务系统与网络建设项目未来盈利方式	19
表 9: 国内部分智能 POS 产品	23
表 10: 消费金融近年来政策支持	25
表 11: 有场景消费分期与无场景的消费信贷对比	27

一、投资要点

1、新大陆当前POS业务，2015年出货量实现137%增长，跃居全球第三大POS供应商，同时成为亚太地区第一（根据尼尔森2015年全球POS供应商排行（2016年9月发布））。2016年，公司仍然是亚太第一和全球第三大POS机供应商（公司2016年年报披露），2016年电子支付销售收入12.7亿元，同比增长11%。

2、2016年5月，公司公告以自有资金收购国通星驿100%股权，从事第三方支付业务（银行卡收单）。

公司公告，拟以自有资金4.08亿元收购国通星驿60%股权；与福州国通世纪签订股权转让协议，拟以自有资金2.72亿元人民币收购其100%股权（其中，国通世纪持有国通星驿40%股权。收购完成后，公司直接和间接持有国通星驿100%股权）。国通星驿是国内拥有全国性收单业务支付牌照的43家机构之一。国通星驿于2016年10月完成工商登记变更，成为公司全资子公司。

2016年国通星驿实现扣非净利润1.16亿元，大幅超越2016年5000万元的业绩承诺。

3、银行卡收单行业清理整治下，持牌企业有望得到快速发展。

- 线下收单行业成长的根本在于银行卡受理环境的不断改善。到2016年末，银行卡跨行系统联网特约商户达到2000万户，而我国目前商户总数约5000万户，银行卡跨行系统联网特约商户渗透率不到50%，银行卡受理环境仍有改善空间。
- 2016年4月，中国人民银行印发《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》；2016年9月实施银行卡收单费率改革；2017年1月发布备付金管理办法。多项政策治理之下，违规二清业务、非规范支付业务得以清理，有牌照的规范支付企业有望得到进一步发展。

4、募投项目铺设智能POS设备，助力公司开展基于支付业务的商户增值服务，打开广阔市场空间。

公司非公开发行募集15.8亿元用于商户服务系统与网络建设项目和智能支付研发中心建设项目。有望依靠当前国通星驿庞大商户入口资源，切入商户的多维度服务业务，为商户提供满足其管理需求、运营需求等的软件服务与金融服务。

未来，公司通过上海优啦、广州网商小贷子公司及与兴业消费金融的合作，服务于线上线下的商户与消费者的信贷需求，支撑公司长期发展。

5、公司拥有业务牌照优势、业务布局优势、上市公司资源优势等多维度优势，有利于第三方支付业务、商户软件服务、基于支付的消费金融业务开展。

- **牌照优势：**第三方支付（银行卡收单）牌照（收购国通星驿）、网络小贷牌照（设立子公司广州市网商小贷）；
- **业务布局优势：**完善整个支付产业链布局，从POS机制造向下游第三方支付服务延伸，同时拓展商户服务业务。
- **上市公司资源优势：**较低的资金成本；上市公司品牌信誉等。

二、公司简介

1、公司主要业务

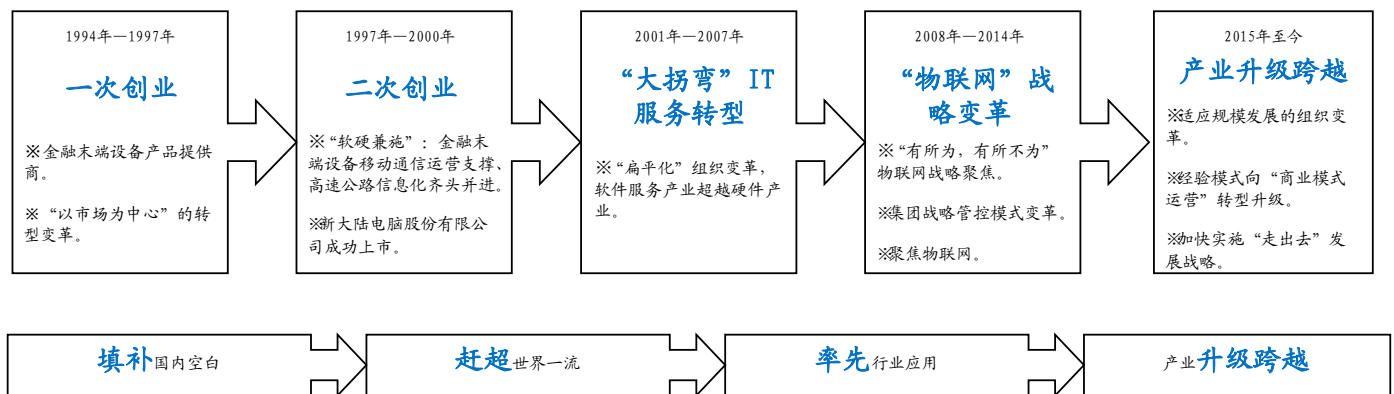
公司2000年成功上市深交所，目前主要业务包括信息识别和电子支付领域为客户提供相应的系统解决方案。

新大陆集团成立于1994年，成立初期定位金融端末设备产品提供商。1997年，明确了金融端末设备移动通信运营与高速公路信息化两大业务共同发展的二次创业方向。2000年，新大陆电脑股份有限公司成功上市。

2015年以来，公司成功实施了包括弘卓通信100%股权收购、智联天地80%股权收购等资本运作方案。

2016年5月底，公司公告，拟以自由资金4.08亿元收购国通星驿60%股权；与福州国通世纪签订股权转让协议，拟以自有资金2.72亿元人民币收购国通世纪100%股权（其中，国通世纪持有国通星驿40%股权。收购完成后，公司直接和间接持有国通星驿100%股权）。国通星驿是国内拥有全国性收单业务支付牌照的43家机构之一。国通星驿于2016年10月完成工商登记变更，成为公司全资子公司。

图1：公司发展历程

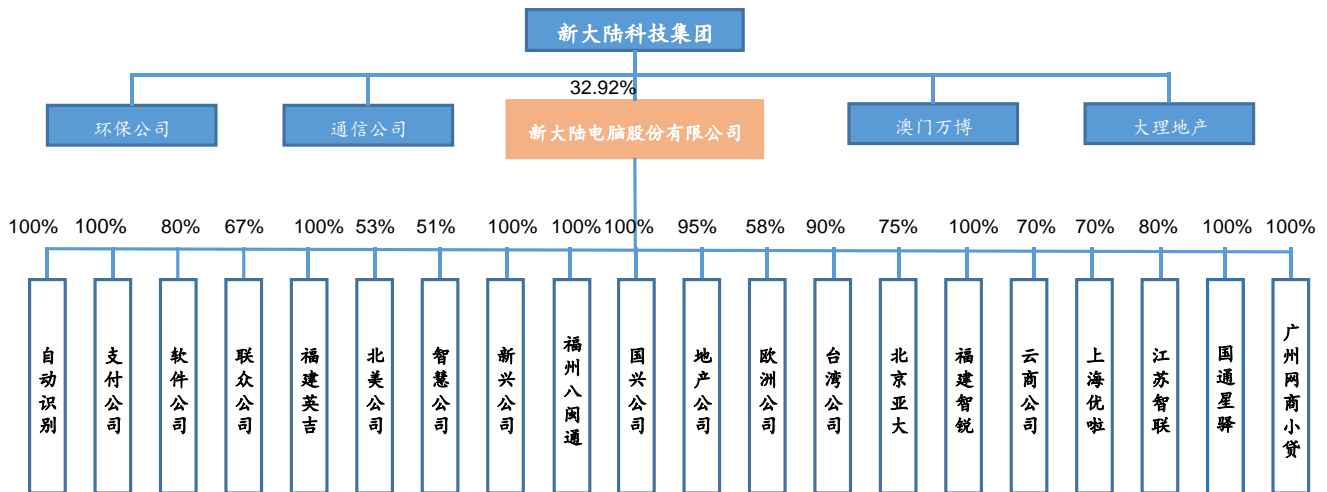


数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

2、股权结构

公司控股股东为新大陆科技集团有限公司。旗下设有自动识别公司，支付公司、智联天地公司（收购80%股权）、上海优啦公司、上海翼码等。

图2: 公司股权结构



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心 (注: 省略部分子公司)

表 1: 公司重要子公司/联营公司

子公司名称	持股比例	成立时间	主要业务
北京亚大	75%	1998 年	从事银行应用系统开发、整合、计算机系统集成和银行卡专业 (收单) 外包服务以及金融专用电子设备销售与技术支持服务
新大陆云商	70%	2015 年	股权投资 (有限合伙)
上海优啦	70%	2015 年	信贷服务平台, 为淘宝/天猫卖家提供无抵押纯信用贷款。
江苏智联	80%	2011 年	提供面向物流、快递、电商、铁路、机场、电力、医疗等行业的终端、应用软件、物联网终端运营管理平台与移动互联网服务
广州网商小贷	100%	2016 年 1 月	主要从事小额贷款金融服务
新大陆翼码	37%	2006 年	二维码电子凭证基础产品的研究、业务应用的推广、业务实施服务

数据来源: 公司公告、公司官网、广发证券发展研究中心

公司于2016年4月7日收到广州市越秀区金融工作局通知, 同意公司设立广州市网商小额贷款有限责任公司。网商小贷注册资本为人民币1.5亿元。公司当前已获得网络小贷牌照。

网络小贷牌照的经营范围相比传统小贷牌照仅局限于发证市 (县) 而言, 可在全国范围内开展业务。同时对于股权结构的要求更为宽泛。

对比全国共8800多家小额贷款公司, 网络小贷牌照的数量更少。据盈灿咨询不完全统计, 截至2016年12月26日, 全国网络小贷分布在10省市, 共设立78家网络小额贷款公司 (含已获地方金融办批复未开业的公司)。其中广东地区最多, 有28家, 主要集中在广州; 其次是重庆, 有17家; 江苏位列第三, 有11家网络小贷公司; 浙江和江西并列第四, 均有5家。

表 2: 传统小贷牌照与互联网小贷牌照区别

	传统小贷	互联网小贷
经营范围	局限于市（县），需申请特许经营才能开展省内业务	可在全国范围内开展业务，实现跨趋于经营
股东结构	大股东最多只能持有 30% 股份，突破该限制需要特批。	允许单一大股东控股，甚至独资经营
融资渠道	融资渠道单一，资金来源缺乏，融入资本非常有限	融资渠道多样：可向伊娜很难过、小额再贷款公司等机构融资，可进行债权转让，支持登陆资本市场
经营范围	小额贷款业务	借款人为自然人的，上限原则上不超过人民币 20 万元；借款人为法人或其他组织的，上限原则上不超过人民币 100 万元。（上海）

数据来源：政府官网、广发证券发展研究中心

公司2016年10月，完成国通星驿100%股权收购。国通星驿于2012年获得第三方支付许可证，获准从事银行卡收单业务。

根据央行文件，取得银行卡收单业务资质的支付机构，1)可通过销售点(POS)终端等为银行卡特约商户代收货币资金。即通常所说的线下支付。2)可为实体特约商户提供商业银行直接发行在付款人手机安全载体内的银行卡(账户)及手机电子现金的近场受理服务，适用人民银行关于银行卡收单业务管理的相关规定。

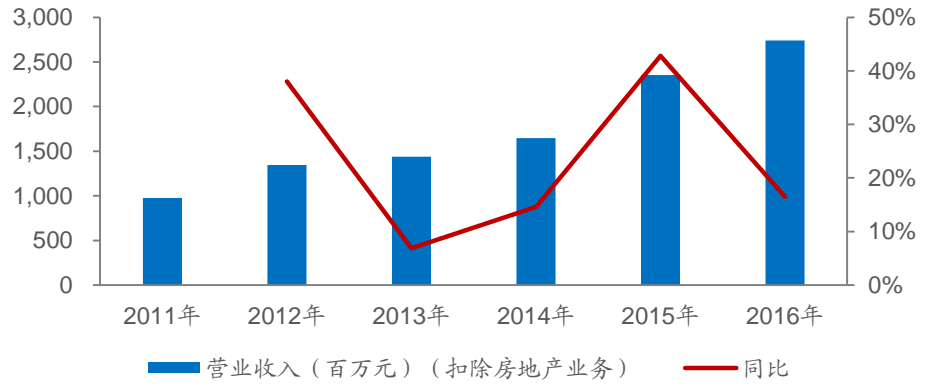
当前全国银行卡收单牌照共有43张，另有19张区域收单牌照。

3、主营业务分析

2016年，实现营业收入35亿元，同比增长16%；实现归母净利润4.6亿元，同比增长38%；扣非净利润4.0亿元，同比增长35%。扣除房地产业务后，净利润增速53%。

扣除房地产业务，公司收入近5年来实现复合增速23%。

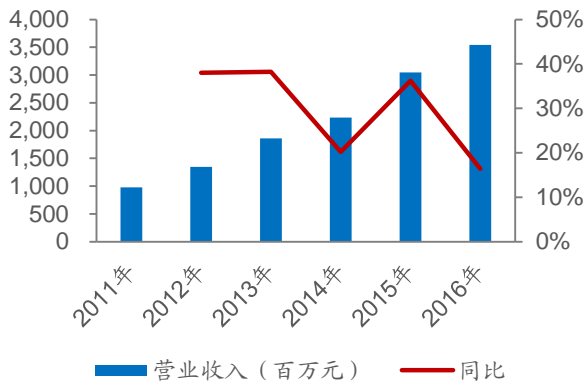
图3: 公司近五年来收入变化（扣除房地产业务），复合增速23%



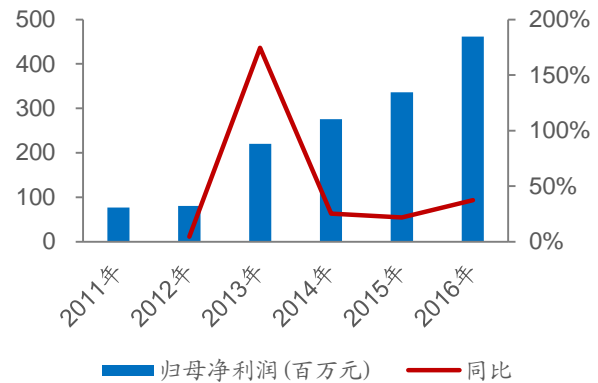
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 公司近五年来收入变化，复合增速29%

图5: 公司近五年来净利润变化，复合增速43%



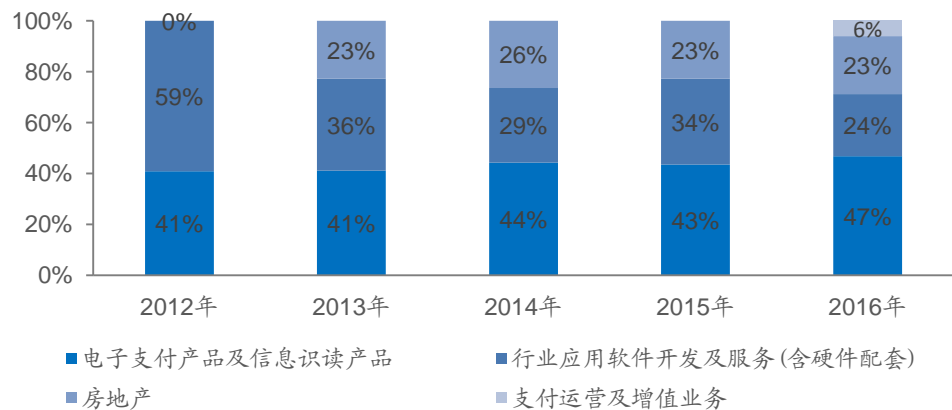
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

自2012年以来，公司电子支付产品及信息识读产品业务收入占比始终维持40~45%，而行业应用软件业务占比则持续下降，从2012年59%，下降至2016年的34%。

图6: 公司近五年收入结构变化



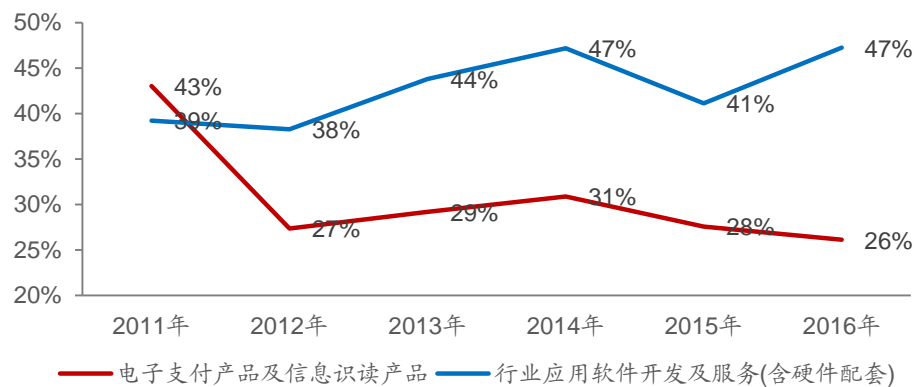
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

公司当前主要有业务（除房地产外），电子支付及信息识读业务毛利率近年来呈现逐年下降的趋势，较符合传统制造业的发展规律。整体毛利仍然维持近20%的成长；行业应用软件开发业务2016年毛利率有较大幅度的提升，收入增速有所放缓。

公司行业应用软件业务主要包括三大块业务：

- 1) 由新大陆软件公司为主体开展的移动通信支撑服务业。主要提供以BOSS系统为基础，为移动运营商提供信息化解决方案。
- 2) 以新大陆信息事业部为主体开展的高速公路信息化业务，承接高速公路监控、收费、ETC等机电系统的建设以及信息化服务。
- 3) 以新大陆联众公司为主体开展的食物安全溯源业务，从事物联网技术在追溯领域的研究与应用。

图7：公司主要业务毛利率变化



数据来源：广发证券发展研究中心

2016年，公司支付业务实现净利润1.1亿元，识别业务实现净利润6300万元。地产公司实现1.51亿元净利润，国通星驿并表净利润5100万元。

表 3：公司主要业务板块 2016 年收入及净利润（单位：百万元）

公司名称	主要业务	营业收入	净利润
支付公司	支付终端设备制造、技术开发及服务	1208	111
地产公司	房地产开发、商品房销售	805	151
自动识别公司	研究、开发、销售电气产品、高科技产品	414	63
国通星驿	计算机网络技术研发、开发；银行卡收单等	215	51

数据来源：2016 年年报、广发证券发展研究中心

三、自主二维码识别技术，应用场景丰富

1、公司拥有二维码识别自主技术

公司旗下自动识别子公司，自1999年成立，开始条码识别技术研发；2000年，向国家知识产权局提出二维码掌上识读器发明和外观设计专利及台式识读器外观设计的专利申请；2004年，新大陆二维码引擎研发成功，成为国内唯一，国际上少数掌握此技术的企业，并出口到韩国和美国。并于2010年11月，向全球发布首颗具有完全自主知识产权、中国的第一代二维码解码芯片；2012年、2015年分别发布第二、第三代解码芯片。目前可提供便携式数据采集器、手持式条码扫码器、固定式条码扫描器、条码识读引擎、信息终端等识别设备，支持全部一维条码、PDF417、QR Code、Data Matrix制式的二维码。2014年底，公司公告获得支付宝条码扫描枪采购合同，数量共计1万套；

识别业务已经成为公司的主要业务之一，2016年，公司识别类产品销售收入达到5亿元，同比增长43.3%。

2、二维码应用领域广泛，扫码支付放开有望增加需求

相比原有的一维码，二维码的具有：1.容量大；2.可靠性高；3.保密防伪性强；4.易于制作；5.成本较低等优势，因此近年来开始不断应用于多个领域：

- 被读应用：以手机存储二维码作为电子交易或支付的凭证自助值机、电子VIP、电子优惠/提货券、电子票、会议签到、电子访客、积分兑换等。
- 主读应用：拍码上网、商品防伪、食品溯源、拍码购物、信息导航、移动巡检、名片识别、信息发布等等。

当前，公司的二维码识别业务当前主要应用于连锁零售、医疗卫生等领域。

- ✓ 公司此前公布与支付宝合作：2015年初，公司公告全资子公司附件新大陆自动识别获得支付宝1万套定制条码扫码枪采购订单。
- ✓ 中国药品电子监管网使用公司NLS-MT60H专用无线数据终端，用于药店的进销存管理、药品盘点管理、医药WMS管理、药店销售管理等。
- ✓ 公交应用：杭州公交扫码乘车项目采用新大陆条码识读引擎，实现手机扫码支付乘车。
- ✓ 邮政应用：公司识别产品应用于中国邮政集团哦公司十多个省市分公司。

目前，二维码支付在支付宝、微信支付得到广泛应用。但由于此前2014年3月央行支付结算司下发关于暂停部分支付机构二维码支付等业务意见函，国内各大银行业金融机构，在该领域的投资与发展处于暂停状态。

2016年以来，以人民银行为首的行业监管机构、组织发布了多部条码支付文件，似有逐步开放二维码支付的趋势。

表 4: 2016 年以来二维码支付相关文件

时间	发布部门	文件名	内容/作用
2016 年 8 月	中国支付清算协会	《条码支付业务规范》 (征求意见稿)	明确支付机构开展条码业务需要遵循安全标准, 根据风险防范能力对条码支付额度分级管理
2016 年 12 月	银联	银联二维码支付标准	为下一步银联及银行设计和开发二维码产品, 提供安全相关的标准依据。

数据来源: 新闻整理、广发证券发展研究中心

同时, 银行逐步重视二维码支付业务: 建设银行推出支付品牌“龙支付”, 在原有支付场景基础上, 增加二维码首付款, 支持客户持手机扫码、被扫等多种支付场景。

工商银行、民生银行、平安银行也陆续推出二维码扫码或转账支付。

由此, 预计二维码扫码模块、扫码产品需求有望得到快速提升, 公司二维码识别产品在支付领域的应用有望进一步扩大。

四、POS 机业务行业领先，行业渗透率仍然较低

1、公司 POS 机出货量全球领先

公司当前POS支付终端产品包括手持无线POS、台式POS、移动支付设备、智能多媒体POS等。

2014年，公司POS机具出货量同比增长141%，成为全球第四大POS供应商。根据尼尔森2015年全球POS供应商排行（2016年9月），新大陆支付技术2015年出货量实现137%增长，跃居全球第三大POS供应商，同时成为亚太地区第一。

2016年，公司保持亚太第一、全球第三大POS供应商的市场地位。

表 5：2015 年全球 POS 供应商排行

排名	公司	出货量（万台）	增速
1	Ingenico（法国）	980	7%
2	Verifone（美国）	596	8%
3	福建新大陆（中国）	551	137%
4	百富技术（中国）	418	38%
5	BBPOS（香港）	295	30%

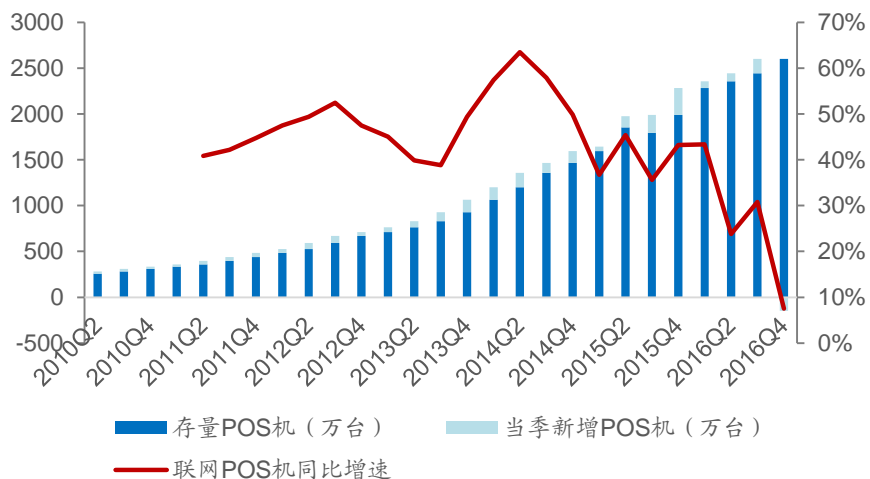
数据来源：尼尔森、广发证券发展研究中心

2016年以来，公司先后入围通联支付POS设备招标项目、建设银行MPOS终端机具供应商、中国银行终端设备招标（多个主流机型）、兴业银行2016-2017年度POS机具选型项目供应商、银联商务2017年商用支付终端采购项目等。

2、银行卡支付受理环境不断改善，POS 机需求仍然较为旺盛

近五年来，我国银行卡支付环境不断改善，POS机具数量从2010年的200多万台，增长至2016年底的2454万台，联网POS机具数量截至2016年第三季度末，仍然呈现30%左右的同比增长。第四季度联网POS数量减少148万台。

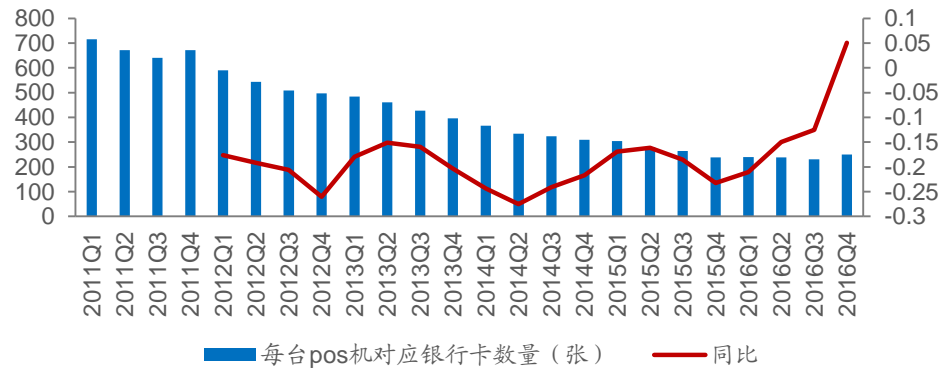
图8：联网POS机数量及新增POS机数量



数据来源：人民银行、广发证券发展研究中心

随着联网POS机数量持续增长，银行卡支付受理环境大幅提升：2011年一季度，每台POS机对应银行卡数量为716张，到2016年末，下降至250张，平均每年下降15%~20%。

图9：每台POS机对应银行卡数量



数据来源：人民银行、广发证券发展研究中心

因此，在银行卡新增发卡量维持一定总量、每台POS机服务的银行卡数量年下降20%左右的数理逻辑关系推断，对POS机的需求，当前仍将维持20%左右的增速。

从当前人均持卡量4.15张、每台POS机服务银行卡数量250张来计算，每一千人拥有的POS机数量不到20台，整体而言渗透率较低。

五、收购国通星驿，享收单行业成长

1、收购国通星驿，切入银行卡收单业务

2016年5月底，公司公告，拟以自由资金4.08亿元收购国通星驿60%股权；与福州国通世纪网网络工程公司签订股权转让协议，拟以自有资金2.72亿元人民币收购国通世纪100%股权（其中，国通世纪持有国通星驿40%股权。收购完成后，公司直接和间接持有国通星驿100%股权）。公司已于2016年10月完成工商登记。

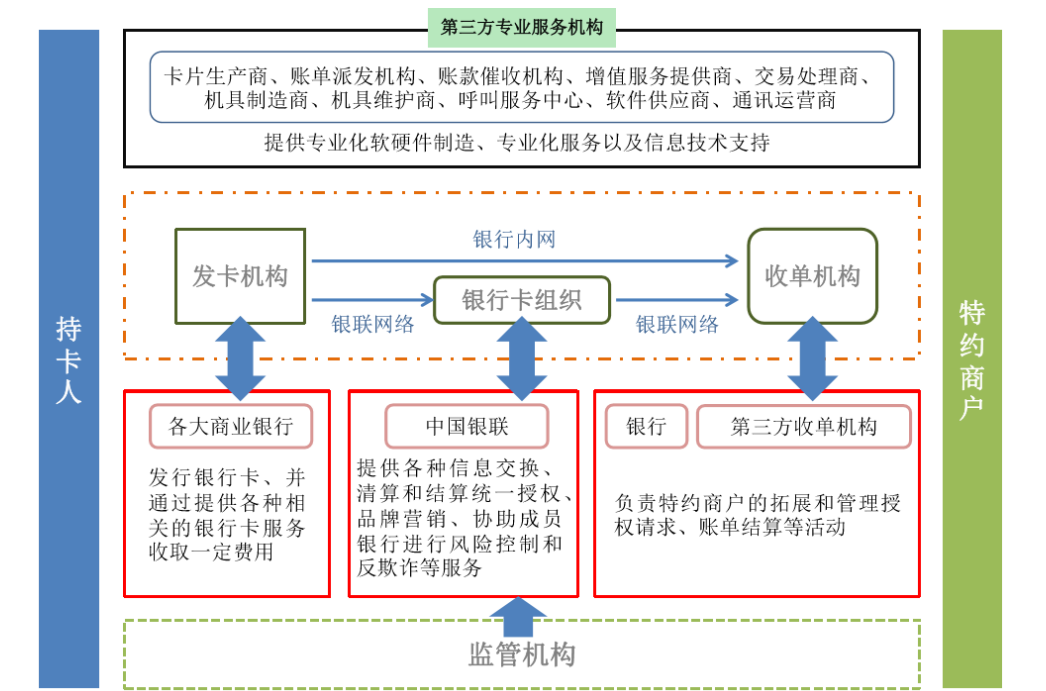
国通星驿于2012年6月获得人民银行第三批颁发的《支付业务许可证》，允许从事全国性的银行卡收单业务。公司当前主要两大业务：1) 银行卡收单业务，主要盈利来源是银行卡收单服务费扣除代理机构分润后的余额。2) 便民支付业务，通过便民服务站为个人用户提供便民缴费服务，并按照交易金额的一定比例收取交易手续费。

2015年度，国通星驿支付交易额超过1200亿元，其中银行卡收单业务达到1050亿元，便民支付业务达到150亿元。2016年交易总流水达到3000亿元左右，业务实现快速成长。

➤ 银行卡收单业务：

国通星驿是国内拥有全国性收单业务支付牌照的43家机构之一。截至2016年3月31日，国通星驿覆盖超过43万商户、累计服务超3亿人次用户，并与47家代理机构建立了战略合作关系（公司2016年年报未披露当前商户数量，当前数据来自于2016年5月收购公告）。此外，国通星驿2014年11月提交的互联网支付、移动电话支付牌照增项申请亦在中国人民银行总行的审批过程中。

图10：商户服务平台建设规划图



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

➤ 便民支付业务:

国通星驿通过加盟连锁的模式,将便民服务站设在社区、工厂、学校等各个角落,使消费者可以通过便民服务站办理缴费、邮政、票务等各类业务。截至目前,已经与中国邮政6个省级分公司签订合作协议,加盟商户近4万户。截至2015年底,福建省内的国通星驿便民服务站数量超过1.2万个,年交易量达5200万笔,交易金额121亿元,已经成为省内最大的公共事业缴费平台。

国通星驿2016年业绩承诺,税后净利润不低于5000万元;2016年及2017年两年经审计的税后累计净利润不低于1.1亿元。2016年实际完成扣非净利润1.26亿元,大幅超越当年业绩承诺。

2014年以来,公司服务的总商户数、活跃上户数、交易额都呈现快速增长态势。代理渠道占比持续提升,意味着更多优秀的代理商正在向国通星驿靠拢,有望进一步提升公司业务能力。

表 6: 国通星驿历年商户数量变化及渠道变化

排名	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
总商户数 (万户)	6	28	44
活跃商户数 (万户)	4	15	24
其中: 邮政 (万户)	4	10	10
其中: 代理 (万户)	0	5	14
交易额 (亿元)	241	1055	376
其中: 邮政 (亿元)	206	577	202
其中: 代理 (亿元)	35	478	174
邮政渠道占比	86%	55%	54%
代理渠道占比	14%	45%	46%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

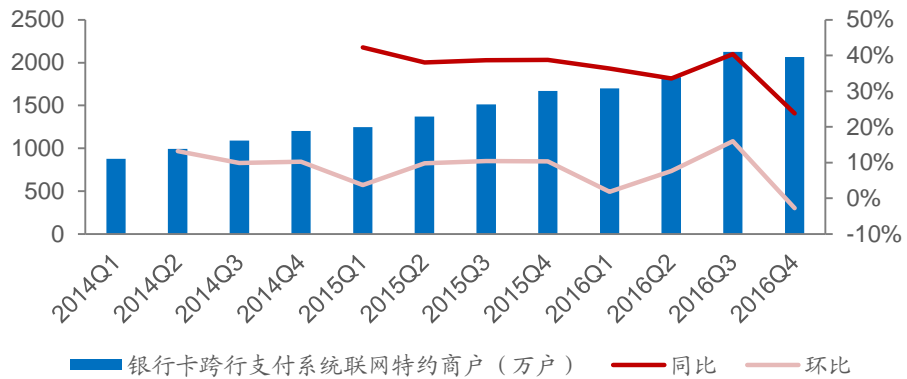
2、线下收单行业规范化下,持牌企业成长加速

➤ 线下收单受理环境仍有较大改善空间,支撑行业成长

线下收单行业成长的根本在于银行卡受理环境的不断改善。到2016年末,银行卡跨行系统联网特约商户达到2067万户,同比增长27%;联网POS机具规模达到2453万台,同比增长7%。

我国目前商户总数约5000万户,银行卡跨行系统联网特约商户渗透率不到50%,银行卡受理环境仍有改善空间。

图11: 银行卡跨行支付系统联网商户数量



数据来源: 人民银行、广发证券发展研究中心

➤ 行业整治挤压无牌企业，释放业务空间

2016年4月，中国人民银行印发《非银行支付机构风险专项整治工作实施方案》。其中提到：

- 1) 严格支付机构市场准入和机关，加大违规处罚。按照问题控制、结构优化、提供质量、有序发展的原则，一般不再受理新机构设立申请。
- 2) 对于业务许可存续期间未实质开展过支付业务、长期连续停止开展支付业务、客户备付金管理存在风险隐患的机构，不予续展《支付业务许可证》。
- 3) 集中清理、分类处置。各有关部门、各省人民政府按照职责分工开展专项整治和责任追究工作，对无证机构根据情况区别对待、分类处置。此项工作于2016年11月底完成。

该文件明确了非银行支付机构数量将得到一定的控制，持牌机构将“只减不增”，保障现有持牌机构的业务与利润空间；同时，对于无牌机构的清理，也将释放更多业务空间。

➤ 费率改革，收单机构收费市场化；套码等不规范行为或得到有效抑制

2016年9月6日，银行卡收单刷卡费率改革正式实行。费率改革将原有的依据行业划分收费标注，改为依据卡种划分费率，旨在解决原有银行卡收单业务中存在的商户资料造假以及套码等不规范行为。

同时，一定程度上降低部分商户支付的服务费，提升小商户布放POS机的积极性。

- 1) 餐娱类商户费率由原有的1.25%，下降至：借记卡0.415%+支付服务费、贷记卡0.515%+支付服务费。
- 2) 一般类商户费率由原有的0.78%，下降至：借记卡0.415%+支付服务费、贷记卡0.515%+支付服务费。

费率改革对于第三方支付行业整体而言，具有较为积极的意义：

- 1) 商户的整体费率下降，刺激商户铺设POS机积极性。

2) 第三方支付公司实行市场调节价，由收单机构与商户协商确定具体费率。行业生态有望进一步分化，并刺激第三方支付公司差异化经营并提供多元增值服务。

短期而言，对于部分娱乐类、一般类商户较多的收单公司而言，收入水平或呈现一定幅度的下降。

而费改对于整治行业不规范的套码行为（主要系二清公司）有着更为重要的意义：由于此前商户费率由商户所处行业与提供服务决定，部分二清公司通过套码方式为餐饮、娱乐类商户申请到民生类商户费率，从而以低价吸引商户。而费改后，所有商户统一费率，提升或至少相对稳定此前套码商户的费率，从而使得二清公司的POS收单服务缺乏吸引力，实现了规范行业的目的。

六、增发布局智能 POS，切入商户增值服务广阔空间

当前线上线下商户的需求主要来自三个层面：

- 1) 营销需求：如何扩大商户的知名度、影响力或者受众群体；
- 2) 管理需求：如何提高管理效率；
- 3) 融资需求：实现业务的迅速扩展或应对突发资金需求；

第三方支付公司，拥有庞大的商户入口资源，有能力与资源切入商户的多维度服务业务。新大陆此前公布非公开发行预案，拟募集资金用于智能POS的铺设，为未来提供多方位商户服务打下基础，同时有利于进一步提高用户粘性。

1、非公开发行 16 亿元，用于智能 POS 推广

公司募集15.8亿元，用于商户服务系统与网络建设项目和智能支付研发中心建设项目。

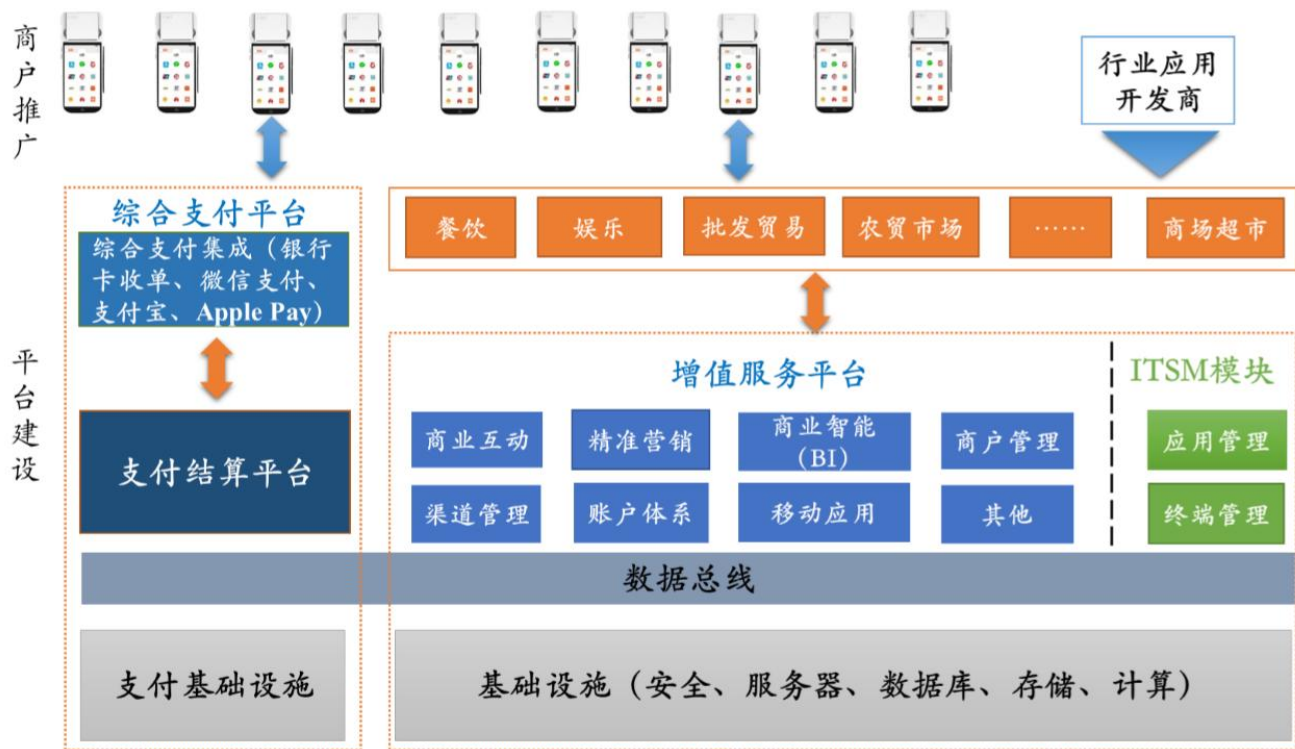
表 7：募集资金用途

序号	证券简称	预计总投资额（亿元）	募集资金拟投入额（亿元）
1	商户服务系统与网络建设项目	17.66	15.52
2	智能支付研发中心建设项目	1.53	0.27
合计		19.19	15.79

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

商户服务系统与网络建设项目，拟铺设216万台POS终端进行商户拓展，并建成以综合支付平台、增值服务平台为核心的商户服务平台，以面向商户提供“互联网+”整体解决方案。募集资金将主要用于POS终端投入、商户服务平台建设和渠道网络建设。

图12: 商户服务平台建设规划图



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

我们在此前的支付行业深度报告中提到, 近几年随着扫码支付、O2O生态的不断完善, 对POS机产生更多功能需求: 1) 二维码识别; 2) 互联网应用卡券核销; 3) 优惠券兑换; 智能POS已经成为应对多种支付方式的新型工具, 自2014年开始, 陆陆续续研发、推出多款智能POS产品。包括拉卡拉、快钱以及美团点评等均发布了智能POS产品。

公司的商户服务系统项目, 旨在通过智能POS的推广、商户服务系统的搭建, 为更多商户提供包括综合支付在内的多种增值服务, 从而提升业务附加值、增加用户粘性, 提高支付业务的盈利能力。

并且, 在支付机具由传统POS向智能POS替换的过程中, 先发企业有望进一步扩大在商终端的服务规模, 抢占下一个行业风口。

表 8: 商户服务系统与网络建设项目未来盈利方式

项目	说明
POS 终端租赁收入	采用租赁推广模式下, 公司可分期取得 POS 终端租赁收入
综合支付服务收入	提供综合支付服务, 从国通星驿或其他支付机构取得分润收入
增值服务收入	提供增值服务可选套餐, 取得: (1) 年费、月费; (2) 专项服务费; (3) 第三方客户引流分润

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2、海外收单机构、软件厂商瞄准商户应用需求

➤ 支付处理巨头First Data推出平板智能POS

支付处理巨头First Data 此前收购了初创公司Clover。Clover致力于为商户提供营销、收单、支付等综合解决方案。通过Clover自有终端，帮助商户收集数据，更智能化地理解客户需求、分析商铺峰值数据帮助店铺管理、金融类业务支持。同时，依托终端，提供商户在线销售、客户忠诚计划等运营能力。

图13: Clover智能终端



Clover Mini



Clover Mobile



Clover Station



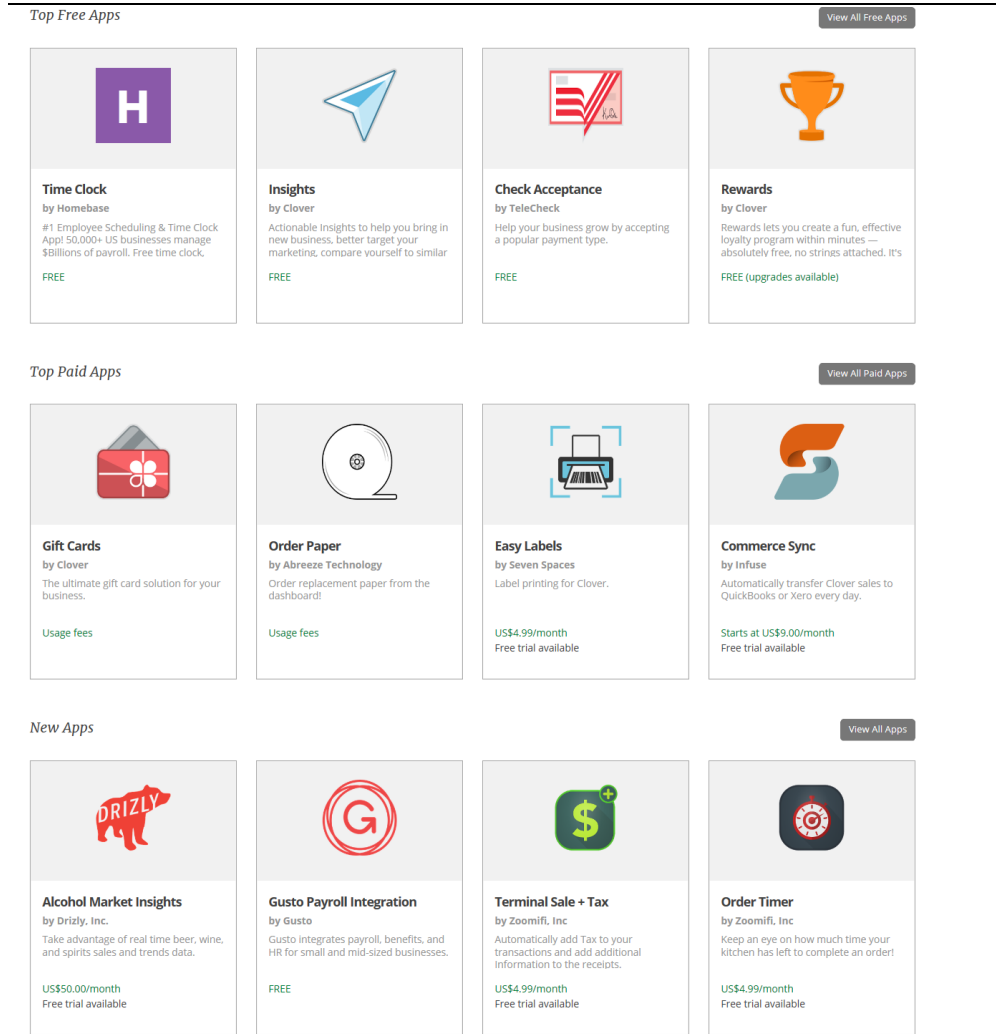
Clover Go

数据来源: Clover官网、广发证券发展研究中心

Clover工作台，包括一个11.6英寸的触摸屏，基于安卓操作系统、二维码和条码扫描仪、蓝牙等。

同时Clover为商家提供APP 市场，当前免费App包括简单的时钟应用、分析工具。付费应用包括客户礼物卡、在线商店应用等，满足商户日常经营中的管理需求、经营需求。

图14: APP 市场



数据来源: Clover官网、广发证券发展研究中心

➤ Vend瞄准商户 SaaS 软件需求

Vend, 是一家位于奥克兰的POS、零售管理软件厂商, 首创SaaS平台。通过Vend平台, 客户可以进行收款, 线上线下销售, 管理库存, 实施客户忠诚计划。

当前, 已有全球140多个国家的1.8万家商户正在使用Vend的SaaS平台。

Vend支持用户现有的智能POS。即用户若拥有支持Vend平台的智能POS, 则无须更换设备; 同时客户也可以选择购买Vend推荐的智能POS硬件产品。

Vend的收费模式, 类似于传统的SaaS厂商, 商户可以采用包年、包月的方式, 支付软件服务费、享受一定的SaaS软件服务。

图15: Vend收费方式

	MOST POPULAR	
<p>STARTER</p> <p>\$69/MO</p> <p>Billed in USD annually</p> <hr/> <p>Build your retail dream. The essential features to sell, manage, report & grow.</p> <hr/> <p>Single outlet 1 register 3 users Unlimited products</p> <p>START FREE TRIAL</p>	<p>ADVANCED</p> <p>\$79/MO</p> <p>Billed in USD annually</p> <hr/> <p>Take retail to the next level. Increase sales, optimise inventory & drive profit.</p> <hr/> <p>Single outlet 1 register (+) Unlimited users Unlimited products</p> <p>START FREE TRIAL</p>	<p>MULTI-OUTLET</p> <p>\$199/MO</p> <p>Billed in USD annually</p> <hr/> <p>Multi-outlet management. Streamline operations & maximise profits.</p> <hr/> <p>Multiple outlets 2 registers (+) Unlimited users Unlimited products</p> <p>START FREE TRIAL</p>
<p>Starter includes</p> <p>All these great features:</p> <p>Professional inventory management Customer profiles Small Business Reporting</p> <p>Compare plans</p>	<p>Advanced includes</p> <p>All features in Starter, plus:</p> <p>Gift Cards Loyalty Vend Ecommerce Advanced Reporting Advanced User Permissions</p> <p>Compare plans</p>	<p>Multi-Outlet includes</p> <p>All features in Advanced, plus:</p> <p>Multi-outlet inventory Central customer database HQ & outlet reporting Consolidated billing & admin Priority Phone Support</p> <p>Compare plans</p>

数据来源: Vend、广发证券发展研究中心

从新大陆当前业务布局来看,公司未来大概率将主要采用**First Data**的模式:自建商户平台,吸引广大APP开发者,形成**App store**的业务模式。同时,有可能在**App Store**中,嵌入少部分自有的软件,形成一定**SaaS**模式的业务收入。

3、国内智能 POS 产品丰富,多方参与推广

当前国内包括拉卡拉、快钱等第三方支付公司、盒子支付等创业公司均发布了智能POS产品。当前主流智能POS产品,主要有三大产品特点:

- 1) 内置了多种支付手段,支持银行卡刷卡、NFC支付、移动扫码支付等支付方式;
- 2) 内置多种管理、营销软件,包括美团、饿了么等;
- 3) 大部分智能POS产品搭载金融服务,包括商户贷款、保理服务、消费金融等。

表 9: 国内部分智能 POS 产品

智能 POS	上市日期	发行公司	产品简介	金融服务	应用实例
拉卡拉互联网 POS+	2015 年 12 月	拉卡拉	内置会员功能	商户贷款; 商户理财服务	餐饮、百货、商超、物流等行业
快钱超智能 POS	2015 年	快钱支付	团购、订座、点餐多种应用处理需求	商户贷款; 商户理财服务	餐饮、百货等行业。
旺 POS 2	2014 年 11 月	北京微智全景	美团、大众点评、饿了么、百度系主流应用全面接入	暂无	呷哺、味多美、煌上煌等大牌连锁
慧 POS+	2015 年	盒子支付	门店数据统计, 卡卷数据统计以及商户数据统计。	内置盒子小贷推出的消费金融产品“好哒白条”; 提货贷款; 商户贷款	大型商超或连锁机构、保险行业、物流行业、餐饮行业、直销行业、教育行业等

数据来源: 智能 POS 网、企业官网、广发证券发展研究中心

➤ 拉卡拉

拉卡拉于2015年4月获得北京市金融工作局下发的批复, 统一筹建互联网小贷公司, 注册资本1.3亿元。2015年6月正式注册成立。

拉卡拉基于现有的支付业务, 通过智能POS产品, 触及更多具有金融服务需求的商户, 进而提供商户、消费者信贷服务。

图16: 拉卡拉业务布局



数据来源: 西藏旅游公告、广发证券发展研究中心

➤ 快钱

2004年成立, 2012年公司获得支付业务许可证, 2015年万达集团以3.15亿元收

购快钱68.7%股权。目前公司已覆盖逾4.3亿个人用户，以及500余万商业合作伙伴，对接的金融机构超过100家。

相比拉卡拉基于支付的金融服务路线，快钱则以金融服务为基础，通过支付牌照拓展商户客户。

➤ 旺POS、慧POS

包括旺POS、慧POS在内的非支付公司的智能POS推广者，其作为第三方支付公司的服务商享受为第三方支付公司推广而获得的分润收入。同时，可通过为商户提供增值软件服务、金融服务等方式，进一步扩大业务范围。

总结来看，一方面，由商户衍生而来的软件服务、金融服务市场需求庞大，导致了海内外多业务集团切入该业务领域。另一方面，国内市场当前在该业务领域尚处于发展初期，因此能够在此阶段获得更大的用户群体是未来业务发展的重中之重。

新大陆非公开发行募集15.8亿元，用于智能pos等相关业务的发展，是公司未来发展的必要举措。同时，有此资金支持，公司的智能POS及基于此的软件、金融服务业务有望得到快速发展，抢占领先地位。

七、金融业务升级，消费金融叩开广阔发展空间

1、消费金融获得政策支持，蓝海市场迎高速发展

消费金融是指向各阶层消费者提供消费贷款的现代金融服务方式。自2009年银监会正式发布《消费金融公司试点管理办法》以来，消费金融行业呈现逐步发展、不断规范的发展态势。

从2009年以来的政策来看，银监会对于消费金融业务持支持鼓励态度。试点城市从最早的北京、天津、上海、成都，扩展至全国范围；从消费金融公司试点，到鼓励金融机构创新消费信贷产品。

表 10: 消费金融近年来政策支持

时间	部门	政策文件	主要内容
2009年8月	银监会	《消费金融公司试点管理办法》	明确消费金融业务范围、消费金融公司设立的基本条件等。
2013年11月	银监会	《消费金融公司试点管理办法(修订稿)》	扩大消费金融公司试点城市范围，新增10个城市参与试点工作
2015年6月	国务院	常务会议	将16个试点城市扩大至全国；审批权下放至省级部门；鼓励复合条件的民间资本、国内外银行机构和互联网企业发起成立消费金融公司
2016年3月	国务院	《2016年政府工作报告》	在全国开展消费金融试点，鼓励金融机构创新消费信贷产品。

数据来源：政府官网、广发证券发展研究中心

参与消费金融业务的机构数量，从首批4家消费金融公司，到目前截至，已有23家消费金融公司获批或开业。

同时，小贷公司、网络小贷公司等多方参与者通过推出消费信贷产品参与消费金融业务。

图17：消费金融主要参与者分类



数据来源：广发证券发展研究中心

2、各消费金融参与者面向不同人群、用途，市场规模大、竞争差异化

当前消费金融业务主要可以划分为两大业务模式：有场景的消费分期、无场景的消费信贷。

- ✓ 有场景的消费分期：通常的业务模式是结合消费场景，在用户购买商品或服务的过程中，提供分期付款业务。与信用卡分期的区别在于，不要求申请者拥有信用卡，即非银行类机构同样可以参与。
- ✓ 无场景的消费信贷：通常的业务模式为，消费者线上/线下申请信用贷款。

两种模式相比之下，各有优劣。当前以电子商务为首的消费金融参与者，主要提供有场景的消费分期业务，通过不同的消费场景差异化竞争；不少创业公司则主要针对不同的特定消费人群，提供消费信贷。

表 11：有场景消费分期与无场景的消费信贷对比

对比项	有场景消费分期	无场景消费信贷
市场规模	较小	很大
风险	偿还能力风险	欺诈风险、偿还能力风险
风控要求	一般	较高
资金去向	产品提供方	借款方
申请渠道	纯线上、线上+线下	纯线上、线上+线下
人力成本	较高	较低
借款利率	与市场利率、借款人风险、消费内容关联	与市场利率、借款人风险相关
期限	与消费内容关联	7天-36个月
额度	与消费内容关联	纯线上额度小(普遍万元以下)、线上+线下额度较大
主要参与者	电商平台为主(蚂蚁花呗、京东白条、分期乐)	多参与者(宜人贷、微粒贷)

数据来源：盈灿咨询、广发证券发展研究中心

当前，有场景的消费分期业务参与者，通过结合不同的消费场景（教育、装修、买车、3C数码产品），面向不同的消费人群；无场景的消费信贷参与者，则通过限制贷款额度（1000元-5000元；10万元以下；50万元以下）、费率差异化（10%以下；10%~20%；20%以上）等，面向不同信贷资质、不同资金需求、不同利息承受能力的差异化客群。

以蚂蚁旗下的两个消费金融品牌为例，花呗主要从事有场景的消费分期；借呗则主要面向无场景的消费信贷需求。

相比无场景的消费信贷，有消费场景的分期业务，其客户群体的拓展，依托于消费场景。除少部分大额消费场景外（买车、买房、装修等），单笔金额较小。

➤ 有消费场景的消费分期：蚂蚁花呗

场景：多场景购物、医疗、旅游、娱乐等；

最高额度：5万元；

费用：最高41天内免息；

账单分期费用：2.5%以下（3期）；2.5%-4.5%（6期）；4.5%-6.5%（9期）等等；

➤ 无消费场景的消费信贷：蚂蚁借呗

费率：0-0.05%/日；

期限：6、12个月；

最高额度：30万元；

申请渠道：全线上；

3、成立广州小贷公司、联合兴业消费金融，进军消费金融市场；

➤ 成立上海优啦，面向电商、O2O商户提供金融服务

2016年10月16日，公司公告成立上海优啦金融信息服务公司，新大陆以自有资金1050万元出资，持股比例70%。

优啦金融面向电商、O2O商户，为其提供分期性质的互联网金融信息服务，对接低成本银行资金。截至目前，平台共放款9000万余元（2017年1月），采用大数据公司获客、风控、银行放贷的模式。当前合作客户包括平安银行、建设银行、浦发银行、广发银行等。

➤ 广州网商小贷成立，结合支付收单业务面向广阔线下商户

2016年4月8日，公司收到广州市越秀区金融局通知，同意公司设立网商小贷公司，注册资本1.5亿元。

未来，网商小贷有望结合公司现有的支付识别业务、支付收单业务，进一步延伸面向商户需求的业务触角，满足商户融资、贷款需求。

➤ 与兴业消费金融合作，进军消费金融业务

2016年12月8日，公司与兴业消费金融股份公司（系兴业银行控股子公司）签订战略合作协议。战略合作目的在于借助兴业消费金融背靠兴业银行业务经营和风险控制经验背景，依托乙方在支付领域的大数据积累，以支付为基础，闭环交易数据。兴业消费金融公司成立于2014年，是国内首家由股份制商业银行控股的消费金融公司。目前已在全国17个城市地区开设事业部。目前主要业务有家庭消费贷款，商户分期贷款，租房分期贷款等。主要特点是低门槛（无抵押/担保），快放款（当日），高额度（可至20万）。

与兴业消费金融合作，有望补足公司在消费金融领域的不足之出（牌照、资金、获客渠道等），提升公司在消费金融业务领域的实施能力，有望在未来贡献更多业绩弹性。

未来，公司有望依托国通星驿第三方支付的客户资源，利用兴业消费金融的合作渠道与其拥有的消费金融牌照优势，为商户、商户业主乃至消费者提供无场景的消费信贷服务，实现公司市场空间、业务空间的升级！

4、消费金融行业正经历行业整顿，合规经营的持牌企业政策风险小

4月10日，银监会发布《关于银行业风险防控工作的指导意见》，其中银监会首次在文件中对现金贷进行重点警告。意见提出，现金贷企业必须“严格执行最高人民法院关于民间借贷利率的有关规定，不得违法高利放贷及暴力催收。”

我们在此前消费金融系列深度报告中，一再提示：消费金融等创新互联网金融业态具有较大的政策风险。同时行业在发展初期，必然存在一定的野蛮生长、不规范且不和谐的业务领域以及相关谋利集团。行业必然呈现：新业态萌芽—快速成长—风险暴露—政策监管—规范化成长—新业态萌芽的螺旋式发展过程。

并且我们需要强调，消费金融行业与此前各类业态的整治有一定差异：

i. 消费金融填补了银行业金融机构无法覆盖的广大人群的信贷需求空白，是当

前金融体系的有益补充，是当前各项文件积极鼓励的金融业态；

ii. 现金贷系消费金融业务中的主要模式之一；

因此，我们认为，对于消费金融行业的规范预计不会出现此前的“一刀切”的监管方式，或采取逐步规范的管理手段。

类似的监管文件或逐步推出，我们认为对于行业的影响可从两方面分析：

1) 当前行业确实存在一部分依靠提高利率野蛮生长的从业机构。因此，银监会的监管预计将在未来对该类机构的成长造成一定约束，中短期影响巨大。

2) 中长期而言，非规范企业的整治，给合法、合规的从业机构以更广阔的发展空间。有利其发展。

对于新大陆这类合规经营的持有互联网小贷牌照的从业者而言，政策对于其影响或更多来自情绪方面，对于其业务的影响程度理论上较小。

八、总结与盈利预测

1、总结

公司当前业务仍然亦传统POS机具生产、研发、制造为主。2016年10月起并表收购100%股权的国通星驿第三方收单公司。

未来，通过国通星驿，将现有业务延伸至银行卡线下收单业务。同时中长期来看，收单业务有望随着行业成长、商户规模扩大，贡献一般以上利润，带来公司业务属性变化。

另一方面，通过收单业务，拓展至满足商户需求的多方位增值服务，进一步扩大业务空间。通过投资上海优啦、设立广州网商小贷、与兴业消费金融的合作，为线上、线下的商户、消费者提供资金融通信息服务、借贷服务等，支撑公司未来5-10年长远发展。

公司的非公开发行，募集资金用于智能POS的推广与铺设，一方面增强公司收单业务实力、扩大商户群体。另一方面，随着智能POS的逐步推广、公司收单服务商户的数量、规模进一步提升，公司将得以多维度掌握商户经营数据，为公司消费金融布局提供有利数据支持，提升消费金融业务风险控制能力，为主动筛选潜在金融服务客户创造更大可能性。

因此，总体而言，公司从传统POS生产制造，延伸至支付收单，并通过智能POS推广，提高消费金融业务风控能力。整体布局居于较强的协同效应。短期享受支付收单业务较高成长性，长期受益国内消费金融成长、繁荣趋势。

图18: 公司业务布局



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

2、盈利预测

新大陆盈利预测基于以下假设（注：暂未考虑到增发资金到位的情况）：

➤ 收入：

电子支付产品及信息识读产品：

其中，支付产品业务2017年-2019年维持稳定增长；

识读产品业务2017年-2019年增速较支付产品业务更快。

行业应用软件及服务（含硬件）：

电信业务与高速公路业务2016年-2018年增速在5%-10%之间。

房地产业务：

2017年基本维持2015、2016年规模，2018年该业务规模或有缩小。2018年收入确认完毕后，公司或不再从事地产业务。（资料来源：公司公告的投资者调研文件）

收单业务：

收单业务预计在2017年-2019年实现较大幅度增长。

➤ **毛利率：**

支付与识别业务：

在2016年大幅下降之后，有望实现小幅回升，主要系公司智能POS等新型产品的推出，有望提升业务整体毛利率。

行业应用软件及服务（含硬件）：

毛利率略有下降。

房地产业务与支付业务：

毛利率基本维持此前水平。

➤ **费用率：**

费用率基本维持当前水平。

出于公司的谨慎稳健风格，我们不认为公司消费金融业务今年会有规模化的盈利。暂不考虑公司基于智能POS的增值业务及消费金融业务可能影响。因此，预计公司2017年-2019年EPS分别为0.67元、0.89元及1.08元。考虑当前正在推进的增发项目，摊薄后EPS分别为0.62元、0.81元及0.99元，给予“买入”评级。

（注：当前增发项目暂未完成，后文所附财务模型未考虑增发影响。）

风险提示

1、收单业务可能面临的费率下降风险（包括政策导致的被动降费与行业领先军团的主动降费）

1) 政策主导的主动降费。如此次的九六费改。未来包括线下收到、互联网支付、移动支付均有可能受到相关费率政策调控。

2) 例如支付宝、微信等为抢占市场份额开展的降费率措施，对行业其他参与者可能带来负面影响。

2、消费贷、商户POS贷等金融服务面临的政策风险；

消费贷、商户POS贷等作为金融业务，对国家融资环境具有一定的影响作用。随着行业规模的逐步扩大，或将带来更多政策监管。

3、新业务推进不及预期风险；

智能POS的铺设进度、与兴业消费金融的业务合作等不及预期

4、消费贷、商户POS贷等金融业务风控体系需紧跟业务扩张步伐。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4142	4766	5628	7357	9106
货币资金	772	1568	2524	3650	4937
应收及预付	932	1661	1331	1725	1998
存货	1659	1308	1773	1981	2172
其他流动资产	779	229	0	0	0
非流动资产	656	1511	1303	1484	1500
长期股权投资	74	148	126	114	109
固定资产	149	154	136	119	104
在建工程	0	107	117	127	137
无形资产	214	756	616	808	828
其他长期资产	219	348	309	315	322
资产总计	4798	6277	6932	8841	10607
流动负债	2482	3432	3557	4524	5244
短期借款	80	46	0	0	0
应付及预收	2399	3090	3409	4303	5060
其他流动负债	3	295	148	221	184
非流动负债	3	319	180	240	210
长期借款	0	60	60	60	60
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	259	120	180	150
负债合计	2485	3751	3737	4764	5454
股本	939	938	938	938	938
资本公积	104	52	52	52	52
留存收益	1215	1489	2120	2954	3970
归属母公司股东权	2184	2443	3075	3909	4925
少数股东权益	129	83	120	168	227
负债和股东权益	4798	6277	6932	8841	10607

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	800	1107	1022	1044	1188
净利润	369	486	668	882	1076
折旧摊销	27	30	36	39	45
营运资金变动	424	606	399	262	258
其它	-20	-16	-82	-140	-192
投资活动现金流	-418	170	268	-51	166
资本支出	-10	-65	208	-129	64
投资变动	-512	32	60	78	102
其他	105	203	0	0	0
筹资活动现金流	-232	-482	-333	134	-67
银行借款	293	8179	-46	0	0
债券融资	-505	-8354	-267	134	-67
股权融资	51	5	0	0	0
其他	-71	-311	-20	0	0
现金净增加额	151	794	956	1126	1286
期初现金余额	641	772	1568	2524	3650
期末现金余额	792	1566	2524	3650	4937

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	36.2	16.4	19.8	21.9	19.2
营业利润增长	22.6	23.6	38.1	32.1	21.0
归属母公司净利润增长	21.8	37.3	36.9	32.0	21.9
获利能力(%)					
毛利率	37.6	37.1	36.5	36.5	35.8
净利率	12.1	13.7	15.7	17.0	17.4
ROE	15.4	18.9	20.5	21.3	20.6
ROIC	24.4	43.8	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	51.8	59.8	53.9	53.9	51.4
净负债比率	-0.3	-0.5	-0.7	-0.8	-0.9
流动比率	1.67	1.39	1.58	1.63	1.74
速动比率	0.95	0.99	1.05	1.16	1.29
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.64	0.64	0.66	0.63
应收账款周转率	5.43	4.90	5.15	5.03	5.09
存货周转率	1.18	1.50	1.52	1.66	1.83
每股指标(元)					
每股收益	0.36	0.49	0.67	0.89	1.08
每股经营现金流	0.85	1.18	1.09	1.11	1.27
每股净资产	2.33	2.60	3.28	4.17	5.25
估值比率					
P/E	70.7	39.5	31.6	24.0	19.7
P/B	10.9	7.5	6.5	5.1	4.1
EV/EBITDA	51.7	31.9	24.7	18.5	14.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3045	3545	4246	5175	6170
营业成本	1899	2229	2697	3287	3964
营业税金及附加	165	156	178	217	259
销售费用	148	168	183	217	253
管理费用	414	486	509	595	679
财务费用	9	8	-30	-47	-65
资产减值损失	19	27	55	40	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	28	46	60	78	102
营业利润	418	517	714	943	1141
营业外收入	40	58	76	98	128
营业外支出	1	2	3	3	3
利润总额	457	572	787	1038	1266
所得税	88	86	118	156	190
净利润	369	486	668	882	1076
少数股东损益	33	25	37	49	59
归属母公司净利润	336	461	632	834	1016
EBITDA	446	535	715	897	1061
EPS(元)	0.36	0.49	0.67	0.89	1.08

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰: 首席分析师, 东南大学工学士, 中国人民大学经济学硕士, 1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理
理工作。2010年7月始就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作, 2014年1月加入广发证券发展研究中心。
- 王文龙: 研究助理, 东南大学信息工程学士, 香港城市大学金融与精算数学硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 王奇珏: 研究助理, 上海财经大学信息管理学士, 上海财经大学资产评估硕士, 2015年进入广发证券发展研究中心。
- 张 璋: 研究助理, 复旦大学微电子学士, 爱荷华州立计算机工程学硕士, 2013年起就职于多家美资集成电路设计公司, 2015年加入
广发证券发展研究中心。
- 郑 楠: 研究助理, 北京邮电大学计算机专业学士, 法国巴黎国立高等电信大学移动通信硕士, 2010年起就职于外资企业软件公司从事
研发、咨询顾问等工作, 2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9 号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号 太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。