

计算机

2017年07月28日

# 新大陆 (000997) 深度研究

——智能 POS 堪比商户版安卓，上修 18 年利润预测 6% (Fintech 系列深度之六)!

报告原因：强调原有的投资评级

**买入** (维持)

**市场数据：** 2017年07月27日

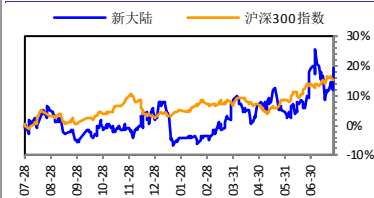
收盘价(元)	22.61
一年内最高/最低(元)	24.28/17.6
市净率	8.1
息率(分红/股价)	0.27
流通A股市值(百万元)	20901
上证指数/深证成指	3249.78/10395.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2017年03月31日

每股净资产(元)	2.81
资产负债率%	55.82
总股本/流通A股(百万)	938/924
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新大陆(000997)点评：17Q2 剔除投资收益及房地产后净利润增长 134%至 299%，可推测下半年更乐观！》  
2017/07/17

《新大陆(000997)点评：总经理变更或是支付运营成核心业务利好信号！》  
2017/07/10

证券分析师

刘畅 A0230516090003  
liuchang@swsresearch.com

研究支持

刘畅 A0230516090003  
liuchang@swsresearch.com



391  
arch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **四因素导致 2017 或为智能 POS 爆发年。** 1) 2016 年起行业整合化：2016 年 8 月“96 费改”后，商户从第三方机构补贴到主动拥抱扫码付，成为智能 POS 用户习惯基础。2) 2017 年起运营化代替销售：根据央行发布的支付运行体系报告显示，全国联网 POS 的 2016 年新增量为 171 万台，同比下滑，近四年首次低于 30%。销售趋缓反衬 POS 存量运营的高性价比。3) 商户的盈利化：智能 POS 兼具帮助商户提高效率、增加收入、降低成本的功能。4) 支付宝、微信催化：支付宝/微信竭尽全力向线下场景蔓延，招募渠道商，开放服务窗口，加速智能 POS 推广。2015-2016 年移动支付规模增速超 100%是证据。
- **增加商户收入智能 POS 关键,典型案例增加商户收入 51%。** 1) 百万元级别流水商户，使用智能 POS 后，流水增加 10%，人力减少 1/3，资金成本减少 36%，模拟利润从 13.1 万提升到 20.1 万，提升 51%。2) 这尚未考虑精细化管理、商户联盟交叉精准引流、数据分析指导进货后对绩效进一步提升。使 B 端盈利，明显区别于伤害 B 端利益的传统 C 端应用。
- **智能 POS 正快速渗透 2000 万小微商户，新大陆处于有利位置。** 1) 目前智能 POS 的生产商包括新大陆、联迪、百富、新国都、惠尔丰 (Verifone)、升腾等，前五家曾占据传统 POS 85% 以上份额。2) 智能 POS 的运营商包括拉卡拉、盒子支付、旺 POS (微智全景)、新大陆、新美大、快钱等 10 余家。3) 逐家比较智能 POS，综合考虑商户规模、运营能力、商品功能等，新大陆是罕见的生产、运营均从事的厂商，也是罕见的智能 POS 中管理 (聚合外卖)、营销 (星驿付、翼码)、支付 (国通星驿)、衍生业务 (金融服务) 均提供的厂商 (见表 6)。综合服务体现已跻身运营第一梯队 (见表 7)，也是 A 股唯一。
- **新大陆智能 POS 运营或对应 12 亿年化毛利。** 公司目前已具备智能 POS 的生产、维护、运维以及开展商户增值服务的能力。配合定增项目，未来致力于覆盖 300 万家商户。若新大陆智能 pos 运营顺利，收单、衍生业务、信息化运营均各自可依赖 pos 网络收取运营费用。预计百万级别智能 pos 商户网络对应 12 亿元毛利。
- **维持买入评级，考虑智能 POS 运营，消费金融也开贡献利润，暂不考虑增发，上调 2018-2019 年净利润预测 6%/12%由 8.49/11.07 至 9.04/12.35 亿元，上调公司 2018-2019 年营业收入由 56.79/65.43 至 60.81/70.38 亿元。分步估值目标市值 305 亿元。** 综合考虑传统 IT、收单、智能 POS 运营、非 IT 业务、研发投入，将 2018 年利润预测自 8.49 亿上修至 9.04 亿元。2017-2018 年 PE 分别为 31/24 倍，估值较低。
- **股价表现的催化剂：7 月增发批文通过、智能 POS 大量推广。核心假设风险：收单业务不达预期、智能 POS 机产品销量及商户推广不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,544	1,167	4,659	6,081	7,038
同比增长率(%)	16.37	89.00	31.46	30.52	15.74
净利润(百万元)	461	191	682	904	1,235
同比增长率(%)	37.34	207.29	47.83	32.55	36.62
每股收益(元/股)	0.49	0.20	0.73	0.96	1.32
毛利率(%)	37.1	36.7	40.2	38.8	41.2
ROE(%)	18.9	7.2	22.9	23.2	24.1
市盈率	46		31	24	17

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

根据公司各项业务拆分，预计公司 2017-2019 年营业收入 46.59/58.45/70.38 亿元。上调公司 2018-2019 年净利润至 9.04 亿元和 12.35 亿元。对应 2018 年 PE 为 24 倍。采用相对估值方法公司市值为 305 亿元维持买入评级。公司定增批文通过、智能 POS 运维将快速推广成为催化剂。

### 关键假设点

**财务假设：**消费金融业务 2017 年下半年通过盈亏平衡点，2018 年开始贡献净利润，预计 2018-2019 年净利润为 0.8 和 1.2 亿元。**智能 POS 运维（商户总包）：**2017 年新大陆智能 POS 运维进入快速发展阶段，通过智能 POS 商户地推，国通星驿整体商户数有望大量增长，预计 2017 年达到 100 万，按照定增目标未来实现 300 万商户运营，预计 2018 年至 2019 年智能 POS 运维净利润位 0.2 和 1.0 亿元。**国通星驿：**考虑收单业务因为上半年计提折旧、运营费和研发费用，2017 年下半年预计将不再投入，同时国通星驿《支付业务许可证》顺利续展成功，预计下半年更为乐观。预计按照运营模式后国通星驿 2017 至 2019 年净利润为 3.06、4.50 和 6.00 亿元。

**行业假设：**智能 POS 行业增速加快、2017-2019 年收单业务流水快速增长

### 有别于大众的认识

在 3 月深度报告后，股价部分反映了新大陆利润超预期、在行业整合期竞争力向上的变化。

**市场低估智能 POS 运营的合理性。**四因素导致 2017 年或为智能 POS 爆发年。百万级别流水商户，使用智能 POS 后，流水增加 10%，人力减少 1/3，资金成本减少 36%，模拟利润从 13.1 万提升到 20.1 万，提升 51%。

**市场低估了新大陆智能 POS 的行业地位。**作为 A 股唯一从事生产与运营的厂商、拥有最多商户的厂商之一、智能 POS 功能最齐全厂商之一，新大陆处于有利位置。

**市场低估了创新业务 2018 年后的成长性。**综合考虑商户运营、消费金融和收单后，中期估值达到 305 亿元。

### 股价表现的催化剂

7 月增发已收获批文、智能 POS 大量推广

### 核心假设风险

收单业务不不达预期、智能 POS 机产品销量及商户推广不及预期。

# 目 录

---

<b>1.四因素导致 2017 或为智能 POS 爆发年，明显增加商户收入</b>	
<b>是关键.....</b>	<b>5</b>
1.1 2016H2 起智能 POS 的用户基础已具备 .....	5
1.2 2017 年起运营化代替销售，驱动智能 POS.....	7
1.3 智能 POS 提升商户盈利能力 51%.....	7
1.4 微信/支付宝推广加剧，智能 POS 渗透 2000 万小微商户 .....	8
<b>2.选手加速智能 POS 布局.....</b>	<b>9</b>
2.1 有竞争力的生产商、运营商均有限 .....	9
2.2 新大陆：百万级别商户运营，对应毛利超过 10 亿.....	11
2.3 拉卡拉：智能 POS 领域先行者.....	12
2.4 快钱：万达电子商务生态系统关键拼图 .....	13
2.5 银联商务：强势加入 .....	14
<b>3. 上修 2018 年利润预测 6%，目标 305 亿市值 .....</b>	<b>14</b>
3.1 考虑 POS 运营业务，上修 2018/2019 年利润预测 6%/12%.....	14
3.2 分部估值判断公司稳健市值为 305 亿元 .....	17
3.3 增发和摊薄市值讨论：同时计入增发和募集项目回报后 .....	19

## 图表目录

图 1: 智能 POS 与传统 POS 比较.....	6
图 2: POS 功能包括融合支付、店铺管理、引流等 .....	6
图 3: 第三方移动支付规模预测未来 3 年规模 CAGR 超 25%。过去 3 年均超 100% ...	9
图 4: 新大陆电子支付产业链发展规划图.....	12
图 5: 拉卡拉智能 POS.....	13
图 6: 快钱超智能 POS.....	13
图 7: 银联商务推出全民付智能终端 .....	14
表 1: 各类 POS 价格及适用范围.....	6
表 2: 联网 POS 机接近 2500 万,但是 2016 年新增量首次同比下滑 .....	7
表 3: 智能 POS 为商户开源、节流、金融服务,典型案例利润增厚 51%.....	8
表 4: 商户服务、营销及场景能力均是考核运营商综合实力重要指标 .....	10
表 5: 主要智能 POS 运营商数量有限 .....	11
表 6: 智能 POS 运营及生产厂商.....	11
表 7: 运营商综合服务体现.....	11
表 8: 原新大陆利润预测拆分 (百万元) .....	15
表 9: 新大陆收入拆分 (百万元) .....	15
表 10: 新大陆计算智能 POS 后利润拆分表 (百万元) .....	15
表 11: 计算机可比公司估值表 (以 2017 年 7 月 27 收盘价计算) .....	17
表 12: 新大陆当期估值目标 305 亿.....	18

2017年3月《新大陆深度研究-行业整合后质量与排名全超预期的优质成长》在新大陆剔除房地产后，分析成长性、经营质地、行业整合后利润超预期、估值与市场有重大预期差。新大陆不仅是消费金融标的，也是竞争优势、财务确认大幅反转的标的。

本篇报告在年报、一季报、二季报均超预期后，阐述新蓝海业务：智能 POS 运营

## 1.四因素导致 2017 或为智能 POS 爆发年，明显增加商户收入是关键

1) 2016 年行业整合化：2016 年 8 月“96 费改”<sup>1</sup>后，商户从第三方机构补贴到现在主动拥抱扫码付，支付行业迎来突破。

2) 2017 年起运营化代替销售：根据央行历年支付运行体系报告<sup>2</sup>，全国联网 POS 的 2016 年新增量为 171 万台，同比首次下滑，近四年首次低于 30%。销售趋缓反衬 POS 存量运营的高性价比。

3) 商户需求的软件应用化：POS 智能手机普及以及第三方支付聚人气，催生商户对 B 端硬件设备的需求。硬件系统上出现大量满足金融、管理、营销的 apps，并催生满足上述需求的智能 POS 机。智能 POS 成为类似安卓的应用载体。

4) 商户的盈利化：智能 POS 兼具帮助商户提高效率、增加收入、降低成本的功能。百万元级别流水商户，使用智能 POS 后，模拟利润从 13.1 提升到 20.1 万，提升 51%。

### 1.1 2016H2 起智能 POS 的用户基础已具备

**智能 POS 的用户习惯基础“扫码付”已具备。**包括二维码在内的扫码付历经 2013 年的快速推广、2014 年的叫停、现在各大银行开通，扫码付逐渐成为各方认可的支付渠道。其中中国银联在 5 月 27 日联合 40 余家商业银行在京共同宣布，正式推出银联云闪付二维码产品，持卡人通过银行 APP 可实现银联云闪付扫码支付。6 月 2 日起，在全国 40 个知名商圈约十万家商户，使用银联云闪付挥卡、手机以及扫码支付，均可享受 6.2 折优惠回馈。商户对于支持多种收付功能的机具采购日益增长，这是智能 POS 的重要用户基础。

**“96 费改”加剧扫码付，使 2017 年成为智能 POS 突破之年。**1) 智能手机普及以及第三方支付聚人气，催生了商户对 B 端硬件设备的需求，能够满足融合支付功能的智能 pos 机应运而生（见图 1）。2) “96 费改”在 2016 年 8 月出现后，第三方支付机构市场化整合。商户从第三方机构补贴到现在主动拥抱扫码付，整个支付行业迎来突破。3) 除了要求兼具多种支付功能外，商户对管理的精细化需求提升，能够通过大数据、人工智能等工具帮助商户提高经营效率、降低劳务成本的智能 POS 运营企业将脱颖而出。

<sup>1</sup>国家发改委与人行联合发布《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，2016 年 9 月 6 日实施。“96 费改”最大的亮点是在收单业务手续费上实行了市场化定价。下同

<sup>2</sup> 2008 年起，央行支付结算司的“统计数据与分析”披露《中国支付体系发展报告》。2016 年情况于 2017 年 7 月 12 日披露。下同

图 1: 智能 POS 与传统 POS 比较

	传统POS	智能POS
开放性	封闭的，无法与其他设备关联	开放的，与收银系统，ERP管理系统，会员系统连接，帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统和专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收款方式，其他收款方式需要增加外接设备	所有付款方式集为一体，包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	无	容纳一个商家所需要的大部分业务需求，可以收集客户数据，线上推广店铺
商户体验	独立的收银体系，升级困难，有价格优势	机具体积小，使用方便，但是价格微高

资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

智能 POS 的“中低端”产品也已被客户接受。智能 POS（见图 2）从 2014 年产品出现以来，经过 3 年的发展，已经根据行业和商户价格敏感度需求孕育出了多种产品。除了加载多项应用之外的平台级智能 POS，还出现适合小微商户的 MPOS、大量应用于电商平台的 IPOS。后两者物美价不高，可视为智能 POS 的普及版，且已得到市场的认可（见表 1）。

图 2: 智能 POS 功能包括融合支付、店铺管理、引流等



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

表 1：各类 POS 价格及适用范围

	价格（元）	适用范围
传统金融 POS	300-400	银行采购
MPOS	55-100	满足小微或者个人支付需求
IPOS	35-50	电商 O2O
智能 POS	500-1000	兼具多种功能

资料来源：申万宏源研究

## 1.2 2017 年起运营化代替销售，驱动智能 POS

2016 年起运营化代替单纯销售：根据央行历年支付运行体系报告，全国联网 POS 的 2016 年新增量为 171 万台，同比下滑 75%，且为近四年首次低于 30%。销售趋缓反衬 POS 存量运营的高性价比（见表 2）。

在 2012-2016 年，支付商通过产品销售获得快速增长的盈利。而 2017 年起，支付设备存量运营才是蓝海，智能 POS 是核心。

表 2：联网 POS 机接近 2500 万，但是 2016 年新增量首次同比下滑

年份	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
联网 POS	711	1063	1593	2282	2453
YoY		50%	50%	43%	7%
新增 POS	229	352	530	689	171
YoY		54%	51%	30%	-75%

资料来源：2008-2016 年历年《支付运行体系报告》、申万宏源研究

## 1.3 智能 POS 提升商户盈利能力 51%

商户的盈利化呼唤智能 POS。智能 POS 兼具帮助商户提高效率、增加收入、降低成本的功能。智能化 POS 能够帮主商户实现：1.降低人力成本 2.增加收入 3.降低费用 4.实现引流。

商户典型毛利率在三成至四成，综合费用控制直接决定实际利润。最终利润等于营业毛利与综合费用的差额。综合费用包括：人工、房屋、房租、水费、电费、维修费、物料费用、产品损耗、促销费、外部服务费、税费、杂费、刷卡手续费、加盟抽成等。传统金融 POS 已经无法解决上述对于 a) 精准营销提高收入、b) 财务管理减少费用、c) 店面管理增加周转、d) 进销等主流需求。

小微便利店的盈利更微薄，智能 POS 对其利润弹性更大。1) 人力成本降低：目前员工三人两班倒大量的进货和应收登记需要进行处理，很多店铺需要手工完成。而智能 POS 通过店铺直接在后台进行进销管理，降低了人工成本提升了管理效率，假设按照月薪 3000-4000 一月，降低一名雇员使用，一年直接降低费用为 36000-48000 元。2) 商户管理降低成本：餐饮类商户中，智能 POS 系统直接串联菜系、收付以及库存管理。提升了货物管控，降低原材料成本。3) 商户引流增加收入：目前大部分商户选择优惠补贴等引流手段，智能 POS 可直接完成卡券核销这种耗时耗力的工作。此外，餐饮类商户基本均会接入外卖平台，智能 POS 可实现外卖平台聚合，直接汇总多家外卖系统。4) 金融服务：智能 POS 可为商户实现融资平台，T+0/D+0 等业务。

典型商户案例利润增厚 51%。我们预计年化百万流水级别的个体便利店使用智能 POS 后，流水增加 10%，人力减少 1/3，资金成本减少 36%，模拟利润从 13.1 万提升到 20.1 万，提升 51%。，模拟利润从 13.1 万提升到 20.1 万，提升 51%（详见表 3）。

**表 3：智能 POS 为商户开源、节流、金融服务，典型案例利润增厚 51%**

单位：万元		传统 POS	智能 POS
总收入		100.0	110.0
卡券优惠导流		0.0	10.0
日常营业收入		100.0	100.0
总成本		86.9	89.9
货物成本		70.0	77.0
毛利率		30%	30%
资金成本		1.1	0.7
合理理财利率			4.0%
借款利率		12%	12%
平均库存		9.2	9.1
进销比		1.1	1.1
年化周转率		12.0	13.2
人力成本		10.8	7.2
其他营运成本		5.0	5.1
总利润		13.1	20.1

注：人力成本中，三名员工两班倒，每个月薪 3000，年化人力成本 11 万，智能 POS 节约一名人力

资料来源：申万宏源研究

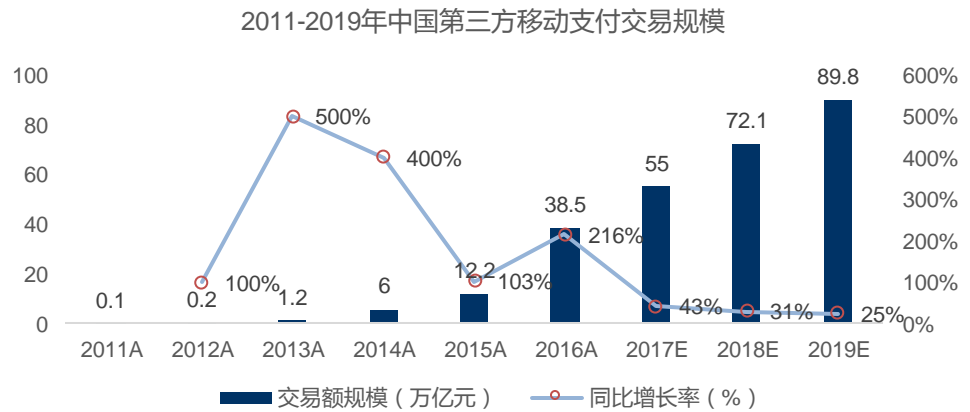
## 1.4 微信/支付宝推广加剧，智能 POS 渗透 2000 万小微商户

根据 2016 年支付运行体系报告：截至 2016 年末，银行卡跨行支付系统联网商户 2067.20 万户，联网 POS 机具 2453.50 万台，此外还有未联网商户。支付宝、微信正竭尽全力向线下场景蔓延，招募渠道商，开放服务窗口。这加速了智能 POS 推广。

**移动支付规模数据是验证。**移动支付自 2013 年开始出现爆发式增长同比增速 707%，2014 年由于支付宝微信的线下推广以及红包营销，交易规模增速接近 400%。截止到 2016 年，增速均在 100% 以上。根据艾瑞咨询官方报告，预计未来 2-3 年行业交易规模增速均在 25% 以上（见图 3）。线下移动支付中，微信及支付宝占据大部分市份额，预计两者占比之和达到 90%，其次是拉卡拉。以微信和支付宝代表线下支付的崛起，为智能 pos 的推广打下了深厚的铺垫。



图 3：第三方移动支付规模预测未来 3 年规模 CAGR 超 25%。过去 3 年均超 100%



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

## 2. 选手加速智能 POS 布局

### 2.1 有竞争力的生产商、运营商均有限

面对即将爆发的智能 POS 行业,各家厂商在智能 POS 布局上已进入了抢占份额阶段。目前智能 POS 企业可分为: 1) 机器制造的生产商、2) 商户服务的运营商。在机具不断升级出新的基础上,对商户的综合服务能力决定了优质企业能否脱颖而出。

**生产商:**目前智能 POS 的生产商包括新大陆、联迪、百富、新国都、惠尔丰(Verifone)、升腾等,前五家曾占据传统 POS 85%以上份额。2016 年新大陆智能 POS 出货量达到 25 万台,标准 POS、Mpos、Ipos 合计销量超过 800 万台,出货量和市占率保持第一。我们预计生产和商户维护方面,新大陆属于厂商前列。

**运营商:**面对线下近千万级的商户市场,率先开始智能 POS 推广的厂商并不多。除了银联商务、拉卡拉、新大陆、快钱、米商等外,我们预计其余厂家并未形成大规模覆盖,且在金融支付、商户引流、客户服务以及场景上的大幅局限(见表 4)。此外,受制于牌照、产能以及运维能力,综合性厂商更是稀有,只有为数不多厂商能够在智能 POS 领域成为运营商。

**表 4：商户服务、营销及场景能力均是考核运营商综合实力重要指标**

运营商	产品	上市日期	研发	营销能力	服务能力	场景
掌贝	掌贝 POS	2017	云移信息	支持支付即会员、卡券核销	聚合外卖平台	餐饮、百货、商超、 物流
快钱	超智能 POS	2015	快钱支付	万达会员转化	账单管家	餐饮、百货、商超、 物流
新大陆	星 POS	2015	星驿付	翼码导流	聚合外卖平台	餐饮、百货、商超、 物流
拉卡拉	拉卡拉互联网 POS	2015	福建升腾资讯	拉卡拉推广、多年累积资源	考拉征信等服务	餐饮、百货、商超、 物流
盒子支付	慧 POS+	2015	深圳盒子支付	卡卷系统直接对接的是微信的卡卷系统	有一定的数据管理能力	餐饮、百货、商超、 物流
旺 POS	旺 POS 2	2015	北京微智全景	具有一定的会员营销能力和卡卷营销能力	一定的外卖管理能力	餐饮、百货
e 城通	E 城通智能 POS	2015	武汉利楚商务服务	基于微信有一定的营销能力		餐饮、百货、商超、 物流
爱客仕	智能收银一体机	2014	杭州东融集团		拥有会员管理能力	餐饮、百货、商超、 物流
华阳信通	华阳信通 -HY-001S	2014	深圳市华阳信通	支付即会员，卡券核销	简单的粉丝数据管理能力	酒店、商超、连锁
客来乐	客来乐收银	2014	北京卡富通盈	带有卡卷营销系统、一定的支付营销功能以及线上订座		餐饮、零售
酷银云	酷银云 POS	2014	上海秉钧网络科技	为微信宝的载体、有一定的数据管理能力		餐饮、百货
乐刷	乐刷商务版 4.0	2014	乐刷科技		简单的用户管理	
旺铺帮	旺铺帮 7000	2015	观天智创	支持会员支付，优惠卡支付	自带的餐饮管理软件	
优博讯	优博讯智能 POS	2015	深圳市优博讯			餐饮、百货、商超、 物流
赛付宝	赛付宝 P92	2015	上海赛付网络	具有一定支付营销能力	一定的数据管理能力	餐饮、零售

注：智能 POS 产品新颖且兼具金融、管理、营销的运营商非常有限

资料来源：各家运营商官方网站，申万宏源研究

智能 POS 运营商根据各自不同领域有所划分。综合性运营商包括银联商务、拉卡拉、旺 POS（微智全景）、新大陆、新美大、快钱、盒子支付、掌贝等。目前主要对运营商综合能力考核集中在：1) 商户营销 2) 增值服务（管理、支付）3) 金融服务 4) 支付等。根据这几项标准，目前一线运营商主要为银联商务、拉卡拉、快钱、新美大、旺 POS 等。

**表 5：主要智能 POS 运营商数量有限**

运营商	产品	上市日期	发行
掌贝	掌贝智能 POS Z5	2017 年	广州云移信息科技
快钱	超智能 POS	2015 年	快钱支付
新大陆	星 POS	2015 年	星驿付
拉卡拉	拉卡拉互联网 POS+	2015 年	拉卡拉支付
盒子支付	慧 POS+	2015 年	深圳盒子支付
旺 POS	旺 POS 2/3	2015 年	北京微智全景
e 城通	E 城通智能 POS	2015 年	武汉利楚商务服务

资料来源：申万宏源研究、快钱官网、拉卡拉官网、掌贝官网、盒子支付官网、旺 POS 官网

我们在上文已经论述新大陆是智能 POS 生产商第一梯队，并且罗列了多项优质运营商综合实力考核指标，可以推断出新大陆是罕见的生产、运营均从事的厂商，也是罕见的管理（聚合外卖）、营销（星驿付、翼码）、支付（国通星驿）、衍生业务（金融服务）均提供的厂商（见表 6），公司综合服务体现已跻身运营第一梯队（见表 7），也是 A 股唯一。

**表 6：智能 POS 运营及生产厂商**

生产商	联迪	升腾	新大陆	商米	百富
运营商	银联商务	拉卡拉	新大陆	快钱	新美大

资料来源：联迪网站、拉卡拉网站、快钱网站、申万宏源研究

**表 7：运营商综合服务体现**

运营方	金融品牌	营销	服务
银联商务	天天富 金融平台	银联推广 分公司上万人地推、银行对接优质商户个人	全民付 商户后台服务
快钱	快钱钱包 综合支付、理财贷款（销售万达理财产品）	共享万达快钱会员 拥有万达海量客源及商户	账单管家 精细化对账程序
新大陆	消费金融及小额贷款均具备 网商小贷过往放贷余额接近 100 亿	翼码 覆盖城市 300+、合作商户 30 万+	聚合外卖 可连接大部分外卖平台
拉卡拉	易分期/替你还 金融 APP 活跃度排名靠前	拉卡拉推广 分公司上千人地推、app 积累（信用卡、水电煤）客户	考拉征信 对接征信合作商提供征信数据

资料来源：申万宏源研究、快钱官网、拉卡拉官网、银联商务官网、新大陆公告

## 2.2 新大陆：百万级别商户运营，对应毛利超过 10 亿

智能 POS 替代势在必行。2014 年智能 POS 产品概念推出，2015 年实现 10 万台左右销量，2016 年市场销量达到约 100 万台，2017 年预计市场销量达到 300 万台。根据央

行发布的数据截至 2016 年末全国联网 POS 机具达到 2453 万台，我们预计未来三年智能 POS 销售将会持续收益线下替换和新增商户。

**百万级别商户运维。**新大陆目前已经具备了智能 POS 的生产、维护、运维以及开展商户增值服务的能力，配合定增项目未来致力于覆盖 300 万家商户。若新大陆智能 pos 运营顺利，收单、消费金融、信息化运营均各自可依赖 pos 网络收取运营费用。我们预计百万级别智能 pos 商户网络对应 12 亿元毛利。

**开创性地为智能 POS 加入增值服务。**目前饿了么、美团外卖、百度外卖已成点餐外卖市场三足鼎立之势，而入驻三大平台也成为了外卖商家的标配。商户的手机中同时安装了饿了么、美团外卖、百度外卖商家版已成为家常便饭。平台切换繁琐、易错过订单、对账不易已成为了商家们的心头病。智能 POS 在收单方面具有得天独厚的优势，其不仅具备了 POS 的实体卡支付功能，还能支持支付宝、微信、Apple Pay、银联闪付等多种支付方式。新大陆旗下星 POS 开创性地为智能 POS 加入增值服务，其中第一个上线即为外卖商城 APP “订单来了”，其中具备了聚合外卖、智能接单、数据分析等专为商户设计的贴心功能。

图 4：新大陆电子支付产业链发展规划图



资料来源：申万宏源研究、新大陆公告

### 2.3 拉卡拉：智能 POS 领域先行者

拉卡拉成立于 2005 年，于 2011 年获得首批央行颁发的《支付业务许可证》。根据艾瑞咨询的报告，2015 年拉卡拉收单规模超过 9000 亿元，同年推出拉卡拉互联网+POS。目前拉卡拉通过智能 POS 领先的市场覆盖率为打造云平台、构建多边市场的共生生态系统提供了入口，助力拉卡拉从帮商户收单升级到帮商户做生意的模式。截至 2016 年底，拉卡拉智能 POS 市场规模处于领先地位，相关出货渠道中市场覆盖率规模第一。拉卡拉的优势

在于最早开始线下商户运营，拥有完整的商户服务网络体系，预计在智能 POS 推广领先于其他厂商。

图 5：拉卡拉智能 POS



资料来源：申万宏源研究、拉卡拉官网

## 2.4 快钱：万达电子商务生态系统关键拼图

快钱公司是国内率先实现综合化业务布局的网络金融企业，致力于以各类应用场景为基础，运用互联网与数据技术，为消费者和企业提供一站式“金融+互联网”服务。2014年底万达以 3.15 亿美元收购快钱 68.7% 的股权，本次收购快钱为万达电子商务生态系统形成奠定坚实基础，同时王健林在万达年会中提出要充分利用集团丰富线下资源，做大支付国模同时大力发展互联网金融业务。根据艾瑞咨询报告显示，成立至今快钱已覆盖逾 4.4 亿个人用户，以及 510 余万商业合作伙伴，对接的金融机构超过 100 家。

根据艾瑞咨询报告披露，目前快钱也推出了快钱超智能 POS，涵盖万达广场、购物、餐饮、娱乐、便利店和社区店等多个消费场景，并拉动辐射更多场景。利用超智能 POS 将网络金融服务代入线下场景入口，对接线上线下金融资源，再与钱包等其他金融服务相应。相比于其他厂商推广形式，预计快钱的优势来自于万达集团优质线下资源导入。

图 6：快钱超智能 POS



资料来源：申万宏源研究、快钱官网

## 2.5 银联商务：强势加入

2016 年 12 月 12 日，中国银联宣布推出“二维码支付标准”。银联发布统一的二维码支付意味着扫码支付市场迎来的巨头新玩家，市场也将由目前两家第三方支付机构的双寡头竞争的格局进入由银行、银联、多家第三方支付机构共同参与的多头竞争阶段。2017 年 5 月 27 日，中国银联联合 40 余家商业银行在京共同宣布，正式推出银联云闪付二维码产品，持卡人通过银行 APP 可实现银联云闪付扫码支付。6 月 2 日起，在全国 40 个知名商圈约十万家商户，使用银联云闪付挥卡、手机以及扫码支付，均可享受 62 折优惠回馈。

银联正式宣布进军扫码发领域，同时也推出了全支付功能的智能 POS 机。预计 银联商务 560 万商户均是重点目标。

图 7：银联商务推出全民付智能终端



资料来源：申万宏源研究、银联商务官网

## 3. 上修 2018 年利润预测 6%，目标 305 亿市值

### 3.1 考虑 POS 运营业务，上修 2018/2019 年利润预测 6%/12%

公司已收获非公开发行批文，智能 POS 运维业务将逐步进行推广，各项业务均出现优化，因此我们逐个将业务进行拆分。表 8 为之前预测的利润分拆，它尚未考虑智能 POS 和消费金融的利润。表 9-10 为考虑这些因素后的收入与利润表。

**表 8：原新大陆利润预测拆分（百万元）**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
POS 业务		75	101	117	142
二维码产品	35	44	72	99	143
电信支撑	57	38	35	41	48
高速公路机电		30	25	28	36
房地产	113	134	181	141	55
国通星驿			30	256	425
合计	205	321	444	682	849

资料来源：Wind、申万宏源研究

**表 9：新大陆收入拆分（百万元）**

收入	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
POS 业务	776	1116	1270	1833	2198	2589
二维码产品	220	353	500	700	901	1121
电信支撑	315	239	283	389	466	568
高速公路机电	336	580	433	513	569	601
房地产	588	623	805	723	337	0
国通星驿		134	253	501	1143	1378
消费金融					402	495
商户总包					65	286
总计	2235	3045	3544	4659	6081	7038

资料来源：申万宏源研究

**表 10：新大陆计算智能 POS 后利润拆分表（百万元）**

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
POS 业务		75	101	117	142	170
二维码产品	35	44	72	99	143	172
电信支撑	57	38	34	41	48	53
高速公路机电		30	22	28	36	40
房地产	113	134	181	141	55	0
运营-国通星驿			51	306	450	600
运营-消费金融					80	120
运营-商户总包					20	100
运营研发投入				-50	-70	-20
合计	205	321	461	682	904	1235

资料来源：Wind、申万宏源研究

1) 支付硬件业务中，预计 2017-2019 年利润 CAGR 15%。支付硬件主要对应于新大陆支付子公司，年报披露 2015-2016 年其收入为 10.12、12.08 亿元，利润为 0.75、1.11 亿元。

除了为商业银行、银联商务、拉卡拉等收单服务机构提供产品，近几年伴随第三方支付的崛起，公司紧抓市场需求成功推出新款 POS 机具，因此收入与利润增速超过行业平均。预计 2017-2019 年 POS 收入为 18.3、22.0 和 25.9 亿元，收入 CAGR 为 30%。预计 2017-2019 年 POS 利润为 1.17、1.42、1.70 亿元，CAGR 为 15%。支付公司承诺 2016 和 2017 年不低于 9000 万和 1.125 亿利润，成为安全垫。

**2) 信息识别业务中，预计 2017-2019 年利润 CAGR 40%。**信息识别业务下新大陆识别公司、江苏智联两家公司。新大陆拥有自主研发的二维码（条码）解码芯片，并在条码识读产品、整体解决方案上具备市场竞争力，产品类别有识读引擎、扫描枪、固定式扫描器、移动数据终端（PDA）等。新大陆自动识别的 2015-2016 年收入分别为 3.21、4.14 亿元，利润分别为 0.44、0.62 亿元。由于较强竞争力，预计 2017-2019 年收入为 5.0、7.0、9.0 和 11.2 亿元。预计 2017-2019 年信息识别业务利润为 0.99、1.43、1.72 亿元，CAGR 为 40%。

**3) 高速公路信息化不是重心，预计 2017-2019 年利润几无增长。**公司 2015 年 2 月公告中标甘肃项目。2017 年 2 月 21 日公告中标广东省南粤交通仁博高速公路管理中心项目的中标金额为人民币 6064 万元；四川雅康高速公路有限责任公司项目的中标金额为人民币 5815 万元，两项项目金额合计人民币约为 1.19 亿元，对 2017 年业绩产生积极影响。十三五规划开始，公司逐渐把业务拓展至全国。但由于高速公路信息化非轻资产运营业务，不是重心。预计 2017-2019 年业务收入为 5.1、5.7 和 6.1 亿元。预计 2017-2019 年该利润为 0.28、0.36、0.40 亿元几无增长

**4) 预计房地产不是重心，2019 年不计入收入。**房地产主要对应于新大陆地产子公司，年报披露 2015-2016 年其收入为 6.93、8.05 亿元，利润为 1.34、1.51 亿元。公司唯一的楼盘项目“新大陆壹号”自 2013 年起开始确认收入（该楼盘完工后，公司不再从事房地产开发业务），为公司主营业务发展提供良好的现金流支持，根据我们研究，预计楼盘已大部分销售，根据放款首付周期性，预计 2018 年实现全部回款。预计 2017-2019 年收入为 7.2、3.4、0 亿元，该部分利润为 1.41、0.55、0 亿元。

**5) 消费金融业务自 2018 年起成为增量。**2016 年公司获得小额贷款牌照，同时下半年公告与兴业消费金融开展战略合作。预计消费金融业务 2017 年下半年通过盈亏平衡点，开始进入收获期。此外通过地推商户数快速提升，为公司开展增值业务打开了空间。若年化数十亿余额，乘以 5%净利差（考虑风控成本和运营费用后），对应亿元级利润。预计 2018 至 2019 年消费金融业务贡献净利润贡献为 0.8 和 1.2 亿元，预计 2018-2019 年收入为 4.02 和 4.95 亿元。

**6) 智能 POS 运维（商户总包）自 2018 年起成为增量：**2017 年新大陆智能 POS 运维进入快速发展阶段。通过智能 POS 商户地推，国通星驿整体商户数有望大量增长，预计 2017 年达到 100 万。按照定增目标，未来实现 300 万商户运营，预计 2018 年至 2019 年智能 POS 运维净利润为 0.2 和 1.0 亿元，预计 2018-2019 年收入为 0.65 和 2.86 亿元。

**7) 收单业务中，预计 2017-2019 年利润 CAGR 127%。**收单业务主要对应于子公司国通星驿。年报披露 2015-2016 年其收入为 1.34、2.15 亿元，2016 年并表利润为 0.51 亿元。考虑到收单业务因为 2017H1 计提折旧、运营费和研发费用，2017H2 预计将不再



投入，国通星驿《支付业务许可证》顺利续展成功且有同行续牌失败，预计下半年市占率更为乐观。预计按照运营模式后国通星驿 2017-2019 年收入为 5.01、11.43 和 13.78 亿元，CAGR 为 85%。预计 2017-2019 年净利润为 3.06、4.50 和 6.00 亿元，CAGR 127%。

8) 新业务需要研发和运营投入，计入利润表。预计 2017-2019 年新业务运营和研发投入为 0.5、0.7、0.2 亿元，高峰期在 2018 年。

9) 考虑到上述新业务，尤其 2018 年消费金融及智能 POS 开始贡献利润，收单及运维业务也更为乐观。上调 2018 年净利润由 8.49 亿元至 9.04 亿元，上调 2019 年净利润由 11.07 亿元至 12.35 亿元，幅度分别为 6%/12%。同时上调公司 2018-2019 年营业收入由 56.79/65.43 至 60.81/70.38 亿元。

预计 2017-2019 年营业收入为 46.59/60.81/70.38 亿元。预计 2017-2019 年净利润为 6.82/9.04/12.35 亿元，每股 EPS 为 0.73/0.96/1.32 元

### 3.2 分部估值判断公司稳健市值为 305 亿元

公司通过中长期计划通过支付终端作为入口，协同收单、数字营销、消费金融有望成为平台级金融服务龙头，相比于原有领域进入更大市场空间。采用分部估值方法公司稳健市值为 211 亿，低于相对估值主要由于房地产占业务占比，房地产业务于 2018 年终止同时公司金融服务业务占比逐渐提升，估值差距逐渐缩小。

**房地产业务估值 20 亿元。**“新大陆壹号”楼盘开发及物业管理等业务，公司唯一的楼盘项目，预计 2017 年净利润 1.41 亿，项目自 2013 年至今营收稳定，参考到当房地产公司根据 wind2017 年 7 月 27 日收盘价显示：万科 A 13 倍、华夏幸福 13 倍、万通地产 21 倍，给予新大陆房地产业务 14 倍 PE，业务估值 19.74 亿元。

**支付行业迎来新产品替代趋势，估值 35 亿元。**预计公司 2017 年硬件净利润达到 1.17 亿元，考虑到新款 POS 不断推出，以及未来智能 POS 推广加快，参考行业其他 POS 机具公司新国都 30 倍、证通电子 44 倍、信雅达 40 倍，给予业务 30 倍 PE 为 35.1 亿元。

**识别行业技术更新加快催生众多细分领域，估值 35 亿元。**预计 2017 年识别业务为 0.99 亿利润，同类公司中科金财 40 倍、华宇软件 35 倍，给予业务 35 倍 PE 为 34.65 亿元。

表 11：计算机可比公司估值表（以 2017 年 7 月 27 收盘价计算）

证券简称	证券代码	市值（亿元）	2017E
奥马电器	002668.SZ	123	28
康耐特	300061.SZ	92	27
证通电子	002197.SZ	65	44
新国都	300130.SZ	45	30
新开普	300248.SZ	40	50
信雅达	600571.SH	59	40
华宇软件	300271.SZ	92	30
平均 PE			36

资料来源：Wind 咨询、申万宏源研究

**行业应用期待订单突破。**高速公路信息化及运营业务预计 2017 年净利润 0.73 亿元，按照高速公路信息建设同类公司给予 30 倍 PE 为 21.9 亿元。

**创新业务之消费金融：**预计 2018 年利润为 0.80 亿元，且预计 2019 年利润增速超过 50%。尽管该业务轻资产、高增长，但类金融业务应计入拨备风险。按照可比消费金融公司平均估值谨慎给与 20 倍 2018 PE 对应 16 亿市值。选择 2018 年利润做估值参考的原因是，该业务非线性成长，在 2018 年业务更加稳定。

**创新业务之商户总包：**预计 2018-2019 年利润为 0.20、1.0 亿元。该业务高增长、轻资产，目前市场可比对象为拉卡拉、银联商务给与 50 倍 2018 PE 对应 10 亿市值。若 2018 年该业务发展迅速，价值还会快速上升。选择 2018 年利润做估值参考的原因是，该业务非线性成长，在 2018 年业务更加稳定。

**创新业务之收单业务：**公司承诺 2016-2017 分别不低于 5000 万和 6000 万净利润。我们预计 2017-2018 年收单利润约 3.06、4.50 亿元（尚未计入额外研发和运营投入），大幅超过承诺业绩。优质公司增速超过 40%，且人均净利润远高于计算机行业（30 倍）给与 2018 年 40 倍估值，对应 180 亿元。选择 2018 年利润做估值参考的原因是，该业务非线性成长，在 2018 年业务更加稳定。

运营研发投入 0.7 亿元影响估值 21 亿元。

以上合计估值 305 亿元（见表 11），可视为当前目标市值。

**表 12：新大陆当期估值目标 305 亿**

成长曲线	业务	估值（亿）
线性	POS 机	35.1
线性	二维码识别	34.6
稳定	行业应用	21.9
稳定	信息化	8.4
收缩	房地产	19.7
几何	收单	180
几何	消费金融	16
几何	商户总包	10
线性	额外研发	-21
	合并	304.7

注 1：传统业务用 2017 年利润做估值倍数基准

注 2：创新业务用 2018 年利润做估值倍数基准，因为 2018 年更加稳定，2017 年还在几何速度发展

资料来源：申万宏源研究

### 3.3 增发和摊薄市值讨论: 同时计入增发和募集项目回报后

2016年11月25日新大陆公告募集资金可行性报告(修订)本次非公开发行股票数量不超过8722万股,根据此测算发行完成后公司总股本为10.26亿股,本次非公开发行预计募集资金总额不超过15.8亿元。

公告披露本项目计算期为8年,计算期年均营业收入为6.2亿元,税后投资回收期为4.85年(含建设期3年),税后内部收益率为18.92%。按照两种模拟算法:(1)采用线性平均计算8年回报可以简单但公允的计算增发对市值和利润的影响。推算项目收益为1.17亿元,8年共计5.87亿元,平均每年0.73亿元。按照增发后总股份计算市值为231亿元,对应2018年为32/24倍。若计入增发后按照我们对2018利润预测(9.04+0.733=9.77亿元)对应为24倍。(2)项目含三年建设投入期,预计前三年不产生利润贡献

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,045	3,545	4,659	6,081	7,038
POS 业务	1,116	1,270	1,833	2,198	2,589
二维码产品	353	500	700	901	1,121
电信支撑	239	283	389	466	568
高速公路机电	580	433	513	569	601
营业总成本	2,656	3,074	3,908	5,039	5,616
营业成本	1,899	2,229	2,787	3,724	4,140
POS 业务	782	1,021	1,536	1,762	1,943
二维码产品	202	332	478	556	601
电信支撑	104	118	149	156	157
高速公路机电	502	381	390	410	422
营业税金及附加	165	156	201	229	250
销售费用	148	168	217	251	282
管理费用	415	486	638	794	893
财务费用	9	8	8	9	-9
资产减值损失	19	27	57	31	60
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	28	46	25	0	0
营业利润	417	517	776	1,042	1,422
营业外收支	39	56	25	5	-14
利润总额	456	572	801	1,047	1,408
所得税	88	86	92	94	148
净利润	368	486	709	953	1,260
少数股东损益	33	25	27	49	25
归属于母公司所有者的净利润	335	461	682	904	1,235

资料来源：申万宏源研究

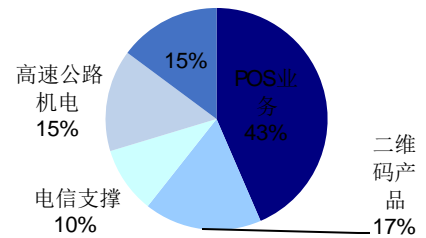
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,143	4,766	5,040	6,217	7,902
现金及等价物	773	1,568	2,202	2,997	4,830
应收款项	935	1,664	1,400	1,747	1,681
存货净额	1,659	1,308	998	991	1,009
其他流动资产	777	227	440	481	383
长期投资	190	351	148	148	148
固定资产	186	260	250	240	229
无形资产及其他资产	337	877	420	309	300
资产总计	4,856	6,277	5,864	6,919	8,586
流动负债	2,504	3,432	2,427	2,590	2,809
短期借款	83	341	46	34	22
应付款项	2,257	2,236	2,379	2,556	2,786
其它流动负债	0	0	1	0	1
非流动负债	3	319	357	296	485
负债合计	2,507	3,751	2,784	2,886	3,293
股本	939	938	938	938	938
资本公积	66	15	15	15	15
盈余公积	130	54	54	54	54
未分配利润	1,084	1,434	1,978	2,882	4,117
少数股东权益	129	83	110	159	184
股东权益	2,349	2,526	3,096	4,048	5,308
负债和股东权益合计	4,856	6,277	5,879	6,935	8,602

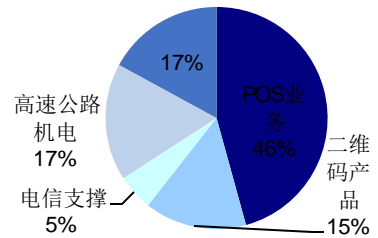
### 关键假设

	2017E	2018E	2019E
POS 业务	1833.00	2198.00	2589.00
二维码产品	700.00	901.00	1121.00
电信支撑	389.00	466.00	568.00
高速公路机电	513.00	569.00	601.00
房地产	723.00	337.00	-
金融	-	402	495

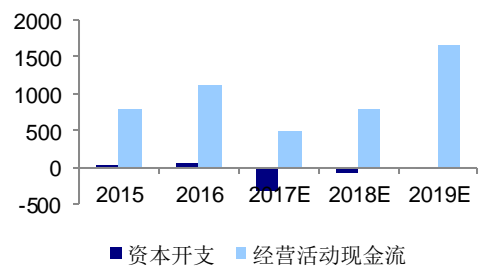
### 2016 年收入结构



### 2016 年成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

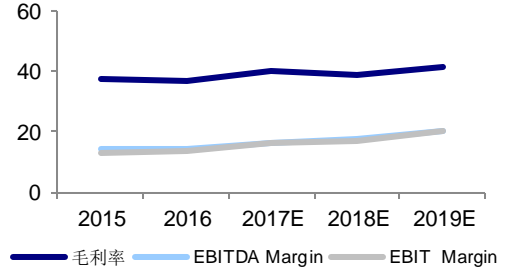
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	368	486	709	953	1,260
加：折旧					
摊销减值	47	57	70	44	73
财务费用	7	3	8	9	-9
非经营损失	-47	-46	30	0	0
营运资本变动	404	597	735	-164	223
其它	0	0	-1,072	-42	99
经营活动现金流	800	1,107	480	801	1,646
资本开支	45	65	-328	-77	-2
其它投资					
现金流	-498	166	228	0	0
投资活动现金流	-453	170	556	77	2
吸收投资	87	5	0	0	0
负债净变化	-212	-175	-197	124	177
支付股利、利息	13	115	165	9	-9
其它融资					
现金流	-53	-197	-40	-198	0
融资活动现金流	-191	-483	-402	-83	186
净现金流	151	794	635	795	1,833

资料来源：申万宏源研究

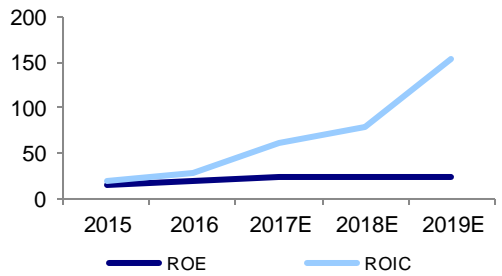
重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标 (元)					
每股收益	0.36	0.49	0.73	0.96	1.32
每股经营现金流	0.85	1.18	0.51	0.85	1.75
每股红利	-	-	0.15	-	-
每股净资产	2.37	2.60	3.18	4.14	5.46
关键运营指标 (%)					
ROIC	20.0	27.2	61.2	78.6	153.9
ROE	15.1	18.9	22.9	23.2	24.1
毛利率	37.6	37.1	40.2	38.8	41.2
EBITDA Margin	14.0	14.3	16.6	17.5	20.3
EBIT Margin	13.1	13.5	16.3	17.3	20.1
收入同比增长	36.2	16.4	31.4	30.5	15.7
净利润同比增长	21.5	37.7	47.9	32.5	36.6
资产负债率	51.6	59.8	47.5	41.7	38.4
净资产周转率	1.37	1.45	1.56	1.56	1.37

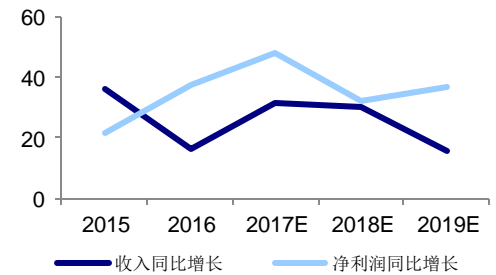
经营利润率 (%)



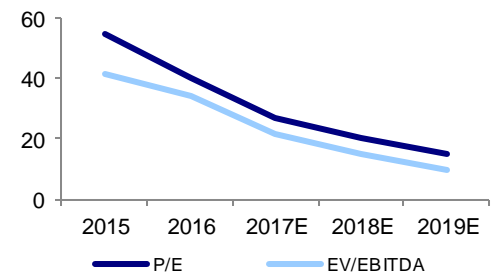
投资回报率趋势 (%)



收入与利润增长趋势 (%)



相对估值 (倍)



总资产周转率	0.63	0.56	0.79	0.88	0.82
有效税率	20.5	16.4	11.8	9.0	10.5
股息率	-	-	0.8	-	-

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。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，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。