

## 新力金融(600318.SH)

### 拟收购海科融通, 打造支付与类金融生态体系

 评级: **买入**

前次:

目标价(元):

**41.5**

分析师

联系人

程娇翼

蒋峤

S0740515030003

021-20315206

021-20315286

chengjy@r.qlzq.com.cn

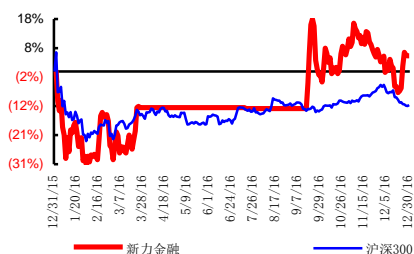
jiangqiao@r.qlzq.com.cn

2016年12月31日

#### 基本状况

总股本(百万股)	242
流通股本(百万股)	242
市价(元)	32.2
市值(百万元)	7,792
流通市值(百万元)	7,792

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,222.28	1,371.84	849.29	1,710.99	3,442.88
营业收入增速	3.75%	12.24%	-38.09%	101.46%	101.22%
归属于母公司的净利润	105.33	76.00	188.21	326.52	618.31
净利润增长率	-1.61%	-27.84%	147.64%	73.49%	89.37%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.31	0.78	0.82	1.56
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	25.73	97.31	41.49	39.15	20.68
PEG	—	—	0.28	0.53	0.23
每股净资产(元)	4.48	4.71	5.39	12.48	14.04
每股现金流量	1.80	-4.25	-1.51	3.28	4.70
净资产收益率	9.71%	6.67%	14.43%	6.61%	11.12%
市净率	2.50	6.49	5.99	2.59	2.30
总股本(百万股)	242.00	242.00	242.00	396.15	396.15

备注: 假设海科融通于2017年7月并表, 2017、2018年股本为发行后股本

#### 投资要点

- 写在前面的话:** 随着公司剥离水泥资产转型小贷等类金融业务, 以及拟收购第三方支付公司海科融通, 新力金融的核心推荐逻辑在于未来通过“支付”入口, 打造的支付与类金融业务协同的金融生态体系, 凭借支付提供流量与数据, 以及类金融业务在供销社体系之下在业务拓展和风控把握等方面的先天优势, 公司具备长期成长性。
- 拟收购海科融通, 第三方支付牌照稀缺+打开与类金融业务协同空间。** 支付作为金融业务的入口, 是流量和数据的攫取来源, 我们认为公司拟收购海科融通在享受第三方支付行业增长和业绩贡献的同时, 也将与现有类金融业务形成显著协同。海科融通综合收单费率由2015年的0.116%提升至2016年1-7月的0.155%, 在2016年9月6日“银行卡刷卡手续费定价”改革实施之后, 凭借线下收单市场中的先发优势以及相对较强的行业议价能力, 海科融通综合收单费率仍保持在0.14%的水平。海科融通在交易额、日均交易额银行流水以及覆盖商户数量上保持高增速, 2016年1-7月的交易额、日均交易额银行流水以及覆盖商户数量分别达到2883.78亿元、13.54亿元以及210.6万户, 同比增速分别达165.95%、335.74%以及157.89%。
- 类金融业务(租赁、小贷、典当、P2P、担保)凭借安徽供销社所形成的业务生态体系, 在业务拓展和风控把握等方面的具备优势。** 类金融业务在2015年和2016年上半年分别实现净利润2.26和1.39亿元, ROE稳定在11%左右。我们预计公司类金融业务可以超额完成大股东新力投资的业绩承诺, 预计公司2016-2018年类金融业务净利润分别为2.8、3.2、4.2亿元, 我们认为类金融业务作为供销社体系下对中小微企业、商户、农户等融资途径的重要支持和补充, 是公司长期成长性的业绩保障。

- **投资建议：**我们看好公司打造的支付与类金融业务协同的金融生态体系，凭借支付提供流量与数据，以及类金融业务在供销社体系之下在业务拓展和风控把握等方面的先天优势，在长期成长性之下持续打开市值空间。由于公司拟收购海科融通目前仍具有不确定性，在盈利预测与估值方面我们分两种情况分类讨论。**不考虑海科融通并表情形：**若不考虑海科融通并表，公司业绩将完全由类金融业务贡献，预计公司 2016-2018 年净利润为 1.88、2.35、3.25 亿元，摊薄每股收益为 0.78、0.97、1.34 元。**考虑海科融通并表，合理假设海科融通于 2017 年 7 月并表：**在海科融通于 2017 年 7 月实现并表的合理假设之下，公司业绩将由类金融业务和第三方支付业务共同贡献，预计公司 2016-2018 年净利润为 1.88、3.27、6.18 亿元，摊薄每股收益为 0.78、0.82、1.56 元。我们依据该情形下给出公司的目标市值为 164.44 亿元，对应发行后股本 3.96 亿股，目标价为 41.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**类金融业务发展低于预期；拟收购海科融通进程不确定性。

## 内容目录

战略转型金控平台，并购重组获取牌照 .....	- 5 -
谋求战略转型金控平台，提升综合盈利能力 .....	- 5 -
多牌照协同优势，根植小微三农互金发展 .....	- 6 -
传统行业转型产融结合，多类金融业务持续升温 .....	- 7 -
水泥制造到产融结合，供销社体系下的区域化类金融业务 .....	- 7 -
收购海科融通进军第三方支付，流量+增值+协同业务收入可观 .....	- 11 -
盈利预测与估值 .....	- 16 -
盈利预测 .....	- 16 -
估值分析 .....	- 16 -
投资建议 .....	- 17 -
风险提示 .....	- 18 -

## 图表目录

图表 1：新力金融组织架构 .....	- 5 -
图表 2：新力金融营业收入及净利润走势 .....	- 6 -
图表 3：新力金融营业收入及毛利率构成 .....	- 6 -
图表 4：新力金融类金融业务牌照梳理（2016H1） .....	- 7 -
图表 5：类金融类业务营收情况及业绩承诺实现预期 .....	- 8 -
图表 6：德润租赁业务操作流程 .....	- 9 -
图表 7：德善小贷贷款分类 .....	- 9 -
图表 8：德合典当业务范围 .....	- 10 -
图表 9：德众金融主要借款类型 .....	- 10 -
图表 10：担保行业发展趋势 .....	- 11 -
图表 11：海科融通业务简介 .....	- 12 -
图表 12：第三方支付机构 pos 类收入成本结构 .....	- 13 -
图表 13：银行卡交易规模 .....	- 13 -
图表 14：第三方支付机构费率结构（2013-2016） .....	- 14 -
图表 15：第三方支付机构调整后费率结构（2016） .....	- 15 -
图表 16：类金融业务盈利预测 .....	- 16 -
图表 17：海科融通盈利预测 .....	- 16 -
图表 18：类金融业务可比公司估值情况 .....	- 17 -
图表 19：第三方支付可比公司估值情况 .....	- 17 -

图表 20: 分部估值..... - 17 -

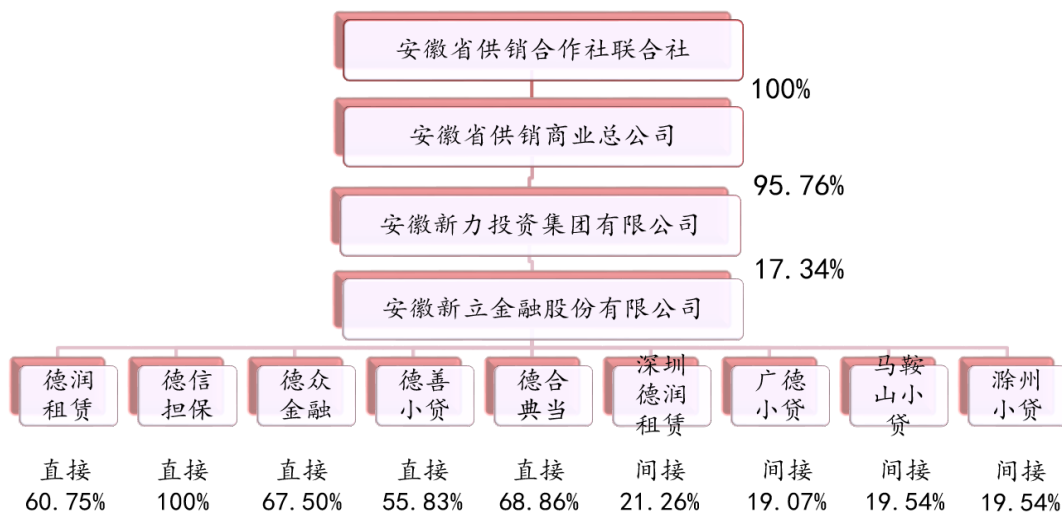
图表 21: 财务报表..... - 18 -

## 战略转型金控平台，并购重组获取牌照

### 谋求战略转型金控平台，提升综合盈利能力

- **深耕水泥生产与销售，行业产能过剩谋求转型升级。**安徽新力金融股份有限公司原名安徽巢东水泥股份有限公司，成立于1999年4月16日，是由安徽省巢湖水泥厂、东关水泥厂作为主发起人联合其他三个法人股东共同发起设立，自成立以来一直致力于水泥系列产品的生产与销售，2000年12月成功在上海证券交易所上市，随着近年来国内基础设施建设速度减缓及水泥行业产能过剩等原因，公司水泥类产品盈利能力持续下降，传统主营业务面临较大的竞争压力，截止2015年全国水泥行业利润总额为330亿元，同比下降57%，全行业3,392家企业整体亏损面达34%，从宏观经济和水泥行业整体发展情况来看，一方面，国家严格控制水泥行业新增产能；另一方面通过行政手段和市场手段不断淘汰落后产能，鼓励和支持行业整合，行业集中度将持续提高。基于对传统业务的市场判断，公司逐步寻求恰当的转型契机及业务领域，将类金融服务业作为战略发展方向。
- 2015年4月，公司通过现金方式收购安徽德润融资租赁股份有限公司等五家类金融企业，增加了融资担保、小额贷款、典当、融资租赁和P2P金融服务等类金融业务，同年10月，公司董事会审议通过《公司重大资产出售暨关联交易报告书（草案）》，决定逐步置出水泥业务与资产，将水泥业务相关的全部资产与负债出售给海螺水泥的全资子公司巢湖海螺，进一步优化业务结构，成功转型成为以类金融业务为主营业务的服务企业，公司战略定位逐步清晰，盈利能力显著提升，截止2015年底，公司主营业务收入13.72亿元，同比增长12.24%，其中水泥业务收入8.17亿元，同比增长减少32.8%，类金融业务收入5.39亿元，共实现净利润2.00亿元。2016年3月公司正式更名为“安徽新力金融股份有限公司”，转型金融方向坚定。

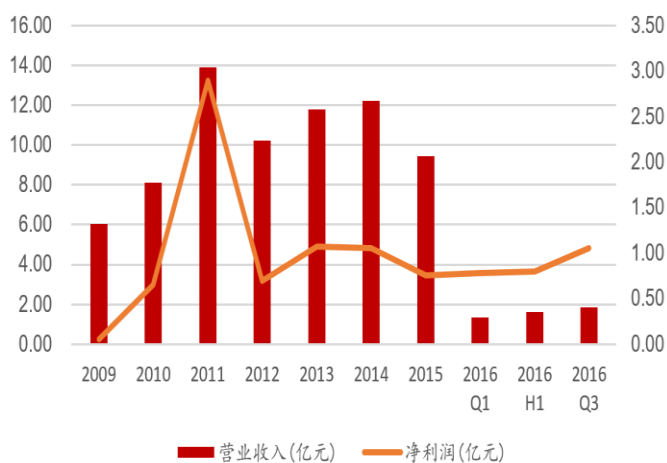
图表 1：新力金融组织架构



来源：公司公告，中泰证券研究所

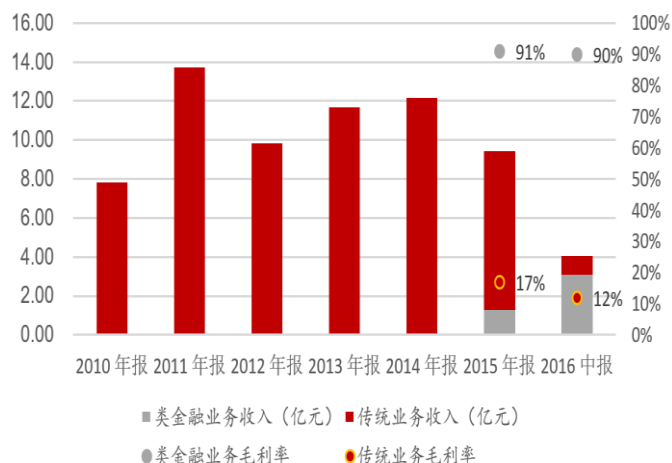
- 2016 年以来, 公司资产逐步缩小, 截止三季度末, 公司总资产规模 62.07 亿元, 同比减少 15.14%, 16 年前三季度实现营业收入 1.86 亿元, 同比降低 70.75%, 实现净利润 1.05 亿元, 同比增长 1,575.28%。2016 年 9 月, 公司公告拟收购海科融通 100% 的股份, 进军第三方支付领域, 并募集 15 亿元配套资金。海科融通主营业务为银行卡收单, 近年来凭借其较强的流量优势成为第三方支付行业在龙头, 2015 年实现营业收入 1.5 亿元, 交易规模超过 1,000 亿元。至此, 公司成功囊括多项类金融业务并进军第三方支付, 金控平台雏形初现, 在类金融逐步发力、第三方支付行业规范化发展的趋势下, 收购成功后公司作为具有较好流量资源以及较强议价能力的行业龙头, 公司转型盈利能力将持续提升。

图表 2: 新力金融营业收入及净利润走势



来源: iFind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 新力金融营业收入及毛利率构成



来源: iFind, 公司公告, 中泰证券研究所

### 多牌照协同优势, 根植小微三农互金发展

- 随着国内金融体系改革的推进, 中国多层次金融市场体系将逐步建立, 小额贷款、融资租赁、融资担保等业务面临较为广阔的发展空间。2015 年 1 月, 公司公告拟通过支付现金的方式收购新力投资等 46 名交易对象持有的五类金融公司股权, 分别向交易对象购买德润租赁 60.75% 股权、德善小贷 55.83% 股权、德合典当 68.86% 股权、德信担保 100.00% 股权、德众金融 67.50% 股权, 至此公司大股东变更为安徽新力投资集团, 集团承诺重大资产重组标的资产 2015-2017 年度实现的经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于 1.9 亿元、2.4 亿元、3.1 亿元, 公司大股东信心十足, 小微行业整体呈现向阳发展趋势, 牌照价值逐步提升。



**图表 4：新力金融类金融业务牌照梳理（2016H1）**

业务牌照类型	子公司名称	扣非净利润（亿元）	持股比例
融资租赁	德润租赁	0.76	69.75%
小额贷款	德善小贷	0.19	55.83%
典当	德合典当	0.25	68.86%
P2P	德众金融	0.02	67.50%
融资担保	德信担保	0.16	100%
第三方支付	海科融通	-	-

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 政策形势有利于小微牌照协同发展，第三方支付牌照遭抢。2016 年是国家实施“十三五”规划、全面建成小康社会决胜阶段的开局之年，随着现代金融在社会经济发展中的功能不断拓展，行业改革力度不断加大，金融混业发展和综合化经营趋势日趋明显，提前开展全金融牌照布局、探索综合化经营多元化服务的综合金融控股集团将有望抢占发展先机，互联网金融（P2P）、网络支付、融资担保、保险中介、融资租赁等方面的一系列利好政策在 2015 年下半年相继出台，普惠金融迎来了新的发展契机。随着《中共中央、国务院关于加快供销合作社综合改革的决定》和《关于加快供销合作社综合改革的实施意见》的出台，公司多牌照小微金融参与农村金融服务体系建设和可持续发展提供了充分政策支持。
- 第三方支付牌照热度持续升温，根据亿欧统计，截止 2016 年 11 月，前 20 家互联网公司中已经获得支付牌照的公司达 11 家。剩余 9 家互联网公司中有奇虎 360、搜狐、携程、58 赶集均表示希望获得第三方支付牌照，以完善互金业务布局，支付牌照成为互金公司标配。牌照获取途径：除正常申请外，收购成为快速获取的主要方式。开创新的是电商平台京东，随后唯品会、新美大、小米、参股宝付科技的东方财富网均通过收购快速获取牌照，构建以自己为中心的生态帝国。支付是构成“商业运营-场景搭建-支付完成”完整闭环的核心要素之一，在大数据时代，O2O 服务已经深入到当前生活服务的方方面面，而作为 O2O 服务中最关键的支付环节，第三方支付企业有望利用其自身在支付领域的整体优势，结合 IT 实力和整体运营能力、细分领域的深耕能力攫取应用场景从线上向线下转移的红利。公司此次拟收购海科融通，获取第三方支付牌照，此外海科融通流量变现能力较强，有利于公司业绩快速提升。

### 传统行业转型产融结合，多类金融业务持续升温

水泥制造到产融结合，供销社体系下的区域化类金融业务

**图表 5: 类金融类业务营收情况及业绩承诺实现预期**

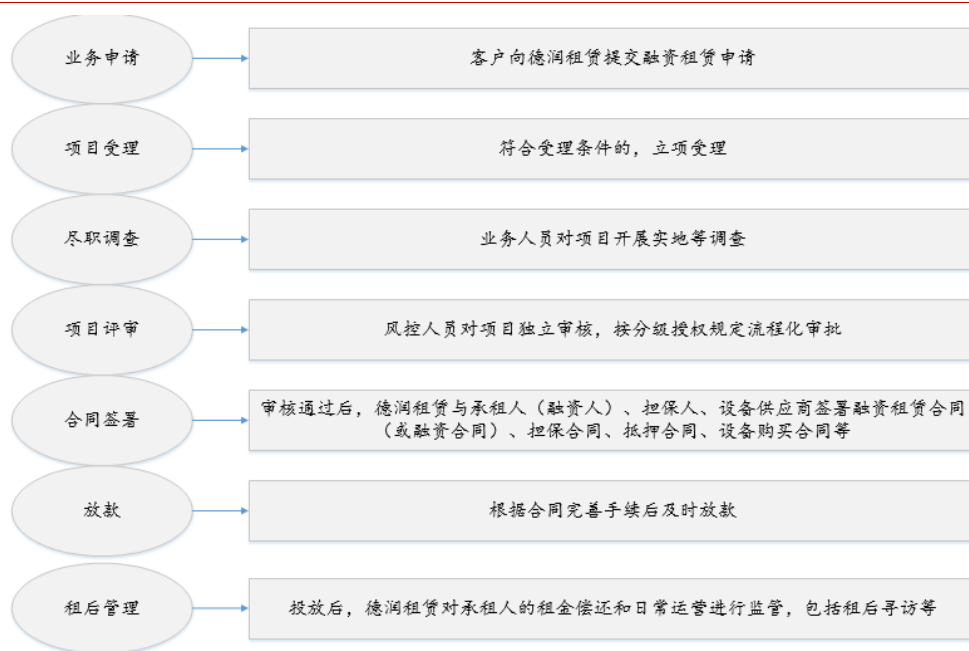
2015 (亿元)	营业收入	净利润	总资产
德润租赁	2.88	1.44	30.22
德善小贷	1.07	0.32	7.89
德合典当	0.77	0.43	7.63
德众金融	0.16	0.07	0.28
合计	4.88	2.26	46.02
业绩承诺		1.90	

2016H1 (亿元)	营业收入	净利润	总资产	持股比例
德润租赁	1.65	0.76	35.71	69.75%
德善小贷	0.70	0.19	8.17	55.83%
德合典当	0.51	0.25	7.59	68.86%
德众金融	0.13	0.02	0.24	67.50%
德信担保	0.30	0.16	4.54	100%
合计	3.30	1.39	56.25	
业绩承诺		2.40		

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **类金融业务作为公司战略转型的切入点, 借助供销社内部平台效应, 依靠稳健性发展, 实现利润稳步提升。**截止 2015 年底, 公司四类类金融业务实现净利润 2.26 亿元, 成功完成收购业绩承诺。截止 2016 年二季度末, 公司五类类金融业务共实现净利润 1.39 亿元, 假设下半年年业绩增速维持稳定, 我们认为, 公司 2016 年业绩承诺将会实现, 转型发展取得较好成果。
- **德润租赁:** 作为非银行系非厂商系的内资租赁第三方独立机构, 公司自 2013 年成立以来, 一直致力于通过直接租赁和售后回租等方式为客户提供全套融资解决方案, 盈利模式主要来源于: 利差\*杠杆+中间业务收入+残值收入, 公司在注重研究宏观政策对企业经营的影响以及行业增速进一步放缓的环境下, 不断进行业务模式创新, 主要以医疗、教育等民生行业作为突破口, 加大业务渗透率, 实现快速增长, 同时积极探索区域外拓展战略, 通过大股东担保以及信托计划降低融资成本, 逐步成长为安徽省同行业增长速度最快、运行效益最好、区域覆盖最广、经营规模最大的融资租赁机构之一。我们认为公司未来将继续深耕安徽省内尤其是供销社体系内金融租赁业务, 并有望与公司布局中第三方支付机构形成协同, 扩大产业版图, 提升盈利能力。



**图表 6：德润租赁业务操作流程**


来源：德润租赁官网，中泰证券研究所

- 德善小贷**：公司成立于 2009 年，主体业务即为“三农”、个体工商户和中小微企业客户提供小额贷款，成立以来连续 5 年进入全国小额贷款行业百强，通过了省著名商标和合肥市知名商标权威认证，品牌影响力进一步提升，公司盈利主要来自于发放贷款获取的利差收入。小额贷款业务面临较高的违约风险，公司资本充足的提升有效保障其长足发展，2013 年 12 月 9 日，安徽省金融办《关于同意合肥德善小额贷款股份有限公司开展新业务试点的批复》，使得德善小贷及子公司在筹措资金、业务开拓等短板方面得到了补充，将进一步增强其竞争力。我们认为公司未来在行业规范化发展的背景下，结合国资背景下的风险控制强化，利差收入将逐步趋于稳定。

**图表 7：德善小贷贷款分类**

贷款分类	具体包括
“新网工程”项目贷款	经市级以上人民政府或部门批准立项的农业生产资料供应、农副产品收购加工、日用工业品销售、再生资源回收利用、烟花爆竹销售等“新网工程”项目承办企业的短期流动资金贷款。
涉农综合贷款	农业产业化龙头企业、农村专业合作社、综合服务社和农民经纪人等用于生产、经营以及新农村建设的贷款。
小企业流动资金贷款	
个体工商户贷款	
农民脱贫致富及大学生创业贷款	

来源：德善小贷官网，中泰证券研究所

- 德合典当**：公司成立于 2012 年 5 月，主要提供房地产抵押典当、财产权利质押典当等典当融资服务，主要盈利来自于当金的利息收入、鉴定

保管等服务费及拍卖物品等其他收入，与其他激烈类金融业务相同，公司主要着力于安徽省境内典当业务，2015年，公司尝试拓宽当物类型，逐步丰富投放领域，在全国首单典当资产证券化产品的成功发行影响下，公司未来或将拓展融资渠道以盘活存量资产。

图表 8：德合典当业务范围



来源：得喝典当官网，中泰证券研究所

- 德众金融：**公司成立于2014年，旗下P2P平台于同年6月上线，经营服务范围包括金融信息服务、资产转让服务、软件开发销售等，公司成立以来已逐步发展为安徽省互联网金融第一品牌，并进入全国同行业百强的中游水平，2015年以来P2P违规事件频发，监管逐步收紧，行业紧迫新公司主动调整适应新的监管要求，坚持规范发展，从资产、风控、技术等方面多维度培育其核心竞争力，我们认为，公司全力推行具有**第三方担保的P2P产品**，借款人需要国资或者政府担保机构，产品安全性高，公司稳健策略有助于其品牌知名度和社会影响力进一步巩固。

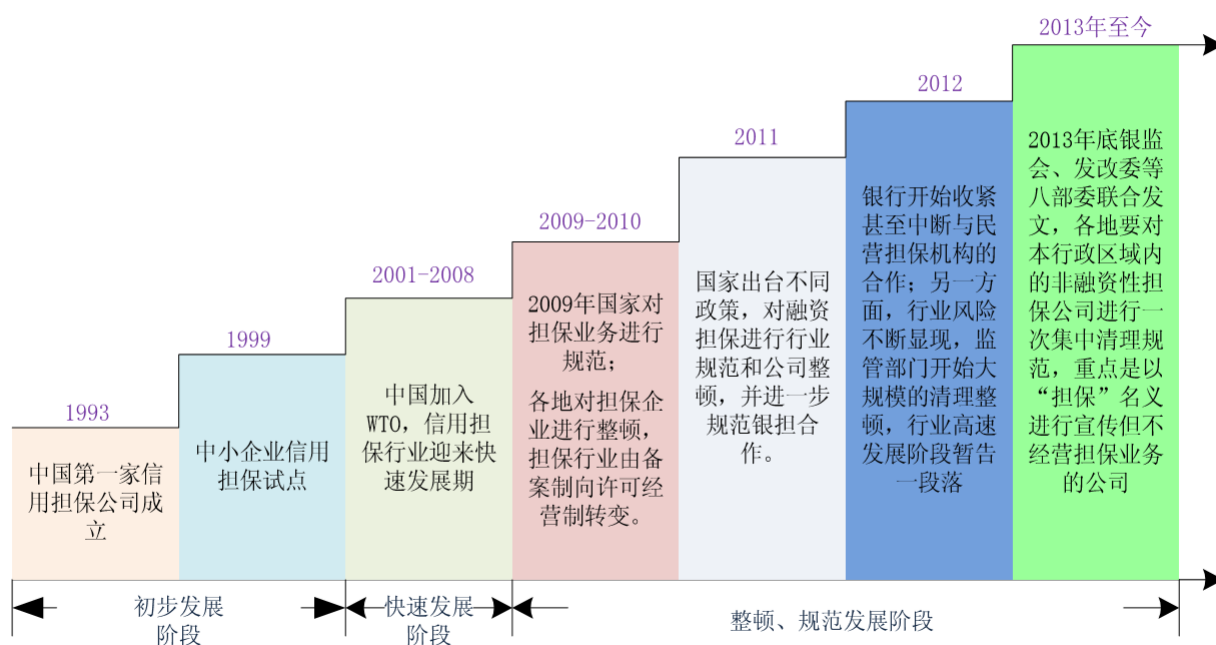
图表 9：德众金融主要借款类型

产品类型	产品描述	担保方式
企业经营贷	是以具有法人资格的企业为服务对象的融资产品，主要用于解决企业商品采购等生产经营中的流动资金需求，包括以实际控制人名义申请的用于企业经营的贷款，贷款期限一般为6-12个月，年利率为10.8%-12%等。	由具有国有背景的担保机构提供担保函
个人消费贷	是指以自然人为服务对象的融资产品，主要用于解决个人各类的消费用途（如自住型购房、装修、汽车消费、大额耐用品购置等）的资金需求，贷款期限为3个月，年利率为9.9%	由具有国有背景的担保机构提供担保函
房产抵押贷	是指借款人（通常是企业经营者或实际控制人）为了企业经营的需要，以个人房产作抵押而进行P2P贷款	由国有背景的担保机构提供担保函且以房产作反担保

来源：Wind，中泰证券研究所

- 德信担保：**公司于 2006 年 12 月成立，主营融资性担保业务，即为中小企业、个体工商户等提供贷款担保服务，盈利来自于担保费和评审费，收入水平主要受市场需求、担保费率水平和贷款机构提供的保证金放大倍数的影响。公司作为安徽省担保集团再担保体系成员单位，成立以来先后与徽商银行、农业发展银行、等多家机构建立起紧密性的合作关系，利用“为农服务”优势，着力打造“三农”特色的业务模式，目前已经成为全省为农业产业化龙头企业提供融资担保服务的主要力量。此外，我们认为，公司通过与银行等贷款机构的合作，拓宽渠道获取更多客户资源的同时，有利于贷款机构为公司提供更高的担保放大倍提高公司资金使用效率和资本收益水平。

图表 10：担保行业发展趋势



来源：中泰证券研究所

收购海科融通进军第三方支付，流量+增值+协同业务收入可观

- 2016年9月15日，**公司发布公告，拟以发行股份及支付现金的方式收购第三方支付机构海科融**100%**股份，分别与海淀科技等海科融通107位股东签署了《购买资产协议》，与业绩补偿义务人签署了《盈利预测补偿协议》。交易价格初步定为为23.79亿元，同时，公司拟向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金15亿元，配套资金拟用于支付购买标的资产的现金对价以及已投类金融业务项目山东物流金融服务平台、华润MIS、河北“村村通”。收购完成后海科融通现有的第三方支付业务将构成公司主营业务的重要组成部分独立运行，我们认为，公司有望通过本次交易进一步强化在金融领域的业务布局，同时与类金融业

务发挥协同效应，增强盈利能力。

- 公司本次收购标的海科融通前身北京北航融通成立于 2001 年 4 月，共经历 6 次股权转让，于 2013 年 5 月完成股份制改制，并变更公司名称为“北京海科融通支付服务股份有限公司”。截止 2016 年 9 月，海淀科技持有海科融通 35% 的股份，系海科融通的控股股东。海科融通于 2011 年获得中国人民银行颁发的《支付业务许可证》（全国范围银行卡收单支付牌照），拥有全国范围内经营第三方支付业务的从业资质，主营业务为第三方支付相关业务，包括传统 POS 收单和智能 MPOS 收单业务，为不同行业提供具有自主知识产权的系列金融支付终端产品，同时提供行业整体应用解决方案和行业 IC 卡的应用解决方案。

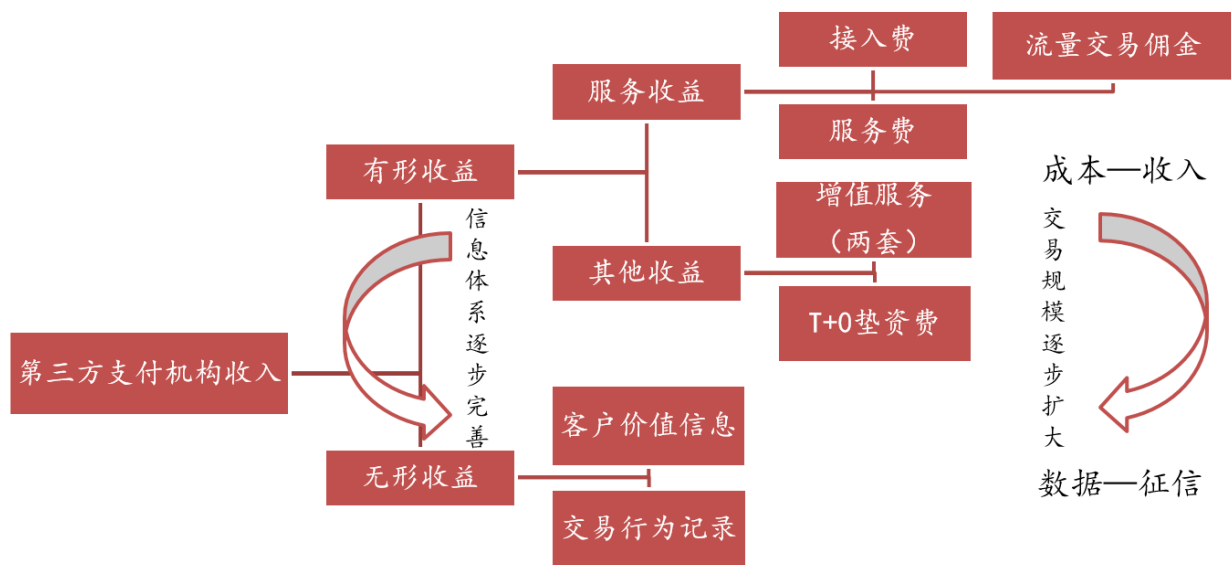
图表 11：海科融通业务简介

业务大类	业务小类	业务简介	盈利模式
银行卡收单业务	传统POS	目前市场上最为广泛应用的收单业务解决方案，主要以POS机具设备为依托，实现银行卡交易业务受理。	通过为银行卡特约商户提供交易资金结算服务，向商户收取收单服务费
	智能MPOS收单业务	包括终端设备和相关应用两部分。由通过移动通讯设备（手机、平板电脑等）进行商户收银操作，由外接专用受理终端 QPOS 完成银联卡相关信息的采集和加密，通过移动通讯设备与后台处理系统交互完成交易。	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我国第三方支付机构大致分为针对个人与针对机构客户中模式，主要收入来源为手续费收入，即第三方支付向用户收取手续费和向银行支付的手续费之差，一般指第三方支付中的线下收单业务。针对个人客户主要的转账、提现、外币支付等交易方式；针对企业主要的有布放 POS 机、为企业提供款项查询、转移支付、退款等清算交易。随着第三方支付平台的不断发展，其依托平台累积客户资源，制造支付场景创造平台衍生收入，例如分别对企业端客户及个人客户端客户提供金融服务或产品销售，例如个人客户端领先者蚂蚁金服依托支付宝第三方支付平台，拓展业务至小额贷款、网络银行、在线融资、在线理财、保险等多个衍生领域，对于企业端 POS 刷卡业务在客户信息及交易行为数据上占有一定优势，结合大数据分析技术，有望在征信等领域拓宽业务范围。此外，个人客户端沉淀资金及企业 POS 端 T+0 垫付收入对第三方支付业绩增长有一定推动作用。

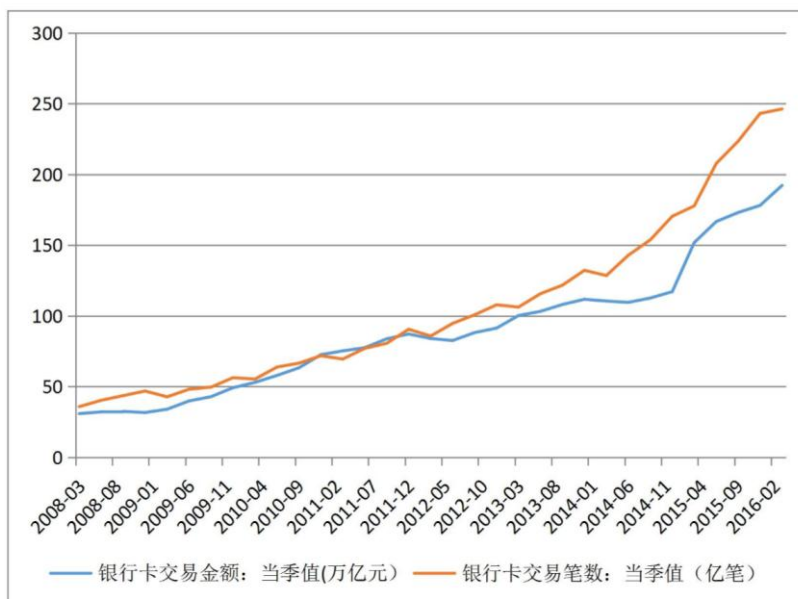
图表 12: 第三方支付机构 pos 类收入成本结构



来源: 中泰证券研究所

- 第三方支付行业尤其是企业端 POS 刷卡手续费的增长主要依靠规模效应, 根据中国人民银行数据, 截至 2016 年二季度末, 全国银行卡在用发卡数量 58.28 亿张, 同比增长 15.83%, 环比增长 3.02%, 截止 2016 年第一季度, 全国银行卡交易共计 246.36 亿笔, 交易金额 193.3 万亿元, 同比分别增长 38.57%和 26.65%, 整体看来银行卡累计存量、增量巨大。

图表 13: 银行卡交易规模



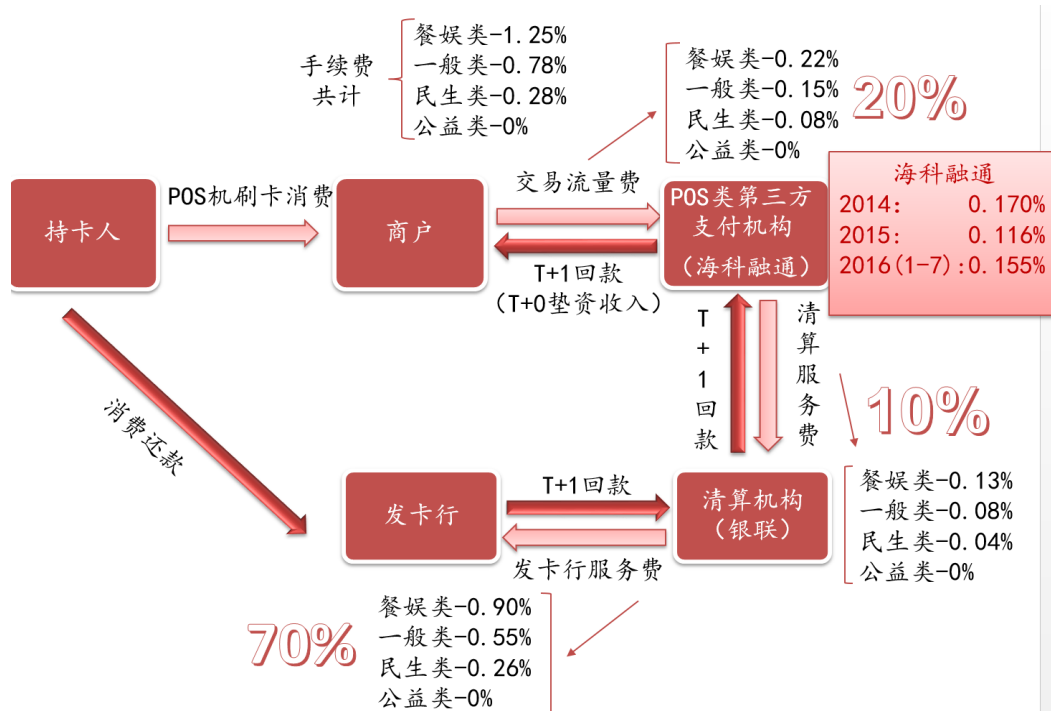
来源: 中国人民银行, 中泰证券研究所

- 2013 年 1 月 21 日发布的《国家发展改革委员会关于优化和调整银行卡



刷卡手续费的通知》，刷卡手续费商户类别包括餐娱类、一般类、民生类和公益类四类，手续费率（银联标准费率）分别为 1.25%、0.78%、0.38% 和 0%，具体对于银行支付体系参与方包括：发卡行、收单方、清算方，三方手续费大致按 7:2:1 的比率划分，不同行业手续费率不同、整体在 0.25%-1.25%之间。

图表 14：第三方支付机构费率结构 (2013-2016)

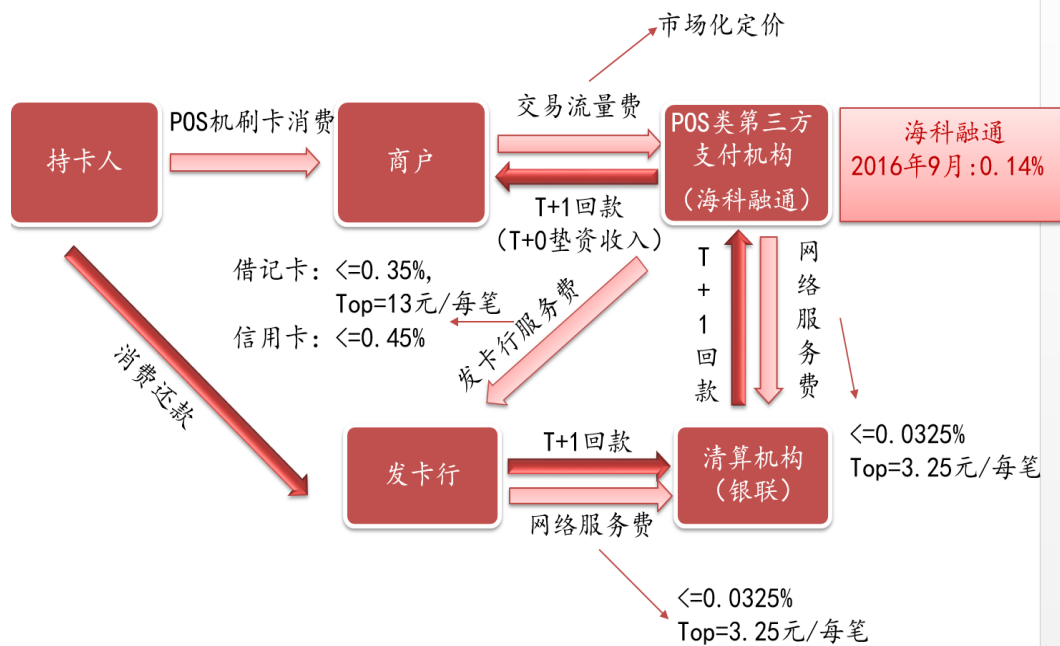


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 2016年3月14日，中国发改委、中国人民银行发布《国家发展改革委 中国人民银行关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，于2016年9月6日起实施，《通知》降低发卡行服务费费率水平，借记卡交易不超过交易金额的0.35%，贷记卡交易不超过0.45%，同时对收单环节服务费实行市场调节价，鼓励收单机构积极开展业务创新，根据商户需求提供个性化、差异化增值服务，我们认为，新规对行业收费影响需要时间消化，短时期内行业格局及收费水平将保留一定惯性，长期来看对于第三方支付机构的议价能力有较高的提升要求，未来市场格局看向流量，同时对第三方支付机构客户粘性 & 定制化增值服务能力提出更高的要求。



图表 15: 第三方支付机构调整后费率结构 (2016)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 海科融通作为行业内专业化的第三方支付服务平台，以交易平台作为运营载体，形成了覆盖全国的第三方支付服务体系，吸引了大量活跃商户，根据《中国支付清算行业运行报告（2016）》统计数据显示，2015年全国153家收单机构共处理收单业务562.84亿笔，金额50.4万亿元。其中海科融通2015年收单业务交易金额共计1,084.33亿元，占比0.22%，随着金融闭环总第三方支付牌照重要性的凸显，海科融通牌照+流量的平台效应使其增长迅速，同时海科融通在对于小微商户的支付及增值服务方面拥有丰富的服务经验，具有一定的自主定价权，此次收购完成后，有望与公司类金融业务形成协同，有利于这公司类金融服务业务区域的拓展及盈利能力的提升。
- 展望第三方支付机构的未来，大数据的资源优势有望涉足征信。第三方支付机构拥有个人及企业用户不同类型的信息数据以及交易数据，借助日益蓬勃的大数据技术，对信息再开发利用将成为长远趋势，对海科融通而言，其银行卡交易数据具有较大的商业再开发价值，在控制风险的基础上，公司有望基于此开展金融创新业务。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- **不考虑海科融通并表情形。**公司大股东新力投资对类金融业务（租赁、小贷、典当、P2P、担保）的业绩承诺为 2015-2017 年净利润为 1.9、2.4、3.1 亿元，我们认为凭借公司类金融业务在供销社体系闭环内的业务拓展和风控优势，类金融业务可以超额完成业绩承诺。预计公司 2016-2018 年类金融业务净利润分别为 2.8、3.2、4.2 亿元。

图表 16：类金融业务盈利预测

单位：亿元，%	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
类金融业绩承诺	1.9	2.4	3.1	-	-
净资产	20.5	25.0	32.5	42.2	54.9
ROE	11%	11%	10%	10%	10%
类金融业绩预测	2.3	2.8	3.2	4.2	5.5
类金融业务净利率	46%	42%	42%	42%	42%
类金融业务收入	4.91	6.61	7.73	10.05	13.06
毛利率	88%	85%	86%	86%	85%

来源：中泰证券研究所

- **考虑海科融通并表，合理假设海科融通于 2017 年 7 月并表。**海科融通业务补偿义务人承诺海科融通 2016-2019 年扣非归母净利润分别为 1、1.95、2.7 和 3.35 亿元，我们认为海科融通凭借第三方业务先发优势以及业务增长的持续性，将可以超额完成业绩承诺，测算的核心假设为交易流水的增长以及平均费率的相对稳定性，具体测算如下表所示。预计海科融通 2016-2018 年归母净利润分别为 1.2、2.3、3.2 亿元。

图表 17：海科融通盈利预测

单位：亿元，%	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
海科融通业绩承诺	-	1	1.95	2.7	3.35
交易流水	1084	4950	10000	15000	22500
平均费率	0.12%	0.16%	0.15%	0.15%	0.14%
海科融通业绩预测		1.2	2.3	3.2	4.4
海科融通净利率	-	15.0%	15.0%	14.0%	14.0%
海科融通业务收入	1.3	7.7	15.0	22.5	31.5
毛利率	27%	31%	30%	30%	30%

来源：中泰证券研究所

### 估值分析

- **不考虑海科融通并表情形。**对类金融业务对的估值我们采用可比公司法，选取 A 股上市公司中主营业务为类金融的渤海金控 000415.SZ、爱建集

团 600643.SH 和 中航资本 600705.SH, 估值情况如下表所示, PE\_TTM、PE\_2016E 和 PE\_2017E 平均值分别为 26.8、23.4 和 18.7 倍。考虑到新力金融在供销社体系闭环内的业务拓展和风控优势, 给予 2016 和 2017 年市盈率一定溢价, 分别为 25 倍和 20 倍。

**图表 18: 类金融业务可比公司估值情况**

股票代码	可比公司	PE_TTM	PE_2016E	PE_2017E
000415.SZ	渤海金控	24.9	21.1	16.1
600643.SH	爱建集团	30.3	28.5	23.3
600705.SH	中航资本	25.3	20.7	16.7
	平均	26.8	23.4	18.7

来源: 中泰证券研究所

注: 可比公司盈利预测取自 wind 一致预期, 截止 2016 年 12 月 30 日

- **考虑海科融通并表, 合理假设海科融通于 2017 年 7 月并表。**对拟收购海科融通第三方支付业务我们采用可比公司法, 选取 A 股上市公司中第三方支付相关的奥马电器 002668.SZ、海立美达 002537.SZ、新国都 300130.SZ、新大陆 000997.SZ 和广博股份 002103.SZ, 估值情况如下表所示, PE\_TTM、PE\_2016E 和 PE\_2017E 平均值分别为 77.0、50.6 和 36.8 倍。考虑到海科融通在第三方支付业务方面已经积累的先发优势和成长性, 分别给予 2016 和 2017 年市盈率 60 倍和 50 倍。

**图表 19: 第三方支付可比公司估值情况**

股票代码	可比公司	PE_TTM	PE_2016E	PE_2017E
002668.SZ	奥马电器	34.8	37.2	30.5
002537.SZ	海立美达	180.4	67.9	45.2
300130.SZ	新国都	49.2	49.6	39.0
000997.SZ	新大陆	42.1	40.9	31.1
002103.SZ	广博股份	78.3	57.2	38.3
	平均	77.0	50.6	36.8

来源: 中泰证券研究所

注: 可比公司盈利预测取自 wind 一致预期, 截止 2016 年 12 月 30 日

**图表 20: 分部估值**

	归母净利润_2017E	归母净利润_2018E	PE	市值1	市值2
类金融业务	2.60	3.38	20	51.94	67.53
海科融通	2.25	3.15	50	112.50	157.50
合计	4.85	6.53	-	164.44	225.03

来源: 中泰证券研究所

投资建议

- **不考虑海科融通并表情形。**若不考虑海科融通并表，公司业绩将完全由类金融业务贡献，预计公司 2016-2018 年净利润为 1.88、2.35、3.25 亿元，摊薄每股收益为 0.78、0.97、1.34 元。
- **考虑海科融通并表，合理假设海科融通于 2017 年 7 月并表。**在海科融通于 2017 年 7 月实现并表的合理假设之下，公司业绩将由类金融业务和第三方支付业务共同贡献，预计公司 2016-2018 年净利润为 1.88、3.27、6.05 亿元，摊薄每股收益为 0.78、0.82、1.56 元。我们依据该情形下给出公司的目标市值为 164.44 亿元，对应发行后股本 3.96 亿股本，目标价为 41.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- **类金融业务发展低于预期。**公司类金融业务是业绩的主要来源，类金融业务开展低于预期将影响公司业绩。
- **拟收购海科融通进程不确定性。**发行股份及支付现金购买资产交易的不确定性将影响公司未来发展与业绩实现。

**图表 21：财务报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,178	1,222	1,372	849	1,711	3,443
增长率	15.38%	3.8%	12.2%	-38.1%	101.5%	101.2%
营业成本	-875	-840	-762	-265	-799	-1,881
% 销售收入	74.2%	68.8%	55.6%	31.2%	46.7%	54.6%
毛利	303	382	610	585	912	1,562
% 销售收入	25.8%	31.2%	44.4%	68.8%	53.3%	45.4%
营业税金及附加	-7	-7	-25	-15	-31	-61
% 销售收入	0.6%	0.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
营业费用	-31	-33	-30	-19	-37	-75
% 销售收入	2.6%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-101	-104	-135	-84	-169	-340
% 销售收入	8.6%	8.5%	9.9%	9.9%	9.9%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	164	237	420	467	675	1,085
% 销售收入	13.9%	19.4%	30.6%	55.0%	39.5%	31.5%
财务费用	-49	-34	-95	-117	-114	-47
% 销售收入	4.1%	2.8%	6.9%	13.7%	6.7%	1.4%
资产减值损失	-6	-42	-59	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-27	0	3	3	3	3
% 税前利润	-	0.1%	0.9%	0.7%	0.4%	0.2%
营业利润	83	162	268	353	564	1,040
营业利润率	7.0%	13.2%	19.5%	41.6%	33.0%	30.2%
营业外收支	41	2	10	10	10	10
税前利润	124	164	278	363	574	1,050
利润率	10.5%	13.4%	20.3%	42.7%	33.6%	30.5%
所得税	-17	-58	-78	-102	-162	-296
所得税率	13.5%	35.7%	28.1%	28.1%	28.1%	28.1%
净利润	107	105	200	261	413	755
少数股东损益	0	0	124	73	86	137
归属于母公司的净利润	107	105	76	188	327	618
净利率	9.1%	8.6%	5.5%	22.2%	19.1%	18.0%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	105	125	465	-535	3,898	5,821
应收款项	145	29	99	27	61	116
存货	54	90	75	26	82	188
其他流动资产	13	6	708	704	707	712
流动资产	318	250	1,346	222	4,748	6,837
% 总资产	15.4%	13.2%	18.4%	3.9%	46.4%	56.6%
长期投资	5	5	2,365	2,365	2,365	2,365
固定资产	1,589	1,497	1,423	1,256	1,097	940
% 总资产	77.2%	78.8%	19.4%	21.9%	10.7%	7.8%
无形资产	134	130	700	407	543	465
非流动资产	1,742	1,650	5,968	5,508	5,486	5,250
% 总资产	84.6%	86.8%	81.6%	96.1%	53.6%	43.4%
<b>资产总计</b>	<b>2,060</b>	<b>1,900</b>	<b>7,314</b>	<b>5,731</b>	<b>10,234</b>	<b>12,087</b>
短期借款	470	241	1,257	362	362	362
应付款项	181	270	1,103	262	956	1,912
其他流动负债	41	52	229	145	229	371
流动负债	692	563	2,589	769	1,547	2,644
长期贷款	351	230	2,115	2,115	2,115	2,115
其他长期负债	0	0	327	327	327	327
<b>负债</b>	<b>1,043</b>	<b>793</b>	<b>5,031</b>	<b>3,211</b>	<b>3,989</b>	<b>5,087</b>
普通股股东权益	996	1,084	1,140	1,304	4,943	5,562
少数股东权益	0	0	1,101	1,173	1,259	1,396
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,060</b>	<b>1,900</b>	<b>7,314</b>	<b>5,731</b>	<b>10,234</b>	<b>12,087</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.442	0.435	0.314	0.778	0.824	1.561
每股净资产 (元)	4.116	4.481	4.711	5.389	12.478	14.039
每股经营现金净流 (元)	0.959	1.804	-4.246	-1.512	3.280	4.696
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.75%	9.71%	6.67%	14.43%	6.61%	11.12%
总资产收益率	5.25%	5.61%	1.05%	3.31%	3.20%	5.13%
投入资本收益率	8.31%	10.69%	10.76%	10.68%	19.94%	61.55%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	15.38%	3.75%	12.24%	-38.09%	101.46%	101.22%
EBIT 增长率	52.78%	44.55%	76.99%	11.29%	44.62%	60.65%
净利润增长率	54.71%	-1.61%	-27.84%	147.64%	73.49%	89.37%
总资产增长率	0.61%	-7.92%	287.36%	-21.65%	78.58%	18.10%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	1.3	1.3	2.1	1.7	1.9	1.8
存货周转天数	30.2	31.3	39.5	35.4	37.4	36.4
应付账款周转天数	47.0	62.5	84.8	73.6	79.2	76.4
固定资产周转天数	472.0	443.5	383.2	572.7	255.0	111.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	71.85%	31.95%	129.78%	121.58%	-22.91%	-48.06%
EBIT 利息保障倍数	3.4	7.0	4.4	4.0	5.9	22.9
资产负债率	51.14%	42.23%	69.19%	56.45%	39.14%	42.23%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	107	105	200	261	413	755
少数股东损益	0	0	0	73	86	137
非现金支出	97	133	153	87	84	80
非经营收益	70	32	74	111	93	93
营运资金变动	-43	166	-1,454	-825	709	932
<b>经营活动现金净流</b>	<b>232</b>	<b>437</b>	<b>-1,028</b>	<b>-293</b>	<b>1,385</b>	<b>1,997</b>
资本开支	102	35	45	-383	52	-166
投资	20	8	-912	0	0	0
其他	1	1	-1	3	3	3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-81</b>	<b>-25</b>	<b>-959</b>	<b>385</b>	<b>-49</b>	<b>168</b>
股权募资	0	0	15	0	3,313	0
债权募资	-49	-350	1,906	-895	0	0
其他	-66	-52	275	-124	-130	-106
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-115</b>	<b>-402</b>	<b>2,197</b>	<b>-1,019</b>	<b>3,183</b>	<b>-106</b>
<b>现金净流量</b>	<b>36</b>	<b>9</b>	<b>210</b>	<b>-927</b>	<b>4,519</b>	<b>2,059</b>

来源：中泰证券研究所

**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:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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。