

新大陆 (000997) 深度研究报告

打造智能硬件+支付+商户服务生态，增发助推公司再次腾飞

买入（维持）

盈利预测与估值	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,045	3,903	4,990	6,356
同比(+/-%)	36	28	28	27
净利润(百万元)	336	530	692	893
同比(+/-%)	22	36	21	26
毛利率(%)	32.2	31.3	30.3	29.6
ROE(%)	15.4	17.9	18.5	19.6
每股收益(元)	0.33	0.52	0.67	0.87
P/E	62	40	30	23
P/B	10	8	7	6

投资要点

- **国内电子支付龙头，收购国通星驿打通支付全产业链：**公司围绕 POS 终端设备为商业银行、银联商务、拉卡拉等收单服务机构提供电子支付技术综合解决方案。2015 年，公司 POS、MPOS 和 IPOS 出货量和市占率均为国内第一。公司收购国通星驿获得全国性收单牌照，实现在电子支付领域从硬件、终端运维、支付数据运营的全产业链布局。
- **依托智能 POS 硬件入口，打造智能硬件+支付+商户服务生态：**有别于传统 POS，智能 POS 可打通前端个人消费支付数据和后台商户管理数据，成为支付产业链的硬件新入口。公司拟募集不超过 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。商户服务系统与网络建设项目总投资 17.7 亿元铺设 216 万台 POS 终端进行商户拓展，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，为商户提供“互联网+”整体解决方案。通过商户服务系统与网络建设项目公司将实现“智能硬件+收单+商户服务”产业链整体布局。公司为商户提供支付、营销、运营、金融等一整套的服务体系，该服务体系的强大吸引力聚拢了数百万家的商户资源，这些商户资源将为公司带来数万亿的支付流水以及海量增值服务的需求，成为公司未来的核心增长点。
- **收单和消费金融有望爆发：**第三方支付监管政策收紧、96 费改推动线下收单市场集中度提升，收购的协同效应使得国通星驿收单流水爆发增长，收单业务有望远超业绩承诺。公司与兴业消费金融合作，未来有望实现在从硬件—>B 端收单—>C 端消费贷的闭环布局。兴业金融作为持牌消费金融公司，其丰富的金融产品开发与成熟的风控体系与新大陆在支付领域的大数据结合，未来消费金融业务的前景值得期待，我们预计公司消费金融业务有望在二季度开始发力。
- **盈利预测预估值：**考虑增发摊薄，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52/0.67/0.87 元，看好公司“硬件+支付+商户服务”的业务布局及未来的业绩弹性，参考可比公司估值给予 17 年 40 倍 PE，目标价 26.8 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**业务推进低于预期

2017 年 3 月 23 日

首席证券分析师郝彪

执业资格证书号码：S0600516030001

haob@dwzq.com.cn

021-60199781

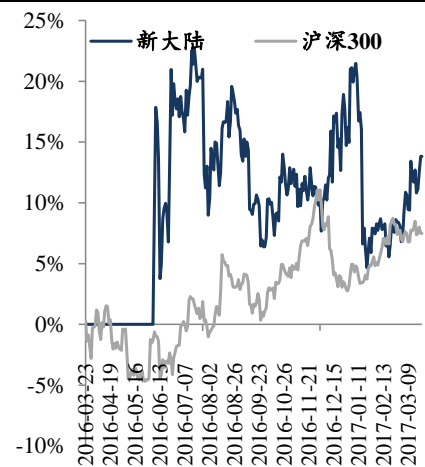
证券分析师朱悦如

执业资格证书号码：S0600512080003

zhuyr@dwzq.com.cn

021-60199771

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.24
一年最低价/最高价	16.97 / 21.89
市净率	0.0
流通A股市值(百万元)	17770.8

基础数据

每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	46.66
总股本(百万股)	938.40
流通A股(百万股)	923.64

相关研究

2016-4-20 新大陆点评报告：收入增速超预期，识别和支付业务放量可期

2016-06-0 新大陆点评报告：募资 19 亿，全面完善电子支付产业链

2016-12-14 新大陆事件点评：牵手兴业共同拓展消费金融业务

目录

1. 收购国通星驿打通支付全产业链，开启数据运营转型	..4
1.1. 收购国通星驿从支付延伸到收单	4
1.2. 支付收单市场份额走向集中	7
1.2.1. 电子支付市场持续快速增长	7
1.2.2. 央行停止新设支付机构，第三方支付牌照稀缺性凸显	7
1.2.3. 监管带动第三方支付行业集中度提升	8
1.3. 协同效应推动国通星驿爆发增长	9
1.4. 硬件生产商向数据运营服务商转型可期	10
2. 增发打造智能硬件+收单+商户服务产业体系	12
2.1. 智能 POS 机成为支付产业线上线下结合的入口	12
2.2. 铺设智能终端卡位数据源，切入数据运营	13
2.3. 打通“智能硬件+支付+商户服务”产业体系	14
2.4. 智能支付研发中心建设项目强化未来竞争优势	15
3. 公司消费金融业务潜力巨大	16
3.1. 三大因素推动我国消费金融市场迎来爆发	16
3.1.1. 经济转型期消费成为结构调整主力	16
3.1.2. 消费模式升级释放消费金融需求	17
3.1.3. 消费金融政策红利促进行业繁荣发展	17
3.2. 计算机行业上市公司积极布局消费金融	18
3.3. 牵手兴业消费金融，实现硬件-B 端收单-C 端消费贷闭环布局	19
3.4. 设立网商小贷，拓宽资金渠道	19
4. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 收购国通星驿打通支付产业链	4
图表 2: 国通星驿发展历程	5
图表 3: 国通星驿收单产品	5
图表 4: 银行卡收单业务产业链	6
图表 5: 中国银联 POS 维持较快增长	7
图表 6: 第三方支付产业链	7
图表 7: 第三方支付监管政策持续出台	8

图表 8:《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》(九六费改)实施前后费率变化情况.....	9
图表 9: 支付行业发展趋势.....	9
图表 10: 国通星驿收单流水快速增长.....	9
图表 11: 收购国通星驿, 公司加速从硬件设备提供商向数据运营服务商转型.....	10
图表 12: 募集资金投资项目单位(万元).....	12
图表 13: 智能 POS 机支持多种支付方式, 具有多种功能.....	12
图表 14: 智能 POS 较于传统 POS 优势明显.....	13
图表 15: 商户服务系统与网络建设项目提供多种商户增值服务.....	14
图表 16: 商户服务平台建设规划.....	14
图表 17: 中美两国消费对 GDP 贡献情况对比.....	16
图表 18: 人民币贷款余额/消费贷款余额及增长率.....	16
图表 19: 2013-2019 年中国信贷结构.....	17
图表 20: 消费模式升级及消费观念转变带动消费额金融发展.....	17
图表 21: 消费金融利好政策持续出台.....	18
图表 22: 计算机行业公司积极布局消费金融业务.....	18
图表 23: 消费模式生态圈.....	18
图表 24: 各业务增长及毛利率假设.....	21
图表 25: 国通星驿收单业务利润假设.....	21
图表 26: 可比公司估值情况.....	21
图表 27: 近五年公司营收、归母净利润及增长情况.....	22
图表 28: 剔除房地产业务前后, 公司营收和归母净利润增速对比.....	22

1. 收购国通星驿打通支付全产业链，开启数据运营转型

1.1. 收购国通星驿从支付延伸到收单

新大陆（000997）传统主营业务包括围绕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，同时为移动运营商和高速公路等领域提供信息化服务，此外公司还积极探索数据运营、互联网金融等业务：

- **信息识别：**围绕条码识别设备开展业务，产品包括识读引擎、扫描枪、固定式扫描器、移动数据终端（PDA）等。公司是国内最大的条码支付设备供应商，且引擎配套市占率第一。
- **电子支付：**围绕金融 POS 终端设备为商业银行、银联商务、拉卡拉等收单服务机构提供电子支付技术综合解决方案。产品包括传统 POS、MPOS、IPOS 和智能 POS 等。2015 年，公司传统 POS、MPOS 和 IPOS 出货量和市占率均为国内第一。
- **行业信息化解决方案：**主要在移动通信、交通信息化、食品溯源等领域提供解决方案，如为移动运营商提供支撑服务业务，承接高速公路监控、收费、ETC 等机电系统并提供信息化服务等。
- **互联网金融：**控股子公司上海优啦开发的核心产品“贷安啦”，为电商等小微企业提供供应链金融服务，公司投资 1.5 亿设立广州网商小贷公司，为中小微企业提供金融服务。2016 年 12 月，公司与兴业消费金融股份公司签署《战略合作框架协议》，以“普惠金融”为立足点，以“资源共享”为发力点，为社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。
- **房地产：**公司“新大陆壹号”房地产仍为公司主营业务提供现金流支持，待“新大陆壹号”项目销售结束后，公司不再从事房地产开发业务，预计房地产项目收入确认至 2017 年或 2018 年。

图表 1：收购国通星驿打通支付产业链

信息识别	电子支付	线下收单	行业信息化解决方案	互联网金融	房地产
·识读引擎 ·移动数据终端 ·固定式扫描器	·传统POS ·MPOS ·IPOS ·智能POS	·国通星驿	·移动通信 ·交通信息化 ·食品溯源	·供应链金融 ·消费金融 ·中小企业贷款	·"新大陆壹号"

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

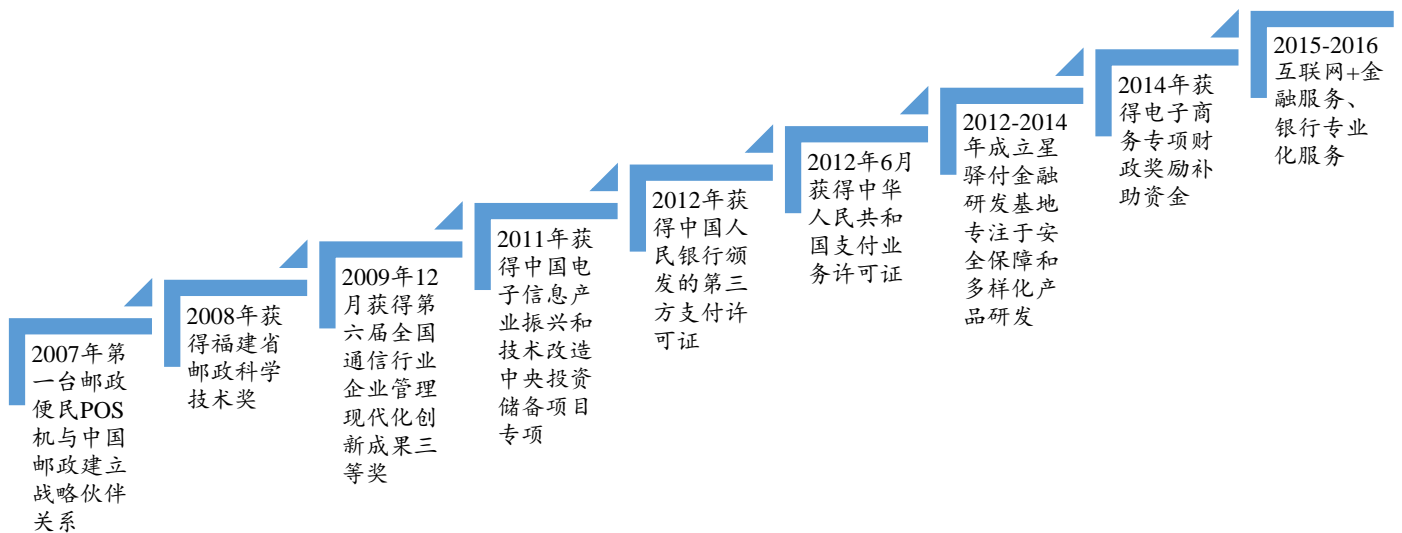
收单牌照稀缺，国通星驿迅猛成长：2016 年 6 月，公司以 4.08 亿元收购国通星驿 60% 股权，以自有资金 2.72 亿元收购国通世纪 100% 股权，其中，国通世纪持有国通星驿 40% 的股权。收购完成后公司直接和间接合计持有国通星驿 100% 权益。

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，主营业务为向商户提供银行卡收单和其他增值业务。经过多年的发展，国通星驿积累了大量客户资源，具有丰富的银行卡收单及增值服务经验，沉淀了海量高频的支付数据，具有较强的行业竞争力和盈利能力。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，并已与47家代理机构建立了战略合作伙伴关系。2015年度国通星驿支付交易额超过1200亿元，位居业内前列。

2015年，国通星驿实现营收13.43亿元，净利润2216.36万元，转让方承诺，国通星驿2016年税后净利润不低于5000万元，2016和2017年度两年的税后累计净利润不低于1.1亿元。目前，相关股权转让工作已全部完成，国通星驿成为公司全资控股子公司。

图表2：国通星驿发展历程



资料来源：国通星驿网站，东吴证券研究所

国通星驿产品包括金融POS、星驿+POS、通付MPOS三大类，具体业务如下表所示：

图表3：国通星驿收单产品

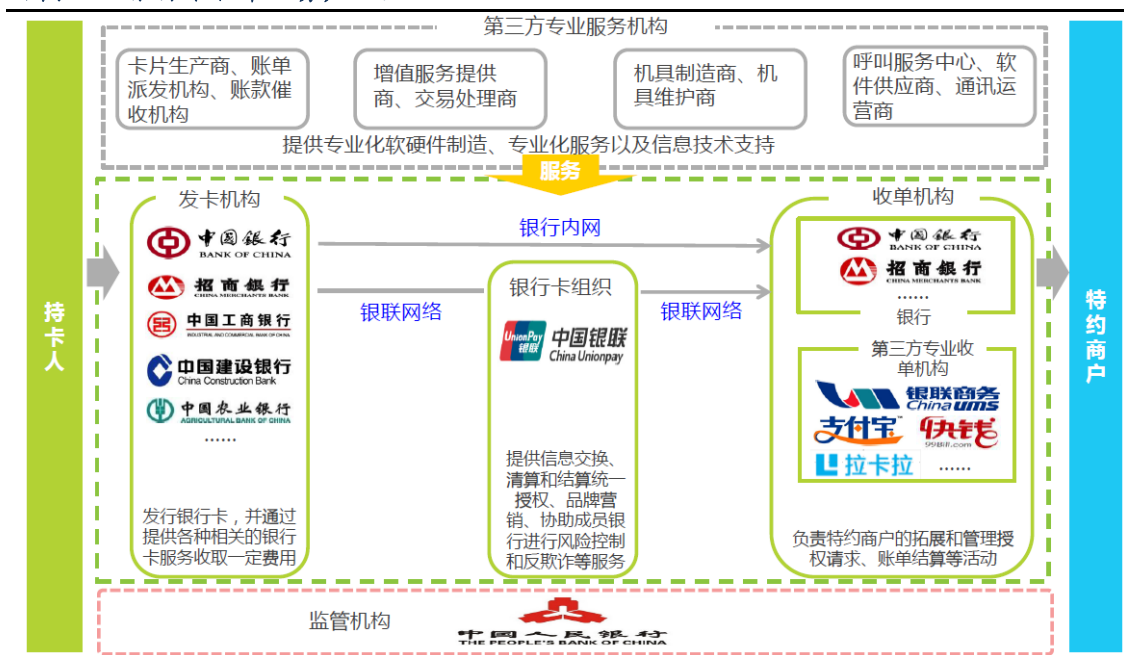
产品名称	产品功能及特点	
金融POS		<p>星驿付金融POS是一款面向各类商户用户的传统收款终端。它提供了商户日常经营所需的各类支付收款功能，并及时稳定、多样化选择的结算到账方式赢得众多商户的青睐。</p> <p>产品特点：功能健全支持收单刷卡所有功能，包括消费、退货预授权等/快速稳定依托强大的交易平台，交易处理快速稳定/到账及时定时清结算，到账时间稳定，结算方式多样/查询便捷专设微信服务平台，及时推送账单信息，随时查询交易明细/高效办理专业团队高效服务，及时审核下机，立即收款/服务贴心多平台多渠道客户服务，定时回访，随时解决机具使用问题</p>

<p>星驿付+POS</p>		<p>星驿付+POS 是在移动互联网时代下结合商业运营管理的需求，一体融合多功能、多业务的智能 POS 系统。在为商户提供多种收款功能基础上还为商户提供赚取佣金（便民缴费）、投资理财（金融服务）等全方位服务的产品，提升商户业务的整体收益。星驿付+POS 在平台化功能的基础上可根据不同行业的个性化需求叠加专属功能，也可以与合作方的现有业务相结合，成为一站式一体化的经营管理工具。</p> <p>产品特点：多种支付刷卡、插卡、挥卡、无卡，多种支付方式一台设备轻松搞定/业务丰富能收款缴费，能充值分润，能金融理财/应用扩展开放式高效平台，按需扩展应用，全面覆盖各类行业/助农业务特色助农业务，面向农村金融，助益农村发展。</p>
<p>通付 MPOS</p>		<p>通付是一款专门为小微商户解决资金收付需求的终端。它拥有成熟的支付应用场景可供不同的客户选择，同时支持多种终端形态，可通过蓝牙及音频连接技术配合相关客户端，实现与主流智能手机/平板/收银系统通讯，为使用者提供收款、转账、信用卡还款、手机充值等多项金融服务和增值服务。</p> <p>产品特点：小巧轻便随时收款体积只有银行卡大小，专为小微商户收款而设计/全年无休天天到账 365 天到账，节假日立即提款，资金高效周转/操作简单费率优惠申请审核快，操作界面简单易直观/自由设置全面支持收款账户自由自助设置，支持所有带银联标识的卡</p>

资料来源：国通星驿网站，东吴证券研究所

收购国通星驿后，公司在电子支付领域的硬件销售、支付运营、O2O 营销、运维服务、数据运营服务等各方面实现全产业链布局。通过各业务的不断协同和整合，公司能够为商户提供 POS 机具、银行卡收单、增值服务和运维服务等系统解决方案，为公司长远战略规划的实现奠定更坚实的基础。

图表 4：银行卡收单业务产业链



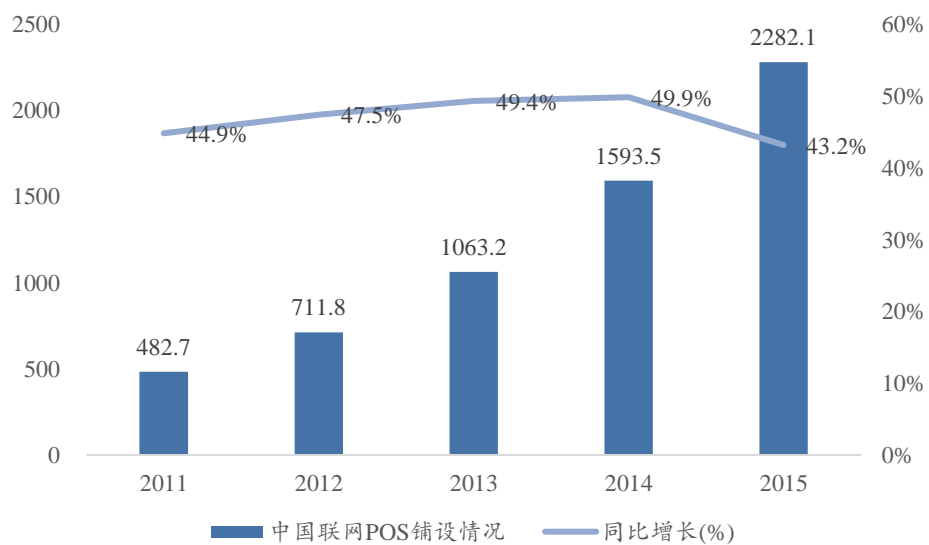
资料来源：易观智库，东吴证券研究所

1.2. 支付收单市场份额走向集中

1.2.1. 电子支付市场持续快速增长

国内电子支付市场维持快速增长。根据中国人民银行发布的《2015年支付体系运行总体情况》，截至2015年末，我国银行卡在用发卡数量54.42亿张，银行卡渗透率达到47.96%，银行卡发卡量稳步增长；银行卡跨行支付系统联网商户达到1,670万户，联网POS机具2,282.10万台，同比分别增加466.60万户和688.06万台，受理市场环境不断改善。2015年，我国共发生银行卡消费业务290.30亿笔，金额55万亿元，同比分别增长46.96%和29.78%，银行卡消费业务增长显著，国内电子支付市场规模呈现持续快速增长趋势。

图表 5：中国联网 POS 维持较快增长



资料来源：中国人民银行，东吴证券研究所

1.2.2. 央行停止新设支付机构，第三方支付牌照稀缺性凸显

2015年7月之后，央行收紧发放新牌照。2016年8月，央行正式宣布原则上不再批设新的支付机构，第三方支付牌照进入存量时代，市场上现存的支付牌照稀缺性凸显。

图表 6：第三方支付产业链



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

1.2.3. 监管带动第三方支付行业集中度提升

第三方支付监管政策频出：2010年非金融机构支付服务管理办法出台，第三方支付机构正式被纳入监管范围。从2015年开始，管理层监管力度逐渐加强，非银支付机构网络支付业务管理办法、完善银行卡刷卡手续费定价机制、二维码支付业务规范征求意见稿等政策相继出台。

图表 7：第三方支付监管政策持续出台



资料来源：易观智库，东吴证券研究所

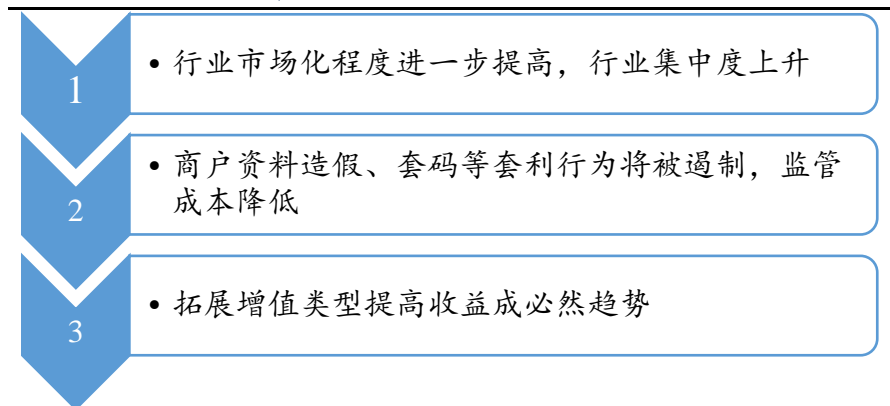
96 费改带动线下收单市场集中度提升。96 费改统一各行业银行卡收单费率标准，并以借记卡、贷记卡作为区分收取服务费用，有效遏制收单服务市场长期存在的商户资料造假、套码等针对银行卡刷卡手续费率的套利行为，有利于市场的长期稳健发展和降低监管成本。银行卡收单手续费改革将促进行业市场化程度进一步提高，行业集中度进一步提升。拓展增值服务提高收益将成为第三方收单企业未来的发展方向。

图表 8:《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》(九六费改)实施前后费率变化情况

	商户类别	发卡行服务费	清算机构网络服务费	收单服务费
调整前	1.餐娱类:餐饮、宾馆、娱乐、珠宝金饰、工艺美术品、房地产及汽车销售	0.9%,其中房地产和汽车销售封顶60元	0.13%,其中房地产和汽车销售封顶10元	0.22%,其中房地产、汽车销售封顶10元
	2.一般类:百货、批发、社会培训、中介服务、旅行社及景区门票等	0.55%,其中批发类封顶20元	0.08%;其中批发类封顶2.5元	0.15%,其中批发类封顶3.5元
	3.民生类:超市、大型仓储式卖场、水电煤气缴费、加油、交通运输售票	0.26%	0.04%	0.08%
	4.公益类:公立医院和公立学校	0.00%	0.00%	按照服务成本收取
调整后	取消按商户类别分类设定,刷卡手续费执行统一费率	发卡行服务费实行借贷分离,信用卡费率上限为0.45%,上不封顶,借记卡费率上限为0.35%,封顶13元	清算机构向收单机构和发卡机构计收,费率上限均为0.0325%,封顶3.25元	收单服务费由现行政府指导价改为实行市场调节

资料来源:国家发改委、中国人民银行,东吴证券研究所

图表 9:支付行业发展趋势

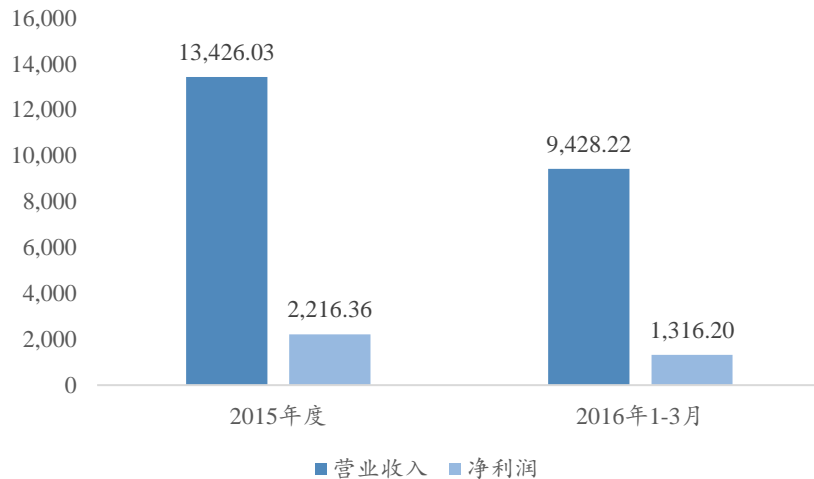


资料来源:易观智库,东吴证券研究所

1.3. 协同效应推动国通星驿爆发增长

公司与国通星驿协同效应显著,有望带动国通星驿业绩实现超预期期增长:通过收购国通星驿,公司能够为商户提供 POS 机具、银行卡收单、增值服务和运维服务一整套系统解决方案,为公司在电子支付产业链构筑更强的竞争力,进一步提升电子支付产业的市场份额,同时也将带动国通星驿收单业务的快速增长。

图表 10:国通星驿收单流水快速增长



资料来源：WIND，东吴证券研究所

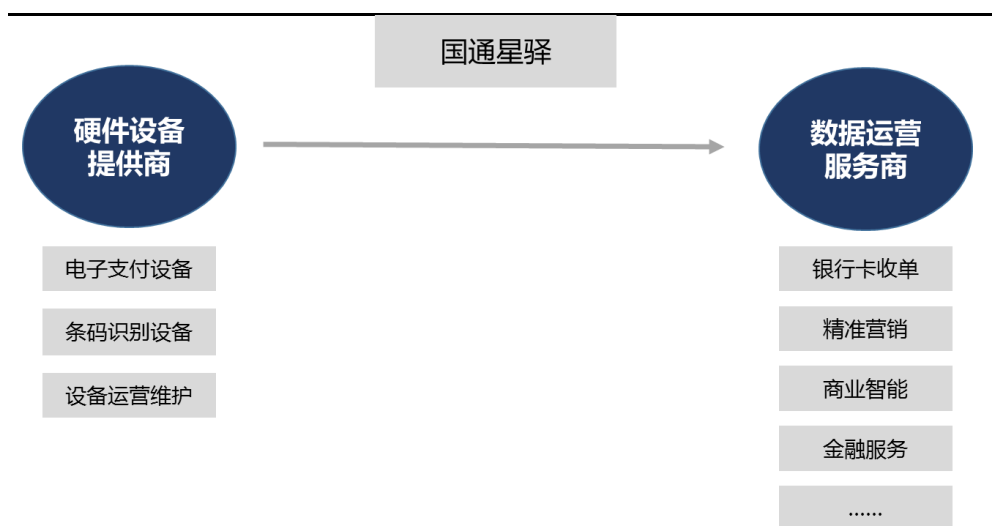
2015 年度，国通星驿支付交易额超过 1200 亿元，位居业内前列。第三方支付监管政策收紧、96 费改推动线下收单市场集中度提升，收购的协同效应使得国通星驿收单流水爆发增长，收单业务有望远超业绩承诺，我们预计 2017 年国通星驿有望贡献 2 亿元净利润。

1.4. 实现从硬件生产商向数据运营服务商转型

加速实现从硬件设备提供商到数据运营服务商转型，完善公司电子支付产业链。自 2014 年起公司先后收购了北京亚大 75% 股权、智联天地 80% 股权、新大陆支付 30% 股权，并增资翼码科技，参股兴业数金。**电子支付终端硬件方面**，子公司新大陆支付专注于 POS 研发、生产和销售，2015 年国内市场出货量和市场占有率均位列第一。**信息识别终端设备方面**，公司整合新大陆识别、江苏智联、深圳民德的资源，专注于设计、研发和销售条码识别设备，目前公司是国内最大的条码支付设备供应商，且引擎配套市占率第一。**商户运营维护方面**，北京亚大为金融企业及第三方支付机构提供维护及运营服务。**业务营销方面**，翼码科技是中国领先的 O2O 营销服务提供商，主要从事二维码 O2O 营销业务场景的研究与推广，以及为开展 O2O 营销业务的企业客户提供支撑与运营服务，积累了涉及 53 个行业的 22 万商户，成功支撑了 100 余万次 O2O 营销活动，具有丰富的精准营销与商户引流经验。至此，公司已成为国内电子支付硬件设备提供商的第一梯队。

通过收购国通星驿，公司将切入发展前景更广阔的第三方支付收单业务，加速实现从硬件设备提供商到数据运营商的转型。同时，公司将完善电子支付产业链，实现全面布局硬件销售、支付运营、O2O 营销、运维服务、数据运营服务，未来公司有望为商户提供 POS 机具、银行卡收单、增值服务和运维服务等系统解决方案。

图表 11：收购国通星驿，公司加速从硬件设备提供商向数据运营服务商转型



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 增发打造智能硬件+收单+商户服务生态

2016年6月，公司公告拟以18.10元/股向不超过十名特定对象发行股票数量不超过8721.7万股，共募集资金不超过157,862.93万元，用于商户服务系统与网络建设项目(155,160.5万元)和智能支付研发中心建设项目(2,702.3万元)。2017年3月22日，本次非公开发行方案顺利过会。

图表 12: 募集资金投资项目单位 (万元)

序号	项目名称	预计总投资额	募集资金拟投资额
1	商户服务系统与网络建设项目	176,603.95	155,160.55
2	智能支付研发中心建设项目	15,305.38	2,702.38
	合计	191,909.33	157,862.93

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

商户服务系统与网络建设项目预计总投资17.7亿元，本项目将铺设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，为商户提供“互联网+”整体解决方案。

2.1. 智能 POS 机成为支付产业线上线下结合的入口

智能POS融合了传统POS技术和智能手机技术，支持多种支付方式，是具有多种功能的新型POS机，便于为商家提供全部支付方式和店铺管理智能化、精准营销、商业智能、金融服务等线上线下应用服务。






图表 13: 智能 POS 机支持多种支付方式，具有多种功能



资料来源: 艾瑞咨询, 东吴证券研究所

智能POS较于传统POS优势明显。传统POS由于无法和其他设备相关联，因此机具更新麻烦、客户体验不佳，同时只支持银行卡，而不支持二维码、NFC等支付方式。智能POS在开放性（更新方便，可外接设备更多）、收款方式（支持银行卡、二维码、NFC等多种支付方式）、商户体验（体积小，使用方便等）等方面均具有优势，同时与后台管理系统对接，可以基于收集的客户数据，开展精准营销、商业智能、消费服务、供应链贷款等附加值更高的业务。

图表 14: 智能 POS 较于传统 POS 优势明显

	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，东吴证券研究所

智能 POS 入口作用凸显，成为线上线下融合的关键。支付功能是传统 POS 最重要的功能，随着 POS 功能越来越强大，支付功能将不再是 POS 的全部，依靠人工智能技术进行大数据分析的云服务将成为 POS 机厂商下一决战领域。另一方面，根据国家发展改革委、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》，将收单服务费由现行政府指导价改为市场调节方式，这意味着行业的利润空间将进一步减少，POS 机厂商单靠支付创造营收的时代已经过去，必须向附加值更高的业务领域拓展，而智能 POS 正是高附加值运营服务的关键入口。此外，该入口还是线上线下融合的关键，包括线上线下支付方式融合、线上线下用户融合、线上线下营销融合、线上线下服务融合，具体体现在线上购物送线下优惠为线下引流，线下实体店实物体验促线上销量。

智能 POS 刚进入导入期，渗透率提升空间巨大：2016 年底国内智能 POS 机渗透率刚超过 1%，预计未来三到五年中国智能 POS 的渗透率有望超过 50%；按照目前 POS 机 3000 万台的存量规模测算，智能 POS 市场规模将达到 150 亿元以上（假设单价 1000 元/台）。

智能 POS 主要的参与者包括快钱、通联支付、汇付天下、拉卡拉等，由于行业技术门槛不高，市场竞争较为激烈，销售渠道和市场推广成为现阶段影响市场份额的决定因素，但从长期看，我们认为能够真正做出大数据留存以及提炼应用体系，解决行业痛点，为商户高附加值增值服务的公司有望脱颖而出。

2.2. 铺设智能终端卡位数据源，切入数据运营

智能 POS 是公司业务拓展至商户增值服务的关键环节。通过铺设智能 POS，公司可以形成更完善的综合支付服务，此外，由于智能 POS 具备互联网终端属性，可通过 WIFI 或者电信运营商提供的网络直接连接商户服务平台，因此还可将“商户-平台-商户”互联，从而通过收集并分析商户交易数据和消费者行为数据，针对性地为商户提供精准营销、进销存管理、财务管理等

一系列增值服务，不断提升商户使用体验，增强商户粘性，未来增值服务市场前景广阔，将成为公司新盈利增长点。

2.3. 打通智能硬件+支付+商户服务生态

公司过去单纯的硬件制造模式已经难以适应未来发展，未来将坚定推进从硬件设备提供商到商户综合服务方案提供商的产业升级。目前公司已经形成了集支付终端销售、银行卡收单及商户运营维护服务于一体的电子支付完整产业链布局。公司立足完整产业链布局，以 POS 高端制造与互联网服务深度融合为产业升级的突破口，加快整合业务能力，提高板块协同性，扩大 POS 终端服务商户规模，深度挖掘商户价值，沉淀数据资源，为商户提供从终端到服务的“互联网+”整体解决方案。

互联网 POS 具有智能终端属性，是切入商户服务的有效入口：商户服务平台以互联网 POS 为数据端口，将沉淀海量支付数据和商户资源，显著增强公司大数据能力。在商户服务和消费者服务两个领域，商户服务平台采集的大数据将会发挥创新服务模式、驱动业务增长的重要作用，为公司带来新的盈利增长点，甚至在未来有可能超过综合支付业务收入成为主要盈利来源。

商户服务系统商业价值巨大：POS 终端的主要用户是商户，商户数量庞大、分散、单个价值相对较低，但有效聚合则蕴藏巨大的商业价值。公司为商户提供的服务包括综合支付服务以及增值服务。

1、综合支付服务：目前市场上的支付方式主要包括以银行卡收单为代表的线下支付方式和以微信、支付宝为代表的线上支付方式。在支付时，银行卡收单机构或线上支付渠道提供商为商户提供资金交易与结算服务，并根据交易金额向商户收取一定比例的手续费。

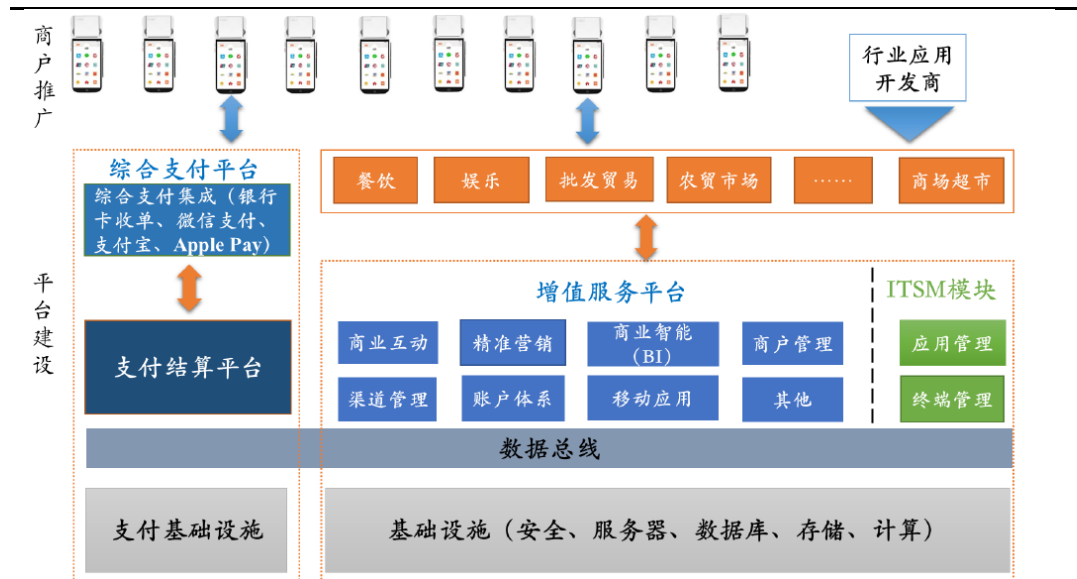
2、增值服务：公司将引入第三方行业应用解决方案为商户提供精准营销、进销存管理、财务管理等一系列增值服务，帮助商户提升营业收入和经营效率，降低经营成本，发展前景广阔。

图表 15：商户服务系统与网络建设项目提供多种商户增值服务

增值服务内容	主要功能
精准营销	通过引入第三方会员卡券积分系统，为商户提供一系列营销工具和促销活动支持，实现会员卡、积分、卡券发放核销等功能。
进销存管理	通过引入第三方进销存管理系统，实现进销存单据管理、库存管理、报表统计等功能。
财务管理	通过引入第三方财务管理系统，以会计业务为基础，在此基础上实现总账管理、生产财务报表、个人所得税计算等财务功能。
商业互动	建立商户、店长、平台服务人员等相关人员的账户连接，实现高效互动、业务导入和业务支持功能。
商业智能 (BI)	根据商户授权的日常交易数据，分析商户经营状况，实现数据挖掘和分

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

图表 16：商户服务平台建设规划



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

打造智能硬件+收单+商户服务生态：通过商户服务系统与网络建设项目公司将实现“智能硬件+收单+商户服务”产业链整体布局。公司为商户提供支付、营销、运营、金融等一整套的服务体系，该服务体系的强大吸引力聚拢了数百万家的商户资源，这些商户资源将为公司带来数万亿的支付流水以及海量增值服务的需求，成为公司未来的核心增长点。

2.4. 智能支付研发中心建设项目强化未来竞争优势

智能支付研发中心建设项目预计总投资 1.53 亿元，拟使用募集资金投入 2,702.38 万元，旨在为公司的智能支付终端提供不间断的研发，实现智能支付终端产品和技术水平的持续提升，不断改善商户和消费者使用体验，以保持上市公司在业内的领先地位。

目前，POS 机已从最初的仅支持收单、付款、结算功能发展为今天的智能支付终端，具备低成本、开放化、移动化、融合化、智能化等多项优势和特点，可应用于多种平台和应用软件。

此外，大数据、云计算、移动互联网等新技术与电子支付领域融合，支付行业技术创新和业务创新不断涌现，包括 NFC、条码（二维码）支付、可信服务平台（TSM）、令牌化支付（Token）、区块链技术、生物识别技术、主卡仿真模拟技术（HCE）等在内的各种新技术正逐步发展深化。新技术的不断涌现为支付行业的高速发展带来了持续的动力，有力地支持了支付模式创新，但也对 POS 机生产提出了更高的要求。智能支付研发中心建设项目将为公司 POS 机的进一步研发与升级提供有力保障，为公司可持续发展奠定基础。

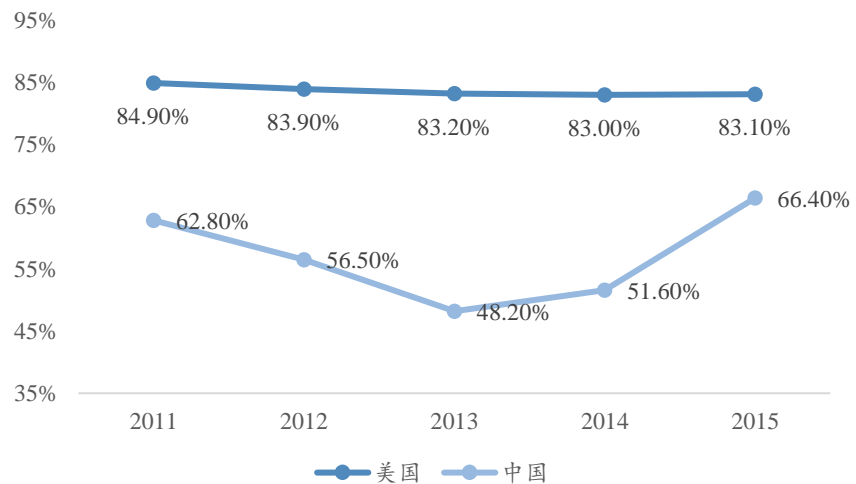
3. 公司消费金融业务潜力巨大

3.1. 三大因素推动我国消费金融市场迎来爆发

3.1.1. 经济转型期消费成为结构调整主力

2015年，中国社会消费品零售总额首次突破30万亿，在投资和出口增长明显回落的情况下，消费比投资成为拉动经济增长第一大动力。目前中国消费对GDP贡献相比美国还有较大差距。未来的中国经济结构调整将重点依赖消费，居民消费的快速增长将推动消费金融产业强劲增长。

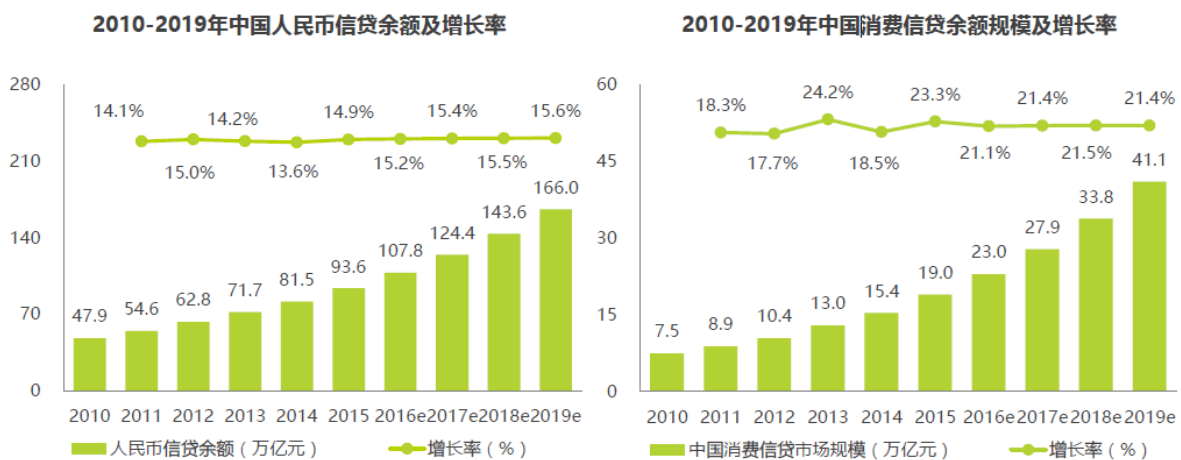
图表 17: 中美两国消费对 GDP 贡献情况对比



资料来源：国家统计局，世界银行，东吴证券研究所

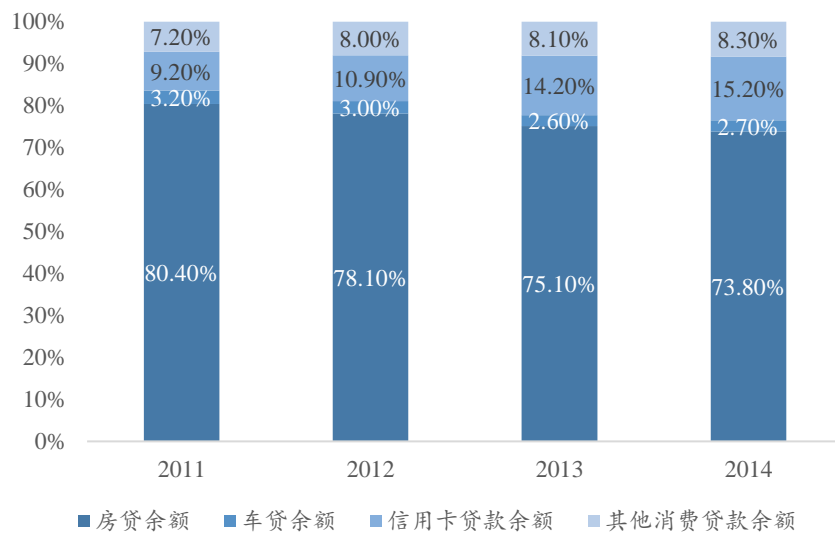
消费信贷是信贷增长主要动力:2015年年底我国个人消费信贷余额达19万亿元，同比增长23.3%，而同期我国信贷总额增长只有14.9%，消费信贷已经成为我国信贷增长的主要动力，根据艾瑞资讯预测，未来几年我国消费信贷规模仍将维持20%以上的增速，到2019年将达41.1万亿元。

图表 18: 中国人民币贷款余额/消费贷款余额及增长率



资料来源：艾瑞资讯，东吴证券研究所

图表 19: 2013-2019 年中国信贷结构

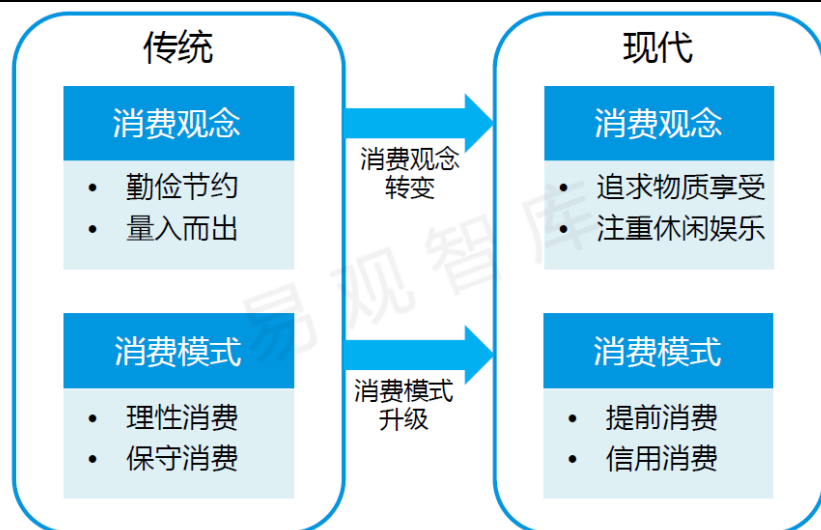


资料来源: 中国人民银行, 东吴证券研究所

3.1.2. 消费模式升级释放消费金融需求

80、90后逐步成长为消费市场的主流消费人群, 年轻人消费观念更加多样开放, 再加上居民收入的不断增加、社保体系的逐步健全、消费环境的逐渐改善, 消费者开始敢消费也愿消费。社会主流的消费模式由传统的理性保守消费转变为提前消费、信用消费, 消费金融的发展迎来了历史性的机遇。

图表 20: 消费模式升级及消费观念转变带动消费额金融发展



资料来源: 易观智库, 东吴证券研究所

3.1.3. 消费金融政策红利促进行业繁荣发展

自2009年以来, 消费金融扶持政策持续出台, 如扩大消费金融试点城市范围、开放准入将消费金融公司审批权下放到省、试点在全国范围内设立消费金融公司, 在多领域鼓励消费金融发展, 为消费金融平台提供宽松的再融资环境等。

图表 21: 消费金融利好政策持续出台

2009年8月	银监会正式发布《消费金融公司试点管理办法》 首批4家消费金融公司成立，填补行业空白
2013年11月	银监会宣布扩大消费金融试点城市范围 新成立7家消费金融公司
2015年6月	国务院放开市场准入，消费金融公司审批权下放到省 新成立4家消费金融公司
2015年7月	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，确立了互联网 消费金融的监管职责分工，落实了监管责任
2016年3月	《2016年政府工作报告》，再次提及消费金融，鼓励金融机构 创新消费信贷产品
2016年5月	国家发展和改革委员会印发《关于促进消费带动转型升级的行动方 案》指出处于经济转型期的经济增长需要发挥新消费的引领作用， 加快培育新供给，从更高层面上推动供需矛盾的解决，为 经济发展注入新能量。

资料来源：各政府网站，东吴证券研究所

此外，从去年以来国内开展了对互联网金融的专项整治，在互联网金融的众多业态中只有消费金融是没有被纳入到整治行列之内的。

3.2. 计算机行业上市公司积极布局消费金融

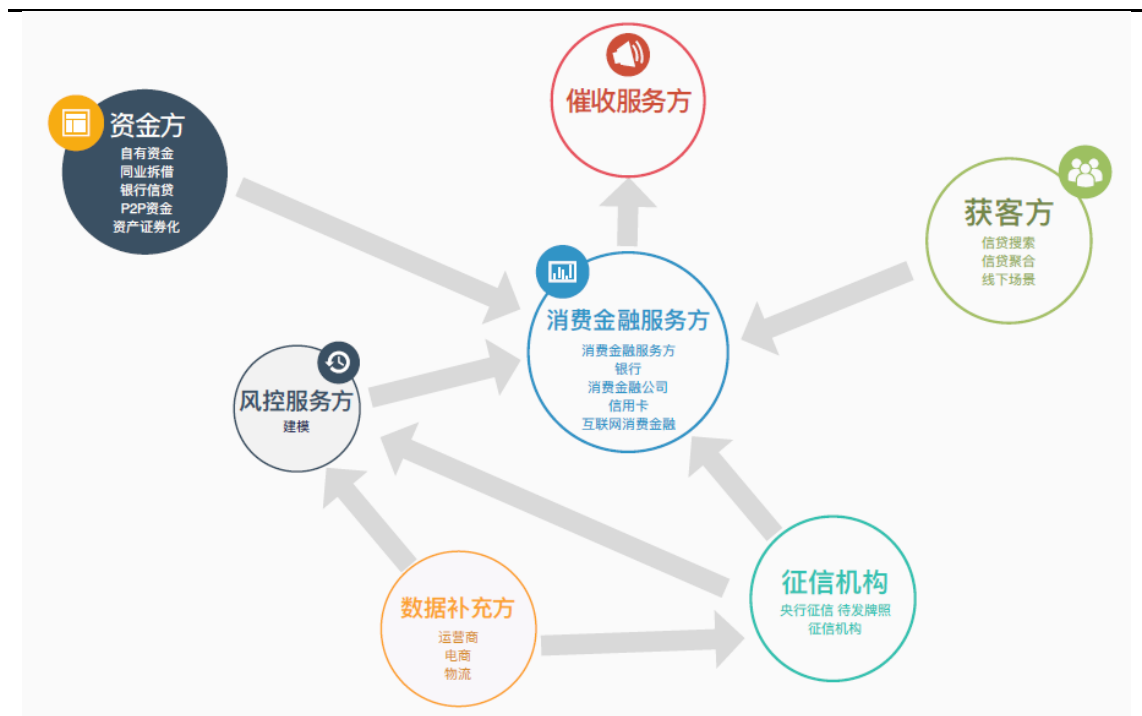
消费金融蓝海万亿蓝海吸引多家计算机行业上市公司积极布局，具体模式如下表所示：

图表 22: 计算机行业公司积极布局消费金融业务

产业链覆盖环节	消费金融业务模式	牌照	贷款客户群体	资产端布局	合作方
二三四五 获客方、消费金融服 务方、风控服务方	与金融机构合作发放 小额现金贷，公司负 责导流及线上风控	互联网小贷	喜欢购物的中 低收入年轻人	无	消费金融公司、 银行
奥马电器 消费金融服务方	信用卡分期	互联网小贷、AMC、AMC 、公募基金销售、保险经 纪、财产保险、人寿保险	收入稳定人群	车辆抵押信贷资产、 房屋抵押信贷资产、 商户个人经营信贷	银行
康耐特 消费金融服务方	信用卡分期、服务权 益分期、消费金融叠 加贷	无	收入稳定人群	无	银行
海立美达 风控服务方	向金融机构提供大数 据风控产品	第三方支付	N/A	无	银行、消费金融 公司、互金公司

资料来源：互联网公开信息，东吴证券研究所

图表 23: 消费模式生态圈



资料来源：融之家《中国消费金融行业报告》，东吴证券研究所

3.3. 牵手兴业消费金融，实现硬件-B 端收单-C 端消费贷闭环布局

2016 年 12 月 11 日，公司公告与兴业消费金融股份公司签订《战略合作框架协议》，主要内容为：（1）以“普惠金融”为立足点，探索为有金融服务需求的社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务方式，以此促进消费金融业务的蓬勃发展。（2）以“资源共享”为发力点，依托新大陆在支付领域的大数据优势，借助兴业金融专业的银行系业务经营和风险控制经验背景，深耕沉淀数据，挖掘业务机会。

兴业消费金融股份公司系兴业银行控股子公司，专注于为客户提供普惠消费金融服务的非银行金融机构，是国内 15 家获得消费金融牌照的企业之一。兴业消费金融注册资本 3 亿，其中兴业银行和泉州市国资委旗下的泉州市商业总公司出资比例分别为 66%、24%。

公司与兴业消费金融合作，未来有望实现从硬件—>B 端收单—>C 端消费贷的闭环布局。兴业金融作为持牌消费金融公司丰富的金融产品开发与成熟的风控体系与新大陆在支付领域的大数据结合，未来消费金融业务的前景值得期待。

3.4. 设立网商小贷，拓宽资金渠道

2016 年 1 月，公司公告投资 1.5 亿元设立广州市网商小额贷款有限责任公司，公司持有网商小贷 100% 股份。公司投资设立网商小贷，进一步推动公司从硬件提供商向数据运营商转型，加快互联网金融布局。

公司投资设立小额贷款公司，旨在整合各分子公司的数据和行业资源，并基于前期积累的互联网金融数据处理、风控等经验，为中小微企业提供金融服务。公司在金融支付、自动识别、软件工程、电子商务领域多年经营，为网商小贷基于大数据的互联网小额贷款业务的开展提供了基础条件。我们

认为通过设立网商小贷，公司在银行资金以外进一步拓宽资金渠道，为未来的金融业务的顺利开展奠定基础。

4. 盈利预测与估值

我们建立核心假设如下表所示:

图表 24: 各业务增长及毛利率假设

营业收入增长率	2015	2016E	2017E	2018E
电子支付产品及信息识读产品	34.1%	45.0%	40.0%	40.0%
房地产	17.9%	10.0%	10.0%	0.0%
行业应用软件开发及服务(含硬件配套)	0.57	0.20	0.20	0.20
毛利率(%)				
电子支付产品及信息识读产品	27.6%	27.5%	27.4%	27.6%
房地产	51.2%	50.0%	50.0%	50.0%
行业应用软件开发及服务(含硬件配套)	41.1%	42.0%	42.0%	42.0%

资料来源: 东吴证券研究所

图表 25: 国通星驿收单业务利润假设

	2016E	2017E	2018E
收单支付交易金额(亿元)	3000	7000	10000
收单服务费率(%)	0.125%	0.100%	0.100%
收单服务收入(亿元)	3.75	7.00	10.00
收单服务净利率(%)	20%	20%	20%
国通星驿净利润(万元)	7500	14000	20000

资料来源: 东吴证券研究所

考虑增发摊薄, 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.52/0.67/0.87 元, 看好公司“硬件+支付+商户服务”的业务布局及未来的业绩弹性, 参考可比公司估值给予 17 年 40 倍 PE, 目标价 26.8 元, 维持“买入”评级。

图表 26: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	股价(元)	市值(亿元)	EPS			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002668.SZ	奥马电器	73.37	166.52	1.31	1.99	2.58	56	37	28
002537.SZ	海立美达	31.06	176.67	0.55	0.74	0.95	56	42	33
300130.SZ	新国都	24.63	57.94	0.50	0.60	0.76	49	41	32

资料来源: 公开信息, 东吴证券研究所

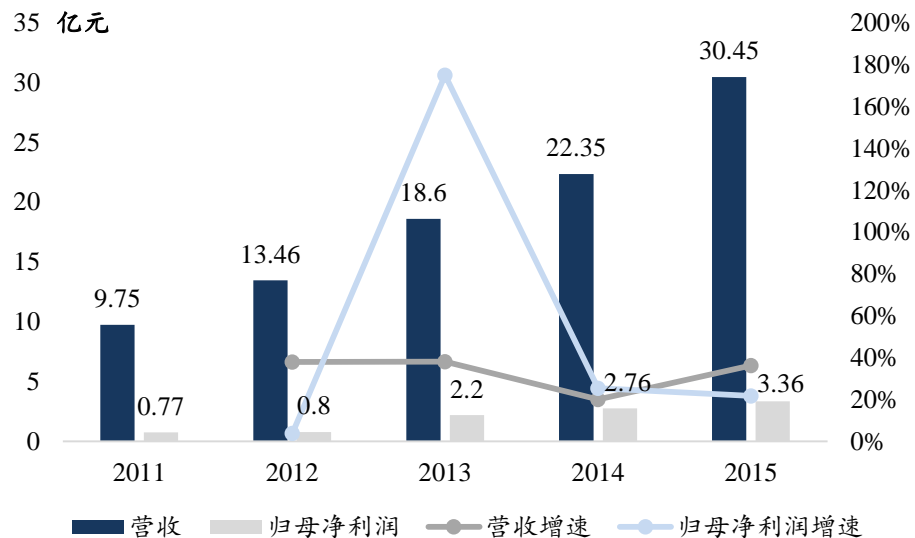
5. 风险提示

新业务拓展低于预期。

附录：公司近年来财务情况

近三年公司增长加速，信息识别、电子支付、高速信息化尤为明显。2013-2015 年，公司分别实现营业收入 18.6/22.35/30.45 亿元，同比增速分别达 38.2%、20.2%、36.2%；归母净利润为 2.2、2.76、3.36 亿元，同比增速分别达 175.0%、25.5%、21.7%。其中，2015 年信息识别、电子支付、高速信息化三类业务增速最快，营收分别为 3.49、11.16、6.1 亿元，增速分别达 58.64%、45.50%、94.27%。

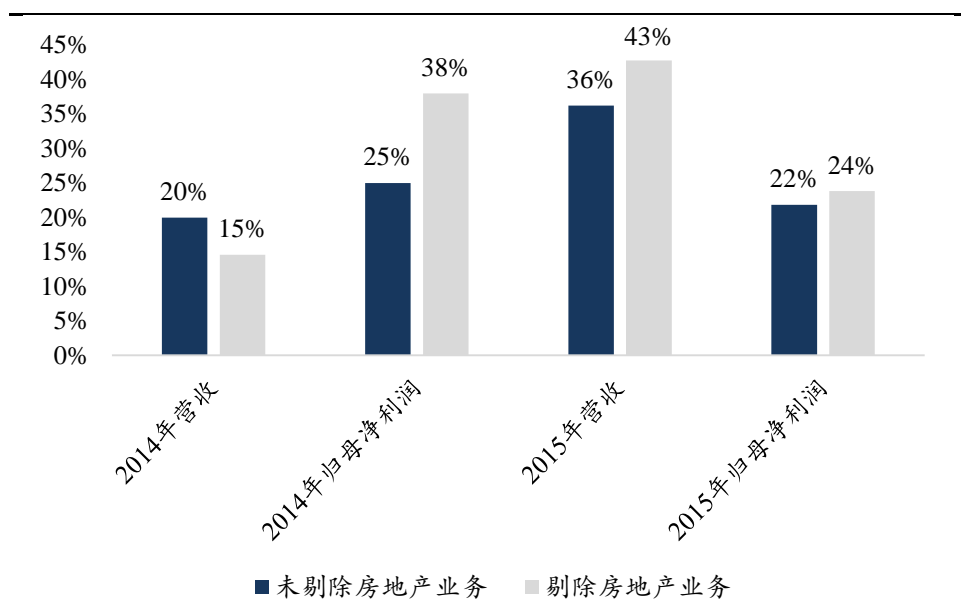
图表 27：近五年公司营收、归母净利润及增长情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

剔除房地产业务，公司实际增速更高。2015 年，公司实现营业收入 30.45 亿元，同比增长 36.23%；归母净利润 3.36 亿元，同比增长 21.82%；若剔除公司房地产业务，2015 年公司实现营业收入 23.53 亿元，同比增长 42.75%，归母净利润同比增长 23.82%。

图表 28：剔除房地产业务前后，公司营收和归母净利润增速对比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

新大陆财务及盈利预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4141.8	5332.8	6713.9	8434.8	营业收入	3045.3	3902.7	4989.8	6356.0
现金	772.2	982.4	1099.8	1231.0	营业成本	1899.2	2470.6	3218.2	4159.6
应收款项	808.2	1035.8	1324.3	1686.9	营业税金及附加	165.1	210.7	259.5	317.8
存货	1658.8	2157.8	2810.8	3633.0	营业费用	148.4	186.2	230.0	280.9
其他	902.6	1156.8	1479.0	1883.9	管理费用	416.2	522.2	649.0	792.0
非流动资产	656.1	653.2	628.4	601.3	财务费用	9.1	-6.1	-5.6	-7.5
长期股权投资	74.0	74.0	74.0	74.0	投资净收益	27.6	20.0	20.0	20.0
固定资产	148.7	148.9	127.1	102.4	其他	-16.9	-16.8	-17.2	-17.4
无形资产	31.6	28.4	25.6	23.0	营业利润	418.0	522.3	641.5	815.8
其他	401.8	401.8	401.8	401.8	营业外净收支	38.8	40.0	40.0	40.0
资产总计	4797.9	5985.9	7342.3	9036.1	利润总额	456.8	562.3	681.5	855.8
流动负债	2482.0	3305.7	4220.5	5359.6	所得税费用	87.9	106.8	129.5	162.6
短期借款	82.8	200.0	200.0	200.0	少数股东损益	33.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	941.2	1224.4	1594.9	2061.4	归属母公司净利润	335.9	455.5	552.1	693.2
其他	1458.1	1881.3	2425.6	3098.2	EBIT	418.9	516.2	635.9	808.3
非流动负债	3.1	3.1	3.1	3.1	EBITDA	443.2	536.9	657.9	831.6
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	3.1	3.1	3.1	3.1	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	2485.1	3308.8	4223.5	5362.7	每股收益(元)	0.33	0.52	0.67	0.87
少数股东权益	128.7	128.7	128.7	128.7	每股净资产(元)	2.13	2.48	2.92	3.46
归属母公司股东权益	2184.1	2548.5	2990.1	3544.7	发行在外股份(百万股)	1025.6	1025.6	1025.6	1025.6
负债和股东权益总计	4797.9	5985.9	7342.3	9036.1	ROIC(%)	15.3%	18.0%	20.7%	22.9%
					ROE(%)	15.4%	17.9%	18.5%	19.6%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	32.2%	31.3%	30.3%	29.6%
经营活动现金流	800.3	202.5	245.1	286.0	EBIT Margin(%)	13.8%	13.2%	12.7%	12.7%
投资活动现金流	-417.8	-18.4	-17.3	-16.2	销售净利率(%)	11.0%	11.7%	11.1%	10.9%
筹资活动现金流	-226.6	26.2	-110.4	-138.6	资产负债率(%)	51.8%	55.3%	57.5%	59.3%
现金净增加额	150.7	210.2	117.4	131.2	收入增长率(%)	36.2%	28.2%	27.9%	27.4%
企业自由现金流	345.7	126.8	170.8	211.4	净利润增长率(%)	21.8%	35.6%	21.2%	25.6%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

