

# 新大陆 (000997)

证券研究报告

2017年03月22日

## 三大业务接力腾飞，升级平台运营商迎来质变

### 核心逻辑：

公司是国内最大的 POS 机供应商，通过银行卡收单、消费金融以及商户服务平台三阶段业务升级，完成从设备商到平台运营商的转型。

### 第一阶段：银行卡收单市场高速增长，叠加份额提升，业务有望超预期

2016年5月，公司收购了国通星驿100%权益，进军银行卡收单市场。(1)随着银行发卡量的稳步增长，人均信用卡持卡量的提高，线下POS铺设日渐完善，2015年银行卡收单市场增长30%，市场规模50.4万亿，预计2017年市场规模将达到70万亿；(2)“96费改”对于不合规收单机构的清洗，使得银行卡收单市场资源向牌照方集中，提高了银行卡收单相对于二维码支付的竞争力，带来市场体系内交易流水的提升；(3)公司是收单业务牌照中稀缺的上市公司背书标的，福建省唯一收单公司，收单业务主要服务于小微商户，客户基数大、渗透率较低，小微商户市场议价能力弱为公司收单业务带来更多盈利空间；通过第三方代理商进行渠道扩张，公司市场份额将大幅提升；我们认为银行卡收单业务利润增长有望超预期。

### 第二阶段：布局消费金融万亿市场，优势团队阵容期待业绩2018年放量

公司2016年1月以自有资金1.5亿成立广州网商小贷公司，12月与兴业消费金融签订了《战略合作框架》，布局消费金融。(1)从政策层面看，利好消费金融，地域限制、参与主体、业务范围逐渐放宽，监管日渐完善规范化，小微和个人消费是消费金融的主要战场；(2)消费金融市场进入井喷式发展阶段，预计2017年整体市场规模接近万亿；(3)根据我们草根调研，公司消费金融团队有丰富且成功的市场经验，在资金成本、获客渠道和坏账控制上都十分有竞争力。业务在C端以个人无抵押贷款的业务模式，通过推广智能POS与原有的线下商户渠道，延伸到B端，为商户提供消费金融服务，2018年有望成为公司新的利润增长点。

### 第三阶段：建设商户服务平台，外延扩张值得期待

我们认为，商户服务平台衔接了银行卡收单和消费金融等业务，也是公司向运营商转型的第三阶段。公司在智能POS与商户服务平台推广产生的销售费用一定程度上将影响2017年损益，平台业务将在2019年实现盈利。消费金融是平台变现手段之一，未来将围绕平台通过外延布局更多服务。

### 投资建议

我们预计公司2017-2018年实现利润6.0亿、7.8亿元，对应2017年241亿市值，上调目标价至25.68元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**线下收单业务推广不及预期；消费金融业务推进不及预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,235.46	3,045.28	3,921.73	5,245.43	6,425.79
增长率(%)	20.20	36.23	28.78	33.75	22.50
EBITDA(百万元)	364.50	451.47	579.28	762.72	992.81
净利润(百万元)	275.76	335.92	458.43	601.56	781.17
增长率(%)	25.16	21.82	36.47	31.22	29.86
EPS(元/股)	0.29	0.36	0.49	0.64	0.83
市盈率(P/E)	65.47	53.75	39.39	30.02	23.12
市净率(P/B)	9.68	8.27	6.65	5.44	4.41
市销率(P/S)	8.08	5.93	4.60	3.44	2.81
EV/EBITDA	39.01	50.88	28.90	21.42	15.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	19.24元
目标价格	25.68元
上次目标价	24.6元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	938.40
流通A股股本(百万股)	923.48
A股总市值(百万元)	18,054.81
流通A股市值(百万元)	17,767.75
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	46.66
一年内最高/最低(元)	21.89/17.40

### 作者

沈海兵 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《新大陆-公司点评:支付全产业链布局业绩有望超预期，消费金融扬帆起航18年有望爆发》2017-03-08



## 投资要点

### 核心观点

公司将通过银行卡收单、消费金融以及商户服务平台三次业务升级，完成从设备商到运营商的转型。我们预测 2017 年银行卡收单业务有望贡献超过 2.5 亿利润，2018 年消费金融业务有望放量，商户服务平台将在 2019 年贡献利润。我们预计公司 2017-2018 年实现利润 6.0 亿、7.8 亿元，对应 2017 年 241 亿市值，上调目标价至 25.68 元/股，维持“买入”评级。

### 关键假设（乐观&悲观）

1. 假设公司行业应用软件开发及服务业务略有增长；
2. 房地产及物业收入基本持平；
3. 智能终端业务（包括 POS 终端和条码识别终端），在并购新大陆支付后，2016 年增长 40%；
4. 根据我们草根调研数据，银行卡收单业务所对应的小商户议价能力较弱，收单费率在 0.01%-0.15% 之间，我们预计公司 2016 年银行卡收单业务全年流水超过 2000 亿，2017 年全年产生 7000 亿流水；
5. 消费金融业务自 2018 年开始放量。

### 估值分析

我们按分业务估值法给予公司 2017 年 241 亿市值。考虑到消费金融业务放量，商户服务平台的盈利能力和平台效应，我们给予公司长期目标市值 300 亿

### 与市场预期差

银行卡收单业务有望超预期，消费金融爆发，成为平台运营型公司

### 股价催化剂

1. 银行卡收单业务业绩超预期
2. 消费金融业务在商户端推广符合预期
3. 外延扩张

### 公司简介

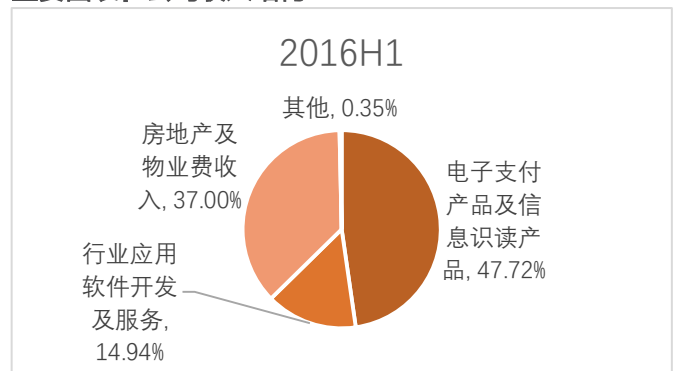
公司是国内第一大和全球第四大 POS 机供应商，也是国内最大的条码支付设备供应商。2014 年起，公司先后收购了北京亚太 75% 股权、智联天地 80% 股权、新大陆支付 30% 股权和国通星驿 100% 权益，形成了集支付终端销售、银行卡收单及商户运营维护服务于一体的电子支付完整产业链布局。

### 简要行业分析

银行卡收单行业：“96 费改”对于不合规收单机构的清洗，收单市场资源向牌照方集中，提高了银行卡收单相对于二维码支付的竞争力，带来市场体系内交易流水的提升；2015 年银行卡收单市场增长 30%，50.4 万亿市场规模，预计 2017 年将高速增长达到 70 万亿

消费金融行业：从政策层面看，利好消费金融，地域限制、参与主体、业务范围逐渐放宽，监管日渐完善规范化，小微和个人消费是消费金融的主要战场；消费金融市场进入井喷式发展阶段，预计 2017 年整体市场规模接近万亿；消费金融服务机构正在主动扩大资金来源，以满足不同的资金需求，尽可能的降低资金成本，2015 年消费金融公司的不良资产率为 2.85%，行业坏账率的整体提升，使得具备征信体系优势与风控系统优势的消费金融公司更强的盈利能力

### 重要图表：公司收入结构



### PE-Band

#### 新大陆历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

### PB-Band

#### 新大陆历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 新大陆：支付全产业链布局，从设备商向运营商转型升级</b> .....	<b>5</b>
1.1. 国内最大 POS 机供应商，完成电子支付产业链布局。.....	5
1.2. 第三方支付将超越智能终端成为公司最主要利润来源.....	7
<b>2. 第一阶段：银行卡收单市场高速增长，叠加份额提升，业务有望超预期</b> .....	<b>8</b>
2.1. 银行卡收单市场高速增长，线下收单受理环境完善.....	8
2.2. 收单业务向牌照资源方集中，费率改革提升交易流水.....	9
2.3. 收购国通星驿切入银行卡收单市场，业务表现有望超预期.....	11
2.3.1. 上市平台稀缺收单牌照，公司完成运营商转型第一阶段.....	11
2.3.2. 小微商户带来高盈利，有效营销策略提升市场份额.....	12
<b>3. 第二阶段：布局消费金融万亿市场，优势团队阵容期待业绩放量</b> .....	<b>13</b>
3.1. 多种政策利好消费金融，小微与个人消费是市场核心.....	13
3.2. 互联网消费金融万亿市场规模，资金成本与坏账率考验盈利能力.....	15
3.3. B/C 两端布局消费金融，团队优势凸显期待业绩放量.....	17
3.3.1. 二次业务升级布局消费金融，团队成核心竞争力.....	17
3.3.2. 消费金融从个人走向商户，2018 年放量增长.....	18
<b>4. 第三阶段：建设商户服务平台，外延扩张值得期待</b> .....	<b>19</b>
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>21</b>
5.1. 盈利预测.....	21
5.2. 估值.....	22
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 图表目录

图 1：公司近年发展历程.....	5
图 2：公司主要业务构成.....	5
图 3：公司主要子公司业务分布.....	6
图 4：公司从设备商转型为运营商的三次升级.....	6
图 5：公司营收保持快速增长.....	7
图 6：公司净利增长步入快车道.....	7
图 7：预计银行卡收单业务 2017 年收入占比达到 14%.....	7
图 8：预计银行卡收单业务 2017 年利润贡献占比达到 42%.....	7
图 9：公司盈利能力稳定.....	8
图 10：公司成本支出稳定.....	8
图 11：全国银行发卡量稳定增长.....	8
图 12：人均持有信息卡将进一步提高.....	8
图 13：联网 POS 机新增数量逐年递增.....	8
图 14：非现金支付金额 2015 增长近一倍.....	8
图 15：银行卡收单市场规模高速成长.....	9

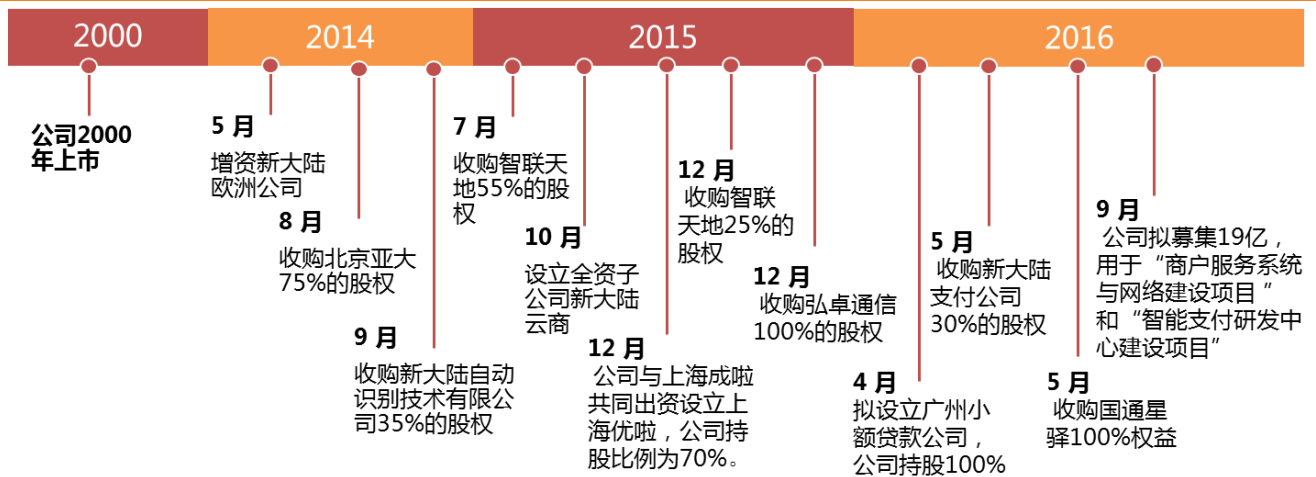
图 16: 公司收购国通星驿 100%权益 .....	11
图 17: 公司已完成运营商转型的第一阶段: 银行卡收单业务 .....	11
图 18: 国通星驿拥有深厚的客户资源 .....	13
图 19: 人民币信贷余额稳步增长 .....	15
图 20: 国内消费信贷稳步增长 .....	15
图 21: 2017 年其他类贷款占比将达到 12% .....	16
图 22: 消费金融公司数量持续增加 .....	16
图 23: 互联网消费金融 2017 年预计达到万亿市场规模 .....	16
图 24: 信用卡坏账率稳步降低 .....	17
图 25: 消费金融公司坏账率可控 .....	17
图 26: 公司消费金融布局 .....	17
图 27: 公司已进入转型运营商的第二阶段: 消费金融 .....	18
图 28: 公司即将进入转型到运营商第三阶段: 商户平台服务 .....	19
图 29: 商户服务平台将成为公司电子支付产业链整合的关键 .....	20
图 30: 公司外延布局猜想 .....	21
表 1: 96 费改后, 银行卡收单业务向牌照资源靠拢 .....	9
表 2: 收单费率调整致使行业市场化程度提升 .....	10
表 3: 上市公司背书的收单牌照统计 .....	12
表 4: 公司客户以 C、D 类为主, 盈利能力高 .....	12
表 5: 消费金融相关政策整理 .....	13
表 6: 消费金融分类特点 .....	14
表 7: 消费金融不同资金模式对应资金成本 .....	16
表 8: 公司消费金融业务的竞争优势 .....	19
表 9: 公司募投项目 .....	19
表 10: 公司项目投资 (单位: 万元) .....	20
表 11: 公司推广智能 POS 规划 .....	20
表 12: 分业务业绩预测 .....	21
表 13: 公司分业务估值 .....	23
表 14: 可比公司估值 .....	23

## 1. 新大陆：支付全产业链布局，从设备商向运营商转型升级

### 1.1. 国内最大 POS 机供应商，完成电子支付产业链布局。

**国内最大 POS 机供应商，完成电子支付产业链布局。**公司是国内第一大和全球第四大 POS 机供应商，也是国内最大的条码支付设备供应商。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% 股权和国通星驿 100% 权益，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。

图 1：公司近年发展历程

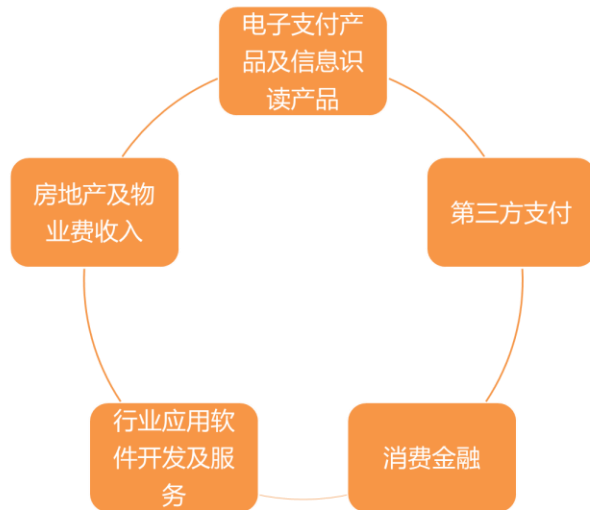


资料来源：公司公告，天风证券研究所

**五大核心业务，“银行卡收单” + “消费金融” 驱动公司利润增长。**在 2016 年 5 月，公司收购国通星驿后，形成电子支付产品及信息识读产品、银行卡收单、消费金融、传统行业信息化以及房地产五大主要业务收入来源。随着电子支付产业链布局的完成，银行卡收单与消费金融业务将成为公司未来利润的主要增长点。

电子支付产品及信息识读产品以智能终端为主，包括智能 POS 和条码支付设备；行业应用软件开发及服务包括移动通信支撑服务、交通信息化、食品溯源等；第三方支付对应国通星驿银行卡收单业务；房地产及物业收入是公司“新大陆壹号”房地产项目的销售；消费金融业务来自子公司广州网商小贷公司的金融服务。

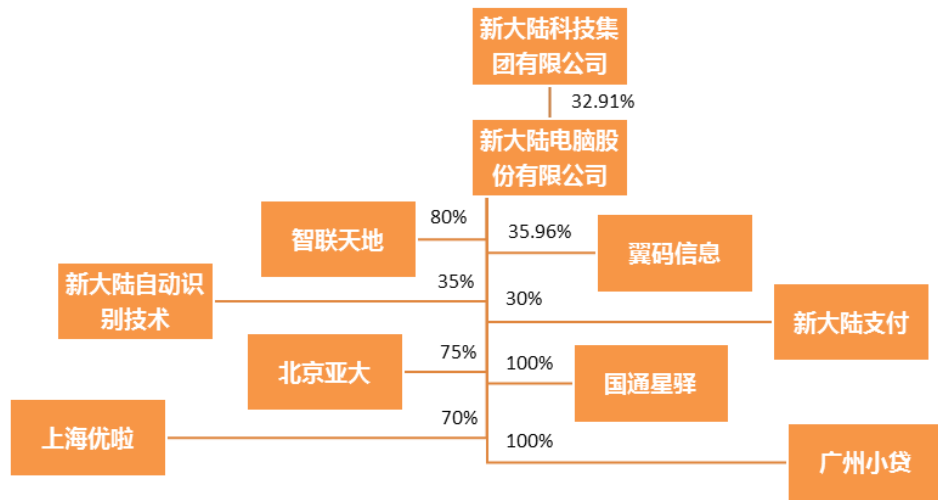
图 2：公司主要业务构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**电子支付全产业链布局，协同效应明显。**公司收购的国通星驿是国内拥有全国性银行卡收单业务牌照的 43 家第三方支付机构之一，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。公司子公司北京亚大主营业务是为金融企业及第三方支付机构提供维护及运营服务，具有丰富的电子支付业务维护及运营服务经验。公司参股公司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，具有丰富的商户增值服务平台开发与运营经验。

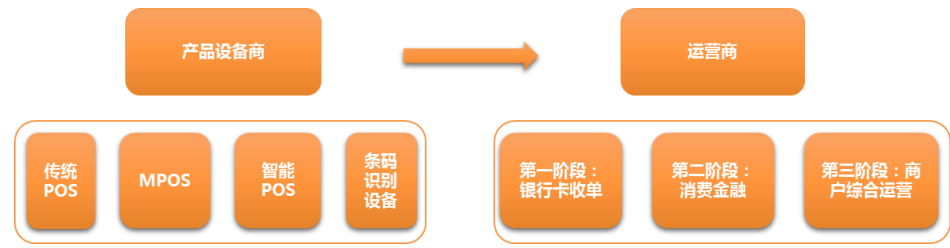
图 3：公司主要子公司业务分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**三次业务升级完成从设备商到运营商的转型。**公司通过银行卡收单、消费金融和商户综合运营三次业务升级，完成了从设备商到运营商的转型。公司未来将通过内部资源整合和外部并购扩张两条路径，逐步实现从硬件设备提供商到系统方案提供商，从业务运营合作方到数据运营合作方的角色转换，寻求更大的发展空间。

图 4：公司从设备商转型为运营商的三次升级

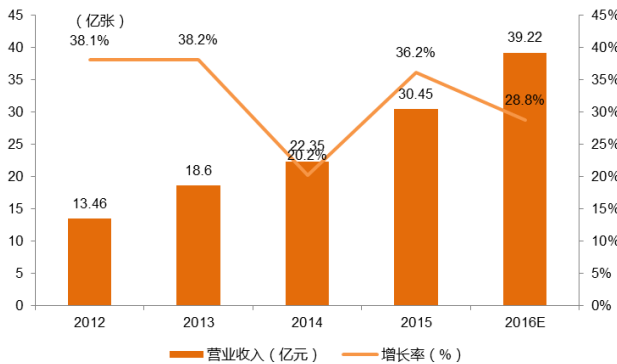


资料来源：天风证券研究所

## 1.2. 第三方支付将超越智能终端成为公司最主要利润来源

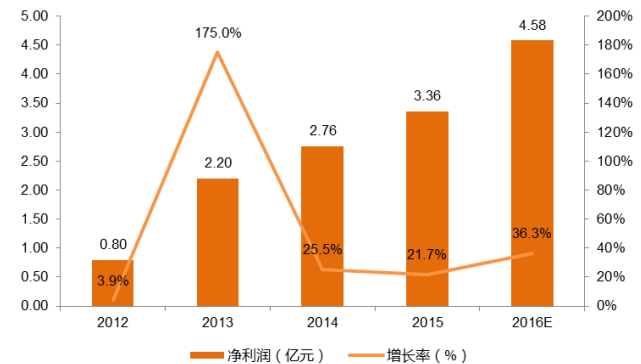
银行卡收单与消费金融业务的加入，推动净利增长步入快车道。公司 2015 年实现 30.45 亿元的营收，同比增长 30.45%，实现净利 3.36 亿元，同比增长 21.7%。近几年来公司的营收与净利增长均大于 20%，远超过行业平均。我们预测，随着银行卡收单与消费金融业务的加入，考虑到行业的高成长性，公司的净利润将步入增长的快车道。

图 5：公司营收保持快速增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

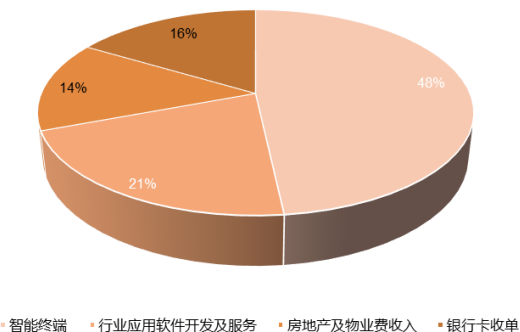
图 6：公司净利增长步入快车道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

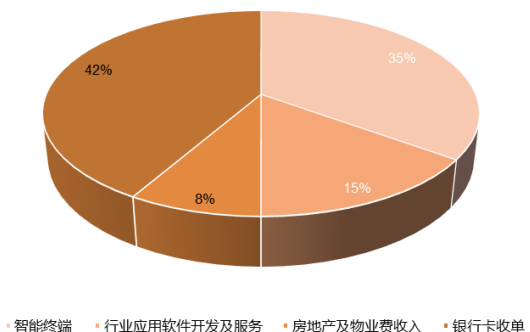
我们预测 2017 年银行卡收单业务高速增长，将成为公司主要利润来源。我们预测 2017 年银行卡收单业务将产生 7000 亿的流水，在公司的总体收入规模中占比达到 14%，对利润贡献的占比达到 42%，成为公司的主要利润来源。

图 7：预计银行卡收单业务 2017 年收入占比达到 14%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：预计银行卡收单业务 2017 年利润贡献占比达到 42%

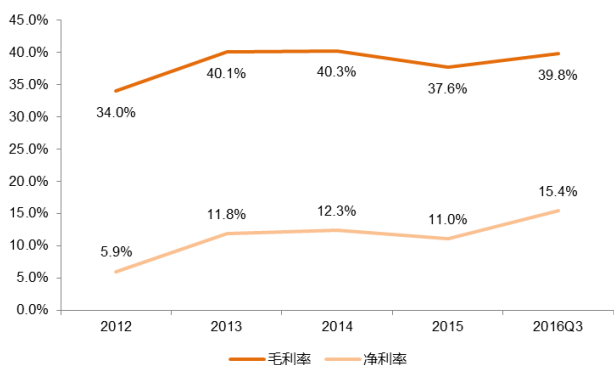


资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司盈利能力稳定，银行卡收单业务将进一步提高公司利润率。公司 2016 年三季度毛利率为 39.8%，净利率为 15.4%，自 2013 年以来公司的毛利率和净利率都保持在相对稳定的状态；2016 年三季度公司管理费用率为 12.9%，销售费用率为 4.5%，公司的管理费用率近

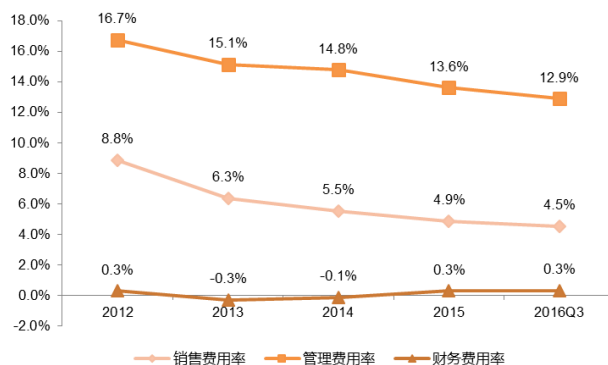
年来稳中有降，销售费用率保持在 5%左右，公司盈利能力稳定。随着高利润率的银行卡收单业务规模高速增长，公司总体利润率将得到提高。

图 9：公司盈利能力稳定



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司成本支出稳定



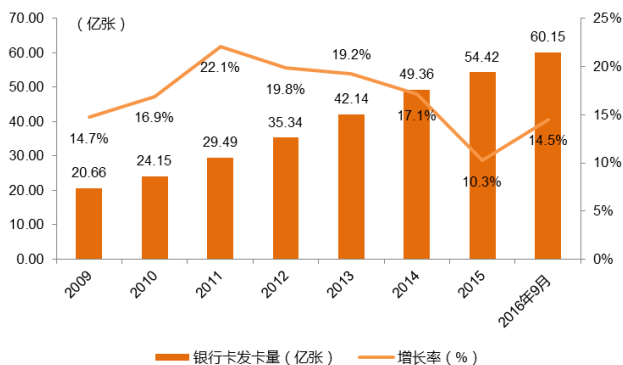
资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 第一阶段：银行卡收单市场高速增长，叠加份额提升，业务有望超预期

### 2.1. 银行卡收单市场高速增长，线下收单受理环境完善

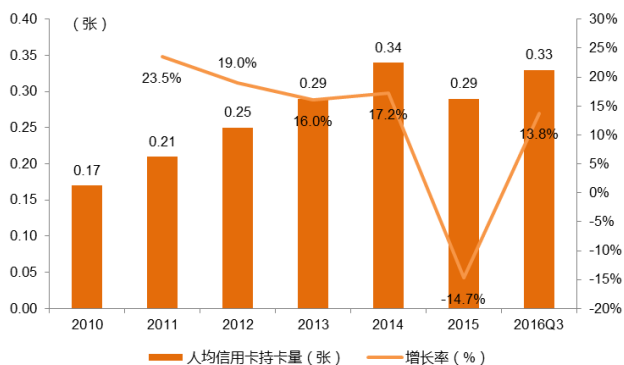
**银行发卡量稳定增长。**截至 2016 年 9 月份，全国银行卡在用发卡数量 60.15 亿张，同比增长 14.5%，人均持有信用卡 0.33 张，同比增加 13.8%。随着近几年各家支付企业均推出手续费较低的消费信贷业务，降低用户对信用卡的使用黏性，但随着 90 后的大军逐渐成为社会消费主力，势必会带动信用消费及信用卡行业进一步发展。

图 11：全国银行卡发卡量稳定增长



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

图 12：人均持有信用卡将进一步提高



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

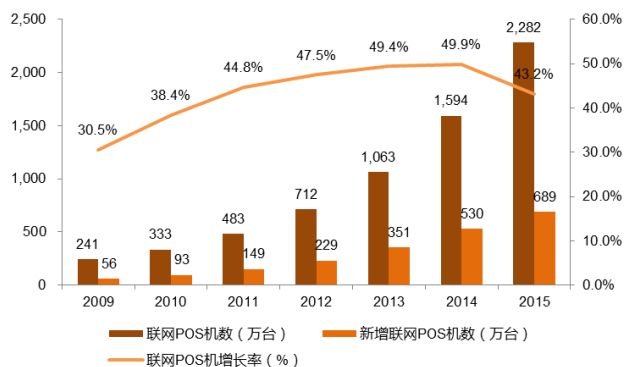
**线下收单受理环境逐渐完善。**截至 2015 年末，中国银联银行卡跨行交易清算系统联网商户 1,670.00 万户、联网 POS 超过 2,280.10 万台，同比 2014 年分别增加 466.60 万户、688.60 万台。每台 POS 机具对应的银行卡数量为 238 张，同比下降 23.23%。

**非现金支付金额暴增。**2015 年移动支付的交易规模暴涨，带动非现金支付的交易规模增长近一倍。移动支付的交易规模暴涨主要因为其在线下的场景极为丰富，涵盖了生活中的衣食住行各方面，国内消费者追求方便快捷的服务，习惯了在外出时只携带手机，使用扫码、NFC 等方式支付。POS 终端进行功能整合也带来了传统 POS 的替换需求。

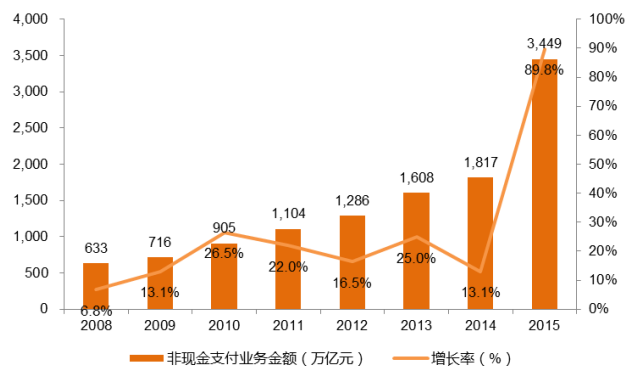
图 13：联网 POS 机新增数量逐年递增

图 14：非现金支付金额 2015 年增长近一倍





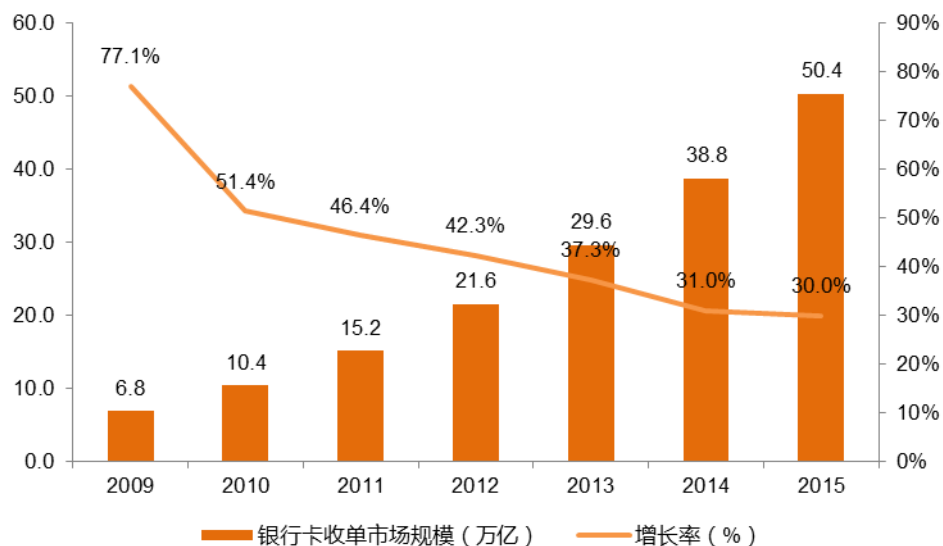
资料来源：中国人民银行，天风证券研究所



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

**银行卡收单市场规模高速增长。**《中国支付清算行业运行报告 2016》公布的数据显示，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，同比增长 30%。排名前十位的收单机构收单交易额占收单总额的 67.72%。

图 15：银行卡收单市场规模高速增长



资料来源：中国支付清算协会，天风证券研究所

## 2.2. 收单业务向牌照资源方集中，费率改革提升交易流水

**96 费改后，银行卡收单市场向牌照资源方集中。**“96 费改”后，非持牌收单企业不再能进行收单业务，甚至吊销了两家不规范的金融公司，监管市场日渐规范，同时降低发卡行服务费费率水平；降低网络服务费费率水平；收单环节服务费实行市场调节价。

表 1：96 费改后，银行卡收单业务向牌照资源方靠拢

时间	重大事件	内容
2002 年	从事全国性银行卡收单专业服务机构——银联，正式成立	标志着我国自主银行卡联合组织的诞生，掌控了中心城市的收单业务，扩大本币收单的影响。
2003 年	央行同意银行卡跨行交易收益办法，出台“126 号文”	确定 7 : 1 : X 分润比例，放开收单机构，针对商户类别做差别定价

2010年	央行颁布了《非金融机构支付服务管理办法》，即“2号令”	开放了收单市场，承认了非金融机构在支付领域的合法地位，并对非金融机构从事收单业务实行牌照管理。
2013年7月	央行 《银行卡收单管理办法》	新增对“银行卡清算机构”的定义，并取消了商户对应收单机构家数的限制。
2014年3月19日	央行 《手机支付业务发展指导意见》	对于部分支付机构通过手机二维码将支付账户或其关联银行账户用于实体特约商户现场交易的情形，央行给予一定观察期，暂时不在管理制度中承认其合法性；同时鼓励商业银行拓展 NFC 手机进场支付应用。
2014年4月17日	银监会和央行 《关于加强商业银行与第三方支付机构合作业务管理的通知》	严格规范了银行在第三方支付合作时，需要加强第三方支付的支付安全、身份验证、支付限额以及数据共享等问题。
2015年1月13日	央行 《关于推动移动金融技术创新健康发展的指导意见》	指导商业银行和银行卡清算机构积极落实国家网络安全和信息技术安全有关政策
2015年6月1日	国务院 《关于实施银行卡清算机构准入管理的决定》	符合要求的机构可申请“银行卡清算业务许可证”，在中国境内从事银行卡清算
2016年2月、4月	央行 《非银行支付机构分类评级管理办法》	将支付机构评分等级分为 A, A-, B, B-, C 五个等级，等级越高的支付机构旗下的用户账户使用的权限和额度越大。
2016年7月1日	央行 《非银行支付机构网络支付业务管理办法》	管理办法内容主要由两部分组成，支付账户分类以及不得为支付机构开立账户
2016年8月	银联业管会 《银联卡受理终端业务准入管理规则》	明确了收单机构负责终端审核、布放及日常管理和维护的责任，须确保终端符合相关业务、技术及风险管理要求
2016年9月6日	国家发展改革委、中国人民银行 《完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》	降低发卡行服务费费率水平；降低网络服务费费率水平；收单环节服务费实行市场调节价
2016年11月9日	央行 《中国金融移动支付标记化技术规范》（JR/T 0149-2016）	提出了支付标记化技术的基本架构，规定了应用支付标记化技术的系统接口、安全、风险控制等要求
2017年4月17日	央行 《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	支付机构应将客户备付金按照一定比例缴存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息

资料来源：中国人民银行，银监会，天风证券研究所

**市场化的收单费率，提高银行卡收单对商户的吸引力以及体系内交易流水的提升。**此前在发卡行-收单机构-银联的“7-2-1”分成的交易体系中，商户交易手续费费率为 0.38%-1.25%，其中，餐饮类执行 1.25%的最高费率，一般类商户(百货)为 0.78%，民生类执行 0.38%。费率市场化后，刷卡支付的费率已和支付宝等二维码支付相当。小微商户通过支付宝收单的手续费率为 0.6%，即用户在线下商户通过支付宝实现快捷支付，商户需要给支付宝 0.6%的手续费，其中，支付宝需要给发卡行支付 0.3%-0.5%的费率。线下商户的刷卡支付（含 NFC）和支付宝、微信的扫码支付一直属于竞争关系，此次手续费下调后，刷卡支付的费率已和支付宝相当，有利于银行卡收单市场对商户的吸引力以及体系内交易流水的提升。

**银行卡收单市场集中提高，考验第三方收单企业增值服务能力。**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,将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。长期看，银行卡收单手续费改革将使整个行业市场化程度进一步提高，行业集中度进一步提升。如何通过拓展增值服务提高收益将成为每个第三方收单企业必须考虑的问题。

表 2：收单费率调整致使行业市场化程度提升

类别	费率类别	收费区间		不同行业
		借记卡	贷记卡	
调整前	发卡机构	1.70%		政府根据商户行业进行管控
	清算机构	0.10%		
	收单机构	0.20%		
调整后	发卡机构	不高于 0.35%，封顶不高于 13 元	不高于 0.45%，上不封顶	各行业收单费率将趋于一致由市场定价
	清算机构	0.03%		
	收单机构	与商户自主协商		

资料来源：中国人民银行，天风证券研究所整理

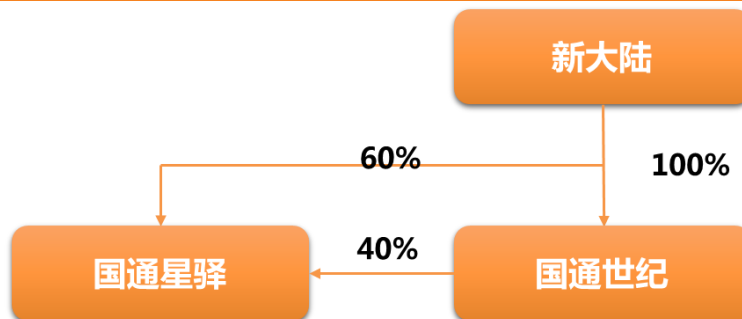
## 2.3. 收购国通星驿切入银行卡收单市场，业务表现有望超预期

### 2.3.1. 上市平台稀缺收单牌照，公司完成运营商转型第一阶段

公司收购国通星驿 100% 权益，切入银行卡收单市场。2016 年 5 月 26 日，公司签订《股权转让协议》，以自有资金 4.08 亿元人民币收购国通星驿 60% 股权；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% 的股权，本次收购完成后，公司直接和间接合计持有国通星驿 100% 权益。

国通星驿承诺的 2016 年税后净利润不低于 5,000 万元，2016 年度、2017 年度两年经审计的税后累计净利润不低于 1.1 亿元。

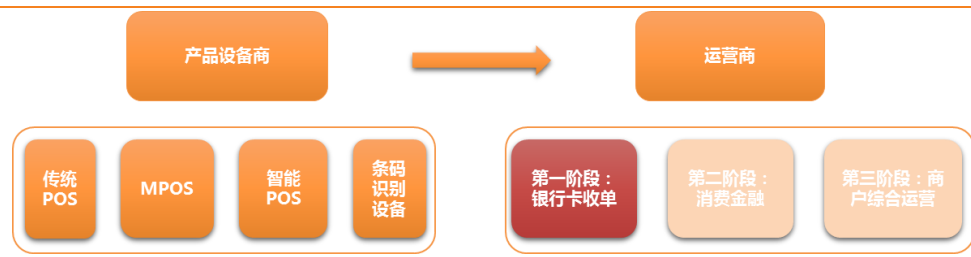
图 16：公司收购国通星驿 100% 权益



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司切入银行卡收单业务，完成从设备商到运营商转型的第一阶段。新大陆是国内最大的 POS 机供应商，同时也是国内最大的条码支付设备供应商。通过收购国通星驿，公司切入盈利能力强、发展前景广阔的第三方支付业务，有望加速实现从硬件设备提供商到数据运营服务商的角色转变。

图 17：公司已完成运营商转型的第一阶段：银行卡收单业务



资料来源：天风证券研究所

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，福建省唯一收单公司。公司主营业务为向商户提供银行卡收单和其他增值业务。中国人民银行从 2015 年起明显放缓了新牌照的发放速度，同时审批程序日趋严格，牌照资源稀缺，银行卡收单市场势必向牌照资源靠拢。

公司是收单业务牌照中稀缺的上市公司背书标的。上市公司中拥有全国性收单业务支付牌照中仅有的 3 家公司之一，在上市公司的平台效应下，收单业务将与上市公司所拥有的场景深度绑定，发挥协同效应，提高市场影响力。

表 3：上市公司背书的收单牌照统计

上市公司	收单公司	拥有牌照
新大陆	国通星驿	银行卡收单
腾邦国际	腾付通	银行卡收单、互联网支付、移动电话支付
海立美达	联动优势	银行卡收单、互联网支付、移动电话支付

资料来源：公司公告，天风证券研究所整理

### 2.3.2. 小微商户带来高盈利，有效营销策略提升市场份额

国通星驿客户以小微商户为主，对于收单费率议价权弱，盈利能力较高。经过我们的产业调研，线下收单行业的商户可以分为四类：A 类以酒店、大型连锁为主，A 类商户对于银行卡收单费率的议价能力很强，费率市场化后，A 类商户相较以前费率有所降低；B 类商户以中型连锁为主，费率也有一定程度的降低；C 类商户的年交易额在 100w -200w 之间；D 类商户的年交易额在 100w 以下，C、D 类商户由于议价能力较弱，对于收单费率的变化相对不敏感。

市场化的收单费率，将提高了银行卡收单对小微商户的渗透率以及体系内交易流水的总体提升。费率市场化后，刷卡支付的费率已和支付宝等二维码支付相当。小微商户通过支付宝收单的手续费率为 0.6%，线下商户的刷卡支付（含 NFC）和支付宝、微信的扫码支付一直属于竞争关系，此次手续费下调后，刷卡支付的费率已和支付宝相当，有利于银行卡收单业务提高对小微商户的渗透率，这将带来体系内交易流水的提升。

公司的客户以 C、D 商户为主，一方面相较于 A、B 类企业，收单费率更高；另一方面，C、D 类商户的客户基础更大，渗透率也较低，有更大潜在市场有待推广。

表 4：公司客户以 C、D 类为主，盈利能力高

商户类型	描述	市场现状
A 类	以酒店、大型连锁为主	费率的议价能力很强，收单市场已基本完全覆盖
B 类	以中型连锁为主	费率的议价能力较强，收单市场已基本完全覆盖
C 类	年交易额在 100w -200w 之间	对于费率变化相对不敏感，市场未完全覆盖
D 类	年交易额在 100w 以下	对于费率变化相对不敏感，客户基础大，收单业务渗透率较低

资料来源：草根调研，天风证券研究所

国通星驿的市场渠道以第三方代理商为主，结合已积累的大量客户资源基础，市场份额将有显著提升。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。同时公司以良好的平台效应集聚了市场规范优质的第三方代理商团队，公司签约的代理商团队有一定的行业背景，品行良好。代理商直接与公司总部签订代理协议，以完善的销售激励政策向线下商户拓展，杜绝了“二清”公司的情况，防范业务风险。

图 18：国通星驿拥有深厚的客户资源



资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们认为国通星驿的业绩表现有望超预期：

- (1) 假设“96 费改后”，国内银行卡收单市场总体规模提升，保持接近 30%的年均增速，2017 年达到 70 万亿的市场规模，收单政策环境不变，银行卡收单业务还将保持在收单行业的竞争优势；
- (2) 根据我们草根调研数据，公司银行卡收单业务所对应的小商户议价能力较弱，收单费率在 0.01%-0.15%之间；
- (3) 公司 2015 年的市场份额在 0.24%左右，考虑市场规范对持牌机构有利，上市公司背书增强公司品牌效应，我们预计公司第三方代理团队市场推广顺利，国通星驿 2017 年的市场占有率将进一步提高。

我们预测，公司 2016 年全年产生流水超过 2000 亿，2017 年在 70 万亿的收单市场规模上，市场占有率通过第三方渠道的迅速扩张达到 1%，即 7000 亿的流水。

### 3. 第二阶段：布局消费金融万亿市场，优势团队阵容期待业绩放量

#### 3.1. 多种政策利好消费金融，小微与个人消费是市场核心

多重政策利好，地域限制、参与主体、业务范围逐渐放宽，监管日渐完善规范化。我们将消费金融政策分为三类，分别是地域限制逐渐放开，参与主体限制放开、业务拓展支持范围加大以及逐步加强监管与规范化。根据《政府工作报告》，2017 年消费金融的政策主旋律将是对于小微企业融资消费金融市场的加大渗透。

表 5：消费金融相关政策整理

分类	时间	政策	颁布单位	内容
地域限制逐渐放开	2009.8.13	《消费金融公司试点管理办法》	银监会	首次成立 4 家消费金融公司，并设立成立条件

	2013.11.14	《消费金融公司试点管理办法》	银监会	试点公司扩充到 16 家：新增沈阳、南京、杭州、合肥、泉州、武汉、广州、重庆、西安、青岛等 10 个城市。此外，合格的香港和澳门金融机构可在广东（含深圳）试点设立。
	2014.1.1	修订《消费金融公司试点管理办法》	银监会	放开限制条件，试点城市进一步扩大
	2015.11	《关于积极发挥新消费引领作用加快培育形成新供给新动力的指导意见》	国务院	将消费金融试点范围推广至全国
参与主体 限制放开、 业务拓展	2015.06	国务院常务会议决定	国务院	鼓励符合条件的民间资本、国内外银行业机构和互联网企业发起设立消费金融公司
	2015.12.31	《推进普惠金融发展规划（2016-2020 年）》	国务院	鼓励大型银行加快建设小微企业专营机构；鼓励银行机构和非银行支付机构面向农村地区提供安全、可靠的网上支付、手机支付等服务等
	2016.03.24	《关于加大对新消费领域金融支持的指导意见》	央行、银监会	加快推进消费信贷管理模式和产品创新，加大对新消费重点领域的金融支持（家政养老、智能终端、绿色消费、旅游休闲消费、教育文化、农村消费）
逐步加强 监管与规 范化	2015.7.18	《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》	人民 银行 等 十 部门	坚持以市场为导向发展互联网金融，信息披露、风险提示和合格投资者制度，消费者权益保护，网络与信息安 全，反洗钱和防范金融犯罪，加强互联网金融行业自律以及监管协调与数据统计监测等方面提出了具体要求。
	2015.11	《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》	国务院	规范和引导金融机构提供金融产品和服务的行为，构建公平、公正的市场环境，加强金融消费者权益保护工作
	2016.04	《关于加强校园不良网络借贷风险防范和教育引导工作的通知》	银 监 会 联 合 教 育 部	加大不良网络借贷监管力度，建立校园不良网络借贷日常监测机制
	2017.02.22	《网络借贷资金存管业务指引》	银监会	明确了由商业银行独立开展资金存管的业务模式，标志着平台投资人资金流向透明化、明确化将会得到重大的提高。
	2017.03.05	政府工作报告		鼓励大中型商业银行设立普惠金融事业部，国有大型银行要率先做到，实行差别化考核评价办法和支持政策，有效缓解中小微企业融资难、融资贵问题。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所整理

**多方发力，角逐市场。**截至 2016 年 12 月 31 日，市场上存在 300 多家消费金融公司，仅有 21 家消费金融公司获得了牌照。多数持牌机构的股东有银行背景；例如苏宁、海尔等非银行系消费金融公司为少数。而互联网分期消费平台依托电商平台、产业集团、互联网消费金融公司，其并未获得消费金融公司的营业许可，但从事同质业务，例如京东白条、蚂蚁花呗等规模较大的消费金融平台；还有一类参与者是 P2P 以及小贷公司，都是为不能够在银行和传统金融机构贷款的个人或者是中小企业提供小额贷款资金，征信方面风险相对较大。

表 6：消费金融分类特点

分类	特点	代表企业
----	----	------

商业银行	主要提供房贷、车贷	四大行等
消费金融公司	银监会批准成立,拥有消费金融合法牌照,属于非银行金融机构; <b>资金来源:</b> 不能吸储,可通过发金融债、同业拆借获得资金来开展业务; <b>业务开展:</b> 向借款人发放的消费贷款不得用于购买房屋和汽车为目的,单个用户的最高贷款余额不超过 20 万元;可以连接央行征信系统	如中银消费金融、兴业消费金融、海尔消费金融等
互联网分期消费平台	依托电商平台、产业集团、互联网消费金融公司,其并未获得消费金融公司的营业许可,但从事同质业务; 电商平台真实的交易场景是发展消费分期业务的天然优势,用户消费行为明确,降低了恶意套现的概率和坏账率;征信方面,不能连接央行征信系统; 专注垂直领域:校园分期;旅游;租房、装修等。	京东、奥马电器、二三四五等。  电商系:蚂蚁花呗和京东白条  分期乐、趣分期,前者获得了京东投资,后者拿了蚂蚁金服的投资。
P2P、小贷公司和线下贷款中介公司	属于民间借贷,都是为不能够在银行和传统金融机构贷款的个人或者是中小企业提供小额贷款资金。	

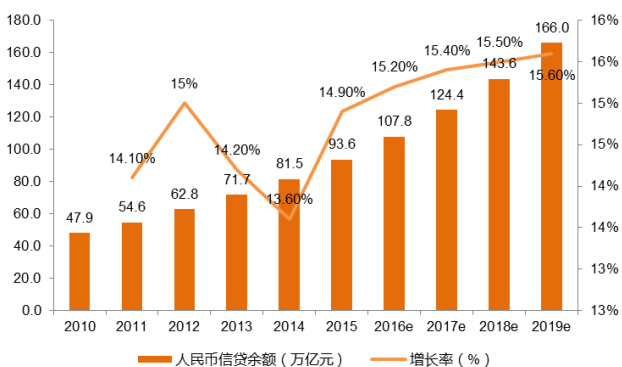
资料来源:网贷之家,天风证券研究所

**消费是未来信贷主要动力来源。**截止 2015 年年底,中国整体信贷余额达到 94.0 万亿元人民币。其中,个人信贷占比 28.8%,余额达到 27.0 万亿人民币。个人消费信贷占个人信贷比例为 70.1%,余额为 19.0 万亿,仅占中国整体信贷余额 20.2%。

中国消费信贷规模在未来依然仍将维持 20%以上的快速增长趋势,预计 2019 年将达到 41.1 万亿,是 2010 年的 5 倍以上。消费拉动经济增长的趋势将持续显现。

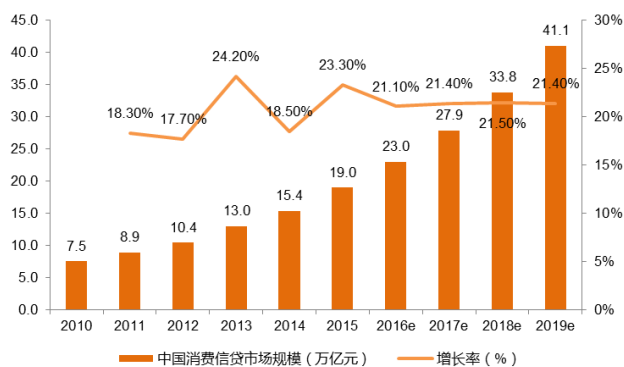
**小微与个人消费为核心市场。**中国信贷市场发展存在不均衡现象。一方面在于小微企业融资难的现状依然在持续,传统金融机构的业务形式无法满足所有小微企业的融资发展需求;另外一方面,由于中国个人信用体系的不健全,传统金融机构无法充分满足个人消费信贷需求。

图 19: 人民币信贷余额稳步增长



资料来源:艾瑞咨询,天风证券研究所

图 20: 国内消费信贷稳步增长

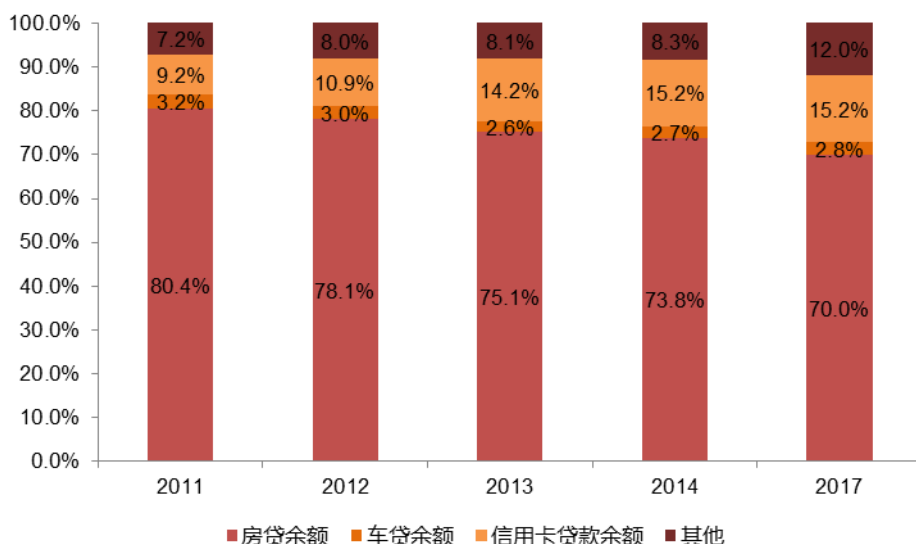


资料来源:艾瑞咨询,天风证券研究所

### 3.2. 互联网消费金融万亿市场规模, 资金成本与坏账率考验盈利能力

**其他普惠类消费贷款比重逐渐增大。**从 2013 年至今,中国消费信贷领域住房贷款占比始终维持在 75%左右,是中国消费信贷的绝对主力,其次是车贷和信用卡余额贷款,未来非房产或购车类的消费信贷会有更大的增长潜力。随着消费结构的变化、消费升级的加快,其他普惠类消费贷款比重逐渐增大,预计 2017 年,其他消费类贷款占比将达到 12%。

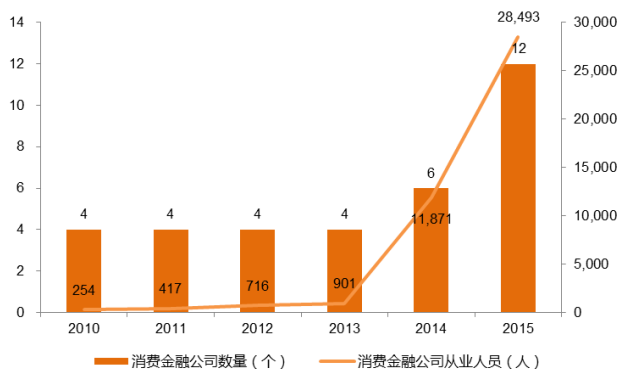
图 21：2017 年其他类贷款占比将达到 12%



资料来源：网贷之家，天风证券研究所

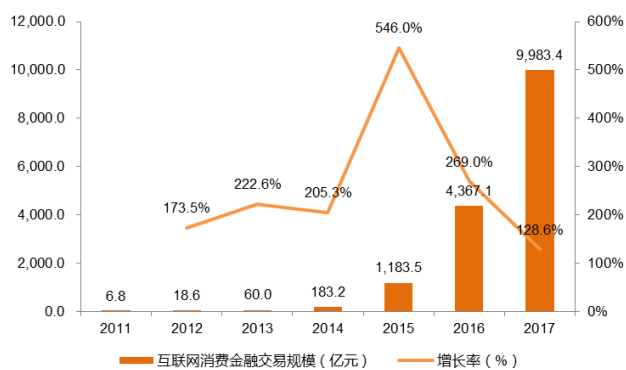
**互联网消费金融 2017 年或达到万亿市场规模。**2013-2014 年，中国互联网消费金融市场正处于发展的起步阶段，进入 2015 年，政策试点扩大范围、央行开放征信牌照、从互联网巨头到新兴创业公司都开始布局消费金融。市场也延续过去两年的强进增长势头下，开始井喷式发展。2013 年，中国互联网消费金融市场交易规模仅为 60.0 亿元，2014 年交易规模则突破 183.2 亿元，增速超过 200%，预计 2017 年整体市场规模接近万亿。

图 22：消费金融公司数量持续增加



资料来源：银监会，天风证券研究所

图 23：互联网消费金融 2017 年预计达到万亿市场规模



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

**消费金融服务机构正在主动扩大融资来源，以满足不同的资金需求。**消费金融公司的融资渠道分为四类，分别是自有资金、银行信贷、P2P 投资人、同业拆借以及资产证券化 ABS。

几种资金来源也各有优劣。比如，自有资金虽然没有资金成本，但是资金来源非常有限；P2P 资金更为灵活，但是利率较高，目前普遍的资金成本在 10.25%；而银行信贷资金的成本较低，但是体量大，需要平台自己消化；ABS 的利率甚至低于银行信贷，但是需要一定规模的资产，同时对债权有较长的周期性要求。

不同的消费金融服务机构，其融资渠道也各不相同。比如，银行系机构的资金主要来源银行存款，互联网系机构的资金来源多样，包括自有资金、银行信贷以及 ABS。消费金融服务机构正在主动扩大融资来源，以满足不同的资金需求。

表 7：消费金融不同资金模式对应资金成本

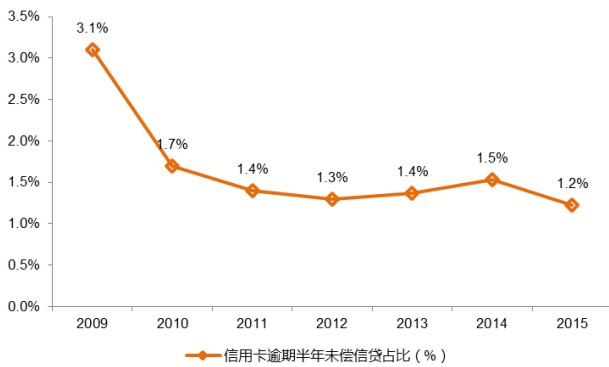


消费信贷资金模式	资金成本	资金来源
自有资金	无风险收益率	非常有限
银行信贷	6%-10%	委托业务
P2P	10.25%	P2P 投资者
同业拆借	2%-3%	同业资金
资产证券化 ABS	3.6%-5%	场内 ABS、场外 ABS

资料来源：网贷之家，天风证券研究所

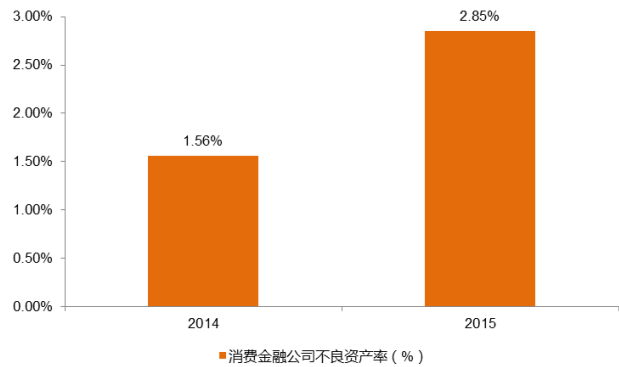
伴随消费贷款业务的增长，坏账率整体将呈现提升的趋势，而具备征信体系优势与风控系统优势的消费金融公司能够更加有效控制坏账率的增长。一方面，由于消费金融定位人群为中低收入人群，且利率相对贷款利率显著较高，出违约概率相对较高。另一方面，大量消费金融业务高度依赖非全面的人行征信系统及打分卡等内嵌模型的批量自动审批机制，容易发生客户违约，且非银行系消费金融公司在催收流程和贷款追缴等工作缺乏经验，从而容易造成坏账。2015 年消费金融公司的不良资产率为 2.85%，预计 2016 年相较 2015 年还将上升，具有征信体系优势与风控系统优势的消费金融公司将拥有更强的盈利能力。

图 24：信用卡坏账率稳步降低



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

图 25：消费金融公司坏账率可控



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3. B\C 两端布局消费金融，团队优势凸显期待业绩放量

#### 3.3.1. 二次业务升级布局消费金融，团队成核心竞争力

2016 年 11 月 25 日公司公告，与兴业消费金融签订了《战略合作框架协议》。合作主要方向：(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，依托乙方支付领域的大数据优势，借助甲方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。

2016 年 4 月 7 日公司公告，公司收到广州市越秀区金融局通知，同意公司网商小贷公司，网商小贷将依托互联网面向广大中小微企业、商户、个人等提供融资等服务。

图 26：公司消费金融布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司布局消费金融业务，已进入从设备商到运营商转型的第二阶段。公司 2017 年已展开消费金融业务，公司的运营商角色获得从“POS 终端+银行卡收单”到“智能 POS+银行卡收单+消费金融”的升级。一方面，第一阶段深厚的客户资源，客户交易数据，都为消费金融业务提供的支持；另一方面，消费金融业务也将丰富服务的维度，增加客户的粘性，反哺智能 POS 终端推广和银行卡收单业务。

图 27：公司已进入转型运营商的第二阶段：消费金融



资料来源：天风证券研究所

团队成为消费金融的核心竞争优势：根据我们草根调研，公司消费金融团队具有丰富的行业经验，曾成功运营多种消费金融产品，在市场渠道推广、大数据风控以及坏账率控制上都有十分成功的项目经验。

### 3.3.2. 消费金融从个人走向商户，2018 年放量增长

公司现阶段以 C 端客户为主，以个人无抵押贷款的业务模式，消费金融团队获客经验丰富、风险控制能力突出，以个人无抵押贷款的业务模式，平均贷款额 10W，覆盖信用卡额度不满足需求的客户，贷款期限在一年以上，单客利润高，相对线下随访有效风控，竞争优势显著。

消费金融业务从个人走向商户。通过智能 POS 的推广与原有银行卡收单、POS 机的线下商户客户渠道，为商户提供消费金融服务，客户粘性大；消费金融公司的征信体系结合商户营业流水数据，数据维度丰富、结构化高易于分析，有利于大数据风控管理，结合线下客户随访服务，坏账率控制有效。

我们预计，公司消费金融业务经过 2017 年的资源积累，在 2018 年放量成为公司又一利润增长点。

总体来说，公司消费金融业务有三大竞争优势：

(1) 在资金成本上，2016 年三季度资产负债表上货币资金为 6.97 亿元，广州网商小贷公司注册资本为 1.5 亿，自有资金充足。同时公司有一定额度的银行授信，也可以与消费金

融公司开展资产证券化 ABS。多样化的资金渠道，使得公司资金成本可控，能满足多种资金需求；

(2) 在获客渠道上，公司团队一方面提供个人无抵押贷款，平均贷款额 10W，覆盖信用卡额度不满足需求的客户；另一方面通过智能 POS 的推广与原有银行卡收单、POS 机的线下商户客户渠道，为商户提供消费金融服务，客户粘性大；

(3) 在坏账控制上，大数据风控管理结合线下客户随访服务，有效地控制坏账率。

表 8：公司消费金融业务的竞争优势

优势	具体内容
资金成本优势	6.97 亿元货币资金（2016 年三季报）；网商小贷 1.5 亿注册资本；银行授信；资产证券化 ABS
获客渠道优势	To C 上，以个人无抵押贷款的模式，覆盖信用卡额度不满足需求的客户，贷款期限在一年以上 To B 上，通过智能 POS 的推广与原有银行卡收单、POS 机的线下商户客户渠道，为商户提供消费金融服务，客户粘性大
坏账控制优势	消费金融公司的征信体系和商户的营业流水数据，数据维度较为丰富且结构化高易于分析，大数据风控有效，结合线下客户随访服务，将有效地控制坏账率。

资料来源：天风证券研究所

#### 4. 第三阶段：建设商户服务平台，外延扩张值得期待

**非公开发行募资建设商户服务平台：**公司 2016 年 9 月 10 日公告非公开发行预案，公司拟以 18.10 元/股的价格非公开发行募集资金 15.79 亿元，用于投资“商户服务系统与网络建设项目”、“智能支付研发中心建设项目”。

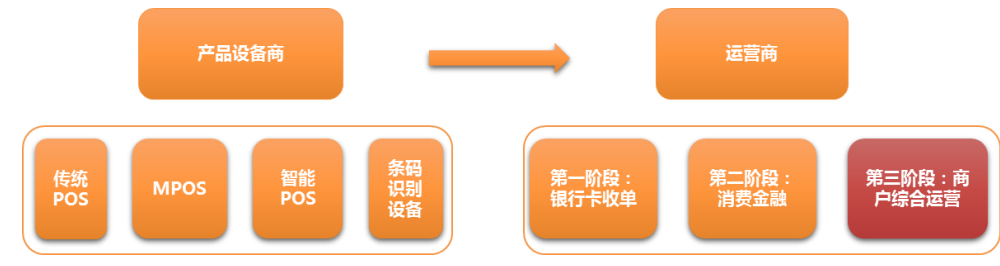
表 9：公司募投项目

项目名称	预计总投资额（万元）	募集资金拟投资额（万元）	建设周期（月）
商户服务系统与网络建设项目	176603.95	155160.55	36
智能支付研发中心建设项目	15305.38	2702.38	24

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**公司将通过商户服务平台进入转型运营商的第三阶段：**公司将利用本次募集资金扩大商户服务覆盖的深度和广度，逐步实现战略升级。首先，公司将通过自建营销渠道和委托专业外包服务机构的方式，铺设集合线上线下多种支付方式的智能电子支付终端，搭载“星驿付收单系统”；其次，公司可以通过综合支付服务获得大量的交易数据和消费者行为数据，进而有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；最后，公司通过募投项目新获得大量的签约商户资源及其信息流、资金流和物流数据，这些数据可与国通星驿、智联天地、北京亚大、翼码科技等公司数据和行业资源进行进一步整合，为公司未来开展商业数据分析业务提供用户基础和大数据资源。

图 28：公司即将进入转型到运营商第三阶段：商户平台服务



资料来源：天风证券研究所

我们认为，商户服务平台将成为公司电子支付产业链整合的关键，实现银行卡收单和消费金融等业务协同的乘数效应。商户连接智能 POS，搭载“星驿付收单系统”，成熟的银行卡收单业务模式为公司保障收入来源，通过商户服务平台为综合支付、消费金融等增值服务及 IT 服务管理在内的平台服务。

图 29：商户服务平台将成为公司电子支付产业链整合的关键



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司智能 POS 终端的硬件成本和营销渠道的建设将产生一定成本，投入将在一定程度上影响 2017 年的损益，平台业务将在 2019 年实现盈利。在商户服务系统与网络建设项目中，公司计划在未来 36 个月铺设 216 万台智能 POS 终端，力争实现新增 162 万商户的拓展目标，商户服务平台具有开放能力的云服务平台，包括综合支付、增值服务及 IT 服务管理在内的平台服务。

表 10：公司项目投资（单位：万元）

项目	第 1 年	第 2 年	第 3 年	投资金额
POS 终端投入	25704.00	36158.40	44796.36	106658.76
商户服务平台建设	17325.40	11940.10	10797.00	40062.50
营销渠道建设	8869.58	9390.50	11622.60	29882.69

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 11：公司推广智能 POS 规划

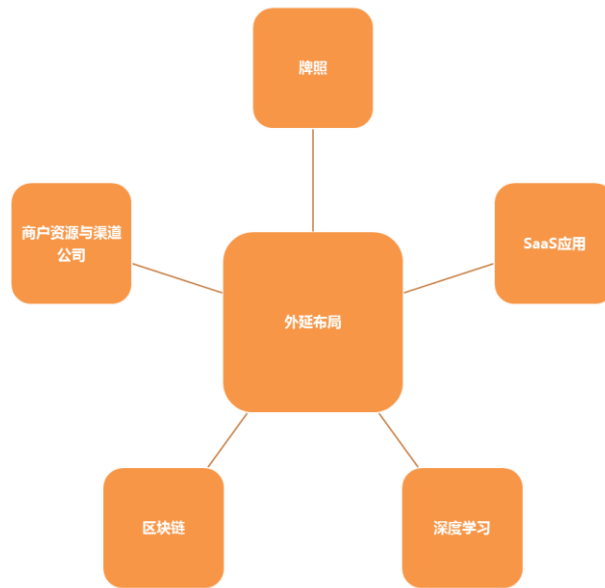
项目	第 1 年		第 2 年		第 3 年	
	数量 (万台)	占比	数量 (万台)	占比	数量 (万台)	占比
智能 POS	12.0	25%	21.6	30%	33.6	35%

标准 POS	19.2	40%	21.6	30%	19.2	20%
MPOS	16.8	35%	28.8	40%	43.2	45%
合计	48.0		72.0		39.0	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

消费金融是平台变现手段之一，未来将围绕平台通过外延布局更多服务：公司平台服务的客户流量和应用多样性需求，必然给公司带来高外延预期，我们对于公司外延方向有四大猜想：1. 牌照：资金成本更低的牌照、互联网支付等其他支付牌照；2. 有商户资源基础和渠道的公司；3. SaaS 平台；4. 深度学习、区块链等前瞻性技术布局。

图 30：公司外延布局猜想



资料来源：天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测

- 关键假设：**
1. 假设公司行业应用软件开发及服务业务相较 2015 年增长 5%；
  2. 房地产及物业收入与 2015 年相比基本持平；
  3. 智能终端业务（包括 POS 终端和条码识别终端），在并购新大陆支付后，2016 年增长 40%；
  4. 根据我们草根调研数据，银行卡收单业务所对应的小商户议价能力较弱，收单费率在 0.01%-0.15%之间，我们预计公司 2016 年银行卡收单业务全年流水超过 2000 亿，2017 年全年产生 7000 亿流水；
  5. 消费金融业务自 2018 年开始放量。

表 12：分业务业绩预测

	2016E	2017E	2018E
(单位亿)			
<b>智能终端（包括 POS 与条码识别）</b>			

收入	18.5	25.3	34.2
增长	40%	37%	35%
成本	13.6	18.6	25.1
毛利	4.9	6.8	9.1
毛利率	26.7%	26.7%	26.7%
<b>行业应用软件开发及服务(含硬件配套)</b>			
收入	10.7	11.1	11.3
增长	5%	3%	2%
成本	6.1	6.3	6.4
毛利	4.6	4.8	4.9
毛利率	43.1%	43.1%	43.1%
<b>房地产及物业费收入</b>			
收入	7.27	7.49	6.0
增长	5%	3%	-20%
成本	3.6	3.7	2.9
毛利	3.7	3.8	3.1
毛利率	51.2%	51.2%	51.2%
<b>线下收单</b>			
收入	2.7	8.2	10.8
增长		200%	32%
成本	7.0%	15.6%	16.8%
毛利	1.1	3.4	4.4
毛利率	1.6	4.8	6.4
<b>消费金融业务</b>			
收入		0.4	2
增长			400%
成本		0.0	0.0
毛利		0.4	2.0
毛利率		98%	98%
<b>合计</b>			
收入	39.2	52.5	64.3
增长	28.8%	33.8%	22.5%
成本	24.3	31.9	38.9
毛利	14.9	20.6	25.4
毛利率	38.05%	39.24%	39.51%

资料来源：天风证券研究所

## 5.2. 估值

**维持“买入”评级。**我们采用分部估值法，参考同类可比公司，预计 2017 年银行卡收单业务产生利润 2.5 亿元，给予 50 X PE；智能终端业务产生利润 2.1 亿元，给予 40X PE；行业应用软件开发及服务产生利润 0.9 亿元，给予 30X PE，房地产及物业服务产生利润 0.5 亿元，给予 10X PE，消费金融业务暂不给予估值，对应公司 2017 年 241 亿市值。考虑到

2018 年消费金融业务放量，商户服务平台的利润能力和平台效应，我们给予公司长期目标市值 300 亿，上调目标价至 25.68 元/股，维持“买入”评级。

表 13：公司分业务估值

业务	估值基础	P/E	估值（亿人民币）
智能终端	2016P/E	40X	84
行业应用软件	2016P/E	30X	27
房地产	2016P/E	10X	5
银行卡收单业务	2016P/E	50X	125
公司估值（亿人民币）			241
股本（亿股）			9.4
股价（人民币/股）			25.68

资料来源：天风证券研究所

表 14：可比公司估值

代码	证券简称	股价（元/股）	市值（亿元）	EPS		P/E	
				2017E	2018E	2017E	2018E
000997.SZ	新大陆	19.24	180.55	0.63	0.75	30	26
300531.SZ	优博讯	118.6	94.88	1.08	1.28	108	91
002537.SZ	海立美达	31.06	176.67	0.73	0.93	42	33
600318.SH	新力金融	30.23	73.16	0.97	1.28	33	25
002195.SZ	二三四五	12.27	237.13	0.42	0.56	31	23
002668.SZ	奥马电器	73.37	166.52	1.98	2.41	37	30
300180.SZ	华峰超纤	28.13	133.62	0.49	0.69	58	41

资料来源：wind，天风证券研究所（2017 年 3 月 22 日数据，预测为 wind 一致预期）

## 6. 风险提示

线下收单业务推广不及预期；消费金融业务推进不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	640.88	772.21	1,389.02	1,817.59	2,596.51	营业收入	2,235.46	3,045.28	3,921.73	5,245.43	6,425.79
应收账款	550.81	751.21	872.60	1,030.32	1,111.61	营业成本	1,334.89	1,899.21	2,429.60	3,187.29	3,887.11
预付账款	48.07	123.60	100.39	182.16	169.27	营业税金及附加	106.27	165.14	205.89	274.86	329.64
存货	1,558.08	1,658.78	1,737.26	2,163.63	1,919.99	营业费用	124.46	148.37	204.32	376.99	451.09
其他	343.02	836.01	826.64	871.33	858.14	管理费用	329.80	413.68	538.45	687.68	816.72
<b>流动资产合计</b>	<b>3,140.86</b>	<b>4,141.82</b>	<b>4,925.91</b>	<b>6,065.03</b>	<b>6,655.53</b>	财务费用	(3.23)	9.08	(5.30)	(9.40)	(15.23)
长期股权投资	99.60	74.00	74.00	74.00	74.00	资产减值损失	11.23	19.41	13.79	14.81	15.00
固定资产	160.41	148.69	140.67	132.65	124.63	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	9.01	27.64	38.55	47.50	54.93
无形资产	26.90	31.59	32.56	33.46	32.53	其他	(18.03)	(55.29)	(77.10)	(95.00)	(109.86)
其他	283.96	401.81	386.51	385.67	385.86	<b>营业利润</b>	<b>341.04</b>	<b>418.03</b>	<b>573.53</b>	<b>760.70</b>	<b>996.39</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>570.92</b>	<b>656.09</b>	<b>633.74</b>	<b>625.78</b>	<b>617.02</b>	营业外收入	27.56	39.87	48.79	55.76	63.71
<b>资产总计</b>	<b>3,711.78</b>	<b>4,797.90</b>	<b>5,559.65</b>	<b>6,690.82</b>	<b>7,272.55</b>	营业外支出	0.51	1.06	0.69	0.75	0.83
短期借款	157.64	79.90	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>368.08</b>	<b>456.85</b>	<b>621.63</b>	<b>815.71</b>	<b>1,059.27</b>
应付账款	541.57	908.41	972.89	1,278.91	1,234.82	所得税	64.99	87.88	118.11	154.98	201.26
其他	1,081.41	1,493.72	1,695.92	1,860.01	1,627.37	<b>净利润</b>	<b>303.10</b>	<b>368.97</b>	<b>503.52</b>	<b>660.72</b>	<b>858.01</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,780.63</b>	<b>2,482.03</b>	<b>2,668.82</b>	<b>3,138.92</b>	<b>2,862.19</b>	少数股东损益	27.33	33.04	45.09	59.17	76.83
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>275.76</b>	<b>335.92</b>	<b>458.43</b>	<b>601.56</b>	<b>781.17</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.29	0.36	0.49	0.64	0.83
其他	0.00	3.06	1.02	1.36	1.81						
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>3.06</b>	<b>1.02</b>	<b>1.36</b>	<b>1.81</b>						
<b>负债合计</b>	<b>1,780.63</b>	<b>2,485.09</b>	<b>2,669.84</b>	<b>3,140.28</b>	<b>2,864.01</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
少数股东权益	65.94	128.70	173.79	232.95	309.79	<b>成长能力</b>					
股本	520.34	938.62	938.62	938.62	938.62	营业收入	20.20%	36.23%	28.78%	33.75%	22.50%
资本公积	464.62	104.15	104.15	104.15	104.15	营业利润	32.72%	22.58%	37.20%	32.64%	30.98%
留存收益	1,343.52	1,318.97	1,777.40	2,378.96	3,160.13	归属于母公司净利润	25.16%	21.82%	36.47%	31.22%	29.86%
其他	(463.26)	(177.64)	(104.15)	(104.15)	(104.15)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,931.15</b>	<b>2,312.81</b>	<b>2,889.81</b>	<b>3,550.53</b>	<b>4,408.54</b>	毛利率	40.29%	37.63%	38.05%	39.24%	39.51%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3,711.78</b>	<b>4,797.90</b>	<b>5,559.65</b>	<b>6,690.82</b>	<b>7,272.55</b>	净利率	12.34%	11.03%	11.69%	11.47%	12.16%
						ROE	14.78%	15.38%	16.88%	18.13%	19.06%
						ROIC	23.75%	23.93%	33.18%	43.59%	49.86%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	资产负债率	47.97%	51.80%	48.02%	46.93%	39.38%
净利润	303.10	368.97	458.43	601.56	781.17	净负债率	36.00%	37.10%	56.41%	32.81%	28.17%
折旧摊销	27.44	27.05	11.05	11.42	11.65	流动比率	1.76	1.67	1.85	1.93	2.33
财务费用	(2.07)	6.71	(5.30)	(9.40)	(15.23)	速动比率	0.89	1.00	1.19	1.24	1.65
投资损失	(9.01)	(27.64)	(38.55)	(47.50)	(54.93)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(156.59)	(0.59)	0.19	(204.58)	(73.67)	应收账款周转率	4.27	4.68	4.83	5.51	6.00
其它	153.56	425.81	45.09	59.17	76.83	存货周转率	1.37	1.89	2.31	2.69	3.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>316.42</b>	<b>800.31</b>	<b>470.91</b>	<b>410.66</b>	<b>725.82</b>	总资产周转率	0.60	0.72	0.76	0.86	0.92
资本支出	168.83	0.79	6.04	3.96	2.25	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	6.97	(25.60)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.29	0.36	0.49	0.64	0.83
其他	(440.03)	(393.03)	28.51	39.24	49.98	每股经营现金流	0.34	0.85	0.50	0.44	0.77
<b>投资活动现金流</b>	<b>(264.23)</b>	<b>(417.84)</b>	<b>34.55</b>	<b>43.20</b>	<b>52.23</b>	每股净资产	1.99	2.33	2.89	3.53	4.37
债权融资	281.64	82.76	115.97	80.94	66.59	<b>估值比率</b>					
股权融资	(5.34)	(23.14)	81.11	12.07	17.89	市盈率	65.47	53.75	39.39	30.02	23.12
其他	(461.26)	(286.23)	(85.73)	(118.30)	(83.61)	市净率	9.68	8.27	6.65	5.44	4.41
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(184.96)</b>	<b>(226.61)</b>	<b>111.35</b>	<b>(25.29)</b>	<b>0.87</b>	EV/EBITDA	39.01	50.88	28.90	21.42	15.73
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	42.09	53.78	29.46	21.74	15.92
<b>现金净增加额</b>	<b>(132.76)</b>	<b>155.85</b>	<b>616.81</b>	<b>428.57</b>	<b>778.92</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441

---

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

---