

公司报告

中新控股 (8207.HK)

行业迎来深度调整，强者恒强，竞争优势凸显

2018年Q2业绩正在环比改善

中新控股的股价从我们撰写上一期报告时的HK0.92下跌到了2018年9月18日的均价HK\$0.49，跌幅接近50%。我们认为当前股价已经充分反映了2018年上半年的政策收紧，行业调整以及业绩下滑的负面因素。从2018年中报来看，2018年Q2业绩正在环比改善，收入为7.38亿人民币，环比上升22%，净利润2.58亿人民币，环比上升406%。

行业迎来洗牌，强者恒强

近期，在宏观经济下行，金融监管政策不断发力的大背景下，金融科技行业迎来剧烈洗牌，不合规的竞争对手正在被加速淘汰，而业务资质齐全、风险管控能力较强的头部企业，竞争优势更加明显，行业即将进入强者恒强的阶段。我们认为，诸如中新控股的头部企业将受益于行业整合，逆势通过内生或者是外延式的扩张方式提升市场份额，迎来更广阔的成长空间。

布局海外，寻求国际市场发展机会

中新控股积极布局海外，捕捉潜在市场的发展机会，挖掘支付业务的国际化应用。在越南，通过旗下的越南支付平台Amigo，获得为期10年的第三方牌照；在香港，通过收购侨达国际，拿下香港储值支付牌照，并计划向香港金管局申请虚拟银行牌照，针对中小企业、私人银行及个人零售客户等提供相关服务。

正面回应沽空质疑

另外，我们留意到，9月13日以来，中新控股接连2次遭受到沽空机构的指控，而公司在短时间内从多个方面进行了澄清和反驳。市场对澄清反映正面，股价已经从9月13日的低点HK\$0.38开始大幅反弹。

我们维持买入评级，目标价是HK\$0.87

目前金融科技行业正在经历剧烈洗牌，在不合规的竞争对手被清退时，头部企业也或多或少波及到了负面冲击。因此，我们下调了盈利预测以反映2018年上半年业绩下滑和行业风险。我们认为行业风险集中在2018年，而2019-2020年中新控股将重回增速的快车道。我们最新预测的2018-2020年净利润分别是5.21亿人民币，7.22亿人民币和10.07亿人民币（之前预测为8.43亿人民币、12.8亿人民币和18.19亿人民币），同比增速分别是-35%、38%和40%（之前预测为5%、52%和42%）。根据我们预测，2018-2020年净利润复合增长率是39%（之前预测为47%），我们以2019年的PE为23倍定价（之前为2018年30倍），2019年的目标PEG约为0.6倍，给出目标价是HK\$0.87（之前为HK\$1.39），维持买入评级。风险：政策监管,宏观经济波动,外汇等。

盈利预测及估值

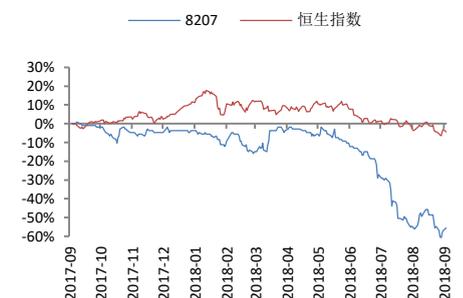
人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	1,076	4,805	3,014	4,023	5,260
同比增长 (%)	150%	347%	-37%	33%	31%
净利润	301	803	521	722	1,007
同比增长 (%)	252%	167%	-35%	38%	40%
每股盈利 (港元)	0.02	0.05	0.03	0.04	0.06
每股股息 (港元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市盈率 (x)	31.7	11.9	18.3	13.2	9.5
市净率 (x)	2.3	1.8	1.5	1.4	1.2
ROE (%)	8.9	17.1	9.0	10.9	13.8

最新变动

买入

前次评级	买入
股价	HK\$0.49
12个月目标价 (上涨空间)	HK\$0.87(+78%)
前次目标价	HK\$1.39

股价表现



资料来源: wind

%	1m	6m	12m
8207 HK	1.1	-48.9	-55.2
恒生指数	-1.0	-14.6	-3.1

行业: 金融

恒生指数	26,933
国企指数	10,462

重要数据

52周股价区间 (港元)	0.38-1.10
港股市值 (百万港元)	10,462
日均成交量 (百万股)	24.86
每股净资产 (人民币)	0.23

主要股东

张振新	17.01%
解放新传媒	8.24%
总股数 (百万股)	23,141
自由流通量	100%

资料来源: wind



2018年09月18日（星期二）

2018年Q2业绩正在环比改善

近期，我们留意到公司的股价已经出现了大幅回调，从前次报告的HK\$0.92，调整到了2018年9月17日收盘价HK\$0.475，回调幅度接近50%。我们认为，当前股价下跌已经充分反映了2018年上半年行业政策收紧对业绩造成的不利影响，从2018年中报来看，公司的业绩正在环比改善。2018年Q2，公司收入为7.38亿人民币，虽然较2017年Q2同比下降41%，但是较2018年Q1环比上升22%，利润方面，2018年Q2净利润为2.58亿人民币，虽然较2017年Q2同比下降45%，但是较2018年Q1环比上升406%。

图1：2018年1H和2018年Q2的财务表现

	2017 1H	2018 1H	20181H 同比	2017 Q2	2018 Q2	2018Q2 同比	2018Q2 环比
单位：百万人民币							
收入	1,982	1,342	-32%	1,259	738	-41%	22%
利息支出	-188	-172	-9%	-94	-87	-7%	-2%
其他收入/开支	10	304	2940%	10	298	N/A	N/A
销售及管理费用	-1,070	-1,254	17%	-707	-621	-12%	2%
经营溢利	734	220	-70%	468	328	-30%	404%
其他非经常类收益/损失	218	120	-45%	262	2	-99%	-98%
分占联营公司业绩	43	49	14%	23	28	22%	33%
税前盈利	995	389	-61%	754	360	-52%	1141%
所得税	-267	-83	-69%	-188	-68	-64%	-353%
非控股权益	-162	2	-101%	-101	-35	-65%	-195%
净利润	567	309	-46%	466	258	-45%	406%

资料来源：公司资料

主要业务板块业绩环比回升

公司是中国领先的综合性金融科技平台，经营业务分为传统投资及融资、第三方支付服务、在线投资及科技驱动贷款服务和区块链服务4大重要组成部分，其中，在线投资及科技贷款服务板块在2018年Q2取得收入3.23亿人民币，比2018年Q1环比增加361%。该板块项下掌众金服的业绩逐渐企稳，并开始回升，2018年Q2收入贡献为3.12亿人民币，较2018年Q1的58.7百万人民币，环比增加432%。第三方支付服务板块也实现较快的增长，该板块在2018年Q2取得收入95百万人民币，较去年同期同比上升14%，较2018年Q1环比增加20%。

图2：2018年1H和2018年Q2的主要业务板块财务表现

	2017 1H	2018 1H	20181H 同比	2017 Q2	2018 Q2	2018Q2 同比	2018Q2 环比
单位：百万人民币							
传统投资及融资	292	274	-6%	131	131	0%	-8%
第三方支付服务	145	174	20%	83	95	14%	20%
在线投资及科技驱动贷款服务	1,490	393	-74%	1,015	323	-68%	361%
区块链服务	-	431	N/A	-	141	N/A	N/A
其他	55	70	27%	30	49	63%	133%

资料来源：公司资料

行业迎来剧烈洗牌，强者恒强

自2017年末，在宏观经济下行，金融监管政策不断发力的大背景下，互联网金融行业迎来剧烈洗牌。我们认为政策趋严，

监管加强将促进不合规的竞争对手加速淘汰，而业务资质齐全、风险管控能力较强的头部企业，竞争优势将更加明显，并受益于行业整合，迎来更广阔的发展空间。多年来，中新控股深耕于金融科技市场，通过创新与扩张，逐渐成为拥有多个领先平台的综合金融科技集团。我们相信，公司能够把握行业调整的契机，凭借内生或者是外延式扩张的方式，赢得更多市场份额，开启强者恒强的发展模式。

布局海外，寻求国际市场发展机会

国际化方面，2018年上半年，公司积极布局海外，捕捉潜在市场的发展机会，挖掘支付业务的国际化应用。在越南，旗下的越南支付平台 Amigo 已经于 2018 年 3 月正式获得由越南国家银行颁发的为期 10 年的第三方牌照，未来 Amigo 围绕支付网关、付款和托收支持、电子钱包和电子货币转账支付等金融服务，为越南用户提供高效快捷的第三方支付解决方案。在香港，2018 年 3 月，公司通过收购侨达国际，拿下香港储值支付牌照，目前正计划向香港金管局申请虚拟银行牌照，针对中小企业、私人银行及个人零售客户等提供相关服务。

正面回应沽空质疑

另外，我们留意到：9 月 13 日以来，公司接连 2 次遭受到沽空机构的指控，而公司的有关方面也在短时间内给出了非常正面的答复，从多个方面进行了澄清和反驳。我们看到市场对公司的澄清反映正面，股价已经从 9 月 13 日的低点 HK\$0.38 开始大幅反弹。我们梳理了这 2 次沽空机构的指控以及公司的反馈（见图 3），并提醒投资者，第 2 篇沽空报告已无新意，而且公司正考虑对沽空报告的有关实体和有关人士采取法律行动及其他行动。



2018年09月18日(星期二)

图3：沽空机构的指控以及公司反馈

事项	Bonitas 指控	中新控股的回应
出售9888. CN Limited	在出售9888.cn时，未能收到出售现金代价5.14亿人民币	交易在境外进行，并已收到相关现金代价
leyu认沽期权造成20%的摊薄	leyu认沽期权面临20%的摊薄，认沽期权价值在15个月内增至人民币40亿元	leyu的盈利能力并未夸大，而且在2017年财政年度，leyu的认沽期权已经失效
盛都控股有限公司	1) 不存在盛都的存在，并且提供展览服务的3.5亿人民币服务无迹可查，2) 北京博轩与中新内部人员维持多项业务交易，交易有失公平	1) 盛都是一家根据英属处女群岛例法成立的公司，并持有北京博轩的全部股权。北京博轩从事展览、会展和人才培训服务。公司在发展过程中，急需大量的人才以应对用户增长，因此收购盛都以解决人才培训问题。2) 公司与盛都之间的交易都是根据与独立第三方按公平磋商的商业条款进行
张先生与上海投资物业的关系和比飞力的估值	1) 上海投资物业被出售予张先生的关联方，2) 夸大比飞力的价值	1) 出售上海物业100%股权，是与独立第三方按照公平磋商的原则进行，代价是4.075亿人民币，获得出售收益0.427亿人民币。2) 比飞力是联营公司，而非附属公司，并以联营公司记账，所以截至2018年6月30日，公司并未合并比飞力的财务报表，综合财务报表中，也没有反映比飞力100亿人民币的估值
纸面盈利	1) 质疑出售算力业务，2) NCF wealth经营惨淡，不应该产生重估价值	1) 出售算力是指出售比特币挖矿机设备组成的固定资产。考虑到比特币价格的波动，董事会出于谨慎性原则，决定出售算力，以缩减对挖矿机的投资。2) 公司是NCF wealth的早期投资者，在公司投资之后，NCF wealth已获得多轮融资，因此公司需要重新评估对NCF wealth的投资，并调整公平值。
加密挖矿设备	1) 质疑挖矿机折扣，2) 质疑向Bitfury Group转让的资产	1) 挖矿机折扣是按照余额递减法折扣，而非直线法折旧，2) 2017年末，已投资格鲁吉亚、加拿大和美国的数据中心，而2018年7月末，出售了格鲁吉亚的数据中心，目前仍拥有加拿大和美国的数据中心。
操纵股价	操纵股价	没有操纵股价

资料来源：公司资料

我们维持买入评级，目标价是 HK\$0.87

考虑到现在正值行业洗牌期，在不合规的竞争对手被清退时，头部企业也或多或少波及到了负面冲击。因此，我们下调了盈利预测，以反映2018年上半年业绩下滑和行业风险。我们认为，行业调整带来的负面影响主要集中在2018年，而2019-2020年，中新控股凭借自身领先的地位以及强有力的科技创新能力，将受益于行业整合，重回增速的快车道。我们最新预测的2018-2020年收入分别是30.14亿人民币，40.23亿人民币和52.6亿人民币（之前预测为54亿人民币，74.63亿人民币和95.42亿人民币），同比增速分别是-37%、33%和31%（之前预测为12%、38%和28%），净利润分别是5.21亿人民币，7.22亿人民币和10.07亿人民币（之前预测为8.43亿人民币、12.8亿人民币和18.19亿人民币），同比增速分别是-35%、38%和40%（之前预测为5%、52%和42%）。根据我们预测，2018-2020年净利润复合增长率是39%（之前预测为47%），我们以2019年的PE为23倍定价（之前为2018年30倍），2019年的目标PEG约为0.6倍，给出目标价是HK\$0.87（之前为HK\$1.39），维持买入评级。



图4：盈利预测

	本次预测			上次预测		
	2018 E	2019 E	2020 E	2018 E	2019 E	2020 E
单位:百万人民币						
营业总收入	3,014	4,023	5,260	5,400	7,463	9,542
同比增速	-37%	33%	31%	12%	38%	28%
净利润	521	722	1,007	843	1,280	1,819
同比增速	-35%	38%	40%	5%	52%	42%

资料来源：平安证券

风险

1) 政策监管风险

金融科技行业日渐规范。2014年之前，金融科技行业规模较小，对传统金融市场影响不大，成为监管的空白区，但自从P2P网络平台如雨后春笋一般爆发后，政府便对这类新型金融业务倍加关注。尤其是2014年之后，政府对互联网金融实施全面监管，在一段时间内，对金融科技行业的发展增速形成很大地负面影响。我们认为，未来政府的政策监管仍有升级的可能。

2) 宏观经济波动风险

宏观经济风险具备潜在性、隐藏性和累积性三个特征，经济的波动将直接对社会的生产生活和物价水平造成影响，可能会给公司带来利润损失。

3) 项目执行风险

外延式扩张为公司的发展与战略转型带来了契机，但也为经营管理带来了挑战。我们认为，在业务多元化、国际化的拓展过程中，项目的执行风险不容忽视。

4) 外汇风险

公司的业务主要分部在中国和香港，在香港的大部分交易以港元或美元计价，兑换成人民币时存在汇率波动风险。现在公司没有采用任何的金融对冲工具，存在较大的汇率波动风险敞口。

5) 利率风险

公司主营业务中包括了大量的资产和负债期限错配的借贷业务，市场利率的波动可能会给这部分借贷造成损失。

6) 客户信用风险

公司的账面上有接近30亿的应收客户贷款，这些客户可能存在着信用风险。

7) 海外市场扩张风险

我们注意到公司已经开始进军海外市场，海外国家的法律政策与文化背景较中国和香港有较大的差异，可能会给项目落地和日后经营管理带来不利影响。

8) 流动性风险

影响公司资金调度能力之风险，如负债管理、资产变现性、紧急流动应变能力。

9) 法律风险

契约之完备与有效与否对企业可能产生之风险，如承作业务之适法性、外文契约及外国法令之认知。

10) 会计风险

会计处理与税务对企业盈亏可能产生之风险，如帐务处理之妥适性、合法性、税务咨询及处理是否完备。



2018年09月18日(星期二)

财务预测表

资产负债表

单位：百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
非流动资产	3,443	4,229	4,340	4,403	4,497
物业、厂房及设备	45	332	343	427	525
投资物业	574	576	576	576	576
无形资产	247	179	279	258	254
商誉	933	976	976	976	976
联营/合营公司投资	955	1,458	1,458	1,458	1,458
其他	689	708	708	708	708
流动资产	5,420	8,095	9,504	10,725	12,536
应收贷款	3,320	3,453	4,144	4,766	5,338
预付账款	212	1,256	1,884	2,449	3,184
现金	1,233	969	866	1,028	1,652
其他	654	2,416	2,610	2,482	2,362
总资产	8,863	12,324	13,844	15,128	17,033
流动负债	1,901	5,455	5,941	6,755	7,876
借贷	1,015	1,645	1,900	3,041	3,649
应付账	266	858	800	800	800
其他	620	2,952	3,241	2,914	3,428
非流动负债	2,720	1,302	1,095	991	950
借贷	805	115	115	115	115
其他	1,915	1,187	979	876	834
总负债	4,621	6,757	7,036	7,746	8,826
股本	358	374	374	374	374
储备	3,838	4,832	5,993	6,530	7,301
股东权益	4,196	5,205	6,366	6,903	7,674
非控股权益	46	361	442	479	533
股本总额	4,242	5,566	6,808	7,382	8,207

现金流量表

单位：百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前盈利	427	1,548	815	1,391	1,941
折旧摊销	19	144	499	325	396
运营资金变动	-1,214	-2,207	-1,462	-2,421	-1,625
其他	241	1,270	277	366	409
经营活动现金流量	-527	755	129	-339	1,121
购买固定资产	-38	-148	-310	-388	-489
其他	-741	-680	27	27	31
投资活动现金流量	-779	-829	-283	-361	-458
贷款变动	936	-54	256	1,140	608
其他	969	-106	-289	-347	-424
融资活动现金流量	1,905	-160	-33	794	184

资料来源：公司资料、wind

利润表

单位：百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,076	4,805	3,014	4,023	5,260
传统投资及融资	430	557	566	651	749
第三方支付服务	190	339	398	557	780
在线投资及科技	367	3,334	996	1,444	1,950
区块链服务	0	289	731	950	1,235
其他	89	286	323	421	547
利息支出	-238	-383	-373	-404	-473
其他收入/开支	6	53	316	316	320
销售及管理费用	-350	-3250	-2,362	-2,764	-3,386
经营溢利	494	1,225	595	1,171	1,721
其他非经常类收	-113	259	120	120	120
分占联营公司业	46	64	100	100	100
税前盈利	427	1,548	815	1,391	1,941
所得税	-84	-450	-187	-404	-564
非控股权益	-41	-295	-106	-265	-370
净利润	301	803	521	722	1,007

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	150%	347%	-37%	33%	31%
经营利润	279%	148%	-51%	97%	47%
净利润	252%	167%	-35%	38%	40%
获利能力					
净利率	28%	17%	17%	18%	19%
ROE	9%	17%	9%	11%	14%
ROIC	5%	10%	6%	7%	9%
偿债能力					
资产负债率	52%	55%	51%	51%	52%
净资产负债率	51%	41%	35%	45%	39%
流动比率	2.85	1.48	1.60	1.59	1.59
速动比率	2.85	1.48	1.60	1.59	1.59
营运能力					
资产周转率	16%	45%	23%	28%	33%
应收账款周转率	39%	142%	79%	90%	104%
每股比率(人民币)					
每股盈利	0.01	0.04	0.02	0.03	0.04
每股现金流	0.03	-0.01	-0.01	0.00	0.04
每股净资产	0.19	0.23	0.28	0.31	0.34
每股股息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
P/E	31.7	11.9	18.3	13.2	9.5
P/B	2.3	1.8	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	20.4	6.7	8.3	6.6	5.0



2018年09月18日（星期二）

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 15%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

免责声明

本报告由平安证券有限公司提供。本报告的信息来源于平安证券认为可靠的公开资料，但我们对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。平安证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

平安证券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。平安证券或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

平安证券现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。平安证券目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。平安证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，平安证券的产品及服务并不向美国人提供。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

香港

平安证券有限公司

香港中环添美道 1 号中信大厦 18 楼

电话：+85225228197

传真：+85228400745

电子邮件：cs@pingansec.com.hk

网址：www.pingansecgp.com