

新大陆 (000997)

证券研究报告

2018年11月13日

收单有望量价齐升，商户服务推广开始加速

行业焦点由规模转向盈利，收单行业有望迎来量价齐升

96 费改规范收单行业，收单费率由官方定价变为市场定价，促进了行业市场充分竞争，不规范企业减少。与此同时，监管层加强牌照续展审核，收单牌照由增量变存量。随着收单行业资本化进程完成，收单机构将聚焦盈利，或将发挥其牌照优势，形成行业一致费率提升方案，收单行业有望迎来量价提升。国通星驿 2017 年全年流水超过 8000 亿元，2018 年 9 月单月流水突破 1500 亿元，行业排名提升至第 7 位，受益于行业量价齐升，国通星驿收单业务将持续快速增长。

产业链闭环聚焦商户服务，推广速度有望加快

新大陆 B2B2C 模式，以商户服务为核心，打造商户服务产业链闭环。新大陆致力于通过进行优质的商户服务，降低商户成本，提高商户利润。公司已围绕商户服务实现了前端 POS 机、中端收单、后端数据分析及服务的支付产业链闭环，并基于“星 POS”商户服务平台开展了卡券营销、聚合外卖、电子发票、广告投放、自助点餐、商户贷款等多项增值服务，增值服务收入比重有望持续提升。其中，金融服务将成增值服务业绩亮点，2017 年网商小贷全年累计放贷金额已达 14.2 亿。公司依托自身客户资源及增值服务能力，商户推广有力，截至 2018 年上半年“星 POS”平台服务商户数已超过 25 万，商户推广速度有望加快。

POS 与识别硬件国内龙头，有望持续较快增长

公司是国内 POS 与识别硬件龙头，是国内第一大、全球第二大 POS 机生产商，是国内第一大、全球第六大条码识读设备生产商，并且条码识读设备唯一进入世界前十的中国企业。受益于全球 POS 机及识别硬件行业市场规模的持续增长，公司硬件设备有望持续稳健增长。且国通星驿与 POS 硬件协同效应逐步显现，销售费用大幅降低，公司硬件业务盈利能力提升。

现金储备充足，股权激励助推各业务持续快速增长

公司现金储备充足，质押率、负债率、现金流等指标均较为优异，良好的财务状况将帮助公司稳固经营并助力外延并购。公司此前已推出股权激励计划，重点鼓励公司战略业务，股权激励将理顺内部机制，公司发展进入转型收获期。

投资建议：预计公司 2018/2019/2020 年 EPS 分别为 0.59/0.80/1.03 元。公司业务转型升级，综合竞争力强，增长速度快，看好公司业务发展前景，给予公司 2018 年 33X P/E，目标价 19.47 元，维持“买入”评级。

风险提示：线下收单业务增长不及预期；商户服务平台推广进程不及预期；硬件设备海外市场拓展不及预期。

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	15.01 元
目标价格	19.47 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,010.76
流通 A 股股本(百万股)	1,003.97
A 股总市值(百万元)	15,171.57
流通 A 股市值(百万元)	15,069.56
每股净资产(元)	5.09
资产负债率(%)	50.64
一年内最高/最低(元)	21.74/12.30

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

- 《新大陆-季报点评:主业快速增长，商户运营有望加速》2018-10-21
- 《新大陆-季报点评:三季度业绩超预期，看好公司全年超预期增长》2017-10-30
- 《新大陆-公司点评:增发超底价，增值服务将成为支付行业核心竞争维度》2017-09-27

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,544.59	4,919.91	5,819.74	7,760.23	9,830.28
增长率(%)	16.40	38.80	18.29	33.34	26.68
EBITDA(百万元)	552.24	774.38	658.84	899.14	1,172.16
净利润(百万元)	461.35	654.08	601.10	806.15	1,040.58
增长率(%)	37.34	41.78	(8.10)	34.11	29.08
EPS(元/股)	0.46	0.65	0.59	0.80	1.03
市盈率(P/E)	32.89	23.20	25.24	18.82	14.58
市净率(P/B)	6.21	3.14	2.89	2.50	2.14
市销率(P/S)	4.28	3.08	2.61	1.96	1.54
EV/EBITDA	30.39	20.61	15.22	9.49	5.95

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 行业焦点由规模转向盈利，收单行业有望迎来量价齐升	4
1.1. 费改两周年规范市场效果显著，监管发力收单牌照增量变存量	4
1.2. 资本化过后行业焦点转向盈利，或推动行业整体费率提升	5
1.3. “去现金化”趋势延续，扫码支付迅猛发展推动收单行业流水增长	6
1.4. 公司收单流水屡创新高，支付业务占比提升	8
2. 产业链闭环聚焦商户服务，推广速度有望加快	9
2.1. 新大陆：B2B2C，以商户服务为核心，打造商户服务产业链闭环	9
2.2. 公司商户拓展速度有望加快，增值服务收入比重将持续提升	11
2.3. 美团：B2C2B，发展 C 端为主，B 端业务分散，与新大陆错位竞争	12
3. POS 与识别硬件国内龙头，有望持续较快增长	15
3.1. 全球 POS 机市场稳健增长，智能 POS 增速领先	15
3.2. 公司 POS 龙头地位稳固，mPOS 引领 POS 销量重回高增长通道	16
3.3. 国通星驿与 POS 硬件深度协同，提升盈利能力	18
3.4. 国内自动识别龙头，发力海外市场可期	18
4. 现金储备充足，股权激励助推各业务持续快速增长	20
4.1. 现金流远优于同业，稳固经营助力外延并购	20
4.2. 重点激励战略业务，公司发展进入转型收获期	22
5. 盈利与估值	22
6. 风险提示	23

图表目录

图 1：具有全国范围银行卡收单牌照的公司数量（单位：家）	5
图 2：2011-2017 全国非现金支付金额及笔数	6
图 3：全国累计发行银行卡数量情况	7
图 4：历年银行卡消费笔数和金额情况	7
图 5：银行卡跨行支付联网商家数情况	7
图 6：2016Q1-2017Q1 中国扫码支付市场规模及增速	8
图 7：2017 中国线下扫码平均金额及常用场景	8
图 8：中国第三方支付移动支付交易规模及增速	8
图 9：中国第三方支付综合支付交易规模及增速	8
图 10：国通星驿流水增长与排名情况	9
图 11：新大陆支付业务营收及占比	9
图 12：新大陆 B2B2C 模型	10
图 13：新大陆产业生态	10
图 14：网商小贷每半年放贷金额情况	12
图 15：美团 B2C2B 模型	13
图 16：美团餐饮外卖历年营收及占比	13

图 17: 美团 2017 年 C 端数据	14
图 18: 美团历年 GMV 及增速	14
图 19: 美团外卖收入、骑手成本、交易用户激励对比	15
图 20: 全球/亚太 POS 机销量及增速	15
图 21: 全球 POS 机市场规模及增长率预测 (单位: 十亿美元)	15
图 22: 2014-2016 中国智能 POS 市场规模及需求量	16
图 23: 2017-2023 中国智能 POS 市场规模预测	16
图 24: 新大陆历年 POS 机销售及增长情况	16
图 25: 新大陆历年 POS 机销量排名及市占率	16
图 26: 新大陆各类 POS 终端产品	17
图 27: 读卡器 2017 年全球市场份额	17
图 28: PIN Pad 2017 年全球市场份额	17
图 29: 新大陆 Mpos 历年销售及增长情况	18
图 30: 新大陆历年销售费用及销售费用率情况	18
图 31: 全球 2017-2027 年条形码扫码器市场规模及销量情况	19
图 32: 2015 年全球条码识读设备市场份额情况	19
图 33: 全球 2017-2026 年自动识别与数据采集 (AIDC) 市场规模	19
图 34: 新大陆及可比公司历年期末现金及现金等价物余额 (单位: 亿元)	20
图 35: 新大陆及可比公司历年应收账款占营收比例 (单位: %)	21
表 1: 96 费改前服务费收取情况	4
表 2: 96 费改后服务费收取情况	4
表 3: 支付行业大于 5 亿元人民币的收购情况	5
表 4: 近期收单行业资本化失败案例	6
表 5: 新大陆商户资源	11
表 6: 星 POS 已开通的增值服务	11
表 7: 新大陆规划增值服务场景	12
表 8: 美团 B 端业务 APP	14
表 9: 2016 年全球自动识别与数据采集 (AIDC) 前 10 大供应商	19
表 10: 新大陆其他财务指标	21
表 11: 新大陆历年外延并购事件	21
表 12: 激励计划限制性股票各年度考核指标	22
表 13: 激励计划限制性股票各年度考核指标	22
表 14: 业务收入拆分及预测 (单位: 亿元)	23
表 15: 可比公司估值	23

1. 行业焦点由规模转向盈利，收单行业有望迎来量价齐升

1.1. 费改两周年规范市场效果显著，监管发力收单牌照增量变存量

96 费改两周年规范市场效果显著，市场定价促进行业市场化发展。2016 年 9 月 6 日，发改委和央行发布的《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》正式实施，对收单业务进行了调整，在降费的同时，进行了市场化定价、借贷分离、取消商户类别等相关改革。96 费改改善了收单市场上存在的套码、切机、信用卡套现、渠道套用等乱象，进一步规范了市场。同时，收单方费率由官方定价变为市场定价，行业市场化进程加速。充分竞争，行业中不规范企业减少。

表 1：96 费改前服务费收取情况

行业类别	费用总额（100%）	发卡方（70%）	收单方（20%）	银联（10%）
餐饮娱乐	1.25%	0.90%	0.22%	0.13%
一般行业	0.78%	0.55%	0.15%	0.08%
公用事业	0.38%	0.26%	0.08%	0.04%
公共福利	免费	免费	免费	免费

资料来源：汇付天下招股书，天风证券研究所

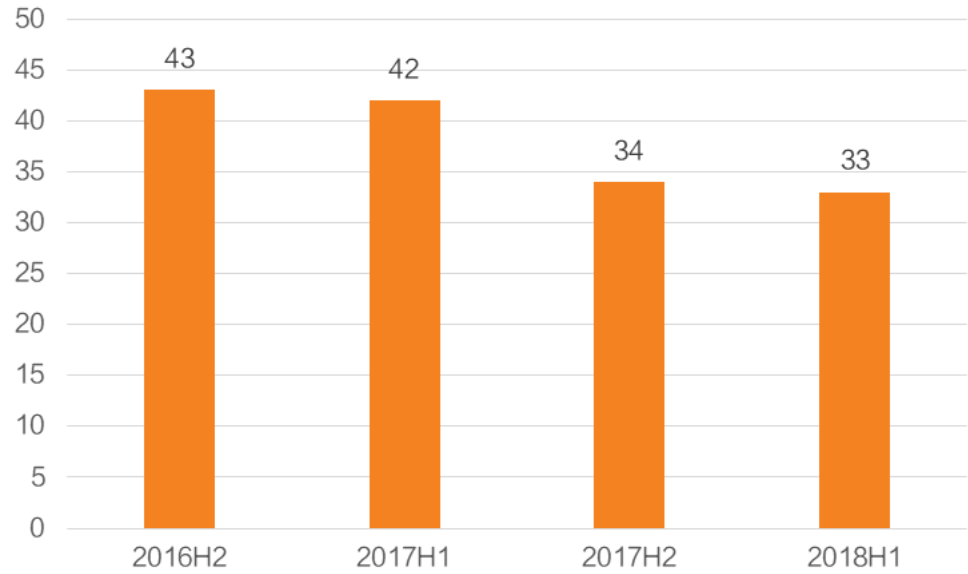
表 2：96 费改后服务费收取情况

类别	发卡方（70%）	收单方（20%）	银联（10%）
标准类	借记卡为 0.35%、每笔交易 上限为 13 元	借记卡及贷记卡为市场调节价	0.0325%、每笔交易上限为 3.25 元（自发卡方及收单方双向收取费用）
	贷记卡为 0.45%		
优惠类	借记卡为 0.273%、每笔交易 上限为 10.14 元	借记卡及贷记卡为市场调节价	0.0254%、每笔交易上限为 2.54 元（自发卡方及收单方双向收取费用）
	贷记卡为 0.351%		
减免类	免费	免费	免费

资料来源：汇付天下招股书，天风证券研究所

监管层加强牌照续展审核，收单牌照由增量变存量。央行在 2016 年前共计为市场颁发了 270 张第三方支付牌照，在此之后，针对市场乱象，监管层对第三方支付牌照开始了强监管，并谨慎对待第三方支付牌照的续展。目前，全国拥有第三方支付牌照的公司仅剩 238 家。其中，拥有全国范围银行卡收单牌照的公司数量不断下降，由 2016 年下半年的 43 家，减少至 2018 年上半年的 33 家。

图 1：具有全国范围银行卡收单牌照的公司数量（单位：家）



资料来源：新大陆年报及半年报，中国报告网，天风证券研究所

1.2. 资本化过后行业焦点转向盈利，或推动行业整体费率提升

17 年以前，支付公司纷纷寻求资本化，以扩大规模享受高估值为首要目标。为充分利用第三方支付牌照的优势享受高估值，收单机构在 96 费改变为市场化定价后，通过逐渐降低收单费率，迅速拓展规模寻求资本化。在此期间，行业资本化进程推进迅速，上市公司频繁收购具有第三方支付牌照的支付公司，收购笔数激增，收购价格水涨船高，2016 年 6 月海联金汇收购联动优势的作价达到了 30.4 亿元。除收购外，支付公司自身也开始谋求 IPO 上市，行业龙头拉卡拉、漫道金服分别递交了 A 股 IPO 申请，汇付天下申请港股上市。

表 3：支付行业大于 5 亿元人民币的收购情况

时间	收购方	被收购方	价格
2016 年 6 月	海联金汇	联动优势	30.4 亿人民币
2014 年 12 月	万达集团	快钱	3.15 亿美元
2016 年 5 月	宏磊股份	合利宝	14 亿人民币
2017 年 6 月	51 信用卡	雅酷空间	11 亿人民币
2016 年 9 月	美团点评	钱袋宝	10 亿人民币
2016 年 10 月	键桥通讯	点佰趣	9.45 亿人民币
2013 年 7 月	高鸿股份	一九付	8.1 亿人民币
2017 年 6 月	国美	银盈通支付	7.2 亿人民币
2017 年 11 月	新国都	嘉联支付	7.1 亿人民币
2016 年 5 月	新大陆	国通星驿	6.8 亿人民币
2016 年 12 月	银嘉金服	上海德颐	6 亿人民币

2016年1月	小米	捷付睿通	6亿人民币
2014年8月	中国微电子	集付通	6亿人民币
2016年8月	恒大集团	集付通	5.7亿人民币

资料来源：新浪财经、中国支付网、支付天下、腾讯科技、亿邦动力网、天眼查、企查查、公司公告、天风证券研究所

资本化进程接近尾声，行业格局基本稳定。收单行业在经历了 2016 年的急剧变化后，目前行业资本化进程已经接近尾声。2017 年后，行业收购案例减少，监管层也加强了收单公司上市监管，2016 年至 2017 年，支付巨头拉卡拉先后尝试借壳上市、IPO 上市失败，而另一家支付企业漫道金服 IPO 上市申请也被证监会中止审查。目前，行业格局已基本稳定，未来行业将向更稳健的方向发展。

表 4：近期收单行业资本化失败案例

公司名称	时间	事件
拉卡拉	2017年9月	IPO 上市申请被证监会中止审查
海科融通	2018年3月	安徽新力金融终止对海科融通的收购
漫道金服	2018年11月	IPO 上市申请被证监会中止审查

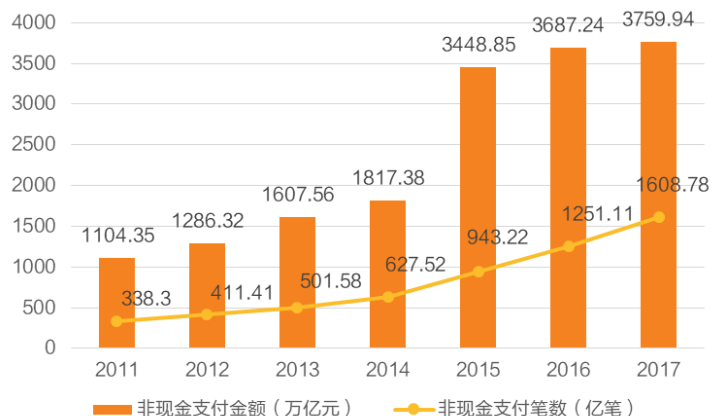
资料来源：网易财经，支付世界，天风证券研究所

追求盈利或成为支付公司发展主方向，收单行业整体费率将有望提升。资本化浪潮退去后，越来越多的收单企业意识到提升公司业绩才是正确的发展路线。在监管加强、收单牌照由增量变为存量后，银行卡收单牌照具有较高的市场稀缺性。各公司或将积极利用牌照稀缺性，聚焦公司自身业绩发展。目前国内收单费率大致在 0.6%的水平，较国外 1%-2%的水平有较大差距，国内收单费率有着较高的上升空间。由于此前行业为寻求资本化，采取降价扩规模的激进路线，收单费率较低，现今资本化退潮，各收单机构以盈利为首要目标之际，为扩大盈利或达成行业一致，提升收单费率，行业有望迎来量价齐升。

1.3. “去现金化”趋势延续，扫码支付迅猛发展推动收单行业流水增长

支付行业“去现金化”趋势延续，非现金支付逐年增长。随着线上消费的增多及线下第三方支付支付的普及，我国支付行业“去现金化”的进程不断加快，非现金交易频次及金额逐年升高。央行支付体系运行总体情况报告显示，至 2017 年，我国全年非现金支付金额已达到超过 3000 万亿的规模，非现金支付笔数超过 1600 亿笔，同比增长 28%。

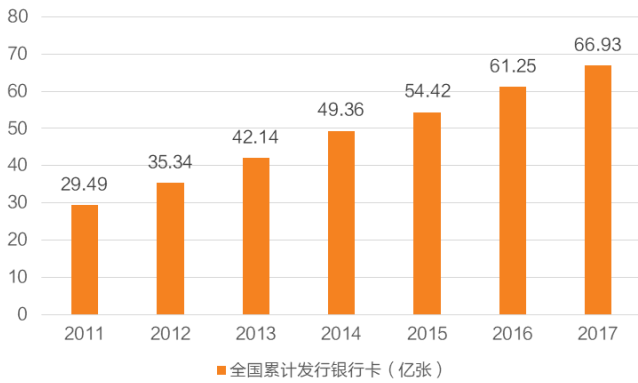
图 2：2011-2017 全国非现金支付金额及笔数



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

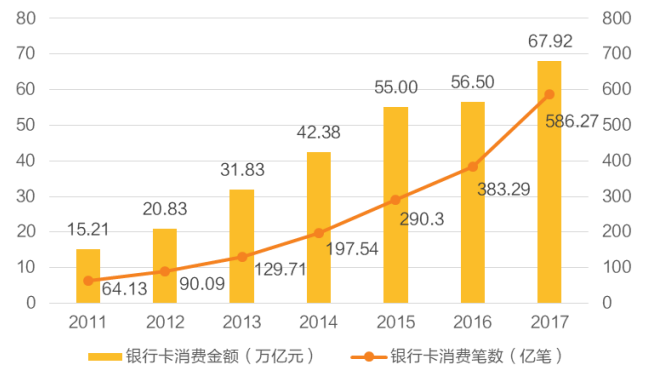
银行卡消费增速有所放缓，长期来看流水仍有增长空间。2011至2017年，全国累计发行银行卡数量由29.49亿张增长至66.93亿张，年均增长量保持平稳。银行卡消费方面，全年银行卡消费笔数2011年由64.13亿笔增长至2017年的586.27亿笔，消费金额由15.21万亿增长至67.92万亿元，近三年CAGR为17%，较2011-2014年40%的CAGR有所下降。虽然整体增速有所放缓，但每年整体增量依然较为稳定，银行卡收单的整体流水长期来看仍有较大的增长空间。

图 3：全国累计发行银行卡数量情况



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

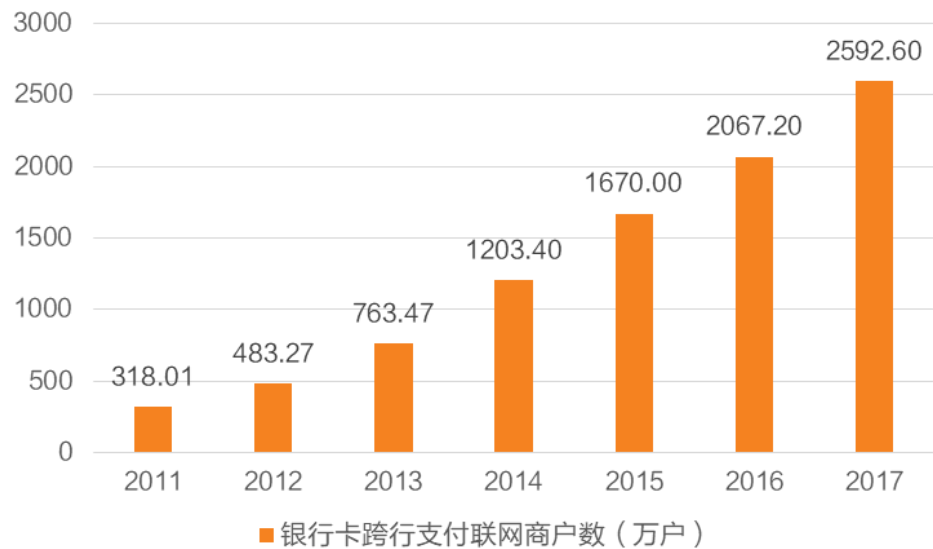
图 4：历年银行卡消费笔数和金额情况



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

全国银行卡联网商家数突破 2500 万大关，为收单行业提供广阔战场。据央行统计，全国银行卡跨行支付联网商户数于 2017 年突破 2500 万大关，达 2592.60 万户，同比增长，25.41%。2500 万的商户为收单行业的参与企业提供了广阔的战场，目前收单及商户服务行业内各企业的商户拓展仍处于初期阶段，市场占有率较低，巨大的商户基数将为行业快速扩张阶段提供有力的保障。

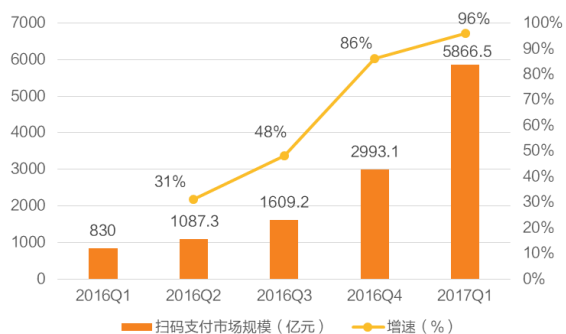
图 5：银行卡跨行支付联网商家数情况



资料来源：中国人民银行，天风证券研究所

二维码支付迅猛增长，成为第三方移动支付成长新动力。2015 年，支付宝、微信开始布放二维码，并于 2016 年加大了推广力度，收钱吧、钱方在线等聚合支付公司开始主要承担二维码的推广。扫码支付首先面对线下低金额高频的场景，目前主要集中在平均金额小于 100 元的餐饮、商超、零售等行业。二维码支付聚合了各种支付方式，简化了支付流程，同时允许了消费者通过信用卡支付，因而迅速获得了商户的欢迎。2016 末，中国扫码支付市场规模单季增长接近翻倍。

图 6：2016Q1-2017Q1 中国扫码支付市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

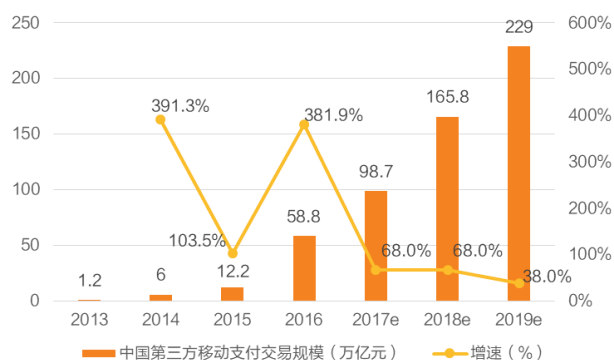
图 7：2017 中国线下扫码平均金额及常用场景



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

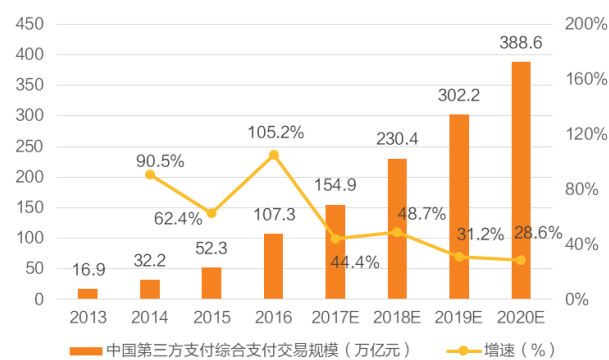
目前，支付宝微信对二维码布放仍然保持较高的推广力度，2017 年 5 月，微信支付推出了“绿洲计划”，对接入微信支付的部分餐饮商户实行特殊费率；2018 年，支付宝推出了“蓝海行动”，对餐饮商户实施优惠费率。扫码支付将成为第三方支付的焦点，持续推动移动支付快速增长。在扫码支付的推动下，据艾瑞咨询预测，2019 年我国第三方支付移动支付交易规模将达 229 万亿元，同比增长 38%，远超第三方支付综合支付 31%的增速。

图 8：中国第三方支付移动支付交易规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

图 9：中国第三方支付综合支付交易规模及增速

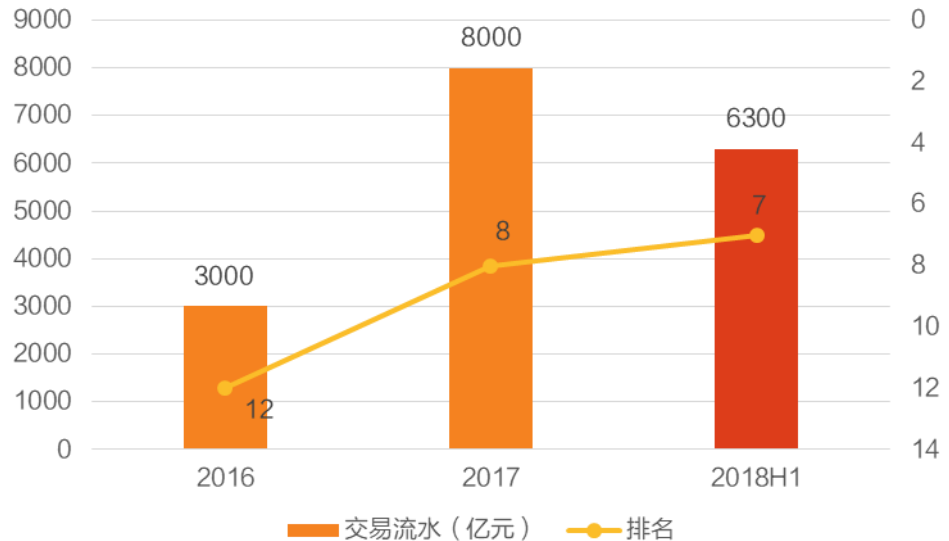


资料来源：艾瑞咨询，天风证券研究所

1.4. 公司收单流水屡创新高，支付业务占比提升

国通星驿收单流水不断创新高，行业排名稳步提升。自 2016 年起，公司收单业务持续高速增长，收单流水节节攀升，由 2016 年的 3000 亿元提升至 2017 年的 8000 亿元，2018 上半年达到了 6300 亿元，行业排名由 2016 年 12 月的第 12 位提升至 2018 年 6 月的第 7 位。2018 年 9 月，公司单月流水突破 1500 亿元。

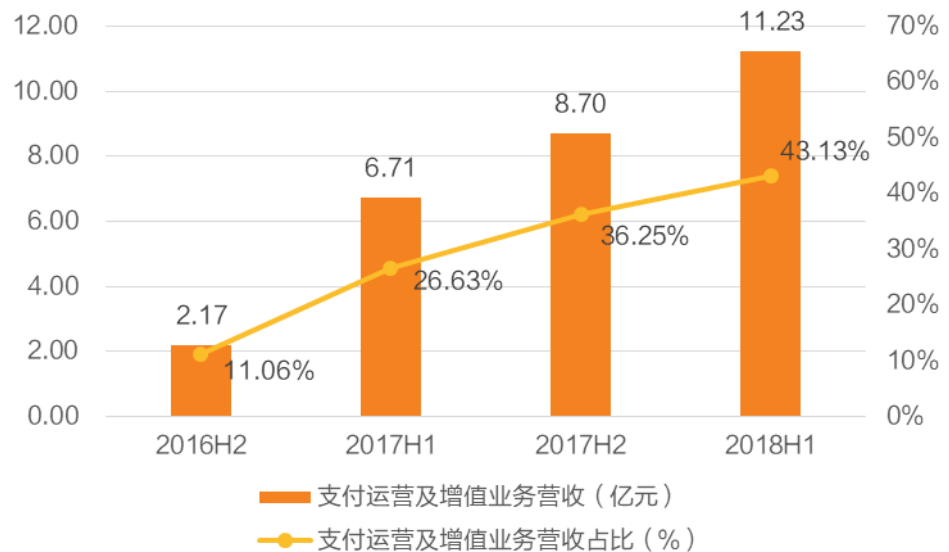
图 10：国通星驿流水增长与排名情况



资料来源：新大陆年报及半年报，天风证券研究所

受益于流水提升，公司支付业务营收持续高速增长。2018 年上半年，公司支付运营及增值业务营业收入达到了 11.23 亿元，同比增长 67.36%。支付运营及增值业务占比不断提升，由 2016 年的 11.06% 提升至 2018 年的 43.13%。在收单行业量价齐升的市场背景下，公司支付业务将持续增长，预计 2018 年全年收单部分业绩贡献将超过公司硬件业务，成为公司的第一大业务。

图 11：新大陆支付业务营收及占比



资料来源：新大陆年报及半年报，天风证券研究所

2. 产业链闭环聚焦商户服务，推广速度有望加快

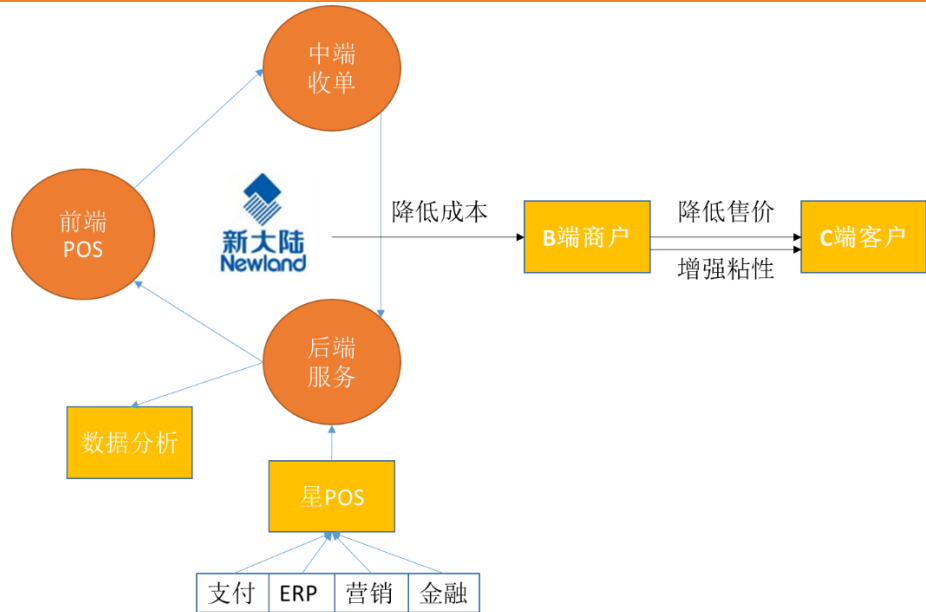
2.1. 新大陆：B2B2C，以商户服务为核心，打造商户服务产业链闭环

新大陆以商户服务为核心，专心做好商户端的极致服务。新大陆始终认为广大商户是零售业中最重要的一环，通过进行优质的商户服务，降低商户成本为产业链中的关键所在。在新大陆 B2B2C 的模式中，公司以帮助 B 端商户降低成本扩大利润，B 端商户再将这部分利润传导和返还给 C 端客户为主线，提升 B 端商户的盈利能力，增强 B 端商户与 C 端客户之间的粘性。

相对于美国 B2C2B 的模式，新大陆 B2B2C 的模式具有以下优势：

- (1) 不需要承担获取 C 端用户的补贴。
- (3) 节省下的费用可以尽可能地让利 B 端商户，专心做好商户端的极致服务。

图 12：新大陆 B2B2C 模型



资料来源：参考新大陆招股说明书，天风证券研究所绘制

新大陆商户服务产业链已形成闭环，基于“星 POS”平台为商户提供一站式经营支撑服务。公司目前已经形成支付终端（新大陆支付）、支付运营（国通星驿）、金融服务（新大陆金融）、支付运维（北京亚大）、O2O 营销（上海翼码）的产业生态，围绕着商户服务实现了前端 POS 机、中端收单、后端数据分析及服务的产业链闭环。公司于 2016 年 4 月设立网商小贷，进入消费金融领域，开始开展金融数据增值类业务。2016 年 5 月，公司收购国通星驿进入收单业务。2017 年 3 月，依托支付服务、金融服务两项核心通用类 SaaS 业务，公司搭建了“星 POS”商户服务平台。目前“星 POS”平台已整合了支付、ERP、营销、金融等各类商户服务，为中小微商户提供全方位、强实用性、高性价比的一站式经营支撑服务。

图 13：新大陆产业生态



资料来源：新大陆公司官网，天风证券研究所绘制

2.2. 公司商户拓展速度有望加快，增值服务收入比重将持续提升

公司商户资源丰富，“星 POS” 商户推广有望加速。自 2017 年“星 POS” 平台上线起，2017 年公司完成了近十万的商户推广，截至 2018 年上半年“星 POS” 平台服务商户数已超过 25 万。公司具有丰富的商户资源，北京亚大为 30 余万商户提供 POS 机售后服务，国通星驿拥有超过 40 万合作商户，专注于 O2O 营销的翼码科技已积累 53 个行业的 22 万商户，公司投资的 ERP 公司科脉技术具有 40 万的客户规模，截至 2018 年上半年，公司存量商户超过 400 万家。公司各个子公司可以依托之前积累的丰富的客户资源协同开展“星 POS” 商户拓展工作，此外，“星 POS” 于 10 月推出了聚合了各项支付方式的超级码，进入了增长迅速的二维码支付领域，预计公司商户拓展速度将持续加快。

表 5：新大陆商户资源

序号	具体项目	数量
1	北京亚大客户数	30 余万
2	国通星驿合作商家数	超过 40 万
3	科脉技术客户数	约 40 万
4	翼码科技累积商户数	22 万
5	公司存量商户	400 万

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司大力发展对 B 端商户的增值服务，增值服务收入比重将持续提升。公司围绕“星 POS” 商户服务平台不断增强增值服务能力，目前，公司已基于“星 POS” 开展了多项增值服务，包括会员管理、电子发票、广告营销、点餐外卖、商户贷款等。随着“星 POS” 平台使用商户数的增多，增值服务将为公司收入带来新的增量，增值服务收入占比将不断提升。

表 6：星 POS 已开通的增值服务

序号	已开通的增值服务	功能详注
1	会员管理	为商户提供营销活动/卡券营销等功能，包括提供营销工具、营销活动、门店展示机会 使用成本：小于 0.1 元/张 人力成本：无，全部电子化管理
2	电子发票	开票效率：1000 张/分钟 接入：支持多种税盘接入，无需跟换税盘 顾客体验：无需等待，发票易保管 增值服务：同步推送优惠券等
3	广告营销	帮助商户/企业选择适合自身的客群进行精准的朋友圈内广告展示投放，投放形式包括但不限于：图片、文字、视频、推广页等
4	点餐外卖	星 POS 于科脉技术共同为餐饮类商户提供的二维码自助点餐应用，解决传统餐饮四大痛点：无需购置大型收银机、点餐无需排队、收银无需排队、无需单单输入收银机/电脑
5	商户贷款	针对星 POS 商户的免面签成长型贷款服务，快速审核、快速放款、还款方式灵活

资料来源：星 POS 微信公众号，天风证券研究所

公司增值服务将向精细化方向发展，一是服务精细化，二是行业精细化。首先，“星 POS” 平台的迅速推广将为公司积累丰富的消费数据和粉丝群体，通过加强对消费数据的分析能力，公司将会为 B 端商户提供更精准的广告投放，不断增大的粉丝群体也将给公司更大的

粉丝经营的空间。广告与粉丝经营将在服务精细化的过程中成为公司增值服务的主要发展方向。其次，随着行业的发展，增值服务的赛道将向各个行业领域纵深发展。目前，公司已根据行业细分市场，对增值服务应用及场景进行了规划与部署，未来公司将面向智慧餐厅、智慧 KTV、智慧停车场、智慧医院、智慧超市、智慧百货等六大场景提供精细的增值服务应用。

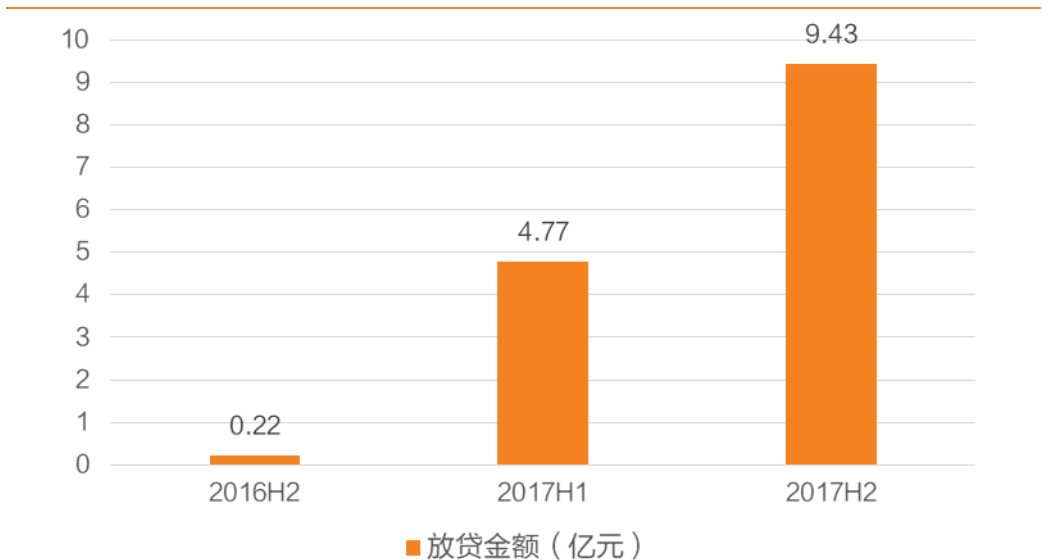
表 7：新大陆规划增值服务场景

序号	公司规划增值服务场景	功能详注
1	智慧餐厅	网络排号、点餐，综合支付
2	智慧 KTV	预约包房、在线消费
3	智慧停车场	自助缴费、空余车位查询
4	智慧医院	挂号、候诊、导航
5	智慧超市	扫码支付、虚拟会员卡、在线客服
6	智慧百货	公众号商城、电子会员

资料来源：新大陆增发公告，天风证券研究所

金融服务将成公司增值服务的业绩亮点。自 2016 年 4 月设立起，公司网商小贷业务发展迅速，全年累计放贷金额由 2016 年的 0.22 亿增长至 2017 年的 14.2 亿，不良率仅为 0.21%。自 2017 年下半年起，监管层已经停止新批互联网小贷公司，市场资源逐渐向有牌照的公司靠拢，公司同时具有银行卡收单牌照又有互联网小贷牌照，具有较高稀缺性。今年 5 月，公司对网商小贷进行了增资，注册资本由 1.875 亿元增加至 5 亿元，可借款资金规模得到提升，抵抗风险能力得到加强。2018 年公司陆续上线“网商微贷”、“随星贷”、“分润保理”等基于数据模型的线上产品，截至 2018 年上半年，公司已积累超过 5 万线上用户。网商小贷放贷金额将持续增长，成为公司增值服务的业绩新亮点。

图 14：网商小贷每半年放贷金额情况

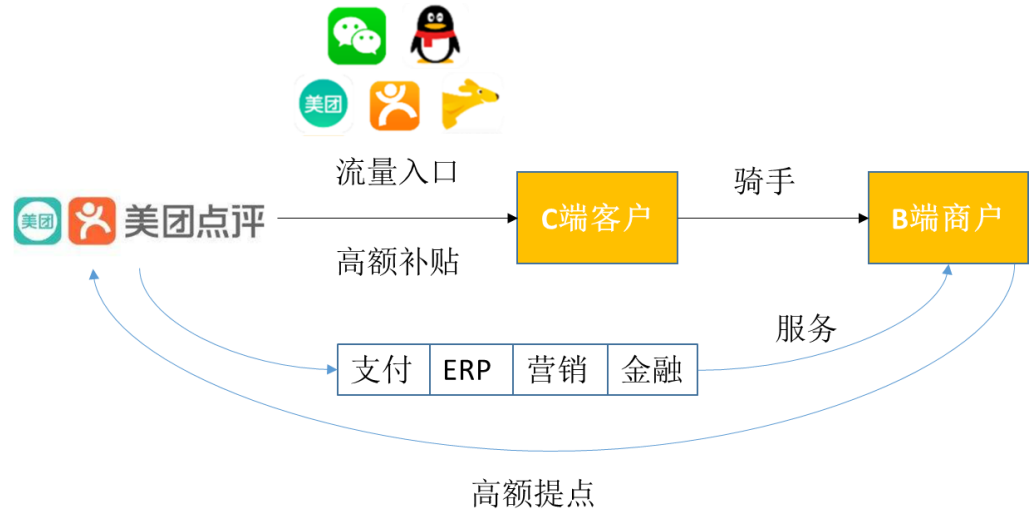


资料来源：公司年报及半年报，天风证券研究所

2.3. 美团：B2C2B，发展 C 端为主，B 端业务分散，与新大陆错位竞争

美团以增加 C 端流量入口及扩大 C 端用户基数为基础，吸引 B 端商户使用其服务。美团模式以拓展 C 端用户为核心，以高额补贴及增加流量入口为途径，持续为美团外卖、美团打车等自身产品 APP 用户进行补贴获取新用户，并引入腾讯系 APP 微信、QQ 等作为外接流量入口。美团依托广大的 C 端用户基数，吸引 B 端商户接入其产品，并通过骑手进行 B 端商户与 C 端消费者之间的匹配，增强 B 端及 C 端的耦合。

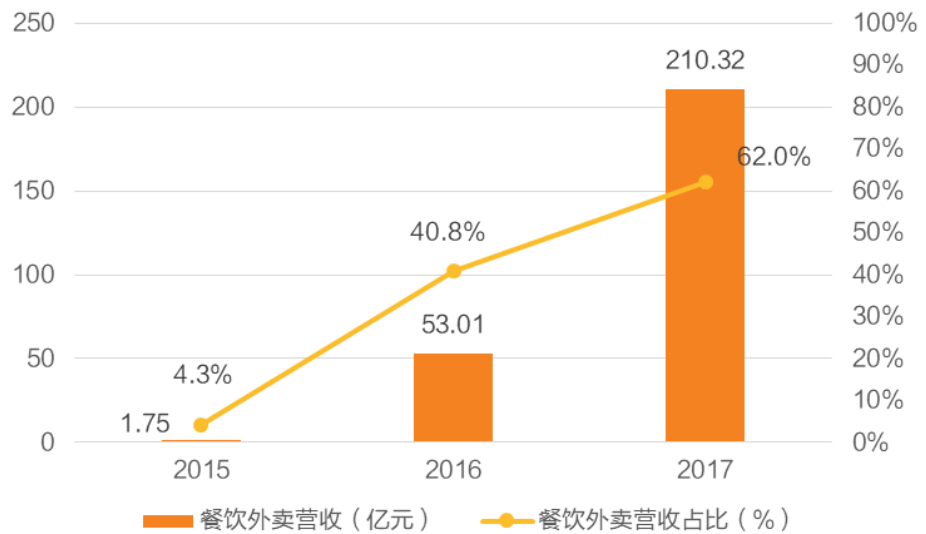
图 15：美团 B2C2B 模型



资料来源：参考美团招股说明书，天风证券研究所绘制

美团的业务重心仍在发展 C 端。近三年，美团通过建立骑手网络与用户补贴，大力发展其餐饮外卖业务。餐饮外卖营收年均保持数倍的增长，由 2015 年的 1.75 亿元提升至 2017 年的 210.32 亿元，餐饮外卖营收占美团点评总营收比重也显著提升，于 2017 年达到了 62% 的水平。

图 16：美团餐饮外卖历年营收及占比



资料来源：美团招股说明书，天风证券研究所绘制

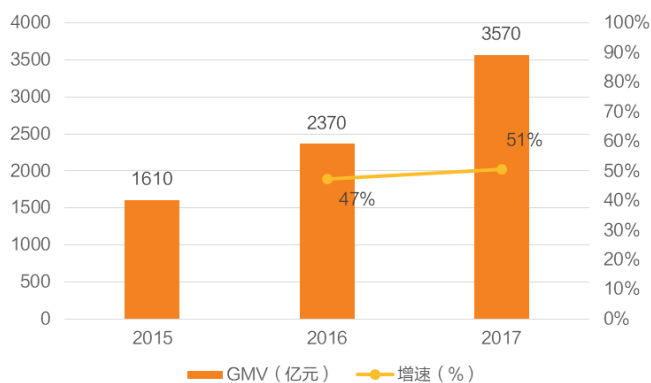
美团 2017 年年度交易用户数达到了 3.1 亿，12 月活跃用户数达 2.89 亿，年度交易笔数达到 58 亿笔，GMV 近三年保持了 50% 左右的高增速，于 2017 年达到了 3570 亿元的规模。

图 17：美团 2017 年 C 端数据



资料来源：美团招股说明书，天风证券研究所

图 18：美团历年 GMV 及增速



资料来源：美团招股说明书，天风证券研究所

美团 B 端业务多样，但相对分散。美团自 2016 年提出“互联网下半场”，开始聚焦于 B 端商户服务，并于同年推出了多项商户服务，包括云端 ERP 服务、聚合支付解决方案及供应链解决方案。目前，美团已可向 B 端商户提供精准线上营销工具、具有成本效益的即时配送基础设施、基于云计算的 ERP 系统、聚合支付系统、供应链解决方案、金融解决方案等各项服务。美团 B 端业务主要以其平台优势和骑手配送网络做资源整合，目前发展方向较多，各项业务相对分散，营收占比较小。

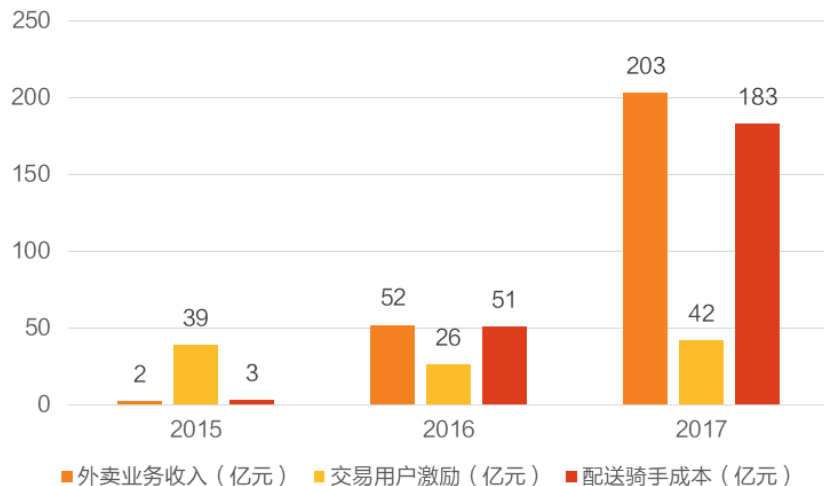
表 8：美团 B 端业务 APP

图标	应用名称	详情
	美团外卖商家版	美团外卖商家业务管理系统的移动及个人电脑门户
	美团专送骑手版	美团专送骑手的移动应用程序
	美团管家	美团点评商家运行管理系统的移动及个人电脑入口
	开店宝	商家管理美团点评平台服务（包括团购套餐及电子代金券、在线订位及在线订购）的移动及个人电脑入口
	美团酒店商家版	酒店商家管理美团点评平台服务（包括酒店预订、评论管理、报告及数据分析）的移动及个人电脑入口
	别样红	适于酒店的云端物业管理系统
	美团跑腿	同城速递服务平台
	快驴	餐厅供应链服务及解决方案

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

美团高提点率影响了 B 端业务的客户粘性。美团在 C 端大量补贴骑手和用户，2017 年美团外卖收入 203 亿，用户补贴达 42 亿，配送骑手成本达 183 亿。由于大量补贴骑手和用户，因此对 B 端商家提点率较高，高提点率提升了美团 B 端客户的成本，而外卖及餐饮店等中小商户对成本较为敏感，高提点率一定程度上降低了美团的客户粘性，对美团的 B 端业务的长期发展形成了一定影响。

图 19：美团外卖收入、骑手成本、交易用户激励对比



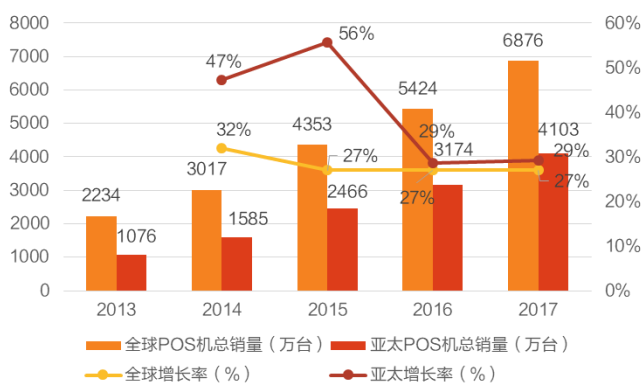
资料来源：美团招股说明书，天风证券研究所绘制

3. POS 与识别硬件国内龙头，有望持续较快增长

3.1. 全球 POS 机市场稳健增长，智能 POS 增速领先

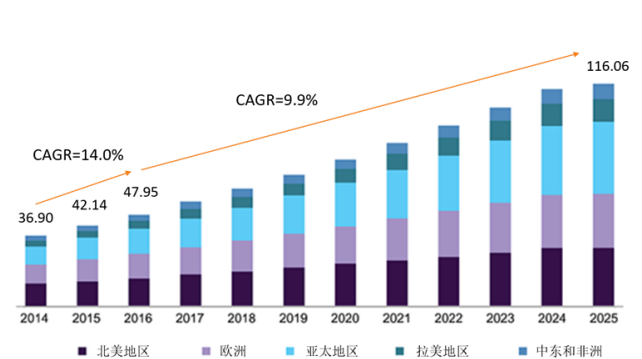
全球 POS 机市场将继续保持稳健增长，亚太区域为最快增长极。从销量上看，尼尔森报告显示，2013 至 2017 年，全球 POS 机销量由 2234 万台增长至 6876 万台，复合增长率达 32.45%。其中，亚太区域表现出色，POS 机销量由 1076 万台增长至 4103 万台，复合增长率达 39.75%，市场占比逐年提升。从市场规模上看，GRAND VIEW RESEARCH 报告显示，截至 2016 年，全球 POS 机市场规模达 479.5 亿美元，据其预测，在经历了 2014 至 2016 年均 14% 的增长后，2017 至 2025 年全球 POS 机市场将继续长期保持稳健增长，2025 年市场规模将达到 1160.6 亿美元，复合增长率达 9.9%。

图 20：全球/亚太 POS 机销量及增速



资料来源：The Nilson Report，天风证券研究所

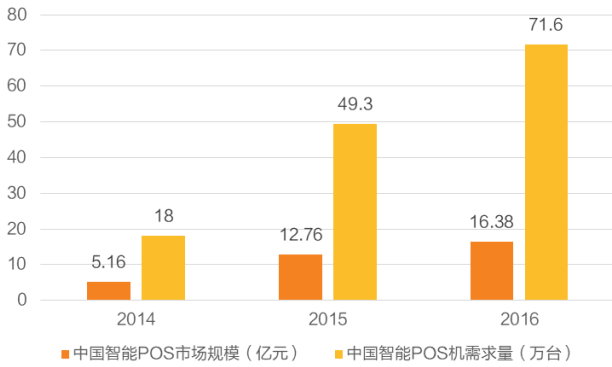
图 21：全球 POS 机市场规模及增长率预测（单位：十亿美元）



资料来源：GRAND VIEW RESEARCH，天风证券研究所

智能 POS 表现抢眼，市场增速仍将长期领跑。据中国产业信息网统计，2014 年至 2016 年两年间，中国智能 POS 销量由 18 万台提升至 71.6 万台，增长近 3 倍，市场规模由 5.16 亿元提升至 16.38 亿元，增长 2 倍有余。目前，智能 POS 在整个 POS 行业中占比仍然较小，随着支付场景的多样化以及支付产业的全面升级，智能 POS 作为适应各支付形式的最终形态，仍将保持高速发展态势。预计 2017 至 2023 年，中国智能 POS 市场将维持年均 24.21% 的高增速，于 2023 年市场规模达到 74.7 亿元。

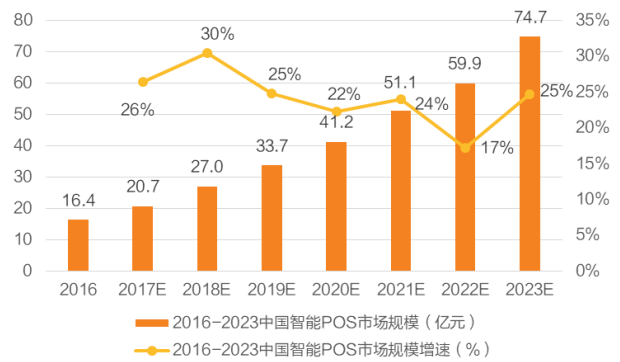
图 22：2014-2016 中国智能 POS 市场规模及需求量



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

注：统计了零售业、酒店业、餐饮业的总和

图 23：2017-2023 中国智能 POS 市场规模预测



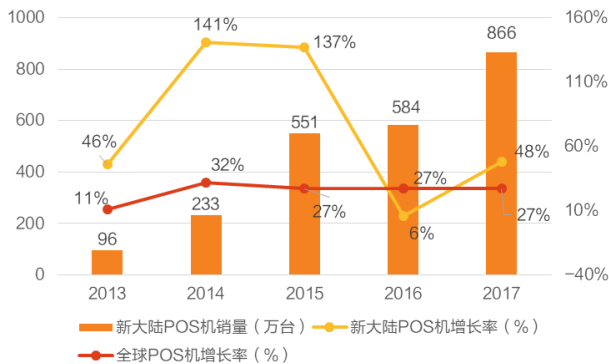
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

注：统计了零售业、酒店业、餐饮业的总和

3.2. 公司 POS 龙头地位稳固，mPOS 引领 POS 销量重回高增长通道

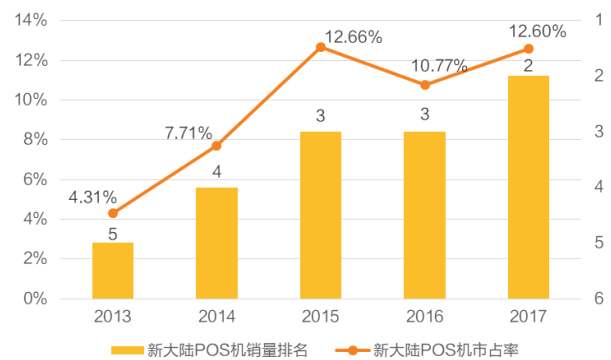
公司为全球第二大 POS 机生产商，销量增长领先行业平均水平。公司为全球 POS 机龙头公司，旗下共设有新大陆支付公司与北京亚大两个核心子公司从事金融 POS 终端设备的设计、研发、销售和运维服务。公司 POS 机销量逐年增长，行业地位不断攀升。尼尔森报告显示，2013 年至 2017 年，公司 POS 机销量年均增长 73.15%，远超行业整体水平，全球市场份额达 12.60%，排名由 2013 年的第 5 上升至第 2。目前，公司 POS 机市场份额仅落后于法国移动支付公司 Ingenico，排名全球第二。

图 24：新大陆历年 POS 机销售及增长情况



资料来源：The Nilson Report，天风证券研究所

图 25：新大陆历年 POS 机销量排名及市占率



资料来源：The Nilson Report，天风证券研究所

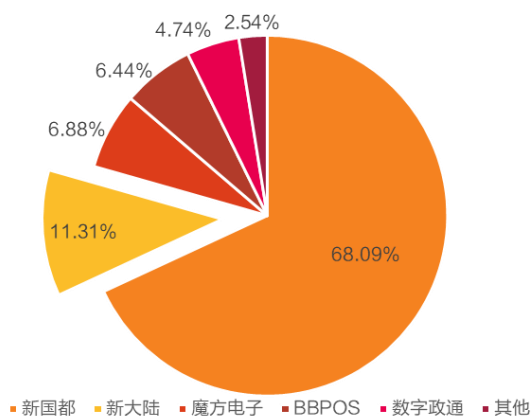
公司 POS 机龙头地位稳固，精细化设计产品满足各行业需求。公司针对不同应用场景、不同行业的不同需求精细化设计产品，目前，公司 POS 机产品线涵盖了智能 POS 机、标准 POS 机、MPOS 机、IPOS 机等全系列电子支付终端产品。除了各类 POS 机外，公司 POS 机相关其他设备市场份额亦排名靠前。据尼尔森报告，2017 年公司读卡器市场份额 11.31%，排名全球第二，PIN Pad 市场份额 21.60%，排名第三，行业龙头地位稳固。

图 26：新大陆各类 POS 终端产品



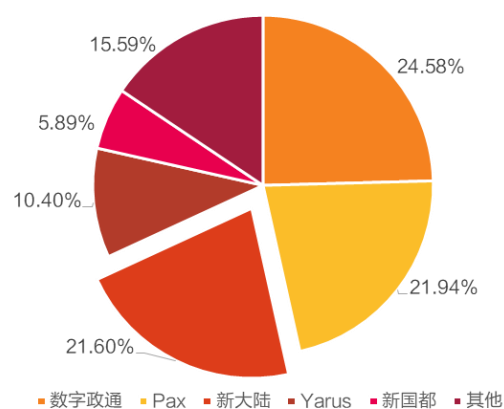
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 27：读卡器 2017 年全球市场份额



资料来源：The Nilson Report，天风证券研究所

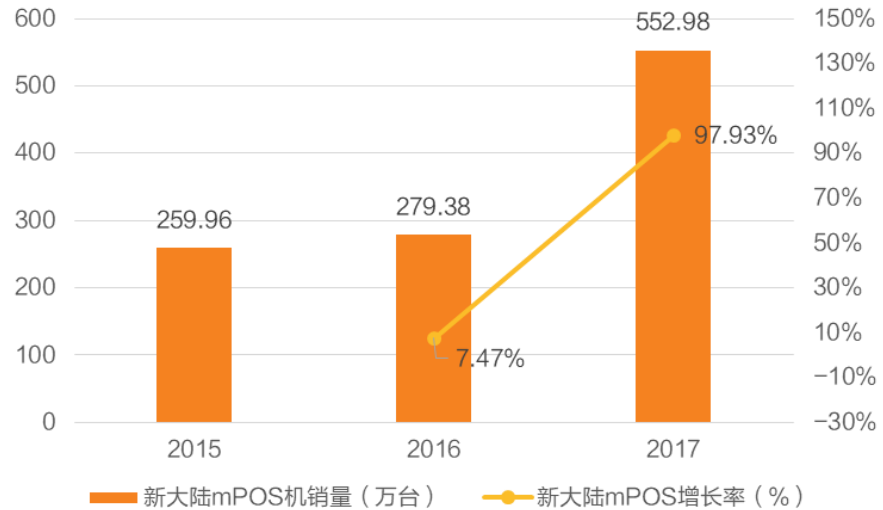
图 28：PIN Pad 2017 年全球市场份额



资料来源：The Nilson Report，天风证券研究所

MPOS 销售迅猛增长，引领 POS 销量重回高增长通道。公司在公司层面注重对小微商户的拓展与服务，受益于“星 POS”商户服务平台、国通星驿、网商小贷等公司商户运营服务集群对商户的迅速拓展，公司 MPOS 销量在 2017 年迅猛增长。尼尔森报告显示，2017 年，公司 MPOS 销量实现了翻倍增长，增速大幅提升至 97.93%。在经历 2016 年 POS 销量增速放缓后，MPOS 的高增长带动了公司 POS 销量增速的回升，2017 年，公司整体 POS 机销量增速达 48%，销量增速重回高增长通道。此外，公司 2017 年年报显示，2017 年，公司智能 POS 产品全年销量超过 50 万台，实现了从银行、第三方到互联网企业用户的全范围覆盖，并且中标了中国银行智能 POS 采购项目，智能 POS 的高附加值将在营收规模上对公司业绩产生更强助力。

图 29：新大陆 Mpos 历年销售及增长情况

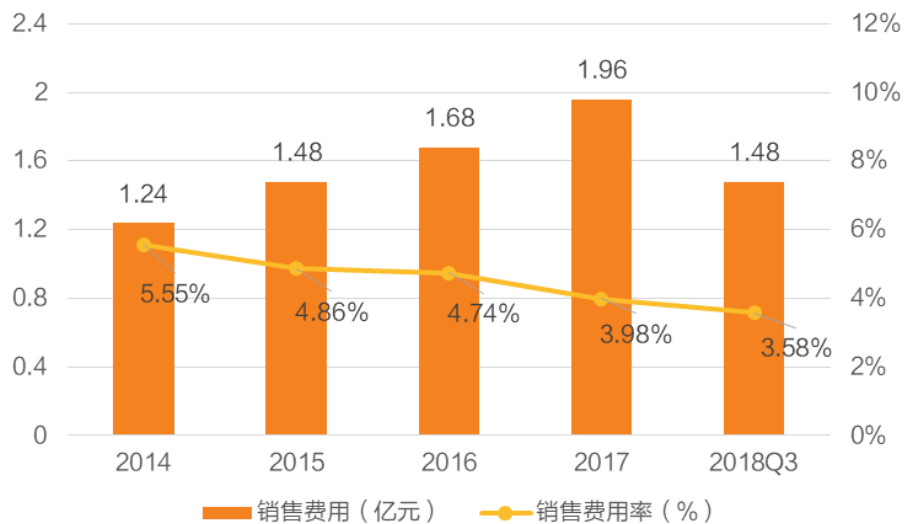


资料来源：The Nilson Report, 天风证券研究所

3.3. 国通星驿与 POS 硬件深度协同，提升盈利能力

国通星驿原为公司 POS 机大客户，业务深度协同，收购国通星驿后公司销售费用率大幅下降。国通星驿的收单业务为公司 POS 机业务下游行业，公司于 2016 年收购国通星驿后，实现了收单与 POS 机销售的一体化。公司对国通的 POS 机销售性质也由原来的对外销售转化为内部采购，销售费用大幅降低。国通占公司 POS 机总销量比重高，因此，国通与 POS 硬件的深度协同大幅降低了公司的销售费用率。2016 年至 2018 年三季度，公司整体销售费用率由 4.74% 下降至 3.58%，降低了 1.16%。

图 30：新大陆历年销售费用及销售费用率情况



资料来源：Wind, 天风证券研究所

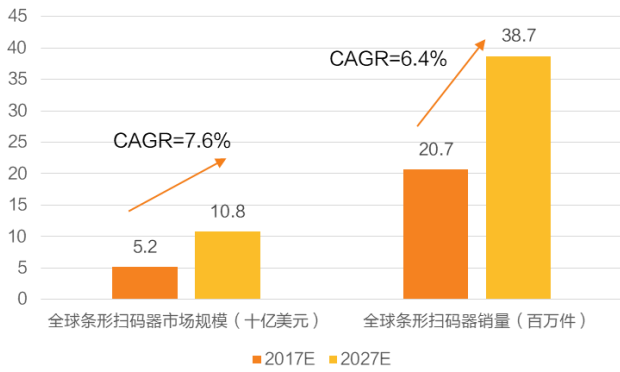
除降低销售费用率外，协同效应还体现在下游收单业务拓展对上游 POS 机销售的传导上。由于公司各项业务深度协同，公司在收单业务上拓展将直接由国通星驿传导至 POS 硬件。国通在商户拓展的过程中将更多地推销公司的 POS 产品，国通业务的增长也将直接转化成公司 POS 机销量的增长。受益于公司商户运营服务集群快速的商户拓展，公司未来几年 POS 销量增速仍非常可观。

3.4. 国内自动识别龙头，发力海外市场可期

公司条码识读设备在国内独占鳌头，将持续享受行业增长红利。中国产业信息网报告显示，

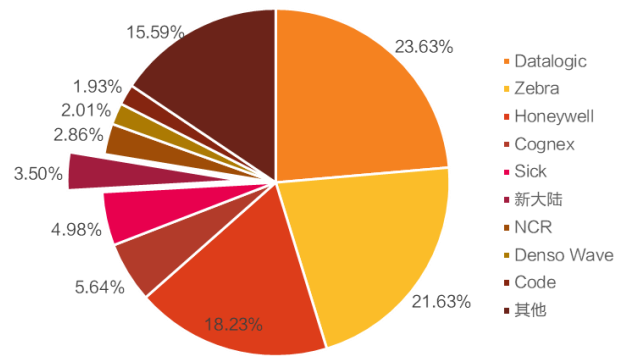
公司 2015 年条码识读设备市场占有率为 3.50%，排名中国第一，全球第六。公司是条码识读设备唯一进入世界前十的中国企业，龙头地位稳固，将持续受益行业长期增长。据 Future Market Insights 预测，2017 年至 2027 年，全球条形码扫码器销量将由 2070 万件增长至 3870 万件，CAGR 达 6.4%，市场规模将由 52 亿美元提升至 108 亿美元，CAGR 达 7.6%。

图 31：全球 2017-2027 年条形码扫码器市场规模及销量情况



资料来源：Future Market Insights，天风证券研究所

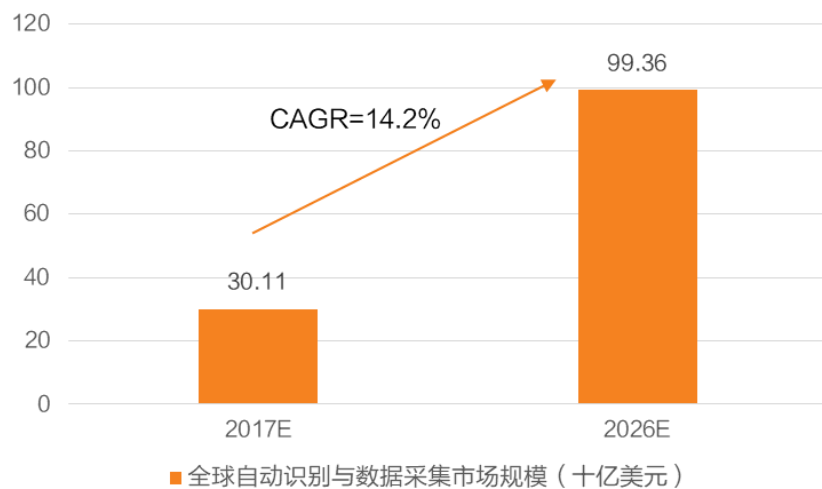
图 32：2015 年全球条码识读设备市场份额情况



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

自动识别与数据采集，千亿蓝海市场静待花开。纵观全球整个自动识别与数据采集 (AIDC) 市场，市场更大，增速更快。Research and Markets 预测，全球自动识别与数据采集市场规模将由 2017 年的 301.1 亿美元增长至 2026 年的 993.6 亿美元，达到近千亿美元的级别，且将长期保持高增速，复合增长率将达到 14.2%。

图 33：全球 2017-2026 年自动识别与数据采集 (AIDC) 市场规模



资料来源：Research and Markets，天风证券研究所

借行业东风，公司自动识别业务发力全球市场可期。公司为医疗卫生、连锁零售、快消品、物流快递、泛金融、政府和公共事业等多个行业提供便携式数据采集器、手持式条形码扫码枪、固定式条码扫描器、条码识读引擎、信息终端等各项自动识别产品。公司于 2015 年、2016 年被该领域权威机构 VDC 评为全球自动识别与数据采集前 10 大供应商，是国内企业在前 10 名榜单中的唯一上榜者。面对千亿美元级别的国际市场，公司近年来持续发力，在美洲与 EMBA 地区持续巩固与提升市场地位，并于 2017 年新进入日韩与澳洲市场，且在俄罗斯、意大利市场取得重大突破，公司在全球市场份额的提升方面具有较高预期。

表 9：2016 年全球自动识别与数据采集 (AIDC) 前 10 大供应商

排名	公司	2016 年营收 (百万美元)
1	Zebra	2130

2	Honeywell	1022
3	Datalogic	556
4	SATO	200
5	Toshiba TEC	158
6	Denso Wave	123
7	Cognex	105
8	SICK AG	86
9	Casio Computer Co. Ltd	78
10	新大陆	68

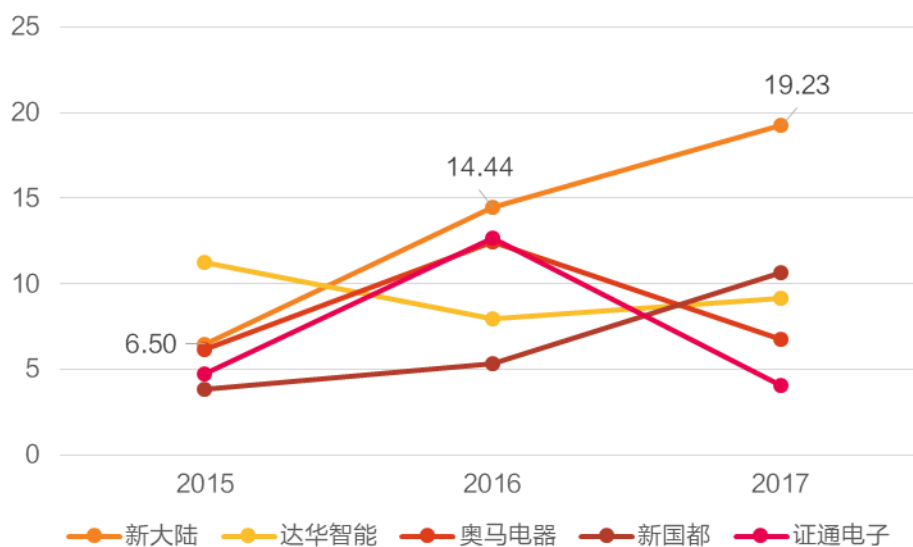
资料来源：VDC，天风证券研究所

4. 现金储备充足，股权激励助推各业务持续快速增长

4.1. 现金流远优于同业，稳固经营助力外延并购

公司现金储备充足，期末现金余额逐年提升。公司期末现金及现金等价物余额由 2015 年的 6.50 亿元增长至 2017 年的 19.23 亿元，复合增长率达 72%。截至 2017 年末，公司期末现金及现金等价物余额超过同行业可比公司约 1 倍的水平。

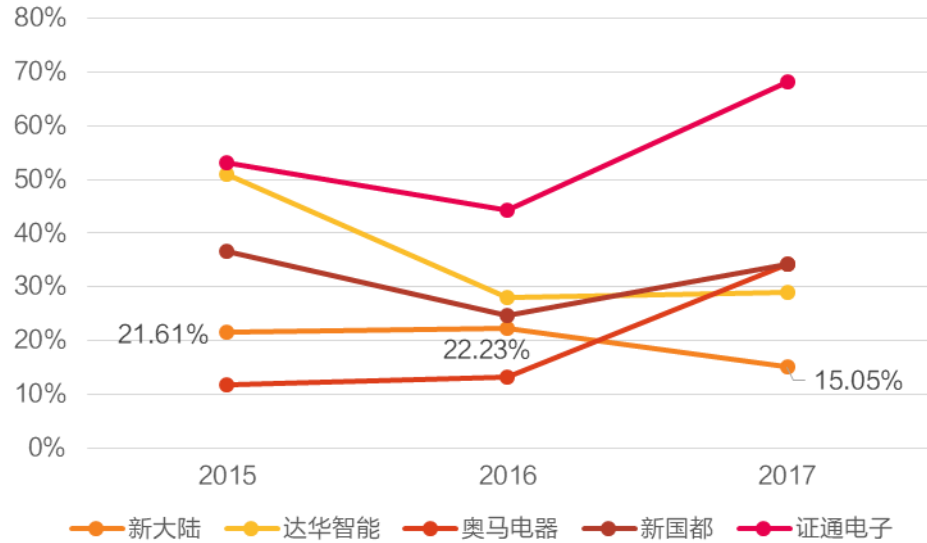
图 34：新大陆及可比公司历年期末现金及现金等价物余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司回款能力不断提升，应收账款占营收比例远优于行业。公司应收账款占营收比例自 2015 年起累计下降 6.56%，且于 2016-2017 年同行业可比公司该项指标均出现升高之际，实现了逆势大幅下降。截至 2017 年末，公司应收账款占营收比例为 15.05%，远优于行业 30%左右的水平。

图 35：新大陆及可比公司历年应收账款占营收比例（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

除现金流外，公司其他财务指标亦较为优异。质押率上，公司大股东累计质押数占持股数比例为 45.19%，略高于 40% 的标准；负债率上，公司 2017 年末资产负债率为 42.21%，小于 45% 的标准；现金流上，公司 2017 年末现收比为 95.30%，大于 90% 的标准；商誉上，公司 2017 年末商誉为 5.52 亿元，小于 10 亿元标准。良好的财务指标显示了公司经营质量和融资能力都有较强的保障，并将进一步帮助公司规避一系列财务风险。

表 10：新大陆其他财务指标

指标	新大陆数据	标准参考值	数据来源日期
大股东累计质押数占持股数比例	45.19%	<40%	最新交易日
资产负债率	42.21%	<45%	2017 年年报
销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	95.30%	>90%	2017 年年报
商誉	5.52 亿	<10 亿	2017 年年报

资料来源：wind，天风证券研究所

充足的现金储备及良好的财务状况将显著助益公司发挥外延并购的优势。外延并购一直以来是公司拓展经营、巩固行业地位的重要途径。公司具有良好的外延并购基因，近年来，公司外延并购投入不断扩大，金额不断增加。自 2014 年起收购北京亚大起，公司共发生了 10 起外延并购事件，2014 至 2017 年每年至少发生一起。公司充足的现金储备及良好的财务状况将为公司的外延并购奠定坚实的财务基础。

表 11：新大陆历年外延并购事件

时间	事件	股权	金额
2017.9	认购科脉技术	15.73%	8000 万元
2016.5	收购国通星驿	100%	6.80 亿元
2016.5	收购新大陆支付公司	35% (合计 100%)	2.97 亿元
2016.4	设立网商小贷	100%	1.5 亿元
2015.12	收购弘卓通信	100%	4400 万元
2015.12	设立上海优啦	70%	1050 万元

2015.12	收购智联天地	25% (合计 80%)	1750 万元
2015.7	收购智联天地	55%	3850 万元
2014.9	收购新大陆自动识别公司	35% (合计 100%)	1.38 亿元
2014.8	收购北京亚大	75%	1.58 亿元

资料来源: wind, 天风证券研究所

4.2. 重点激励战略业务，公司发展进入转型收获期

史上最大规模激励计划，重点激励公司战略业务。此次激励计划的激励比例为总股本的 4.10%，较过去两次方案更高。此次激励计划主要面向公司重点战略业务，激励对象除了总部和研究院员工之外，均为国通星驿、支付公司、自动识别、网商小贷、北京亚大等 5 个核心子公司的业务骨干，涵盖了收单、POS 机、识别、消费金融等公司转型后的重要战略业务。

表 12: 激励计划限制性股票各年度考核指标

部门	激励对象人数	所属具体业务
高管	5	总部部门
总部平台	20	总部部门
研究院	8	总部部门
国通星驿	60	支付运营及收单服务
支付公司	93	POS 硬件
自动识别	52	二维码识别
网商小贷	19	消费金融
北京亚大	9	POS 硬件

资料来源: wind, 天风证券研究所

尊重人才基因，股权激励理顺内部机制，公司发展进入转型收获期。公司尊重人才基因，对于公司收单、POS、金融等各项业务都秉持着“专业的人做专业的事”的原则，不随意调换各个子公司的人才。公司于 2018 年 4 月引进支付行业的元老级人物梁健，梁健先生是曾首创银联第一代手机支付、发明我国最早的刷卡支付电话，并且是卡友支付的创始人。目前，由梁健负责公司整体商户运营板块，领军人物到位。此次股权激励建立起了有效的评价机制与分配机制，提升了人才积极性，激发了企业内部活力。经过过去几年的转型，公司的业务构成已经发生重大变化，此次对战略业务的核心骨干实施激励将有助于公司转型成果转化，股权激励净利润目标有望超额完成。

表 13: 激励计划限制性股票各年度考核指标

解除限售期	业绩考核指标
第一个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2018 年的主营净利润增长率不低于 25%
第二个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2019 年的主营净利润增长率不低于 55%
第三个解除限售期	以 2017 年主营净利润 4.13 亿元为基数，公司 2020 年的主营净利润增长率不低于 100%

资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 盈利与估值

关键假设: 1. 国通星驿收单流水持续保持较快增长; 2. 公司“星 POS”商户服务平台商

户拓展顺利，增值服务收入稳步提升；3. 全球 POS 机及识读设备增长稳健，公司硬件设备向海外市场拓展顺利。

表 14：业务收入拆分及预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
电子支付产品及信息识读产品	13.20	16.52	17.02	21.79	27.45	33.77
增速	34.07%	25.13%	3.06%	28.00%	26.00%	23.00%
占比	43.34%	46.59%	34.60%	37.44%	35.38%	34.35%
行业应用软件开发及服务（含配套硬件）	10.23	8.60	7.26	6.54	6.54	6.54
增速	56.97%	-15.87%	-15.57%	-10.00%	0.00%	0.00%
占比	33.58%	24.27%	14.76%	11.23%	8.42%	6.65%
房地产及物业费收入	6.93	8.04	8.77	0.00		
增速	17.86%	16.04%	9.12%	-100%		
占比	22.75%	22.68%	17.83%	0.00%		
银行卡收单业务		2.17	15.36	27.65	35.94	44.93
增速			210.00%	80.00%	30.00%	25.00%
占比		6.11%	31.22%	47.51%	46.32%	45.70%
消费金融业务			0.18	2.11	7.55	12.95
增速				1047.81%	258.67%	71.53%
占比			0.37%	3.62%	9.73%	13.18%
其他业务	0.10	0.12	0.60	0.12	0.12	0.12
增速	-13.70%	20.57%	386.03%	-80.00%	0.00%	0.00%
占比	0.34%	0.35%	1.22%	0.21%	0.15%	0.12%
合计	30.45	35.45	49.20	58.20	77.60	98.30

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司业务转型升级，综合竞争力强，增长速度快，看好公司业务发展前景。预计公司 2018-2020 年分别将实现归属母公司净利润 6.01 亿、8.06 亿、10.41 亿，对应 EPS 分别为 0.59 元、0.80 元、1.03 元。参考同类公司估值，同类公司 2018 年平均估值为 30.74 倍，鉴于公司高成长性，我们给予公司 2018 年 33X P/E，目标价 19.47 元，维持“买入”评级。

表 15：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
新国都	300130.SZ	12.77	61	0.47	0.71	0.91	26.89	18.06	13.99
优博讯	300531.SZ	17.92	50	0.42	0.60	0.79	42.32	29.82	22.68
海联金汇	002537.SZ	10.54	132	0.45	0.63	0.91	23.28	16.60	11.56
新北洋	002376.SZ	18.85	125	0.62	0.81	1.04	30.45	23.39	18.21
平均值							30.74	21.97	16.61

资料来源：Wind，天风证券研究所

6. 风险提示

1. 线下收单业务增长不及预期；

2. 商户服务平台推广进程不及预期;
3. 硬件设备海外市场拓展不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,567.90	1,976.61	4,708.89	6,225.95	7,731.07
应收账款	1,571.66	2,354.54	1,186.77	2,059.59	1,599.46
预付账款	77.43	79.22	278.94	195.53	380.09
存货	1,307.80	1,042.68	2,612.30	1,020.33	2,843.84
其他	241.33	879.20	844.12	908.05	874.90
流动资产合计	4,766.11	6,332.24	9,631.02	10,409.44	13,429.36
长期股权投资	147.74	153.00	153.00	153.00	153.00
固定资产	153.64	208.46	200.77	193.09	185.41
在建工程	106.58	135.94	135.94	135.94	135.94
无形资产	173.77	187.13	176.84	166.52	154.40
其他	906.13	1,246.59	1,189.89	1,199.20	1,206.17
非流动资产合计	1,487.86	1,931.12	1,856.43	1,847.75	1,834.93
资产总计	6,277.34	8,577.65	11,600.01	12,407.26	15,456.59
短期借款	46.48	395.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,611.33	2,247.08	1,825.27	4,042.41	3,470.64
其他	1,773.71	886.42	4,127.36	1,854.01	4,386.15
流动负债合计	3,431.51	3,528.49	5,952.62	5,896.42	7,856.79
长期借款	60.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	259.44	52.31	267.50	316.67	354.53
非流动负债合计	319.44	92.31	267.50	316.67	354.53
负债合计	3,750.95	3,620.80	6,220.12	6,213.08	8,211.32
少数股东权益	82.90	121.63	127.70	135.84	146.36
股本	938.40	1,010.81	1,010.76	1,010.76	1,010.76
资本公积	52.12	1,554.00	1,554.00	1,554.00	1,554.00
留存收益	1,540.64	3,640.32	4,241.42	5,047.57	6,088.15
其他	(87.67)	(1,369.92)	(1,554.00)	(1,554.00)	(1,554.00)
股东权益合计	2,526.39	4,956.85	5,379.89	6,194.18	7,245.27
负债和股东权益总计	6,277.34	8,577.65	11,600.01	12,407.26	15,456.59

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	486.39	679.11	601.10	806.15	1,040.58
折旧摊销	29.99	44.68	21.98	22.30	22.50
财务费用	3.04	10.49	(13.00)	(10.00)	(10.00)
投资损失	(46.20)	(33.90)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	1,489.75	(2,043.96)	2,604.98	661.01	491.97
其它	(856.33)	1,067.67	6.07	8.14	10.51
经营活动现金流	1,106.63	(275.91)	3,211.12	1,477.60	1,545.56
资本支出	498.08	339.79	(211.19)	(44.87)	(35.17)
长期投资	73.74	5.26	0.00	0.00	0.00
其他	(402.15)	(1,481.44)	418.93	13.05	0.23
投资活动现金流	169.67	(1,136.39)	207.74	(31.82)	(34.93)
债权融资	400.98	697.71	186.69	247.97	232.46
股权融资	(3.17)	1,787.66	(171.13)	10.00	10.00
其他	(880.52)	(592.91)	(702.13)	(186.69)	(247.97)
筹资活动现金流	(482.71)	1,892.46	(686.58)	71.28	(5.51)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	793.59	480.16	2,732.29	1,517.06	1,505.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,544.59	4,919.91	5,819.74	7,760.23	9,830.28
营业成本	2,229.23	3,178.64	4,071.14	5,435.35	6,879.81
营业税金及附加	155.98	123.54	128.03	170.72	216.27
营业费用	167.73	196.04	232.79	294.89	363.72
管理费用	486.22	673.86	680.91	892.43	1,110.82
财务费用	7.71	10.68	(13.00)	(10.00)	(10.00)
资产减值损失	27.24	49.40	80.00	100.00	120.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	46.20	33.90	10.00	10.00	10.00
其他	(92.40)	(128.61)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
营业利润	516.68	782.47	649.87	886.84	1,159.66
营业外收入	58.20	10.06	67.79	75.76	83.71
营业外支出	2.44	1.08	3.34	4.61	6.80
利润总额	572.44	791.44	714.32	957.99	1,236.58
所得税	86.06	112.33	107.15	143.70	185.49
净利润	486.39	679.11	607.17	814.29	1,051.09
少数股东损益	25.04	25.03	6.07	8.14	10.51
归属于母公司净利润	461.35	654.08	601.10	806.15	1,040.58
每股收益(元)	0.46	0.65	0.59	0.80	1.03

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	16.40%	38.80%	18.29%	33.34%	26.68%
营业利润	23.60%	51.44%	-16.95%	36.46%	30.76%
归属于母公司净利润	37.34%	41.78%	-8.10%	34.11%	29.08%
获利能力					
毛利率	37.11%	35.39%	30.05%	29.96%	30.01%
净利率	13.02%	13.29%	10.33%	10.39%	10.59%
ROE	18.88%	13.53%	11.44%	13.31%	14.66%
ROIC	32.12%	68.41%	20.28%	69.01%	168.39%
偿债能力					
资产负债率	59.75%	42.21%	53.62%	50.08%	53.13%
净负债率	64.52%	35.95%	17.59%	21.38%	-3.60%
流动比率	1.39	1.79	1.62	1.77	1.71
速动比率	1.01	1.50	1.18	1.59	1.35
营运能力					
应收账款周转率	3.05	2.51	3.29	4.78	5.37
存货周转率	2.39	4.19	3.18	4.27	5.09
总资产周转率	0.64	0.66	0.58	0.65	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.46	0.65	0.59	0.80	1.03
每股经营现金流	1.09	-0.27	3.18	1.46	1.53
每股净资产	2.42	4.78	5.20	5.99	7.02
估值比率					
市盈率	32.89	23.20	25.24	18.82	14.58
市净率	6.21	3.14	2.89	2.50	2.14
EV/EBITDA	30.39	20.61	15.22	9.49	5.95
EV/EBIT	32.01	21.79	15.74	9.73	6.07

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 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	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 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com