

计算机

2015年03月12日

新国都 (300130) 深度研究

—— 战略与经营均出现拐点(金融信息化深度研究之八)

报告原因：发布深度报告

买入

首次评级

市场数据： 2015年03月12日

收盘价(元)	44.70
一年内最高/最低(元)	51.92/22.55
上证指数/深证成指	3349/11636
市净率	5.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	3484

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	9.49
资产负债率%	14.87
总股本/流通A股(百万)	114/74
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

刘畅
(8621)23297818 x7391
liuchang@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **曾专注于电子支付技术的发展，过去成长来自客户机构优化。**新国都从事金融 POS 机的生产、研发、销售和租赁，同时提供电子支付综合解决方案。其过去的成长来自客户结构优化：2011-2013 年，来自银联体系的收入基本持平，向商业银行、第三方收单机构的年均销售额增长率为 78%、58%。
- **战略划分为三个阶段，投资者未解读第二阶段的两种积极信号。**自 2010 年 10 月上市，我们将上市后的战略划分为金融支付、互联网探索、互联网化的大金融 IT 三个阶段。1) 2013 年报、2014 年半年报、董事长 2013 年会发言均指出互联网探索，投资者未解读。2) 拟收购范特西是探索的第一步尝试，投资者认为旁骛。金融 IT 企业恒生电子、金证股份、新大陆和信雅达均曾偏离主业。金证股份 2004-2010 年经营重心偏移至商品销售、数字城市、系统集成和 IT 分销；恒生电子 2008-2009 年曾扩张集成业务；新大陆 2008-2010 年曾投向与主业无关的房地产；信雅达 2005 年开始实施 IT 与环保并举战略。
- **2015 年开始收单支持拓展互联网金融，根据公开资料，推测支付接口、清分、积分平台（折扣、抵用券、积分等）、商户管理、风控模型已成熟。**经第二阶段试水，通过金融支付的上下游拓展互联网业务较为合理，而 POS 收单正是金融支付与互联网的结合点，美国第三方银行卡处理商与卡联科技（430130.OC）均为案例。根据公开投资者互动资料，新国都通过 200 人的创新业务中心为收单网络提供平台支持。1) 支付接口方面，根据 2 月 13 日投资互动平台资料，预计公司不局限于 POS，将抽象出 APPLE PAY、二维码支付、指纹支付等其它支付方式。2) 清分和积分平台方面，根据 11 月 13 日互动平台资料，衍生清分和通用积分业务已发展，点点客（430177.OC）验证可行性。3) 商户管理方面，POS 数据将拓展账户管理，卡联科技（430130.OC）做验证。4) 风控模型方面，第三方收单存在套码、虚拟商户、预售权套现、切机、套现、直接通道等交易风险。根据央行 79 号文，多家第三方支付商被处罚。公司模型及已公告征信公司表明风控模型积累较成熟。
- **按照行业规律，平台支持还可拓展供应链金融、征信、风控等新业务。**1 月 28 日公告征信公司是演绎的起始。风险控制模型可成为 POS 贷、P2P、供应链金融等业务的支持。
- **2014 年开始经营反转，首次给予买入评级。**2013 年银联采购中标 1 包后，2014 年恢复至 6 包。4.6 亿货币资金、减少的应收账款和存货表明稳健的资产负债表。预计 2014-2017 年收入为 6.8、9.0、11.3、14.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 0.71、0.88、1.13、1.44 亿元，全面摊薄每股收益为 0.63、0.77、0.99、1.26 元。参照银之杰与卡联科技，分部估值 136 亿元。对应 165%空间，首次给与“买入”评级。**股价表现的催化剂来自兑现互联网金融和征信的多种方式。**

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	499	402	679	903	1,133
同比增长率(%)	0.83	36.13	36.07	32.99	25.47
净利润(百万元)	55	44	71	88	113
同比增长率(%)	-8.68	14.38	29.97	23.47	28.05
每股收益(元/股)	0.48	0.38	0.63	0.77	0.99
毛利率(%)	38.0	41.8	41.6	41.4	41.3
ROE(%)	5.3	4.1	6.5	7.6	8.9
市盈率	98		63	58	51

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

估值应包括传统与创新业务。创新业务包括征信和收单平台支持两部分。不计入其他创新业务和其它并购，合计对应 135.2 亿市值。

传统业务：2015 年 0.88 亿元利润，对应 40 倍当年市盈率为 35.2 亿市值。

收单平台：参考卡联科技（430130.OC）估值，2015 年 3 月 12 日，卡联科技市值 10.0 亿元。假设二级市场相对新三板有 50% 的估值溢价，对应 15.0 亿元市值。

征信：2015 年 1 月 6 日至 2 月 3 日可视为市场对征信的估值（2 月 4 日公告高新技术企业认定，期间 1 月 29 日公告业绩快报低于预期应不对情绪形成刺激），对应 85.0 亿元市值。

关键假设点

1) 战略回归至基于收单支持的上下游拓展。2) 银联采购 2014-2016 年价格为 528、502、477 元，即剔除 2013 年后年化降价 5%。2014-2016 年来自商业银行的采购单价每年下降 5%，销售量为 14.2、31.6、39.1 万台。来自第三方服务商的销售量为 32.1、45.0、62.9 万台。

有别于大众的认识

市场认为 2014 年拟收购范特西为经营旁骛，我们认为金融 IT 企业恒生电子、金证股份、新大陆和信雅达均曾偏离主业。金证股份 2004-2010 年经营重心偏移至商品销售、数字城市、系统集成和 IT 分销；恒生电子 2008-2009 年曾扩张集成业务；新大陆 2008-2010 年曾投向与主业无关的房地产；信雅达 2005 年开始实施 IT 与环保并举战略。

市场对 2015 年战略不清楚。我们认为 2015 年开始收单支持拓展互联网金融，根据公开资料，推测支付接口、清分、积分平台（折扣、抵用券等）、商户管理、风控模型已成熟。

市场对 2015 年 1 月公告征信的背景不清楚。风险控制模型可成为 POS 贷、P2P、供应链金融等业务的支持。

股价表现的催化剂

股价表现的催化剂来自兑现互联网金融和征信的多种方式。

核心假设风险

风险来自互联网与金融战略进度缓慢。

目 录

1. 曾专注于金融 POS 产品.....	5
2. 战略回归至大金融 IT	6
3. 基于收单支持的上下游拓展.....	8
4. 2014 年利润反转	10
5. 分布估值对应市值 135.2 亿元，首次给与“买入”评级	13

图表目录

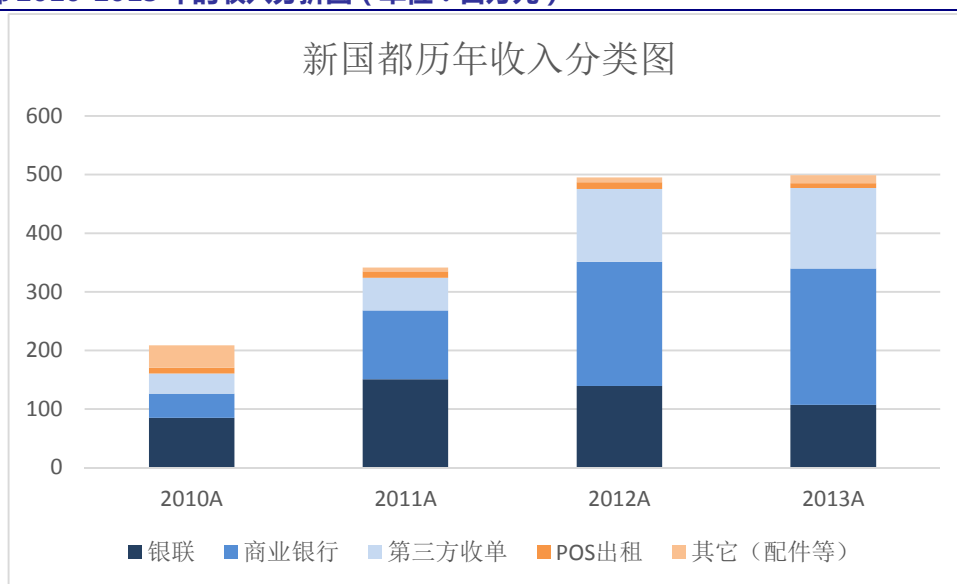
图 1: 新国都 2010-2013 年的收入分拆图 (单位: 百万元)	5
表 1: 银联体系与商业银行的 POS 终端招标需求较类似	6
表 2: 新国都通过研发力争成为优秀的电子支付技术综合解决方案商	6
图 2: 金融 IT 的代表企业恒生电子、金证股份、信雅达出现主业回归潮, 矫正发展方向 (单位: 百分比)	7
图 3: POS 收单服务商可从事商户管理、清分处理、商户开发等业务	9
图 4: 战略是上下游拓展	10
表 3: 新国都收入分拆表 (单位: 万台, 元, 百万元)	11
表 5: 不计入新并购和其它创新, 分部估值对应 135.2 亿市值	14

1. 曾专注于金融 POS 产品

新国都曾专注于电子支付技术的发展，从事金融 POS 机为主的电子支付受理终端设备软硬件的生产、研发、销售和租赁。同时以金融 POS 机等电子支付受理终端设备为载体，向中国银联体系（中国银联控股的银联商务、广州银联支付和深圳银联商务）、商业银行、社会第三方收单服务机构提供电子支付技术综合解决方案。

根据招股说明书，2007-2009 年向银联体系的销售额占公司总收入的比重为 87%、77%和 48%，存在单一大客户风险。2011-2013 年，来自银联体系的收入基本持平，向商业银行、第三方收单机构的年均销售额增长率为 78%、58%，客户结构优化。

图 1: 新国都 2010-2013 年的收入分拆图（单位：百万元）



注 1：2010 年银联、商业银行、第三方收单的收入披露明细总和与总收入有差距，将差距额度计入其它类

注 2：2013 年年报未披露商业银行和第三方收单收入，为估测值

资料来源：Wind，新国都历年年报，申万宏源研究

新国都可延伸客户范畴、实现结构优化的重要原因是：银联招标严格，其它客户沿用类似的技术和商务标准。08 年银联商务招标标准中，已要求国内自主厂商生产终端 5 年以上、国内累计销售量 8 万台以上、上年度销售排名国内前 4、最近 2 年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购。浦发银行是商业银行的代表，其 2014 年的招标要求与银联商务较类似（见表 1）。

表 1：银联体系与商业银行的 POS 终端招标需求较类似

年份	2014	2014
招标单位	浦发银行	银联商务
供应商规模	服务机构数量>30	尼尔森报告前 25
供应商案例	3 年内 5+ 商业银行入围	--
产品入网	银联入网	3+ 款银联入网
产品类型	4 种	7 种
来源	中国招标网	中国系统集成在线

资料来源：中国招标网，中国系统集成在线，申万宏源研究

2、战略回归至大金融 IT

公司自 2010 年 10 月上市，我们将上市后的战略划分为金融支付、互联网探索、互联网化的大金融 IT 三个阶段。

2010 年 10 月至 2012 年，战略为支付专家。在 2011-2012 年报中，公司均制订来年战略目标为“优秀的电子支付技术综合解决方案供应商”。安全性相关的 PCI3.0、PCI4.0、G 平台（提高交易安全性）及移植性相关的安卓平台、WINCE 版本都是研发重要成果（见表 2）。在此阶段，产品研发和成本控制是核心。

表 2：新国都通过研发力争成为优秀的电子支付技术综合解决方案商

序号	项目名称	进展情况	目标
1	PCI3.0、PCI4.0 安全技术的研究与应用项目	正常	掌握 PCI 最新安全技术的应用
2	安卓平台设计项目	正常	实现安卓操作系统在 POS 机的应用
3	G 平台及产品开发项目	正常	进一步提高产品的交易安全性
4	G 系列产品的认证项目	正常	获得国内外市场销售所需产品认证
5	WINCE 版本多媒体自助设备研发项目	正常	研发基于 WINCE 操作系统的自助设备
6	基于“云”支付平台应用的金融 POS 机开发	正常	研发具有“云”平台支撑的金融 POS 机

资料来源：新国都 2012 年报，申万宏源研究

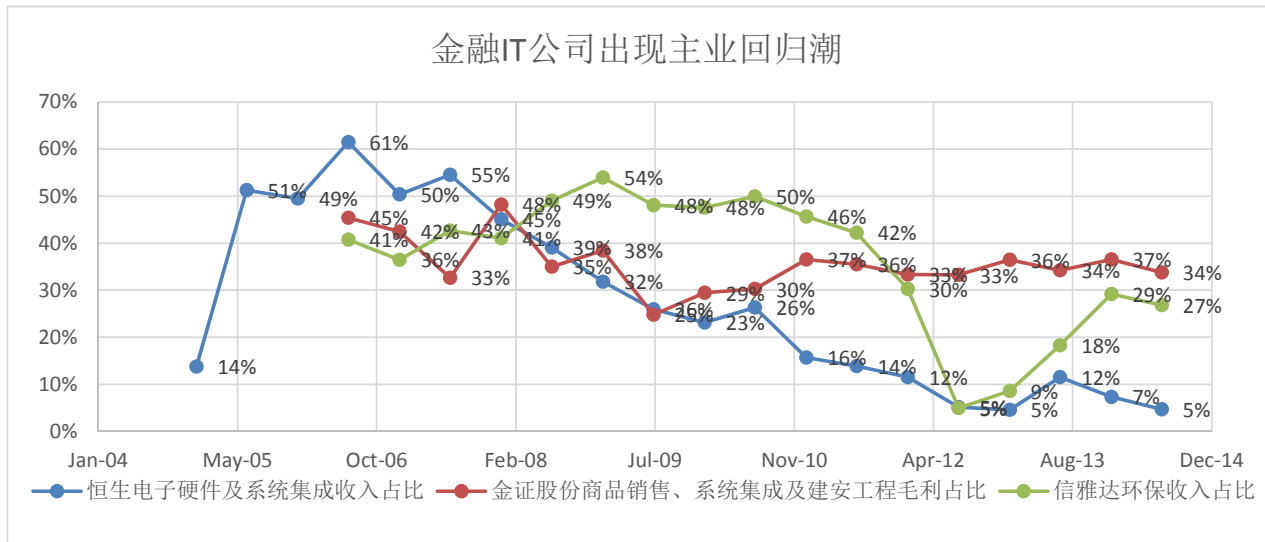
2013 年报和 2014 年半年报均指出互联网探索:2014 年战略为“重点开展基于互联网业务模式的新技术、新产品的开发与创新；.....探索基于互联网的运营模式创新，打造流畅、高效、安全的电子支付技术服务体验”。董事长刘祥在 2013 年会的公开发言认为¹“目前我们公司的商业模式是围绕支付，.....，未来我们的商业模式会结合互联网的特点慢慢的演进和拓展。我希望公司运行风格能成为类似顾问咨询公司的体制”；“公司一直希望能引进一些互联网的基因”；“我们客户的收单业务是线下完成的，线下拓展，线下签约、维护，如果结合互联网来做商户拓展、维护可以节省很多成本，比如结合线上拓展、线上培训、线上做风控”。

¹ 刘祥，互联网时代需要怎样的创新-董事长刘祥于公司 2013 年度年会上的讲话，新国都官方网站，2014/1/20

拟收购范特西是互联网探索的一步尝试。2014年2月21日，新国都公告《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，拟通过向特定对象非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买范特西合计100%股权，并募集配套资金。范特西的主营业务为网络游戏产品的开发与运营，《范特西足球经理》、《范特西巅峰足球》、《范特西篮球经理OL》、《梦之队（手机版）》是代表作品。交易预案认为“并购有利于上市公司快速切入互联网市场，增强整体盈利能力”。

尽管游戏属于互联网，但投资者质疑新国都的发展方式，不认可支付与游戏的协同性。横向观察，金融IT企业在所处领域需求波动时旁骛并不罕见，恒生电子、金证股份、新大陆和信雅达均曾偏离主业。金证股份2004-2010年经营重心偏移至商品销售、数字城市、系统集成和IT分销²；恒生电子2008-2009年曾扩张集成业务；新大陆2008-2010年曾投向与主业无关的房地产³；信雅达2005年开始实施IT与环保并举战略⁴。

图 2: 金融 IT 的代表企业恒生电子、金证股份、信雅达出现主业回归潮，矫正发展方向（单位：百分比）



注 1：各业务收入占比会忽视各业务利润率趋势，各业务毛利占比会忽略软件业务研发费用（软件开发业务的成本常计入费用而非成本），应综合考量收入占比与毛利占比。

注 2：使用毛利占比而非收入占比展现金证股份的原因是图表直观（其历年收入占比高于 80%，视觉不直观）。

资料来源：Wind，恒生电子历年年报，金证股份历年年报，信雅达历年年报，申万宏源研究

治理较好的企业会矫正偏离的发展方向。2010年新大陆在完成非公开发行股票时承诺突出主营业务并弱化房地产业务⁵。金证股份在 2012 年报称“回归金融 IT 新

² 2004年金证股份年报披露实施主营业务战略性调整，先后投资设立了深圳齐普生信息科技有限公司、深圳市金证卡尔电子有限公司和深圳市金慧盈通数据服务有限公司等子公司，分别涉足华为产品代理及其增值服务、汽车电子、IT 运营服务等领域。

³ 2008年新大陆地产以 2.2 亿元的价格从福州市马尾区国土资源局获得约 155 亩土地作为房地产开发用地，开发“江滨世纪花园”项目，从 2012 年开始预售，从 2013 年开始确认销售收入。

⁴ 根据信雅达 2005 年报，取得了大、中型机组静电除尘器的行业准入资质，2006 年力争突破 900MW 机组的资质并取得合同业绩

⁵ 2010 年 7 月 5 日新大陆非公开发行股票发行暨上市公告书称：上市公司不得以任何形式将此次非公开发行股票募集资金用于“江

战略，2012年是二次腾飞元年”，其商品销售、系统集成及建安工程的毛利占比下降。恒生电子、信雅达分别来自硬件及系统集成、环保业务的收入占比下降（见图2）。新国都不例外，2014年12月10日，新国都申请停牌，于12月18日公告终止重大资产重组事项并撤回申请。原因为“标的公司的核心技术及管理团队出现重大变化，导致本次重组的根本目的不能实现”。

尽管收购终止，但首先表明公司权衡风险，不迎合短期利益；其次，两年互联网探索为第三阶段埋下伏笔。

第三阶段自2015年开始，预计战略将回归至互联网化的大金融IT。2014年12月18日，公司公告设立子公司新国都支付技术有限公司，业务范围涵盖了移动支付业务运营与互联网信息服务。2014年1月28日，公司公告设立全资子公司互联征信，开展征信及相关业务。推测两则公告是发展互联网化大金融IT的开始信号。

3、基于收单支持的上下游拓展

尽管直接切入互联网市场不成功，但通过金融支付的上下游拓展互联网业务⁶较为合理，而POS收单正是金融支付与互联网的结合点。20世纪80年代开始，美国出现第三方银行卡处理商，从事商户管理、清分处理、商户开发等原属收单银行的业务，使收单银行可更专注于资金划拨（见图3）。国内POS收单发展如火如荼，卡联科技（430130.OC）即归属于第三方服务商⁷。

根据公开信息，新国都通过200人的创新业务中心为收单网络提供平台支持⁸，并考核该平台的注册用户数与业务量。

根据可比公司卡联科技的股份报价转让说明书和公开资料，我们推测该支持平台至少包括支付接口、清分、商户管理三种功能。

支付接口方面，预计公司不局限于POS，将抽象出APPLE PAY、二维码支付、指纹支付等其它支付方式。推测的凭据一是互动平台2月13日称“紧随互联网技术、生物识别技术等的发展，积极创新，目前已经有指纹应用等不同模块的POS产品及应用”，二是2014年11月13日投资者关系活动公开披露文档对二维码、APPLE PAY的描述。公司对POS的理解更为深入，是“连接线下与线上的O2O工具”⁹。

滨世纪花园”项目。除“江滨世纪花园”项目外，上市公司及所投资企业将不以任何形式再参与任何房地产开发项目。

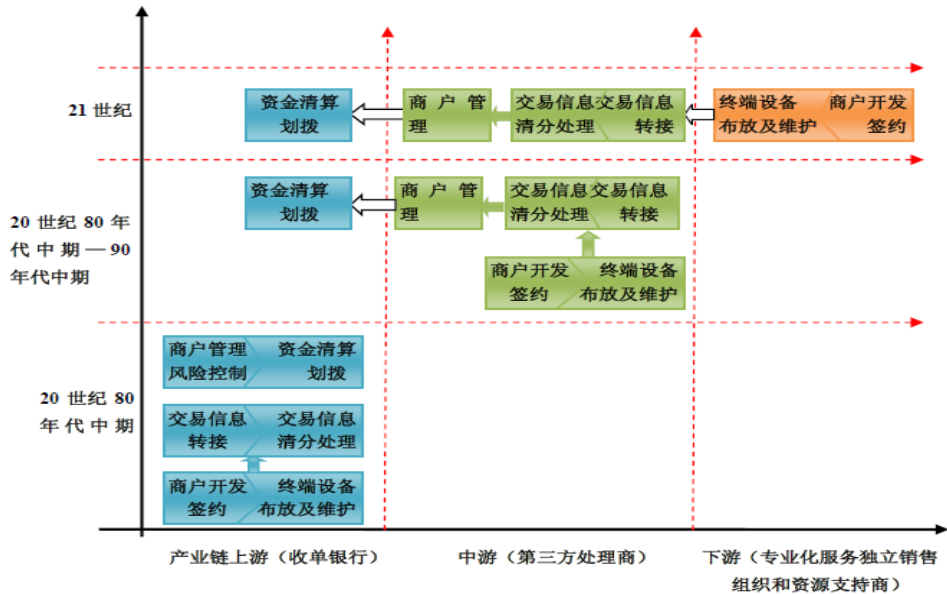
⁶投资者互动平台，公司将继续紧密关注移动互联网的发展趋势，积极研究适合新的市场需求的产品和服务，提高产品和服务在产业链上下游的覆盖范围，并加大对互联网运营模式的探索，开展基于互联网应用的产品和服务创新，2015年2月13日

⁷第三方服务商区别于第三方收单机构。第三方服务商采购POS机具，并为银联、商业银行、第三方收单机构提供商户管理、充值、积分管理等增值业务。

⁸新国都：2014年11月13日投资者关系活动记录表，2014年11月18日

⁹新国都：2014年9月2日投资者关系活动记录表，2014/9/4

图 3:POS 收单服务商可从事商户管理、清分处理、商户开发等业务



资料来源：新国都招股说明书，申万宏源研究

清分方面，预计公司衍生金融服务。推测的凭据是 2014 年 11 月 13 日投资者关系活动公开披露文档对通用积分平台（包括折扣、抵用券、积分等）的描述。微信营销服务商点点客（430177.OC）的网站新闻¹⁰证实电子优惠券的可行性。

商户管理方面，首先，商户的交易数据可视。可比公司卡联科技的转让说明书指出了 POS 交易及清算数据价值¹¹，利于商户管理。其次，交易行为提炼出的模型利于商户风险控制。

风险控制模型价值已体现。第三方收单存在套码¹²、虚拟商户¹³、预售权套现¹⁴、切机¹⁵、套现、直接通道等交易风险（典型事件为：2014 年 3 月，央行发布 79 号。从 4 月 1 日起，包括汇付天下、易宝支付、随行付、富友、卡友、海科融通、盛付通、捷付瑞通在内的 8 家全国范围内停止接入新商户。汇付天下一年内将有序退出 15 个省市的现有收单业务，富友及易宝将撤离 7 个省的收单业务，随行付将撤离 5 省 2 市的收单业务）。优秀的收单平台支持商可提供齐全的风险控制方案，甚至成为征信凭据。根据 1 月 28 日公告开展征信业务，推测公司可能开展此项业务。

¹⁰ 点点客优惠券内测，助力传统商家裂变营销，点点客官方网站，2014/11/24

¹¹ 无线智能 POS 终端的功能介绍披露：“在公司登记开立易淘客账户后，所有通过该网点智能 POS 终端完成交易及清算的数据都会记录在其易淘客账户中。社区商业网点工作人员可以通过智能 POS 终端中的账务管理栏目或者公司电子商务平台相应栏目即时查询到上述明细数据”

¹² 套码指第三方支付机构套用商户类别代码享受低手续费率的行为。在银联现行的发改委定价机制中，不同的商户类别代码代表不同行业，不同的行业有不同的刷卡手续费率。

¹³ 虚拟商户为：支付公司提供虚假商户注册信息，然后入网之后借给别的商户用，来完成套码。

¹⁴ 预售权套现为：持卡人通过向信用卡内存入大额溢缴款，利用预授权完成交易需在预授权金额 115% 范围内予以付款承兑的业务特性，与特约商户勾结，合谋套取发卡银行额外信用额度。

¹⁵ 切机为：将 POS 机后台所绑定的银行卡帐户进行切换成另外的帐户

风险控制模型还是互联网金融业务的基础，公司甚至可能成为 POS 贷、P2P、供应链金融等业务的技术支持商（见图 4），商业模式从硬件销售进入软件销售、小额金融服务与平台运营。

图 4: 战略是上下游拓展



资料来源：Wind，卡联科技股份报价转让说明书，申万宏源研究

4、2014 年利润反转

新国都的收入划分为 POS 机销售、POS 机出租、其他收入（包括读卡器、密码器、修配、技术服务等）三大类。POS 机销售收入占总营业收入比重超过 90%，按采购来源划分为银联体系、商业银行、第三方收单三部分。

根据尼尔森咨询的年度 POS 终端数据和年报，可知新国都 2011-2013 年 POS 销售量为 40、75、78 万台，平均售价为 813、634、612 万元。依据年报披露的前五大客户中来自银联的销售收入，再根据银联体系的 POS 采购价格低于商业银行和第三方收单方的原则，估测 2011-2013 年明细出货量和平均售价（见表 3）。

2011-2013 年来自银联体系的采购单价为 795、556、668 元，销售量为 19、25、16 万台。2013 年销售量数据异常的原因是由于商业竞争，公司在 2013 年银联招标 7 个包中仅中标 1 项¹⁶，而 2011-2012 年中 6 项¹⁷。2013 年单价提升的一种原因是较高端机型（例如分体和无线 POS）出货比重提高。预计 2014-2015 年销售给银联的 POS 占银联总采购的 30%、33%，原因是 2014-2015 年分别中标 5 项 2014

¹⁶ 上海国际招标有限公司关于银联商务有限公司 2013 年度 POS 终端设备集中采购项目评标结果公告（编号：12262301），上海国际招标有限公司网站，2012/10/24

¹⁷ 银联商务有限公司 2012 年度 POS 终端设备集中采购项目评标结果公告，上海国际招标有限公司网站，2011-12-20

年1月2日公告)和6项(2015年1月7日公告)推测为34.5、49.5万台。2014-2016年价格为528、502、477元,即剔除2013年后年化降价5%。

表3:新国都收入分拆表(单位:万台,元,百万元)

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
总收入	341.6	495.1	499.2	679	904	1134	1437
YoY	63.8%	44.9%	0.8%	36.0%	33.1%	25.5%	26.7%
POS销售总收入	325	475.5	477.1	664	875	1101	1400
YoY	102.2%	46.3%	0.3%	39.1%	31.8%	25.8%	27.2%
价格	813	634	612	556	528	502	478
量	40.0	75.0	78.0	119.3	165.6	219.0	292.9
银联体系	151	139	106.8	182	249	286	340
银联总采购量	47.0	70.0	91.0	115.0	150.0	200.0	250.0
占银联份额	40%	36%	18%	30%	33%	30%	30%
价格	795	556	668	528	502	477	453
量	19.0	25.0	16.0	34.5	49.5	60.0	75.0
商业银行	117	212	233.3	299	384	492	631
价格	824	673	597	567	539	512	486
量	14.2	31.6	39.1	52.7	71.2	96.1	129.7
第三方收单	56	124	137	182	242	322	429
价格	824	673	597	567	539	512	486
量	6.8	18.4	22.9	32.1	45.0	62.9	88.1
POS出租收入	11.1	11.4	8	5	12	14	16
YoY	63.8%	44.9%	0.8%	-37.5%	140.0%	16.7%	14.3%
其它(配件)收入	5.5	8.2	14.1	10	17	19	21
YoY	63.8%	44.9%	0.8%	-29.1%	70.0%	11.8%	10.5%

资料来源:历年年报和半年报,尼尔森POS终端报告,Wind,申万宏源研究

2011-2013年来自商业银行的采购单价为824、673、597元,销售量为14.2、31.6、39.1万台。商业银行采购POS如火如荼,预计2014-2016年销售量为52.7、71.2、96.1万台,单价为567、539、512元,每年同比下降5%。

第三方支付与商业银行情形类似。预计2014-2016年销售量为32.1、45.0、62.9万台,价格同样为567、539、512元。

POS出租与其它(配件)的收入不明显,预计其2014-2016年保持小幅正增长。

表 4：新国都利润表预测（单位：百万元，元）

	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
营业总收入	342	495	499	679	903	1133	1436
营业总成本	283	457	488	644	842	1037	1313
营业成本	160	295	310	396	529	665	846
毛利率	53.10%	40.50%	38.00%	41.60%	41.40%	41.30%	41.10%
营业税金及附加	6	7	4	5	7	9	12
比例	1.60%	1.30%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%	0.80%
销售费用	60	76	77	95	126	159	201
销售费用率	17.60%	15.30%	15.30%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
管理费用	66	94	109	157	187	213	258
剔激励成本管理费用				127	152	195	254
剔激励成本 YOY	19.30%	19.00%	21.90%	16.40%	20.00%	28.00%	30.00%
财务费用	(14)	(20)	(15)	(14)	(12)	(12)	(11)
资产减值损失	5	6	4	4	4	2	2
其他经营收益	1	1	11	1	1	-4	-6
营业利润	59	38	22	36	62	93	124
加：营业外收入	25	30	35	36	37	38	38
减：营业外支出	0	1	0	0	0	1	1
利润总额	84	68	57	73	99	130	161
减：所得税	8	8	2	1	11	17	17
净利润	76	60	55	71	88	113	144
归属母公司的净利润	76	60	55	71	88	113	144
YOY	30.70%	-20.50%	-8.80%	29.40%	24.10%	28.10%	27.10%
全面摊薄每股收益	0.66	0.53	0.48	0.62	0.77	0.99	1.26

注：2014 年开始摊销股权激励成本，体现在管理费用

资料来源：Wind,申万宏源研究

2011-2012 年研发人员扩张快,分别同比增长 67%、47%，管理费用同比增长 111%、42%。2013 年恢复至 16%的正常水平。2014-2017 年分别摊销股权激励成本 0.30、0.35、0.18、0.04 亿元。预计提出激励成本，2014-2016 年管理费用增长 16、20%、28%，计入后增长 44%、20%、14%（见图 4）。

预计 2014-2017 年收入为 6.8、9.0、11.3、14.4 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 0.71、0.88、1.13、1.44 亿元，全面摊薄每股收益为 0.62、0.77、0.99、1.26 元。

2012 年末、2013 年末、2014 年中期，资产负债率分别仅为 19%、17%、17%。

2014 年前三季度末货币资金 4.6 亿元，占据资产总计的 36%，存在较高安全边际。

较大的资产类项目是应收账款、存货和在建工程。2013年末应收账款同比减少0.14亿元,存货同比减少0.24亿元,在建工程归因于一次性苏州研发中心投入(2011年8月在苏州获得新土地,预算2.8亿元建设研发中心。2013年末和2014年三季度末在建工程分别为0.74、1.86亿元,暂时影响投资性现金流)。新国都的资产负债表较稳健。

尽管年均增值税退税超过0.30亿元,体现嵌入式软件开发能力,但公司研发支出完全费用化,体现较严谨的财务处理。

5、分布估值对应市值135.2亿元,首次给与“买入”评级

估值应包括传统与创新业务。创新业务包括征信和收单平台支持两部分。

2015年0.88亿元利润,对应40倍当年市盈率为35.2亿市值。

征信方面:央行网站1月5日发布消息,近日印发《关于做好个人征信业务准备工作的通知》,要求八家机构做好个人征信业务的准备工作,准备时间为六个月。机构包括芝麻信用管理有限公司、腾讯征信有限公司、深圳前海征信中心股份有限公司、鹏元征信有限公司、中诚信征信有限公司、中智诚征信有限公司、拉卡拉信用管理有限公司和北京华道征信有限公司。

银之杰参股子公司北京华道征信有限公司在列,参股40%。征信牌照尚在准备期及不高的持股比例预示银之杰与征信的适度关联。新国都与银之杰同样在金融IT领域介入征信,征信起步相仿(华道征信于2013年12月完成工商注册登记,注册资金5000万元,预计深圳互联征信将于2015年工商注册登记,注册资金6000万元),同样仅为适度关联,两者征信业务估值可比。2015年1月6日至2月3日可视为资本市场对征信业务的估值(2月4日公告高新技术企业认定,期间1月29日公告业绩快报低于市场预期应不对情绪形成刺激),对应85.0亿元市值。

收单平台支持方面:参考卡联科技(430130.OC)估值。2015年3月12日,卡联科技市值10.0亿元。假设二级市场相对新三板有50%的估值溢价,对应15.0亿元市值。

不计入其他创新业务和其它并购,合计对应135.2亿市值。

目标市值对应165%空间,首次给予“买入”评级。

股价表现的催化剂来自兑现互联网金融和征信的多种方式。

表 5:不计入新并购和其它创新, 分部估值对应 135.2 亿市值

类别	项目	估值	可比公司	估值杠杆
传统业务	POS 销售、租赁与配件	35.2	--	40X 市盈率
创新业务	征信	85	银之杰	1X 市值
	收单平台支持	15.0	卡联科技	1.5X 市值
合计		135.2		

资料来源: Wind,申万宏源研究

合并损益表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	495	499	679	903	1,133
银联	139	107	182	248	286
商业银行	212	233	299	384	492
第三方收单	124	137	182	242	322
POS 出租	11	8	5	12	14
其它(配件)	8	14	10	17	19
营业总成本	457	488	643	842	1,037
营业成本	0	310	396	529	665
银联	--	--	106	145	168
商业银行	--	--	175	225	289
第三方收单	--	--	106	142	189
POS 出租	--	--	3	7	8
其它(配件)	--	--	6	10	11
营业税金及附加	6	4	5	7	9
销售费用	76	76	95	126	159
管理费用	94	109	156	187	213
财务费用	(20)	(15)	(13)	(12)	(12)
资产减值损失	6	4	4	4	2
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	1	11	1	1	(4)
营业利润	38	22	36	62	93
营业外收支	30	34	36	37	37
利润总额	68	57	73	99	130
所得税	8	2	1	11	17
净利润	60	55	71	88	113
少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
归属于母公司	60	55	71	88	113

资料来源:申万宏源研究

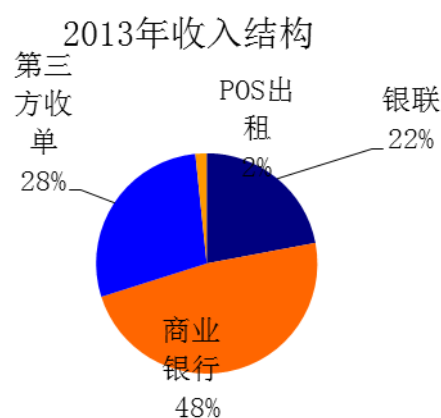
合并现金流量表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	60	55	71	88	113
加: 折旧摊销	12	10	8	10	11
财务费用	(18)	(13)	(13)	(12)	(12)
非经营损	(4)	(10)	6	(1)	4

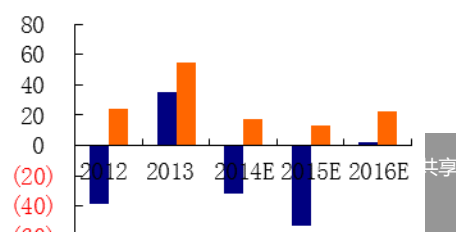
关键假设

	2014E	2015E	2016E
--	-------	-------	-------

收入结构



资本开支与经营活动现金流



营运资本	(88)	(6)	(101)	(133)	(116)
其它	0	0	(3)	(5)	1
经营活动现金	(39)	35	(31)	(53)	2
资本开支	24	55	17	13	22
其它投资现	(3)	(7)	1	1	(4)
投资活动现金	(22)	(59)	(16)	(12)	(26)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	73	86	38
支付股利、利	11	6	(2)	2	6
其它融资现	14	16	(11)	1	2
融资活动现金	2	10	64	85	34
净现金流	(58)	(13)	17	20	10

经营利润率(%)

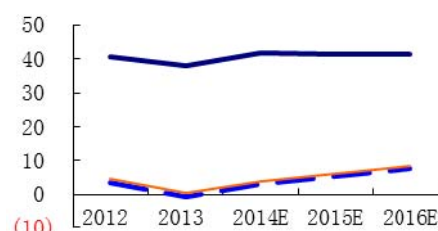
资料来源:申万宏源研究

输出: 第一页与第二页

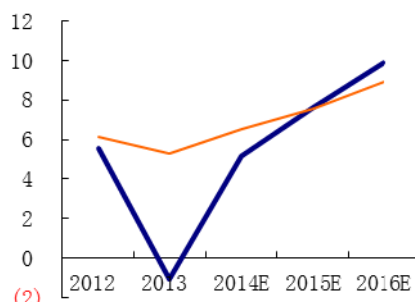
合并资产负债表

百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1,133	1,090	1,203	1,359	1,509
现金及等价物	701	683	700	720	730
应收款项	270	273	341	430	523
存货净额	138	114	147	189	238
其他流动资产	23	20	15	19	18
长期投资	7	25	25	25	25
固定资产	39	94	102	108	123
无形资产及其他资产	45	43	42	43	41
资产总计	1,225	1,253	1,372	1,535	1,698
流动负债	229	204	273	362	428
短期借款	0	0	73	160	198
应付款项	225	196	200	202	230
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	9	13	2	3	5
负债合计	238	217	275	365	433
股本	114	114	114	114	114
资本公积	642	642	642	642	642
盈余公积	13	14	16	18	22
未分配利润	215	263	321	393	485
少数股东权益	3	3	3	3	3
股东权益	987	1,036	1,096	1,170	1,266
负债和股东权益合计	1,225	1,253	1,372	1,535	1,698

资料来源:申万宏源研究



EBIT Margin EBITDA Margin 毛利率

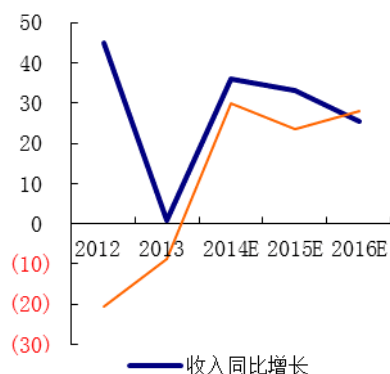


ROIC ROE

重要财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)					
每股收益	0.53	0.48	0.63	0.77	0.99
每股经营现金流	-0.34	0.31	-0.27	-0.46	0.02
每股红利	0.00	0.05	0.10	0.13	0.15
每股净资产	8.61	9.04	9.57	10.21	11.05
关键运营指标(%)					
ROIC	5.5	(1.1)	5.1	7.7	9.9
ROE	6.1	5.3	6.5	7.6	8.9
毛利率	40.5	38.0	41.6	41.4	41.3
EBITDA Margin	4.7	0.5	3.9	6.1	8.3

收入与利润增长趋势(%)

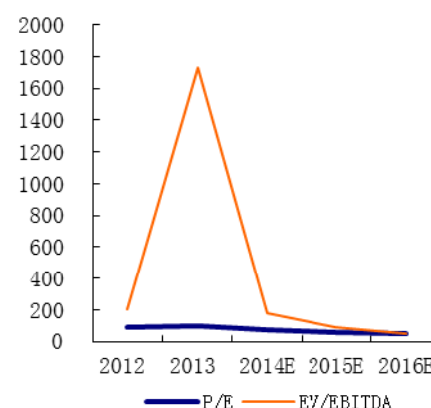


收入同比增长

EBIT Margin	3.7	(0.7)	3.3	5.5	7.5
收入同比增长	44.9	0.8	35.9	33.1	25.5
净利润同比增长	(20.6)	(8.7)	30.1	23.5	28.0
资产负债率	19.4	17.3	20.1	23.8	25.5
净资产周转率	0.50	0.48	0.62	0.77	0.90
总资产周转率	0.40	0.40	0.49	0.59	0.67
有效税率	11.8	3.8	1.5	11.0	12.5
股息率	0.0	0.1	0.2	0.3	0.3
估值指标(倍)					
P/E	89.8	98.3	75.6	61.2	47.8
P/B	5.5	5.2	4.9	4.6	4.3
EV/Sale	9.5	9.4	7.0	5.3	4.3
EV/EBITDA	202.2	#####	179.6	87.6	51.6

资料来源:申万宏源研究

相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(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。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com>

网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记