

# 新国都 (300130.SZ)

## 收单费率上行验证竞争格局改善，增值服务与金融潜力被低估

**事件：**近期，瑞银信官网发布关于费率调整通知，通知称自2019年3月1日起将取消前期优惠活动，将服务商结算价上调万四，部分瑞银信商户国内银行卡服务费率也将随之上调，最终以执行费率为准。

**收单服务费率普遍上行，佐证行业竞争格局改善。**1) 本次上调部分原因为响应央行近期的抵制低价竞争要求。2) 根据行业调研，大多数收单机构的利润空间在支付流水的万分之二，而此次费率上调万四，有望大幅增厚收单业务盈利。3) 此前，拉卡拉、付临门等多家支付机构宣布上调费率。1月4日，微信支付发布公告抵制“零费率”，要求涉嫌违规的服务商在2月1日前完成整改。同时，支付宝也将商家收款的费率重新调回0.6%。收单服务费率普遍上行，佐证支付行业的竞争格局改善。

**多项监管政策调整，终结行业费率大战。**1) 2016年“96”费改以后，收单机构的服务费盈利空间被压缩，并且微信、支付宝依靠低费率甚至补贴抢占市场。2) 随着“断直连”在2018年下半年稳步推进，大量商业银行接入“网联”体系，微信、支付宝在直联银行时代的费率优势不再。并且，1月14日支付机构客户备付金集中缴存比例实现100%集中缴存，互联网支付巨头不再享受息差收入，对成本更加敏感。3) 近期央行多次强调要求不得采取“零费率”等不正当手段开展不正常竞争，随着各家机构费率普遍回归千六，支付行业费率大战就此终结。

**线下渠道价值提升，增值服务与金融潜力被低估。**1) 随着行业费率回归正常，互联网巨头在费率方面的优势不再突出，线下渠道和围绕商户的增值服务成为产生用户粘性的关键。传统银行卡收单机构深耕线下多年，在团队管理、绩效、监督、营销和服务等方面积累了优势。2) 嘉联支付团队具备互联网基因，支付方案SaaS化可融合营销、信贷、会员管理等增值服务，对提高用户粘性和流量价值具有重要意义。尤其公司通过支付数据征信模式、与诸多银行建立合作，未来在金融业务的潜力被低估。

**2019年目标市值102亿元，维持“买入”评级。**根据关键业务假设，结合2018年业绩快报以及2018年嘉联支付实际的并表情况，2018-2020年营业收入预测分别由27.28亿、32.44亿和37.06亿调整为23.55亿、27.94亿和32.11亿，归母净利润分别由2.36亿、3.46亿和4.44亿调整为2.33亿、3.50亿和4.47亿。2018-2020年净利润CAGR为39%，给予PEG=0.75，即2019年目标市值102亿元，对应PE 29x。维持“买入”评级。

**风险提示：**强监管环境影响业务进展；宏观经济风险；预测假设与实际情况有差异的风险。

财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,127	1,237	2,355	2,794	3,211
增长率 yoy (%)	15.2	9.8	90.4	18.6	14.9
归母净利润(百万元)	139	72	233	350	447
增长率 yoy (%)	62.6	-48.3	224.5	49.9	27.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.15	0.49	0.73	0.94
净资产收益率(%)	9.8	3.6	10.7	14.0	15.4
P/E(倍)	54.9	106.0	32.7	21.8	17.1
P/B(倍)	5.2	3.8	3.5	3.0	2.6

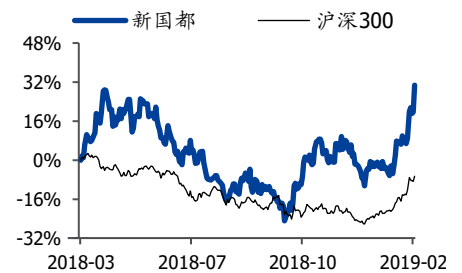
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

行业	计算机设备
前次评级	买入
最新收盘价	15.96
总市值(百万元)	7,627.25
总股本(百万股)	477.90
其中自由流通股(%)	70.09
30日日均成交量(百万股)	4.67

### 股价走势



### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号：S0680518090001

邮箱：liugaochang@gszq.com

分析师 杨然

执业证书编号：S0680518050002

邮箱：yangran@gszq.com

### 相关研究

1、《新国都(300130.SZ)：云时代蜕变增强用户粘性，费率有望进入上升期》2018-11-05



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	1097	2413	3773	4064	5730
现金	576	1120	1474	1976	2965
应收账款	277	425	960	786	1355
其他应收款	41	15	92	35	111
预付账款	8	12	26	19	32
存货	160	252	612	633	632
其他流动资产	34	588	609	615	634
<b>非流动资产</b>	1700	1481	1806	1411	997
长期投资	526	0	-521	-1042	-1562
固定投资	403	390	576	662	751
无形资产	69	55	56	57	59
其他非流动资产	703	1035	1696	1734	1749
<b>资产总计</b>	2797	3894	5579	5475	6727
<b>流动负债</b>	825	1239	2752	2359	3232
短期借款	17	674	674	674	674
应付账款	134	273	539	396	656
其他流动负债	673	292	1539	1289	1902
<b>非流动负债</b>	496	635	611	581	546
长期借款	467	608	584	555	520
其他非流动负债	29	27	27	27	27
<b>负债合计</b>	1320	1874	3363	2940	3778
少数股东权益	21	22	24	30	37
股本	235	265	478	478	478
资本公积	668	1133	921	921	921
留存收益	552	610	795	1061	1388
归属母公司股东收益	1455	1999	2192	2505	2912
<b>负债和股东权益</b>	2797	3894	5579	5475	6727

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	256	47	713	187	648
净利润	144	72	236	355	454
折旧摊销	32	35	38	50	60
财务费用	35	29	23	-1	-19
投资损失	-46	-0	-6	-6	-7
营运资金变动	41	-145	421	-211	161
其他经营现金流	51	57	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-578	-770	-358	351	362
资本支出	35	44	846	125	105
长期投资	-550	-727	521	522	520
其他投资现金流	-1092	-1454	1010	999	987
<b>筹资活动现金流</b>	471	1254	-1	-36	-21
短期借款	-34	657	0	0	0
长期借款	466	141	-24	-29	-35
普通股增加	4	30	212	0	0
资本公积增加	61	465	-212	0	0
其他筹资现金流	-26	-39	24	-7	14
<b>现金净增加额</b>	150	531	354	502	989

**利润表 (百万元)**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	1127	1237	2355	2794	3211
营业成本	637	758	1513	1742	1961
营业税金及附加	13	14	26	31	36
营业费用	125	114	153	171	184
管理费用	267	261	409	460	513
财务费用	35	29	23	-1	-19
资产减值损失	37	30	47	61	79
公允价值变动收益	-0	0	0	0	-0
投资净收益	46	0	6	6	7
<b>营业利润</b>	59	95	191	336	465
营业外收入	77	0	55	40	20
营业外支出	1	2	1	1	1
<b>利润总额</b>	135	93	245	374	484
所得税	-9	22	9	19	30
<b>净利润</b>	144	72	236	355	454
少数股东收益	5	-0	3	5	7
<b>归属母公司净利润</b>	139	72	233	350	447
EBITDA	181	175	305	433	528
EPS (元/股)	0.29	0.15	0.49	0.73	0.94

**主要财务比率**

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.2	9.8	90.4	18.6	14.9
营业利润 (%)	99.0	60.9	101.1	75.7	38.7
归属母公司净利润 (%)	62.6	-48.3	224.5	49.9	27.8
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	43.5	38.7	35.8	37.6	38.9
净利率 (%)	12.3	5.8	9.9	12.5	13.9
ROE (%)	9.8	3.6	10.7	14.0	15.4
ROIC	8.1	3.2	7.1	9.2	10.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	47.2	48.1	60.3	53.7	56.2
净负债比率 (%)	-4.9	11.0	-3.2	-22.6	-53.0
流动比率	1.3	1.9	1.4	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.7	1.1	1.5	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.5	3.5	3.4	3.2	3.0
应付账款周转率	3.4	3.7	3.7	3.7	3.7
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.15	0.49	0.73	0.94
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.30	-1.91	1.49	0.39	1.36
每股净资产 (最新摊薄)	3.04	4.18	4.59	5.24	6.09
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	54.9	106.0	32.7	21.8	17.1
P/B	5.24	3.82	3.48	3.04	2.62
EV/EBITDA	41.93	45.0	24.9	16.4	11.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com