

2010年09月27日

公司研究

新股研究

建议询价区间: 35.00-38.00 元

立足 POS, 超越 POS

——新国都 (300130)新股研究

核心观点

申购建议:

公司合理股价为 30.30-45.45 元。考虑到限售期的影响及当前市场状况, 建议按区间中段申购, 建议申购价为 35.00—38.00 元。

主要依据:

公司是国内领先的电子支付服务硬件及服务提供商。公司以金融POS终端软硬件的设计和研发为核心, 从事POS终端的生产、销售和租赁, 并以此为基础提供银行卡电子支付技术服务, 现已发展成为银联商务等国内主要收单机构及第三方收单服务机构的重要供应商。

公司所处行业为POS相关, 市场发展预期良好, 未来三年高速增长可期。随着我国银行卡电子受理市场基础设施不断完善, 受理环境持续改观, 第三方收单服务商进入热情高涨, 商户渗透率将进一步提高, 金融POS终端的市场需求仍将维持较快增长。未来五到十年, 预计POS终端市场空间将继续保持高速增长的态势。

公司处在国内行业第一梯队, 将显著受益于行业发展。在最近三年里, 公司已经成为行业内成长速度最快的POS 终端供应商。2007-2009年, 公司POS终端销量年复合增长率达135.61%, 由21,218台增至117,784台, 市场份额逐年提高, 是现阶段同行业中成长速度最快的POS终端供应商。

募投项目将进一步增强公司市场布局与技术实力。

预计公司 2010-12 年营业收入、净利润的年均复合增速分别为 40%、34%, 对应每股收益分别为 1.01 元、1.46 元、1.90 元。参照同类可比公司的估值水平, 给予公司 2010 年 30-45 倍的动态估值较为合理, 合理股价为 30.30-45.45 元。

基础数据

总股本(万股)	6350.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	1.32
每股净资产(元)	4.06
建议询价区间(元)	35.00—38.00

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	139.73	202.61	293.78	381.92
同比增速(%)	30%	45%	45%	30%
净利润(百万)	44.40	64.38	93.35	121.36
同比增速(%)	42%	45%	45%	30%
EPS(元)	0.52	1.01	1.46	1.90

研究员: 姜瑛

电话: 010-84183131

Email: jiangying@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

联系人: 周红军

电话: 010- 84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1：本次发行基本情况

公司名称	新国都技术股份有限公司
公司简称 (代码)	新国都 (300130)
承销商	中信证券
发行地	深圳
询价截至日期	2010.9.28
发行股数	1600 万股
发行后全面摊薄 每股收益 (2010 年期)	0.98 元
发行前每股净资产	4.06 元

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

2、公司概况

2.1、公司是国内领先的电子支付服务硬件及服务提供商

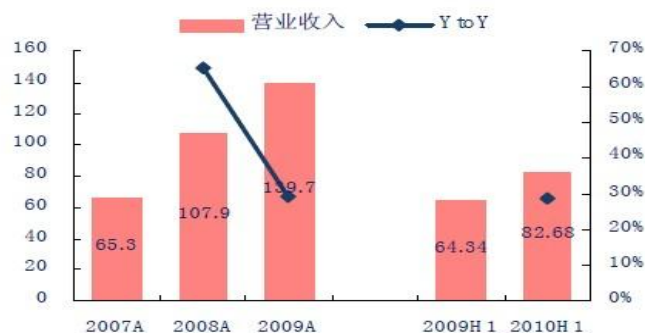
公司以金融 POS 终端软硬件的设计和研发为核心，从事 POS 终端的生产、销售和租赁，并以此为基础提供银行卡电子支付技术服务，现已发展成为银联商务等国内主要收单机构及第三方收单服务机构的重要供应商。公司的主导产品与服务关系到社会大众和金融机构的支付安全，公司依托研发优势和生产管控能力，不断提升产品质量，扩大增值应用服务，建设综合服务网络，积极拓展基于磁条卡、接触式或非接触式 IC 卡等载体的电子支付技术服务，以银行支付技术为基础，向其他行业支付服务领域拓展业务。

公司业务涵盖 POS 终端的生产、销售和租赁以及基于 POS 终端的银行卡电子支付服务。公司客户包括银联商务、各大银行以及第三方收单服务商，是国内主要的 POS 终端提供商之一，市场占有率位居行业前三。公司收入与利润主要来自金融 POS 终端的销售与租赁，2010 年上半年，POS 终端的销售与租赁业务分别占比公司营业收入的 93% 及 5%，为公司的主要利润来源。国内增长最快的 POS 终端供应商。

公司 2009 年实现营业收入 1.4 亿元，净利润 4400 万元，同比分别增长 29% 及 43%。公司近三年收入及净利润复合增长率分别为 46% 及 24%，呈快速增长态势；与此对应，公司在国内市场的占有率稳步提升，09 年达到 20.92%，是近年来国内增长最快的 POS 终端供应商。图表 2 和 3 分别展示了公司三年来业务收入和利润的增长情况。

公司产品客户主要包括银联商务、国有及领先的股份制银行、通联支付等第三方收单服务商三部分，2010 年上半年公司前五大客户占当期销售比例为 74.53%；其中银联商务是单一最大客户，主要是两方面原因，一是市场发展初期银联商务是主要的收单机构，另一方面公司由于产能瓶颈，优先保障主要客户的供应。

图表 2：公司 07 到 08 收入及增长情况（单位：百万元）



资料来源：中信证券、国都证券研究所

图表 3: 公司 07 到 09 利润及增长情况 (单位: 百万元)



资料来源：中信证券、国都证券研究所

2.2、公司实际控制人为富国平夫妇

刘祥先生为公司实际控制人。公司的控股股东、实际控制人均为刘祥，占公司公开发行前总股本的 43.77%，发行后总股本的 32.80%；第二大股东刘亚、江汉分别为刘祥之弟及刘祥之妹配偶，可视为一致行动人。

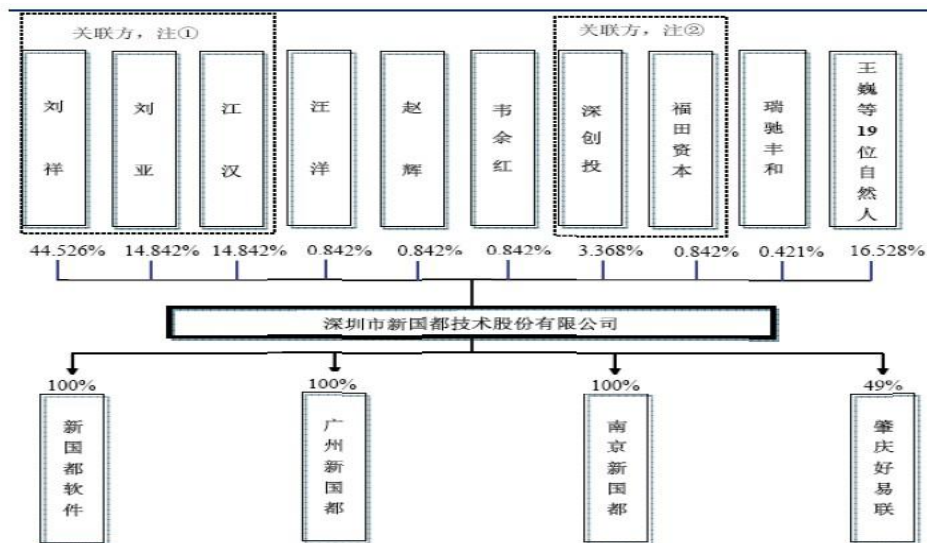
目前公司直接控股子公司包括新国都软件（100%）、南京新国都（100%）、广州新国都（100%）和肇庆好易联（49%）。

图表 3: 公司发行前后股本结构对比

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	比例 (%)	持股数量 (万股)	比例 (%)
刘祥	2,115	44.53	2,115	33.31
刘亚	705	14.84	705	11.10
江汉	705	14.84	705	11.10
深创新	160	3.37	160	2.52
福田资本	40	0.84	40	0.63
瑞驰丰和	20	0.42	20	0.32
其他自然人 22 人	1,005	21.16	1005	15.83
社会公众股			1600	25.20
总股本	7,500	100.00	10,000	100.00

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

图表 4：新国都发行人股权结构及控股、参股子公司



资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

3、行业发展趋势及公司竞争力分析

3.1、未来五到十年国内 POS 机市场成长空间广阔

金融 POS 终端交易，即“刷卡消费”，与实体消费密切相关，是银行卡电子支付的重要形式。国民经济发展水平和社会支付习惯等因素影响着电子支付的发展水平，从而决定着金融 POS 终端以及电子支付技术服务的最终需求。进一步分析，金融 POS 终端交易涉及主体众多，利益格局较复杂，直接影响着相关设备生产和支付技术服务的需求和发展。

根据中国人民银行《2009 年支付体系运行总体情况》显示，截至 2009 年底全国银行卡跨行支付系统联网商户 156.65 万户、联网 POS 机具 240.83 万台，2002 年至 2008 年间联网 POS 终端数量年复合增长率达到 36.70%。

展望未来，对比银行卡交易结构、人均 POS 终端数量、单台 POS 终端服务银行卡数量以及受理商户比例等指标，我国 POS 终端交易以及由此产生的对 POS 终端设备和支付技术服务的市场需求仍存在广阔的发展空间，主要原因如下：

第一，我国 POS 终端交易发展空间广阔。

我国居民交易仍处于由现金交易向银行卡交易过渡阶段，现金交易的比重仍较大。随着银行交易受理网络的逐步完善和居民交易习惯的转变，以 POS 终端为载体的银行卡交易将逐步替代传统的现金交易。根据人民银行 2009 年银行卡交易的统计数据，存取现金、转账的交易规模仍远大于刷卡消费，其中现金支取规模约是 POS 终端消费的 6 倍。

第二，我国现阶段 POS 终端保有量仍处于较低水平。

截至 2009 年末我国联网 POS 终端总量仅 240 多万台，每万人平均拥有 18 台 POS 终端，距离发达国家人均 170 台左右仍然差距很大，POS 终端覆盖率仍存在较大缺口。

第三，商户基础规模较大，潜力巨大，非金融行业专用支付也将产生需求。

2008 年我国受理银行卡的特约商户约 118 万户，占具备受理条件商户的比重仅为 11.3%，而韩国已经达到 90%，美国更是接近 100%，中国还存在很大发展空间。此外，在我国特殊的经济体制下，移动、石油、电力、烟草、铁路、公共交通等行业呈现了一定的垄断格局特征，核心企业在其业内形成了一个规模较大的封闭支付网络，其网络内支付大多具备交易次数频繁、结算对象分散的支付特点，这些特殊行业用户也有可能成为继金

融客户之后的另一类 POS 终端的需求方。

综上所述，随着我国银行卡电子受理市场基础设施不断完善，受理环境持续改观，第三方支付服务商进入热情高涨，商户渗透率将进一步提高，金融 POS 终端的市场需求仍将维持较快增长。未来五到十年，预计 POS 终端市场空间将继续保持高速增长的态势。

3.2、公司在所处细分市场处在优势地位，并有望凭借核心竞争力脱颖而出

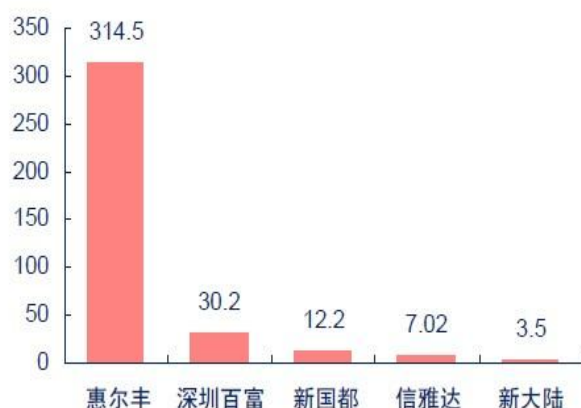
公司从事的专业领域为 POS 终端的生产、销售和租赁以及基于 POS 终端的银行卡电子支付服务。

我国金融 POS 终端生产和支付技术服务行业形成了较高的进入壁垒，已初步形成了相对封闭的寡头市场格局。根据市场数据估算，近三年主要 POS 终端供应商：深圳百富、惠尔丰、新国都、新大陆、福建联迪等，合计占有我国联网 POS 终端年市场增量超过 70% 的市场份额。

目前我国新增 POS 终端的主要市场份额被具有性价比及服务优势的国内 POS 机生产企业占据；主要有深圳百富、新国都、新大陆、福建联迪、信雅达，及主要跨国企业惠尔丰（Verifone）等。我国 POS 终端制造行业已初步形成了相对封闭的寡头市场格局，前五家厂商新增市场份额超过 90%，市场集中度较高。

在最近三年里，公司已经成为行业内成长速度最快的 POS 终端供应商。2007-2009 年，公司 POS 终端销量年复合增长率达 135.61%，由 21,218 台增至 117,784 台，市场份额逐年提高，是现阶段同行业中成长速度最快的 POS 终端供应商。根据中国人民银行《2009 年支付体系运行总体情况》联网 POS 终端统计数据推算，2009 年公司销售 POS 终端数量相当于全国联网 POS 增量的 20.92%，在业内排名前三位。公司已成为我国 POS 终端制造行业的核心参与者，并成为银联商务等主要收单机构的重要供应商。

图表 5：09 年公司及竞争对手 POS 销量



资料来源：Nilson，国都证券

图表 6：公司市场占有率及增长情况



资料来源：招股说明书，国都证券

POS 终端的研发和制造涉及电磁学、精密机械制造、计算机应用、互联网应用、软件工程等多个技术领域，公司在多个环节具备优势，有望在未来的竞争中脱颖而出。

公司的主要竞争优势包括：专业工业设计带来“苹果式”用户体验；电子设计核心团队稳定，技术储备丰富；技术路径具有后发优势，类“Android”的 POS 开发平台；拥有完善的技术服务和营销体系，客户满意度高；拥有客户资源优势，尤其是与银联有些长期

和密切的合作关系。这些都将帮助公司在未来的竞争中脱颖而出。

3.3、公司其他增长点：立足 POS，超越 POS

1) 开拓非金融行业需求

国有垄断行业封闭支付网络电子化需求较大。在我国特殊的经济体制下，移动、石油、电力、烟草、铁路、公共交通等行业呈现了一定的垄断格局特征，核心企业在其业内形成了一个规模较大的封闭支付网络，其网络内支付大多具备交易次数频繁、结算对象分散的支付特点，这些特殊行业用户也有可能成为继金融客户之后的另一类 POS 终端的需求方。

电子支付技术趋于行业化。随着社会分工越来越细化，电子支付技术和解决方案将根据行业特点 and 市场需求，逐渐趋于细分化、行业化。鉴于电力、电信、物流、烟草等行业支付交易频繁、交易方分散的行业支付特点，未来电子支付终端具备与各行业不同特点和需求结合的可能性，集合消费功能、行业管理功能的行业 POS 终端有较大的市场空间。

公司目前储备了丰富的非金融行业电子支付解决方案，随着市场需求的逐步开发，公司平台化的开发策略和基于 IPD 的研发流程能够支持快速推出新的解决方案。

电子钱包/商业服务购物卡解决方案。电子钱包（商业服务购物卡）是芯片卡多种应用中的一种，用户需事先在卡中存储一定金额现金，通过刷卡完成付费，POS 机脱机存储每笔交易记录。结算时，POS 机将交易记录批上送到银联，货款经银联网络结算进商户账户。这项增值业务特别适用于交通、肉菜市场、便利店等小额消费领域。

2) 拓展小额支付应用市场

小额支付为我国目前主要的支付模式。随着银行卡渗透率的提高，银行卡小额支付特征日趋明显，据中国银联对 2008 年 8 月的银行卡消费行为统计显示：超市类、餐饮和宾馆类、家电类、汽车服务类等银行卡消费主要领域的 100 元-1,000 元的小额消费占比均在 50%以上，超市类消费中，50 元以下的消费笔数占比即接近 50%。按地域划分，在经济较为发达，居民购买力较强的我国沿海地区，小额消费笔数也占据主导，广东省 100 元以内的消费笔数占比已达 64%，天津、北京、上海等经济发达地区占比也超过 50%。在传统的非刷卡消费领域，如菜市场、便利店等领域小额支付的占比更高。因此未来我国的小额电子支付市场有较大的需求空间。

国内目前有 33 个城市已经拥有或者正在规划建设地铁线路，而地铁的人流量要求必然采用电子支付方式；同时国内有较多的城市拥有公交卡刷卡系统；这些城市均具备推广小额支付的基础。公司业务模式在广州一旦成功，将可能在全国拥有公交卡的城市范围进行不同程度的复制推广，市场空间广阔。

4、募投项目分析

公司本次拟发行 1,600 万股，募投项目总额为 2.36 亿元。实际募集资金超过投资总额的部分用于补充公司主营业务运营资金。本次募集资金投资项目的建设是围绕公司主营业务展开，着眼于扩大公司产能，提升研发、销售及综合服务能力，不会导致公司生产经营模式发生变化。募集资金投资项目所涉及的产品均已通过 POS 终端主要认证检测。募集资金投资项目的顺利实施将进一步提升公司产品市场份额和盈利能力，培育公司新的业务增长点，不断增强公司核心竞争力和持续经营能力。

图表 7：公司 IPO 募投项目分析

项目名称	投资金额	拟投入募集资金	募集资金使用计划		
			第一年	第二年	第三年
电子支付技术产研基地项目	15,306	15,306	7,850	5,035	2,421
电子支付终端设备运营项目	5,621	5,621	2,025	1,665	1,931
运营销售服务网络建设项目	2,690	2,690	2,690	-	-
其他与主营业务相关的营运资金					
合计			12,565	6,700	4,352

资料来源：公司招股说明书、国都证券研究所

5、盈利预测

我们预计公司 2010-2012 年营业收入、归属于母公司净利润的年均复合增速分别约为 45%、35%，按发行后公司总股本 6350 万股计算，预计 2010-2012 年公司实现每股收益分别为 1.26 元、1.70 元、2.21 元。

图表 8：盈利预测

利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	139.73	202.61	293.78	381.92
营业成本	57.79	87.84	133.52	173.57
营业税金及附加	1.20	1.74	2.52	3.28
营业费用	21.89	31.74	46.02	59.83
管理费用	24.88	36.08	52.31	68.00
财务费用	-0.37	-0.54	-0.78	-1.01
资产减值损失	0.12	0.17	0.25	0.33
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.53	0.77	1.11	1.45
营业利润	34.77	50.42	73.10	95.04
营业外收入	11.83	17.15	24.87	32.33
营业外支出	0.12	0.17	0.25	0.33
利润总额	46.47	67.38	97.70	127.01
所得税	2.08	3.02	4.37	5.69
净利润	44.40	60.33	81.34	105.74
少数股东损益		0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	44.40	64.38	93.35	121.36
EPS（元）	0.70	1.01	1.46	1.90

资料来源：国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

目前国内 A 股上市公司中主营业务与新国都同类可比的上市公司主要有南天信息、御银股份等公司。按 2010 年 9 月 27 日收盘价计算，可比上市公司的 2010 年、2011 年、2012 年动态市盈率中值分别为 36 倍、30 倍、23 倍。结合我们对公司未来三年净利润年均复合增速约 34% 的预测，我们认为，给予公司 2010 年 30-45 倍的动态估值较为合理。

按我们预计公司 2010 年的每股收益 1.01 元计算，公司合理股价为 30.30-45.45 元。虽然有限售期的影响，考虑到三四季度处于板块的传统活跃期，建议可以按照 35 倍左右的 PE 进行申购，建议申购价为 35.00-38.00 元。

7、风险提示

公司的主要风险包括客户集中风险、收单机构铺设 POS 终端慢于预期的风险、新兴支付方式对 POS 终端冲击的风险及价格下降风险等。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com