

POS 机厂商的本质是软件企业

事件

我们在深圳举办了新国都投资者交流会，公司董事会秘书兼财务总监赵辉与投资者就公司业务情况和未来发展情况进行了交流。

研究结论

- **公司市场领先地位稳固。**公司目前已经是国内第三的 EFT-POS 厂商，仅次于百富科技和福建联迪，且公司和排名第二的福建联迪的市场差距很小，去年全国共销售联网 POS 机 92 万多台，公司出货 20 多万台，市场占有率约为 24%。公司去年在银联内部的市场份额已经上升到第二位，份额占比约为 35%，仅次于百富科技的 36%。
- **公司未来毛利率下降空间有限。**POS 机产业的核心是清算平台接口和后台增值软件的开发，**市场上领先的 POS 机厂商本质上都是软件厂商。**如业内第一的百富科技就只做软件开发，机具生产由其他厂商代工。新国都现有的 150 多个技术人员中，硬件工程师只有 20 多人，其余都是软件工程师。只是由于行业销售模式的原因，软件的价值包含在机具销售价格中，不单独收费。主要客户银联和商业银行也理解这一点，给 POS 厂商预留较高的利润空间。当前 POS 机的价格已经低于 1000 元，未来降价的空间不大。且 POS 机成本中 90% 以上是原材料成本，主要原材料如芯片、打印机的价格呈逐年下降趋势，因此公司的高毛利率状况有望得到维持。
- **行业前景广阔，公司长期受益于货币电子化的趋势。**无论从金融安全还是电子商务发展的需要来看，货币电子化都是必然趋势。POS 机是货币电子支付的重要工具，目前无论从机卡比还是商户开发比例来看，我国都只有发达国家的 1/9 甚至更低，发展空间巨大，POS 产业必然长期受益于货币电子化的发展趋势。而国内 POS 机产业已经形成寡头垄断的竞争格局，占据领先地位的新国都等厂商必然是产业发展的最大受益者。
- **未来业务重点拓展方向是商业银行、海外市场和增值服务。**公司目前在银联中的份额已经基本稳定，今年重点开拓的客户应当是商业银行。当前商业银行采购 POS 总量已占市场总量的 50% 以上。2011 年农业银行和中国银行要开始 POS 机招标，预计总采购数量在 50 万台左右，如果公司中标，不仅对今年的业绩有积极的影响，更意味着公司已经打开四大行这一除了银联以外最大的 POS 机市场，对公司未来发展意义重大。同时，伴随着银联在海外发卡量的扩大，国内 POS 机厂商也将走向海外市场。公司未来将先开拓美国和中东市场。此外，公司已经用超募资金开展第三方收单服务，同时正在与线上支付厂商合作进行相关增值软件的开发。
- **维持公司买入评级。**我们预计公司未来三年保持 45% 以上的高增长，公司在行业内的领先地位预期将继续稳固，预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.76、1.17 和 1.63 元，公司目前股价对应 11 年 PE 仅 25 倍，维持公司买入评级，目标价 28.88 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王天一

军工行业高级分析师

执业证书编号：S0860210060001

联系人

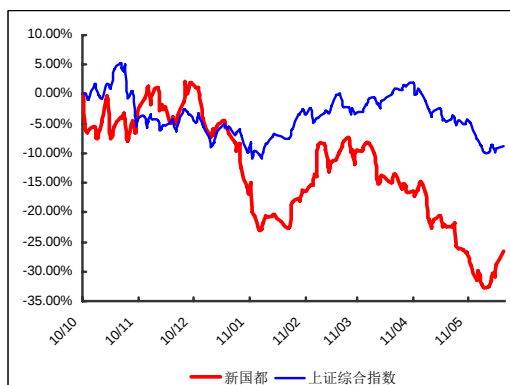
张乐

8621-63325888-6098

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2011 年 6 月 23 日)	18.76 元				
目标价格	28.88 元				
总股本/A 股 (百万股)	114/114				
A 股市值 (百万元)	21.44				
国家/地区	中国				
行业	电子				
报告发布日期	2011 年 6 月 23 日				

股价表现



财务预测

(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	209	328	475	688
同比(%)	49%	57%	45%	45%
归属母公司净利润	58	88	134	186
同比(%)	30%	52%	52%	39%
毛利率(%)	53.0%	54.5%	54.4%	54.5%
ROE(%)	6.6%	8.7%	11.7%	14.8%
每股收益(元)	0.91	0.76	1.17	1.63
P/E(X)	21.27	24.80	16.59	11.93
EV/EBITDA(X)	20	11	7	5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	906	924	1,071	1,201	营业收入	209	328	475	688
现金	734	737	800	814	营业成本	98	149	217	313
应收账款	71	73	108	154	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	4	4	7	9	营业费用	31	43	61	87
预付账款	3	7	10	15	管理费用	31	64	78	112
存货	62	98	143	205	财务费用	(3)	(15)	(16)	(17)
其他	32	4	4	4	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	27	148	160	175	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	3	2	2	2	投资净收益	1	-	-	-
固定资产	9	130	142	157	营业利润	48	84	131	186
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	11	17	22	28
其他	2	3	3	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	933	1,071	1,231	1,376	利润总额	60	101	153	214
流动负债	58	60	87	116	所得税	2	13	20	28
短期借款	-	-	-	-	净利润	58	88	134	186
应付账款	28	29	46	63	少数股东损益	-	-	-	-
其他	30	32	41	53	归属于母公司净利润	58	88	134	186
非流动负债	4	-	-	-	EBITDA	57	100	161	230
长期借款	-	-	-	-	EPS (元)	0.91	0.76	1.17	1.63
其他	4	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	61	60	87	116	会计年度	2010E	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	64	114	114	114	营业收入	49.2%	57.2%	45.0%	44.7%
资本公积	693	693	693	623	营业利润	39.5%	72.8%	56.7%	41.8%
留存收益	115	203	337	523	净利润	30.4%	51.6%	52.2%	39.1%
归属母公司股东权益合计	872	1,010	1,144	1,260	获利能力				
负债和股东权益	933	1,071	1,231	1,376	毛利率	53.0%	54.5%	54.4%	54.5%
现金流量表					净利率	14.0%	27.8%	26.8%	28.1%
单位:百万元					ROE	6.6%	8.7%	11.7%	14.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	5.1%	5.9%	8.8%	37.5%
经营活动现金流	9	80	105	141	偿债能力				
净利润	58	88	134	186	资产负债率	6.6%	5.6%	7.1%	8.4%
折旧摊销	12	30	46	60	净负债比率				
财务费用	(3)	(15)	(16)	(17)	流动比率	15.73	15.27	12.29	10.36
投资损失	(1)	-	-	-	速动比率	14.65	13.65	10.65	8.58
营运资金变动	(57)	(24)	(59)	(91)	营运能力				
其它	(0)	0	1	3	总资产周转率	0.37	0.33	0.41	0.53
投资活动现金流	(2)	(78)	(58)	(75)	应收账款周转率	4.07	4.47	5.07	5.06
资本支出	(2)	(81)	(58)	(74)	应付账款周转率	5.38	5.29	5.81	5.73
长期投资	-	(1)	-	-	每股指标 (元)				
其他	-	3	(0)	(0)	每股收益	0.91	0.77	1.17	1.63
筹资活动现金流	649	71	16	(53)	每股经营现金流	0.15	1.25	1.65	2.22
短期借款	-	-	-	-	每股净资产	13.73	15.91	18.01	19.84
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	16	51	-	-	P/E	20	23	15	11
资本公积增加	630	-	-	(70)	P/B	1	1	1	1
其他	3	21	16	17	EV/EBITDA	18	11	7	5
现金净增加额	572	73	63	14					

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



注: 超级资金(>50 万股或 100 万元): 体现了超大户或者机构当日的净买卖方向;
散户资金(<1 万股或 5 万元): 体现了散户当日的净买卖方向;
当日净量: 红柱为净买入, 绿柱为净卖出, 数值为当日净量占流通盘的百分比;
60 日累计: 当日净量的 60 日累计值;
10 日均值: 60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源: 益盟, 东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn