

新国都(300130)

研究员: 马仁敏 执业证书编号: S0570510120059

☎ 025-83290929 ✉ marenmin1982@hotmail.com

Ⓜ http://t.zhangle.com/4055

在高速增长的 POS 行业中挖掘金矿

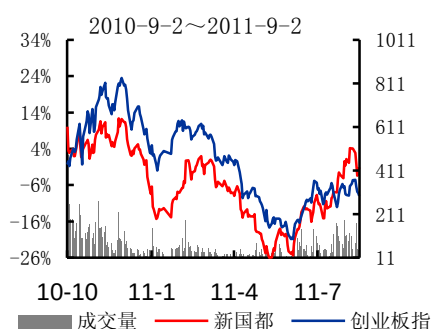
投资评级: 推荐(首次评级)

计算机设备 II

当前价格(元): 23.76

目标价格(元): 25.53

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 新国都是金融 POS 机行业的龙头企业, 公司生产的金融 POS 机终端产品是金融机构及第三方收单机构实现银行卡电子支付的基础。

◆ POS 行业拥有广阔的增长空间。首先, 目前我国 POS 终端覆盖率较低, 未来增长空间巨大; 其次, EMV 迁移给 POS 终端带来不断扩大的升级需求; 第三, 社保卡有望全国统一并融入消费功能, POS 机市场容量增长。我们预期, POS 机行业未来三年有望保持 40% 以上的复合增速。

◆ 过去 3 年, 受益于 POS 机行业的高速增长和公司市场份额的不断提升, 新国都的 POS 机出货量的复合增速高达 90% 以上, 公司产品的市场份额从 2008 年的 5.9% 提升至 2010 年的 23.77%, 成为三家行业龙头之一。相比其他竞争对手, 公司的主要优势在于服务质量好, 响应速度快和成本控制力强。我们认为, 公司的行业龙头地位稳固, 市场份额有望增至在 25%-30% 的区间。

◆ 公司短期看点是能否在今年中行和农行的集中采购招标中获胜, 而长期看点在于“羊城通”模式的复制, 移动支付的爆发, 第三方支付商业模式创新, 海外业务的突破等方面。

◆ 我们预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为: 0.69 元, 0.97 元和 1.39 元。考虑到未来三年公司下游行业的 POS 机采购需求依然旺盛, 公司软硬结合的运营方式将保证毛利率水平维持相对稳定, 我们给予公司 37 倍的动态市盈率水平, 6 个月内的合理股价为 25.53 元, 给予“推荐”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	11430.00
流通 A 股(万)	2880.00
52 周内股价区间(元)	17.7-51.3
总市值(亿)	27.16
总资产(亿)	9.59
每股净资产(元)	7.79

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	2.09	3.17	4.62	6.66
+/-%	49.23	52.14	45.53	44.31
净利润(百万)	57.89	78.67	110.95	158.71
+/-%	30.41	35.89	41.02	43.05
EPS(元)	0.51	0.69	0.97	1.39
P/E	46.91	33.99	24.18	16.87

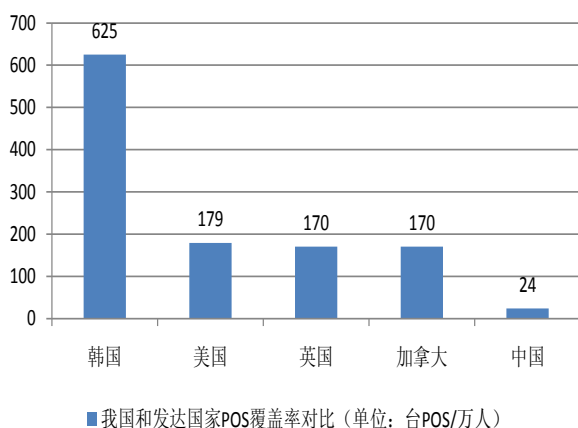
新国都技术股份有限公司成立于2001年，是一家专业从事金融POS机的设计、研发、生产、销售，并以此为基础提供全方位电子支付技术服务的国家级高新技术企业。公司生产的金融POS机终端产品是金融机构及第三方收单服务机构实现银行卡电子支付的基础，其中安全性是金融支付的核心要求。公司通过10年的发展，已经在POS机行业中成长为龙头企业之一，市场份额逐年提升。

一、POS机行业分析：市场未来3年有望保持40%以上的复合增速

1.1. POS终端覆盖率低，未来增长空间大

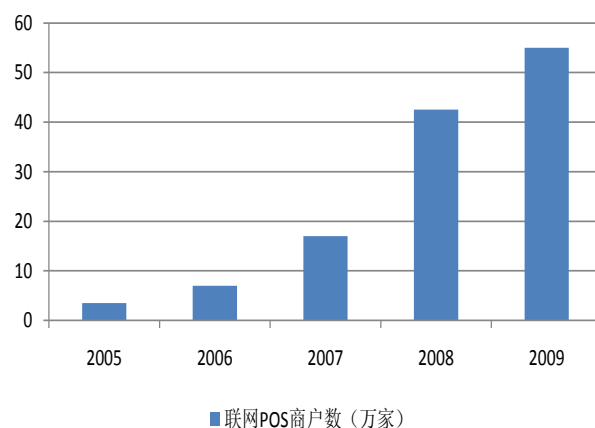
首先，POS机保有量和金融机构支付卡保有量之间存在密切的相关性，目前，我国人均拥有银行卡为1.7张（且含有大量未被激活的休眠卡），而美国已经达到人均15张的保有量，距离金融支付发达的国家，我国的发卡量仍有巨大的提升空间。第二，我国的人均拥有POS机数量远低于国外，只有24台/万人，密度最高的北京地区也只能达到70台/万人，而美国和加拿大等金融支付发达地区可达170台/万人。此外，我国的卡均拥有POS数量低，09年底我国每台POS终端对应858张银行卡，而05年欧盟已达到每台POS终端对应94张卡的水平。第三，受理银行卡商户比例低，08年受理银行卡的特约商户118万户，占据被受理条件商户的比重为11.3%，韩国该比例达到90%，美国接近100%。目前，我国的银行卡增长和POS机增长的势头均非常强劲。截至2011年第一季度，银行卡跨行支付系统联网商户237.2万户，联网POS机具356.8万台，较2010年第四季度末分别增加18.9万户、23.4万台。第一季度，每台POS对应的银行卡数量为716张，比2006年第一季度的1496张减少半数以上，银行卡受理环境明显改善。

图表 1：我国和发达国家 POS 覆盖率对比



资料来源：易观国际，华泰证券

图表 2：联网 POS 商户数不断增长

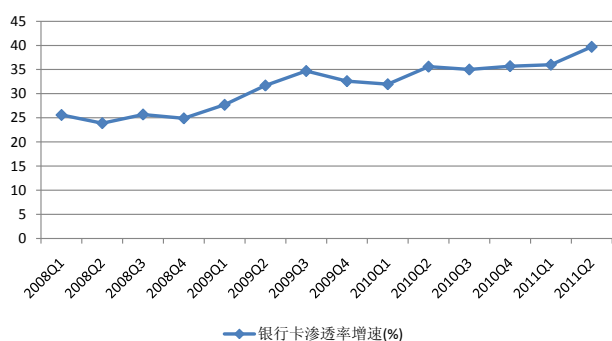


资料来源：中国人民银行，华泰证券

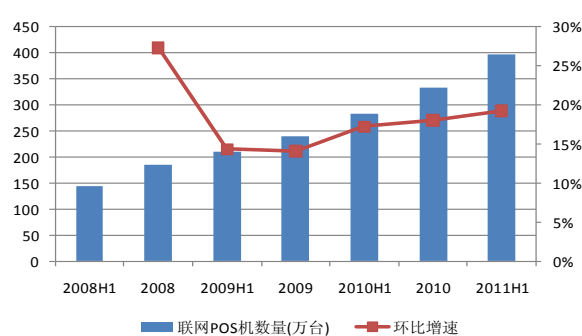
1.2. EMV 迁移给 POS 终端带来不断扩大的升级需求

根据中国人民银行的要求，2015年1月1日起，在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行

的、以人民币为结算账户的银行卡应为金融 IC 卡。其中，经济发达地区主要指各直辖市、省会级城市，沿海和内地经济发达区域等，重点合作行业目前主要包括社会保障、医疗、公共交通等行业。我国已有 200 多万台的销售点终端（POS 机）已可受理金融 IC 卡，尚有 150 万台左右的存量 POS 机需要加载可读取金融 IC 卡信息的读头。更为重要的是，未来出货的 POS 机都将加载可读取金融 IC 卡的读头，加载该读头的 POS 机售价比未加载的 POS 机售价贵 200 元/台，而该读头的制造成本约为 70 元/台，折算该部分的毛利率为 65%，高于目前整机 50% 左右的毛利率，由此将带动 POS 机制造业的整体的销售收入和毛利率继续提升。

图表 3：近三年我国银行卡渗透率不断提升


资料来源：wind 资讯，华泰证券

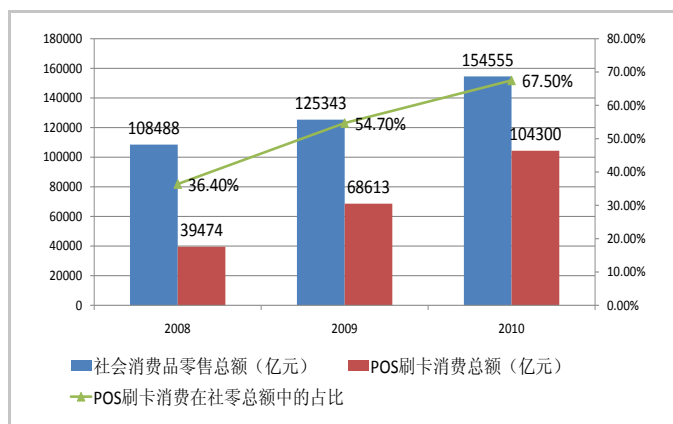
图表 4：近三年联网 POS 数量环比持续增长


资料来源：wind 资讯，华泰证券

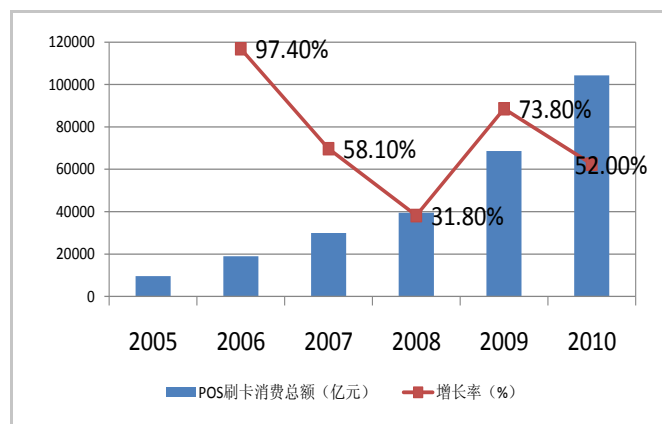
1.3. 社保卡有望全国统一并融入消费功能，POS 机市场体量增长

近期有消息称，人力资源和社会保障部正在推行全国社保卡统一工作，居民身份证号将作为社保卡号，终身不变，新社保卡将全国通行，并且具有充值功能，可随时随地交纳费用。据悉，人社部计划在今年内发行 6 亿张新社保卡，取代各地自制的社保卡，从而结束社保卡“地方割据”现状，实现全国“通存通兑”。国务院新闻办近期已经确认，新型的社保卡为 IC 卡，但安全性能高，具有存储功能，可用于存取支付，也就是说新社保卡可以直接充值缴费，打破以往社保卡在地域、时间和功能上的限制。实现社保卡普遍具有金融功能的目标，已经在规划中，大概需要五年左右的时间，到 2015 年，全国统一的社保卡发放量预期为 8 亿张，覆盖 60% 人口。如此庞大的新增卡数量，必然催生对刷卡通道 POS 机的迫切需求，新国都等 POS 机行业龙头有望分享这块高速成长的蛋糕。

图表 5：中国 POS 刷卡消费在社零总额中的占比
图表 6：中国 POS 刷卡消费总额迅速增长



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券



资料来源：艾瑞咨询，华泰证券

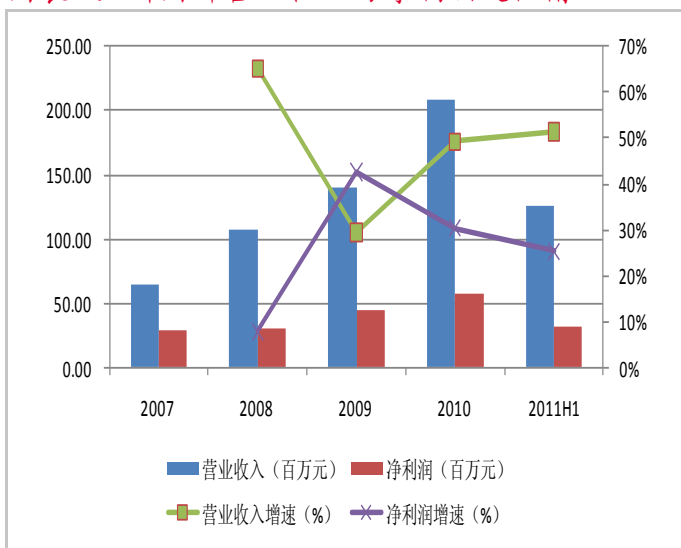
二、新国都的竞争力分析：市场份额将稳步提升

2.1. 公司近年来收入快速增长，毛利率相对稳定

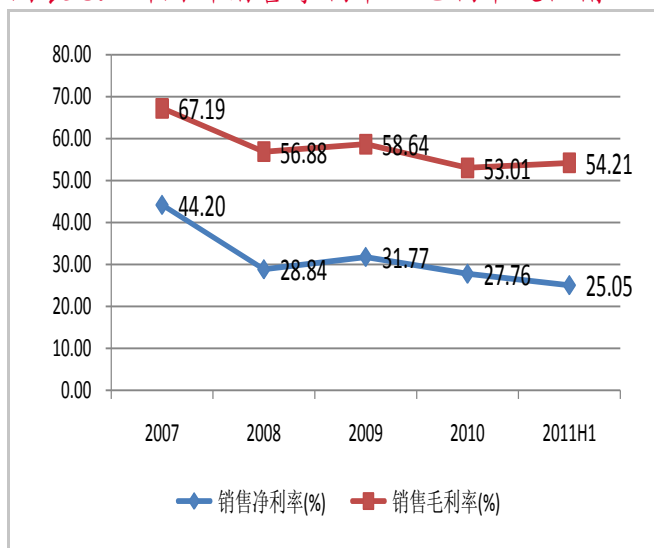
过去3年，受益于POS机行业的高速增长和公司市场份额的不断提升，新国都的POS机出货量的复合增速高达90%以上，公司产品的市场份额从2008年的5.9%提升至2010年的23.77%，成为三家行业龙头之一。

公司在2011年中报中披露，POS机销售业务的毛利率为52.54%，同比下滑0.43个百分点，POS机出租业务的毛利率达82.13%，同比下滑1.9个百分点，目前产品价格总体保持稳定。2010年年初，公司在银联招标中主动降低价格换取市场份额，各产品价格下降在5%-10%，是毛利率下降3个百分点的主要原因。但该价格2年有效，因此2011年的POS机价格将基本保持稳定。

图表7：新国都营业收入与净利润变化情况



图表8：新国都销售净利率及毛利率变化情况



资料来源：公司年报，华泰证券

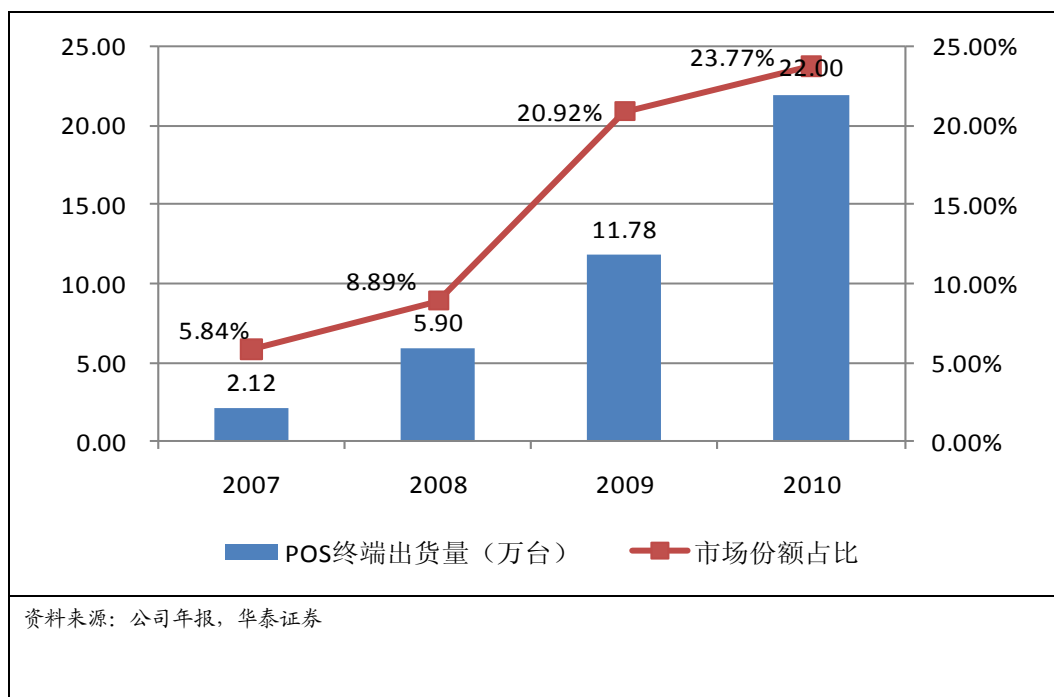
资料来源：公司年报，华泰证券

行业较稳定的份额和较快的增长速度，以及寡头垄断的格局和较高的进入门槛，抑制了厂家之间进行价格竞争的冲动。同时，由于后期服务升级都是免费的，下游客户更看重产品的安全性能，对行业 50%左右的毛利率水平也能够接受。

2.2. 新国都的行业龙头地位稳固，市场份额有望增至在 25%-30%的区间

2010 年国内 POS 机行业出货量增长在 40%左右，公司 POS 机出货量 22 万台，增长近 60%。2010 年公司销售的 POS 终端数量占全国联网 POS 增量的 23.77%，在业内排名前三位。2011 年预计行业增长仍将在 40%左右，而公司有望在行业增长基础上获得市场份额的进一步增加。

图表 9：公司近 4 年市场份额快速增长

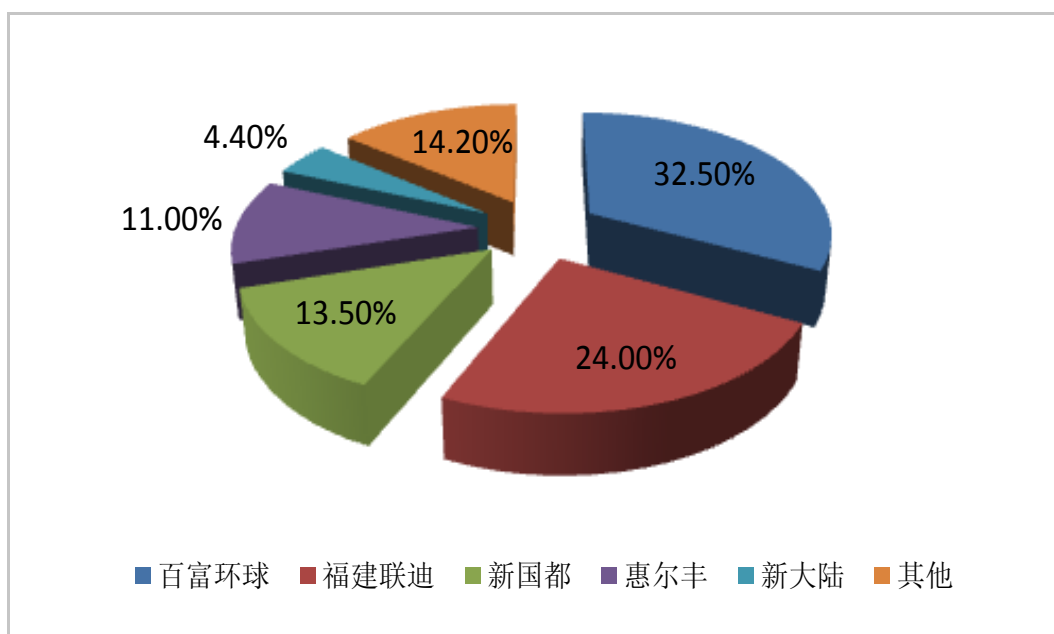


金融 POS 终端的主要客户是银联、商业银行和第三方收单机构，其中银联下的收单机构和商业银行是目前的主力客户。虽然客户的集中度很高、议价能力较强，但是由于 POS 终端直接关系到金融支付的安全，因此客户对安全性的重视程度远高于价格。自 2008 年银联商务开始以集中招标选型的方式确定 POS 终端供应商，该模式陆续为各大商业银行等收单机构所采用，对投标人的应标资质提出了严格的要求。具体指标包括：厂商应自主生产终端 5 年以上，累计国内销售数量不少于 8 万台，上年度销售排名在国内前 4 名，最近两年至少入围 2 家以上主要商业银行终端采购，具有完善的售后服务网络及技术支持能力，产品取得相关认证等。如此的招标认证模式，导致了 POS 机行业未来将呈现出明显的马太效应，维持强者恒强的趋势。

POS 机行业国内目前主要是百富、福建联迪和新国都三家竞争（三家合计的市场份额在 60%以上），美

国的惠尔丰由于价格和服务的问题逐渐被挤出国内市场，目前市场份额在 10% 左右。继续挤出惠尔丰也是新国都市场份额上升的主要原因之一。我们认为，未来百富、联迪和新国都三家龙头企业的相对份额将保持稳定，而剩余的中小供应商手中的市场份额将逐步被这三家巨头瓜分。例如，目前在银联和通联体系中的 POS 机采购中，新国都、百富和联迪三家已经占据了 95% 的总供货量，我们认为，这一趋势将逐步向国有四大行等大型金融机构的 POS 机招标中渗透。我们预期，未来三年，公司的市场占有率将逐步增至 25%-30% 的区间。

图表 10: 2009 年 POS 机行业的市场份额分布



资料来源：公司招股说明书，华泰证券

2.3. 服务质量好，响应速度快和成本控制力强是新国都的 2 大核心优势

首先，公司的营销和服务体系分布广泛，除了西藏之外的所有省份均设立办事处和分支机构，对客户需求的相应速度极快。销售体系构架分为 3 个层次，从上到下分别为市场部，行业部和营销中心。其中，市场部负责国有四大行总行和银联等客户的拓展和维护，行业部是针对其他商业银行，第三方支付平台和行业集团客户开拓和维护，营销中心的责任是销售和售后服务的落地，从上到下的销售组织架构保证了公司在对大中小不同量级的客户进行有效维护，并对客户的需求做出及时相应。公司承诺为客户提供热线电话技术支持和快速反应的现场排障服务，保证 1 小时响应客户服务请求，在接报后最迟 24 小时内为客户提供热线电话技术支持和快速反应的现场排障服务完成维修任务。

其次，公司的成本控制能力在行业中独树一帜。公司之所以可以价格战的策略切入银联体系的同时，维持行业内最高的毛利率水平，依靠的就是公司的成本控制能力。POS 终端全部功能和安全均需借助软件实现，POS 终端厂商根据收单机构交易结算需求开发出增值应用软件。增值应用是 POS 终端制造商最主要后续服务，需要充分理解商户业务需求，结合流程控制、应用软件开发来实现。因此软件的开发、设

计以及后续支付体系的维护是 POS 终端厂商的核心。公司在软件研发上不断创新，将 POS 机产品中原来用硬件实现的功能逐渐用软件进行替代，有效节约了硬件采购成本，目前公司的 POS 设备中，软件部分的占比已经上升至 40%，软件占比的提升，意味着大规模生产过程中，边际成本为零的软件能够进一步压缩产品的制造成本。另外一方面，公司出于成本控制考虑，设立了自己的组装工厂，而竞争对手百富环球就没有自己的工厂，依赖于 PKS 代工硬件，自己把主要精力放在软件开发和维护上。自建硬件生产线的好处是可以进一步压低制造成本，但劣势是获得大量订单时将面临产能压力，为此，公司的募投项目中在苏州和昆山都计划建立研发基地和生产线，进一步扩张产能，预计今年公司生产线能够达到 40 万台/年的出货量。

2.4. 公司短期看点是能否在今年中行和农行的集中采购招标中获胜

今年中行和农行将对全部型号的 POS 终端进行重新招标。初步预计今年中行和农行的采购量将同比增长 30%-40%，总量将超过 40 万台。此前，中行和农行的 POS 机供应商主要是百福和联迪，公司仅有 2 款产品在中行采购名单中。如果本次招标公司成功入围，则至少获得 25% 以上的采购份额，也就是 10 万台以上的订单，占去年总出货量的 36%，极大的增厚公司今明两年的业绩，同时，杀入该 2 家国有大行的 POS 机招标体系意味着更多持续订单的保证。公司在对中行开拓上，已经取得阶段性成果，2011 年全年对中行实现销售共计 6700 台，而截至 2011 年上半年，已经对中行实现出货达 3 万台，在供应商体系中份额不断增长。目前公司尚未收到两家银行的招标邀请函，预期招标有望在 8 月底开始，历时一个月左右，也就是在 9 月底 10 月初公布结果，届时我们将对公司的中标情况做及时跟踪。

我们预期国有四大行今年的 POS 机采购量共计 70 万台左右，其中工行采用的是代理商模式，新国都的电话 POS 机已经进入工行的采购中，但是采用贴牌的方式与代理商合作供货的，较自主品牌产品而言毛利率较低，不超过 40%，2011 年上半年实现出货 3 万台。目前唯一尚未进入的是建行，POS 供货方主要是联迪和百富，目前公司正在等待建行全面招标的打开才有机会杀入。

2.5. 长期看点是“羊城通”模式的复制，移动支付的爆发，第三方支付商业模式创新，海外业务的突破等

◆ 2.5.1. “羊城通”模式是否能获得成功并进行复制？

“羊城通”模式是这样的：公司与广州公交地铁的发卡公司进行合作，负责信息系统的开发和维护，为商户免费布设 POS 机，并负责招商加入该支付平台，每笔支付交易收取 1% 的佣金，公司与广州地铁进行 5/5 分成。目前该项目进展较为缓慢，主要由于没有政府等相关部门的大力支持，商户加入平台的积极性不高，暂时无法形成规模效应，对公司业绩没有实质性贡献。由公司主导推广的方式还有诸多不足之处，公司正在酝酿对该商业模式的改造，后续是否能够获得推广成功尚有很大的不确定性。一旦在广州或者其他城市获得成功，则有望类比为香港的“八达通”卡，从地铁公交到超市购物到餐饮实现一卡通，巨量的交易额带来可观的佣金收入，公司则有望实现从 POS 机生产商转型为第三方支付平台的服务商。

图表 11: “羊城通”卡在广州公交线上的应用

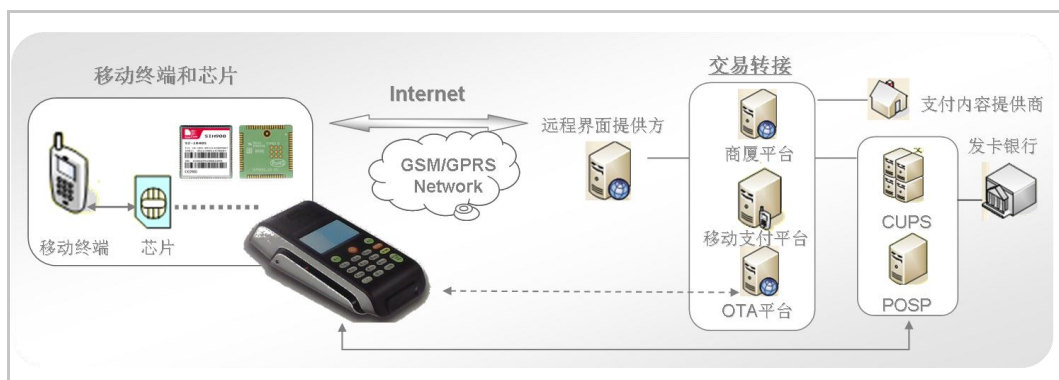


资料来源: 广州日报, 华泰证券研究所

◆ 2.5.2. 移动支付能否爆发?

手机现场支付产业链存在两条主线: 基础设备制造商和运营服务平台提供商。设备制造商主要包括发射端的手机智能卡和手机制造商, 以及接收端的 POS 机制造商; 运营服务平台则是中国银联、电信运营商和第三方支付服务提供商。从产业链受益次序来看, 依次是基础设施、服务投资——应用平台——增值服务——综合平台, POS 机终端制造商和芯片厂商将是整个产业链中最先受益的环节。

图表 12: 移动现场支付流程图



资料来源: 艾瑞咨询, 华泰证券研究所

公司已经入围电信的移动支付 (13.56hz 和 2.4G 标准) POS 终端的采购名单, 有 4 款产品通过技术招

标，等待电信省级分公司的采购订单，已经试点部署了 1 千多台。其他两家运营商的移动支付业务上，移动和联通已经暂停前期的推广工作。移动支付业务是否能够爆发面临 2 大困难，首先，银联和运营商的分成模式的博弈还悬而未决；另外一方面，三大运营商已经推出移动支付业务，但目前具备移动支付功能的 sim 卡造价高昂，每张成本达到 100 元，移动对每张卡补贴 50 元，其余 50 元由用户承担，从目前推广情况看，不甚理想。如果运营商大规模重启移动支付业务的运作推广，那么凭借公司已经入围移动的采购名单，届时将有望获得爆发性增长。如果运营商通过银联采购 POS 机，作为银联的主要供应商，新国都将比其他竞争对手更具优势。

◆ 2.5.3 第三方支付商业模式创新靠谱吗？

首批第三方支付牌照已经于今年 5 月发放，获得牌照的 27 家支付运营商将有权接入超级网银，其预付卡、储值卡等有望获得全国 POS 网络支持，这将增加其铺设 POS 机的积极性，手机支付和 EMV/PBOC2.0 推广会拉动对 POS 机/RF-POS 的需求，供应商将受益。人行颁发第一批第三方支付牌照以来，腾讯的财付通和支付宝等第三方支付平台均在积极研究家用第三方支付终端的盈利模式，原有的网上支付和家用 POS 终端支付两种方式能否并存？如果能够建立起买家 - 第三方支付平台 - 卖家的现金流通渠道，则第三方支付平台可以绕开银联，直接向该通道的使用方收取通道的佣金费用，对支付平台而言有着巨大的吸引力，但该盈利模式是否能够成立，受到商家和买家的双重挤压，大范围的布设家用 POS 终端给买家造成额外成本，而通道佣金则给商家造成额外负担。一旦有互联网第三方支付的巨头（支付宝或财付通）决定大规模投入家庭 POS 终端采购，则有望为新国都等 POS 机龙头企业开辟出巨大的市场空间。

图表 13：第三方支付跃跃欲试



资料来源：互联网，华泰证券

◆ 2.5.4. 海外业务的突破？

公司 2010 年的海外收入仅为 32 万元，在主营收入中占比微乎其微。公司去年接到美国第三方收单机构的研发订单，正在为其定制一款 POS 产品，已经完成研发，目前该产品正在接受美国认证机构的认证评定，初步预期售价为 3 千元人民币/台，预期通过认证后，明年有望实现对美的销售，我们估计出货量有望达到万台级别。其他的海外销售目前仅限于西亚地区，数量级上还不足以对主营业务形成实质性贡献。公司的目标是三年之后海外业务收入占比达到 20%。

◆ 2.5.5. 跨行业应用的拓展？

2010 年公司对蒙牛和伊利集团出售 POS 终端共计 2000 多台，主要是通过银联商务，以 PDA+POS 模式为集团用户提供订单和销售额的实时查询功能。未来，跨行业发展的模式是否可以复制？能否结合物联网技术的其他应用形成新的利润增长点将是公司业绩增长的另一看点。

三、盈利预测与估值

3.1. 产品价格短期将保持相对平稳，长期趋降

2007-2009 年 POS 机单价下降较快，主要原因是当时行业内尚未形成稳定的竞争格局，特别是新国都在刚刚进入银联招标体系时采取了比较有进攻性的定价策略。目前随着 POS 行业内垄断竞争格局趋于稳定，各家的份额变动空间在缩小，POS 机价格也随之趋于稳定，例如 2010 年公司与银联商务的招标价格较上一年度仅下降不到 10%；同时由于 POS 终端和电子支付产业关系到金融安全，收单机构和 POS 终端生产企业之间是相互依存、共同发展的关系。因此银联为了避免 POS 厂商把精力消耗在价格战上，影响产品质量和支付安全，在招标定价时采取了保护性的政策，自 2010 年起，每次招标的价格 2 年有效，这意味着到 2012 年二季度之前，公司销往银联的 POS 终端单价不再下降。

基于以下 3 方面理由，我们认为，公司 POS 产品价格短期将保持稳定，长期有逐步下降的趋势。

(1) 电话 POS 今年出货量大增，从去年至今，累计向邮储和中行等客户实现销售 2 万台，单价为 500 元左右，但该产品毛利率仅为 30%，这将拉低今年公司的整体毛利率；

(2) 另外一方面，含有非接触式芯片的 POS 产品今年同样热销，自去年至今，公司共出货 3 万台，该产品毛利率可达 66%，对整体毛利率有提升作用。

(3) 从长期看，价格有不断下降的趋势，产品的标准化使得同质化程度高，较高的毛利水平和原材料价格不断下降都让厂商有通过价格战抢占市场的冲动，另外一方面，毕竟下游客户非常集中且强势，但由于招标合同每 2-5 年一签，因此短期内价格相对保持稳定。

3.2. 原材料成本将不断下降

公司的制造成本中，93%来自于原材料的成本，目前广东地区芯片等电子元器件供应充足，价格不断趋降，原材料方面对公司未来并不构成成本压力，硬件成本有望不断下降。硬件原材料的电子元器件主要来自国内生产，少量来自韩国和日本，因此日本地震的影响不大，供应商市场竞争较充分，原材料价格波动

较小。软件方面，公司主要采用自主研发的 POS 机支付软件与银行进行对接，软件的研发和升级都依靠公司的软件研发部门，主要的人成本来自于研发投入，对软件研发人力资源的依赖较强。

3.3. 销售和管理费用增势不减

销售费用近年来增速迅猛，2010 年和 2011 年上半年分别同比增长 39.47% 和 96.12%。最近的销售费用加速上涨，我们认为和近年来公司在银联和银行客户 POS 机招标中投入较多有关，而随着募投项目的推进，未来 2 年的管理费用也将保持继续上升的势头。两大银行 POS 招标在即，公司今年上半年销售费用同比翻倍增长，预期全年销售费用依然将维持在高位。

管理费用在 2010 年报中分别占据了主营收入的 15.01%，而在 2011 年中报中的占比小幅下滑到 14.59%。从增速上看，2010 年和 2011 年上半年管理费用同比增长 25.81% 和 36.49%，主要由于募投项目逐步推进后，人工和研发费用增长所致。今年研发部门新招 70 人，销售部门新招 30 人，今年初公司整体加薪 20%，全年的薪资压力将一定程度上削弱盈利水平。投资建设昆山和南京的研发中心的工程尚未完成，折旧不会计入今年费用，但新增员工的薪资将计入。

3.4. 税率增加将削弱短期盈利增长

公司及子公司新都软件为注册在深圳特区内的高新技术企业和软件企业，按国家和深圳特区规定享受了企业所得税和增值税优惠。按照合并报告口径，2007-2009 年，公司享受的全部税收优惠金额分别为 437.25 万元、673.13 万元、1,821.26 万元，占同期利润总额的比例分别为 15.33%、19.71%、39.19%。2010 年上半年，公司享受的全部税收优惠金额为 767.87 万元，占同期利润总额的比例为 29.70%。

(1) 所得税方面，子公司的“2 免 3 减半”税收优惠政策到 2011 年已经用完，目前的所得税率，设备按 15% 收取，软件按 12.5% 收取，我们预计综合所得税率约 13.7%，中报披露已经比去年增加 400 万所得税收入，预计全年所得税增速将维持在高位。

(2) 增值税退税方面，公司将 40% 的收入确认为软件收入，享受增值税退税的优惠政策，今年的退税收入尚未到账，目前累计 800 万的退税收入尚未确认，三季度之内估计难以确认，预期年底能够确认，届时退税收入至少应该是目前的 2 倍。

3.5. 盈利预测

综上所述，我们做出如下假设：

1、在行业蛋糕不断增长的情况下，市场份额持续上升，公司的收入增速将超过行业的收入增速，预计未来三年收入增速分别为：52.1%、45.5%、44.3%。

2、产品价格在最近 3 年将呈现稳中略降的态势：中行和农行 POS 机全面招标可能会存在一定程度的降价空间，招标之后 2 年内价格将维持稳定；银联在 12 年二季度之前也将稳定价格，再次招标可能存在降价风险；中小型商业银行的采购价格一般较四大行和银联高 20% 左右；而非接触式 POS 读头和金融 IC 卡读头的加载也将提升 POS 产品的整体毛利率水平。

3、电子元器件成本将逐步下降，供货量充足，市场竞争充分，原材料价格下降是大势所趋。综合 2 和

3 的观点，我们预期未来三年，公司的毛利率水平将在 53% 的水平上逐步趋降。

4、随着募投项目逐步启动，研发投入将持续增长，另外，公司上市后，研发人员规模增长，薪资上浮等都将为成本带来一定压力，预期未来三年的管理费用复合增速将达到 43% 以上。

5、随着公司面对的市场越来越大，国有四大行招标，中小型商业银行的市场开拓，第三方支付平台的合作，包括“羊城通”的拓展等，都需要在销售投入巨大的资源，预期未来三年的销售费用复合增速将维持在 38% 以上。

6、出于谨慎性原则，未来三年的业绩预测中不予考虑“羊城通”业务，移动支付业务，海外市场业务等具有较大不确定性的业务增长对未来业绩的贡献。

根据以上假设条件，我们做出如下盈利预期，预计公司 2011 年-2013 年的 EPS 分别为：0.69 元，0.97 元和 1.39 元。

图表 14：利润表（单位：百万元）

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	209	317	462	666
营业成本	98	149	222	326
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	31	42	58	79
管理费用	31	49	73	103
财务费用	-3	-4	-4	-4
资产减值损失	2	5	7	9
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1
营业利润	48	74	103	148
营业外收入	11	18	26	36
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	60	91	129	184
所得税	2	12	18	25
净利润	58	79	111	159
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	58	79	111	159
EBITDA	50	72	104	151
EPS（元）	0.51	0.69	0.97	1.39

数据来源：华泰证券研究所

3.6. 相对估值

由于公司的收入构成中，40% 计入软件收入，60% 计入硬件收入，因此，我们选取硬件与设备和软件与服务两个行业指数进行参照。目前技术硬件与设备行业的 ttm 和 2011 年市盈率约为 47 倍和 32 倍，软件与服务行业的 ttm 和 2011 年市盈率约为 49 倍和 35 倍，而公司对应的市盈率约为 41 倍和 33 倍，具有一定的估值优势。考虑到未来三年公司下游行业的 POS 机采购需求依然旺盛，公司软硬结合的运营方式将保证毛利率水平维持相对稳定；从基本面上看，公司核心竞争优势突出，短期业绩具有较强的确定性，长期成长性有较多的爆发点，我们给予公司 37 倍的动态市盈率水平，6 个月内的合理股价为 25.53 元，给予“推荐”的投资评级。

四、风险提示

4.1. 新兴支付方式对 POS 行业产生部分替代的风险

近年来网上支付、手机支付和固定电话支付等新兴支付方式相继产生，消费、转账等支付行为都可以由交易主体通过网上支付或手机上网支付等方式实现，对传统消费领域的电子支付份额产生一定的分流作用，从而将对POS终端销售产生一定影响。

4.2. 客户相对集中风险

中国银联控股的银联商务、广州银联支付和深圳市银联金融网络是公司主要客户，2007年至2010年公司对上述两家客户的销售收入合计占公司营业收入的比例分别为86.96%、76.78%、47.78%和40.67%。尽管近年来，银联系客户的收入占比一直在持续下降，但在可以预见的未来，银联系依然将是公司最主要的客户，一旦银联系的POS机招投标方式或POS机战略发生改变，将对公司的主营业务产生较大影响。

4.3. 盈利模式的不可持续性和产能过剩风险

公司的POS机产品在完成一次销售后，三年之内维修免费，产品使用寿命约在5-7年，后期的返修率不足2%，这些因素使得POS产品几乎是一次性销售而没有可持续的收入来源。因此，一旦POS行业增长放缓，那么公司经历了前期产能扩张后，将存在产能过剩的风险。因此，公司在不断探索以“羊城通”为代表的第三方支付结算平台盈利模式，试图增加盈利的可持续性。

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	962	1056	1222	营业收入	209	317	462	666
现金	734	739	744	759	营业成本	98	149	222	326
应收账款	71	95	115	167	营业税金及附加	2	3	4	5
其它应收款	4	6	9	13	营业费用	31	42	58	79
预付账款	3	6	9	13	管理费用	31	49	73	103
存货	62	93	142	207	财务费用	-3	-4	-4	-4
其他	32	22	36	64	资产减值损失	2	5	7	9
非流动资产	27	50	75	100	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	3	4	5	投资净收益	1	0	1	1
固定资产	9	25	45	67	营业利润	48	74	103	148
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	11	18	26	36
其他	3	9	13	15	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	933	1012	1131	1322	利润总额	60	91	129	184
流动负债	58	72	102	158	所得税	2	12	18	25
短期借款	0	0	0	0	净利润	58	79	111	159
应付账款	28	37	50	83	少数股东损益	0	0	0	0
其他	30	35	52	75	归属母公司净利润	58	79	111	159
非流动负债	4	2	2	3	EBITDA	50	72	104	151
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.91	0.69	0.97	1.39
其他	4	2	2	3					
负债合计	61	74	105	160	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	64	114	114	114	成长能力				
资本公积	693	642	642	642	营业收入	49.2%	52.1%	45.5%	44.3%
留存收益	116	182	270	406	营业利润	39.5%	52.0%	39.8%	43.5%
归属母公司股东权益	872	938	1026	1162	归属于母公司净利润	30.4%	35.9%	41.0%	43.0%
负债和股东权益	933	1012	1131	1322	获利能力				
					毛利率	53.0%	53.0%	52.0%	51.0%
现金流量表					净利率	27.8%	24.8%	24.0%	23.8%
					ROE	6.6%	8.4%	10.8%	13.7%
					ROIC	33.2%	35.4%	35.5%	36.1%
单位: 百万元					偿债能力				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	6.6%	7.3%	9.2%	12.1%
经营活动现金流	-3	36	54	66	流动比率	15.73	13.27	10.31	7.74
净利润	58	79	111	159	速动比率	14.65	11.99	8.93	6.43
折旧摊销	5	2	4	7	营运能力				
财务费用	-3	-4	-4	-4	总资产周转率	0.37	0.33	0.43	0.54
投资损失	-1	-0	-1	-1	应收账款周转率	4	4	4	5
营运资金变动	-67	-39	-58	-96	应付账款周转率	5.37	4.58	5.05	4.90
其它	5	-2	1	0	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-2	-23	-29	-32	每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.69	0.97	1.39
资本支出	2	25	28	31	每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.03	0.31	0.47	0.57
长期投资	0	0	1	1	每股净资产 (最新摊薄)	7.63	8.21	8.98	10.17
其他	0	3	0	0					
筹资活动现金流	643	-9	-19	-19					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	16	51	0	0					
资本公积增加	630	-51	0	0					
其他	-4	-9	-19	-19					
现金净增加额	638	4	6	15					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。