

# 证通电子

002197

增持 / 维持评级

| 股 价             | 2009/02/01 |
|-----------------|------------|
| <b>RMB16.36</b> |            |

## 基础数据

|               |      |
|---------------|------|
| 总股本（百万股）      | 87   |
| 流通 A 股（百万股）   | 31   |
| 流通 B 股（百万股）   | 0.00 |
| 可转债（百万元）      | N/A  |
| 流通 A 股市值（百万元） | 507  |

## 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 3.86  |
| TRACING P/E (X)* | 25.58 |
| EPS (元)          | 0.44  |
| 股息率 (%)          | 1.53  |

\*最近四季盈利计算。

## 相关研究

- <三驾马车齐驱并进>20080527
- <低成本高效率的扩张>20080712
- <三驾马车高速前行>20080822

分 析 师

卢 山

(0755) 8249 2953

lushan@lhq.com

# 机遇大于压力

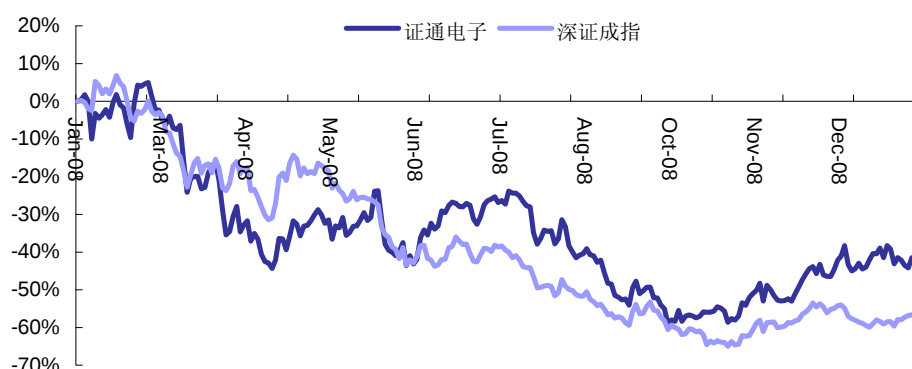
| 经营预测与估值       | 2007A | 20081-3Q | 2008E  | 2009E  | 2010E  |
|---------------|-------|----------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 247.2 | 250.4    | 448.23 | 596.81 | 811.22 |
| (+/-%)        | 41.8  | 63.9     | 81.35  | 33.15  | 35.93  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 43.4  | 38.7     | 68.35  | 90.01  | 121.54 |
| (+/-%)        | 31.8  | 47.9     | 55.78  | 30.09  | 34.13  |
| EPS(元)        | 0.50  | 0.44     | 0.77   | 1.01   | 1.35   |
| P/E(倍)        | 33.0  | 36.9     | 21.17  | 16.27  | 12.13  |

■ 公司三大产品在 08 年获得丰收，特别是电话 E-POS，其销量有可能达到 50 万台，是 07 年的 4.5 倍左右。E-POS 的成功，主要在于对商户这个细分应用市场的准确定位，以及盈利模式的成功。全国的商户有 3000 万之多，公司的潜在用户为 2000 万，如果能进入家庭缴费系统，将会有为 2 亿的潜在用户，作为公司创新性产品电话 E-POS，其市场空间依然很大。因此，工商银行、建设银行都在积极做 E-POS 建设试验网。电话 E-POS08 年的巨大增长，带来基数的大幅增加，也给公司的持续增长带来压力。同时，E-POS 产品也将遭遇竞争对手锐捷的出击，并且其推广对银行有很大的依赖性，公司的压力和机遇并存。

■ 自助终端业务公司将会维持较好增长。金融机具在银行的投入占比很小，而机具能显著改善银行的服务质量和成本，大幅削减金融机具的可能性不大。08 年由于奥运封网的因素，订单下的比较迟，部分订单会移至 09 年，对 09 年的业绩有利。公司在农行和建行大约占 30% 的市场份额，随着部分企业开始退出此市场，公司的自助终端产品占有率会进一步提升。同时，在自助终端方面公司也在尝试新的盈利模式。

■ 作为全球第一家通过 PCI2.0 认证的公司，公司在加密键盘方面的前景最值得期待。在维持与日立等公司的密切合作之时，公司利用其资质优势和价格优势，正在积极参与 NCR、WINCOR 的投标。考虑全球出现经济危机对公司的影响，我们把 08、09、10 年的 EPS 调至 0.77、1.01、1.35 元，但依然有较好的正增长，DCF 估值为 22 元，维持增持评级。

## 最近 52 周股价表现

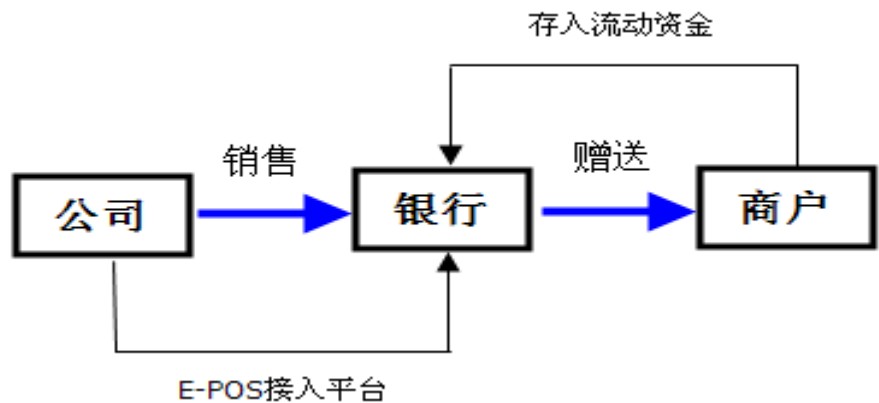


## 08 年 E-POS 成为亮点

08 年公司三大产品均获得了较好的增长，其中尤以电话 E-POS 最为突出，其销量有可能达到 50 万台，是 07 年的 4.5 倍左右。

E-POS 的成功，主要在于对商户这个细分应用市场的准确定位，以及盈利模式的成功。这种盈利模式以银行为中心，银行通过商户存入流动资金获得存款，代价是送给商户一台 E-POS 机；E-POS 机解决了商户的支付问题，提高了支付的效率，加快了商品的周转；公司通过银行集中采购降低了销售成本。这种三方获利的模式，带来了 08 年公司 E-POS 产品的爆发式增长。

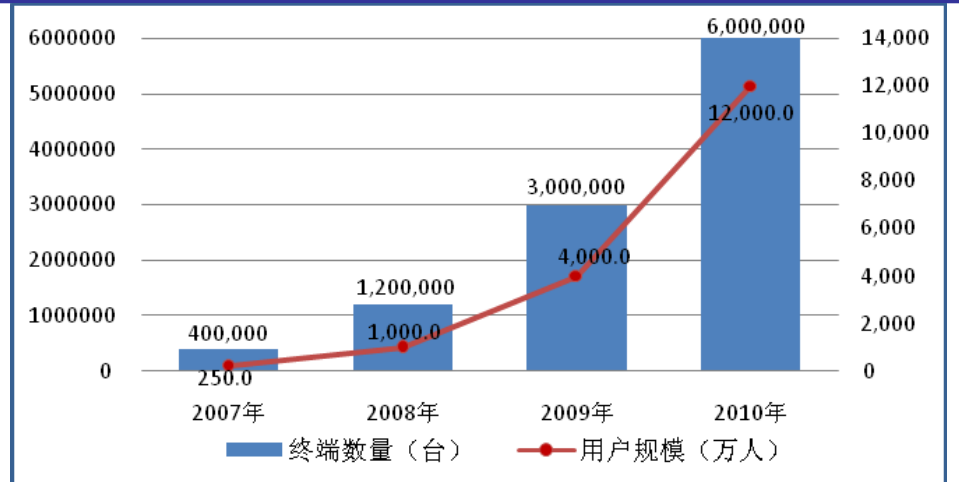
图 1、E-POS 产品盈利模式



数据来源：公司资料，联合证券研究所。

公司的 E-POS 产品可以看成是一个简易的银行 POS 机，但与 POS 机相比，它不仅价格便宜，而且不需要专用的线路，降低了使用成本。目前全国的商户有 3000 万之多，按 70% 的比例，公司的潜在用户为 2000 万，如果能成为家庭的缴费系统，将会有 2 亿的潜在用户，未来的市场空间依然很大。因此，工商银行、建设银行都在做 E-POS 建设试验网，一旦主流银行接纳此产品，E-POS 的增长又将打开新的空间。

图 2、E-POS 产品规模预测



数据来源：赛迪顾问，联合证券研究所。

作为创新性产品，电话 E-POS 有一定的金融壁垒，但技术壁垒并不大，迅速增长的市场必将迎来了新的进入者，待上市公司福建星网锐捷的进入，对公司来说是一个强有力的挑战。而且，E-POS 的推广对银行有很大的依赖性，公司较少有主动权，因此，电话 E-POS08 年的巨大增长，带来基数的大幅增加，也给 09 年的持续增长带来压力。

## 增长能否持续：机遇大于压力

尽管 E-POS 持续增长的压力较大，但公司另外 2 个产品自助终端和加密键盘，前景更明朗一些，总体看来，公司增长的机遇大于压力，受经济危机的影响，公司的增长也会有所放缓，但行业前景依旧看好，公司的增长能够得以持续。

### 自助终端业务将会维持较好增长

经济危机对金融电子的影响有多大？

金融机具在银行的投入占比很小，而机具能显著改善银行的服务质量和成本，因此我们认为，大幅削减银行机具的可能性不大。而随着人力成本的上升，银行有将大量低端客户的低附加值业务转移到自助服务终端上趋势，对电子银行设备需求依然旺盛。

08 年由于奥运封网的因素，订单下的比较迟，公司自助终端的增长相对来说比较小，全年的增长我们预计在 35% 左右，部分订单将会移至 09 年。

公司产品自助终端和 ATM 有所不同，自助终端没有现金功能，但非现金业务都能实现，可以看成是 ATM 的简化版。其最大的优势在于价格，其价格为 ATM 取款机的 1/5，目前已成为银行的标准配置。

在自助终端的主流应用领域银行领域，公司在中小银行拥有更多的优势。招行、深发展、广发、浦发、中信、香港的东亚银行等二线银行，对服务创新和节约成本有更多的主动意识，公司的业务开展也较顺利。在国有大银行中，公司在农行和建行大约占 30% 的市场份额，中行虽然入围了，但公司的占比不高，而在需求量最大的工行，公司还没有入围。

因此，公司自助终端业务还有很多的潜力。而随着部分企业开始退出此市场，自助终端的集中度在进一步提升，公司在自助终端产品的占有率会进一步提升。针对银行目前的状况，公司加强了资源投入，成立了大客户部，专门应对银行的招投标，其首要任务为工行的入围。

同时，在其他领域，如电力、邮政、通讯等领域对自助终端的需求日益增多。目前，公司也在尝试和中国移动等具备全国网络的公司进行运营模式的合作。

关于自助终端在银行领域何时饱和的问题，我们认为只有在银行排长队的现象基本消失的情况下，市场需求才会减缓。我们认为，未来 5 年内全球自助服务终端的年需求量约为 190 万台，我国自助服务终端的年需求量约为 7 万台，其中银行自助服务终端的年需求量约为 4 万台，其他自助服务终端的年需求量约为 3 万台。电信、移动、邮政、旅游等行业，自助终端正在产生大量的需求。

### 加密键盘：最值得期待

加密键盘，又可以细分为 ATM 加密键盘、POS 机加密键盘、网络加密键盘和柜员加密键盘四大类。其中 ATM 加密键盘最为重要。

公司已经有 10 个 ATM 加密键盘产品通过了 PCI 认证，也是全球第一家通过 PCI2.0 认证的公司。

PCI2.0 认证的通过，对公司 ATM 加密键盘业务具有很大的意义。

当前国际市场 80% 以上的 ATM 加密键盘为美国的 VARIFONE、法国的 SAGEM、英国的 THALES 所拥有。其中，SAGEM 公司最专业，其拥有独立的金融事业部门，在国内也设立了子公司，与之相比，证通电子具有成本优势。虽然证通的价格只是他们的 1/2 - 1/3，但 ATM 厂家考虑到替代风险，高端市场的进入难度依然较大。而 PCI2.0 认证的通过，无疑加大了公司进入国际市场的筹码。目前，正在积极参与 NCR、WINCOR 的投标。

在国内，公司独占 ATM 加密键盘 90% 的市场份额。国内市场除了广电运通以外，湘计算机、南天信息、御银股份、东信和平等均采用公司的加密键盘。在国际的二、三线厂家，如日本、俄罗斯等国的公司，大多采用公司产品。

08 年全球销售预计为 30 万套左右，证通电子销售预计为 3 万套，国际市场的占有率为 10%。公司目前一直致力于进入国际前 3 大 ATM，一旦进入以后，公司 ATM 加密键盘业务有可能为翻番增长，是公司最值得期待的一项业务。

POS 加密键盘方面，公司为国内第一家也是目前唯一一家通过 PCI 认证的企业。如果从税控 POS 市场来看，我国有将近 3000 万家企业需要采用税控 POS 机，因此全国对税控 POS 机的理论容量在 3000 万台以上。以此测算，一旦税控 POS 机全面展开，市场产生的对于 POS 加密键盘的有效需求为年均 180 万套左右。在 E-POS 的基础上，公司向传统 POS 机业务开展的各种支持已经具备。

## 盈利预测和估值

### 假设和预测

公司 2004 - 2007 年期间，主营业务收入由 5889 万元增加到 24717 万元，年均复合增长率为 61%，净利润由 548 万元增加到 4337 万元，年均复合增长率为 61%，而同期净利润的年均复合增长率为 99%，净利润增长高于收入增长，企业发展态势健康良好。

预计未来 3 年，公司仍将处在一个高速发展阶段。

在盈利预测中，我们假设公司 08、09、10 年所得税税率平均为 12.7%、14.6%、16.6%，并没有增加 2%，直至 25%。

在分业务的盈利预测中，鉴于电话 E-POS 的基数较高，我们假设 08、09、10 年销量的增长分别为 370%、30%、30%，毛利率在 30% 左右，并小幅下滑；自助终端销量增长 08、09、10 年分别为 30%、60%、60%；加密键盘销量的增长 08、09、10 年分别为 90%、60%、60%；毛利率水平小幅降低。

基于以上假设，公司的销售收入在 08-10 年之间分别为 4.4 亿、5.9 亿和 8.1 亿元，每股收益分别为 0.77、1.01、和 1.35 元，净资产收益率为 16.9%、18.6%和 20.9%。

### 估值显示目前的价位仍有空间

我们假设，从 2012 年起，公司的增长降低至 10%，所得税税率最终提升到 25%，永续增长率为 2%。依此计算，DCF 估值显示每股价值 22 元。

**表 1、DCF 模型假设和估值**

|                    |       |
|--------------------|-------|
| 无风险利率 (%) $R_f$    | 3.50% |
| 调整后的 $\beta$       | 1.041 |
| 市场的预期收益率 (%) $R_m$ | 9.00% |
| 股权资本成本 ( $K_e$ )   | 9.22% |
| 债务成本 $K_d$ (%)     | 5.6%  |
| 债务权益比 $D/E$        | 2.39% |
| WACC (加权平均资本成本)    | 9.14% |
| 假设长期增长率            | 2.00% |
| 核心企业价值             | 1974  |
| 减: 债务              | 35    |
| 公司内在评估价值           | 1939  |
| 每股价值 (元)           | 22    |

数据来源: 联合证券研究所估测。

在当前的经济形势下, 金融行业在改善服务和成本控制的推动下, 金融电子行业依然将保持着较好的发展。但考虑到经济危机对公司的负面影响, 我们还是把盈利预期做了修正, 把 08、09、10 年的 EPS 调至 0.77、1.01、1.35 元, 依然有较好的正增长。在大量公司出现负增长或较小增长的背景下, 公司的行业属性和自身秉性更显突出, 我们给予公司 09 年 22 倍的市盈率, 公司的合理价格为 22 元, 维持增持评级。

## 风险提示

公司存在控股股东控制的风险。关联股东合并持有公司 64.91% 的股份, 家族化经营的风格比较明显。进一步规范管理, 走现代企业管理之路, 在营业收入达到 10 亿以后将显的非常重要。

同时, 由于行业技术进步很快, 公司必须维持自己的快速响应市场的优势和创新优势, 也面临着产品技术更新换代、产品结构调整、核心技术人员流失、核心技术失密等技术风险。

**盈利预测表**
**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 453  | 493   | 518   | 653   |
| 现金             | 295  | 236   | 174   | 177   |
| 应收账款           | 80   | 143   | 184   | 255   |
| 其它应收款          | 3    | 8     | 10    | 14    |
| 预付账款           | 12   | 19    | 26    | 36    |
| 存货             | 63   | 87    | 124   | 172   |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 56   | 92    | 193   | 230   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 18   | 44    | 89    | 192   |
| 无形资产           | 37   | 37    | 37    | 36    |
| 其他             | 1    | 11    | 68    | 2     |
| <b>资产总计</b>    | 509  | 585   | 710   | 884   |
| <b>流动负债</b>    | 151  | 182   | 234   | 311   |
| 短期借款           | 35   | 19    | 22    | 23    |
| 应付账款           | 57   | 88    | 122   | 168   |
| 其他             | 58   | 75    | 90    | 120   |
| <b>非流动负债</b>   | 3    | 2     | 2     | 2     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 3    | 2     | 2     | 2     |
| <b>负债合计</b>    | 154  | 184   | 236   | 313   |
| 少数股东权益         | 0    | 1     | 3     | 7     |
| 股本             | 87   | 87    | 87    | 87    |
| 资本公积           | 211  | 211   | 211   | 211   |
| 留存收益           | 56   | 102   | 173   | 265   |
| 归属母公司股东权益合计    | 355  | 401   | 472   | 564   |
| <b>负债和股东权益</b> | 509  | 585   | 710   | 884   |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 35   | 12    | 54    | 80    |
| 净利润            | 46   | 68    | 90    | 122   |
| 折旧摊销           | 3    | 4     | 9     | 20    |
| 财务费用           | 2    | -8    | -7    | -6    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -18  | -50   | -41   | -60   |
| 其它             | 1    | -2    | 3     | 4     |
| <b>投资活动现金流</b> | 35   | -40   | -110  | -57   |
| 资本支出           | 44   | 40    | 110   | 57    |
| 长期投资           | -9   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 70   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | 263  | -30   | -7    | -19   |
| 短期借款           | 31   | -16   | 3     | 1     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 22   | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 211  | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -1   | -14   | -10   | -20   |
| <b>现金净增加额</b>  | 245  | -58   | -63   | 3     |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度             | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 247  | 448   | 597   | 811   |
| <b>营业成本</b>      | 153  | 293   | 388   | 526   |
| <b>营业税金及附加</b>   | 1    | 1     | 2     | 2     |
| <b>营业费用</b>      | 16   | 36    | 47    | 62    |
| <b>管理费用</b>      | 23   | 46    | 60    | 79    |
| <b>财务费用</b>      | 2    | -8    | -7    | -6    |
| <b>资产减值损失</b>    | 3    | 2     | 2     | 2     |
| <b>公允价值变动收益</b>  | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 50   | 78    | 105   | 145   |
| <b>营业外收入</b>     | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>营业外支出</b>     | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | 52   | 78    | 105   | 146   |
| <b>所得税</b>       | 6    | 10    | 15    | 24    |
| <b>净利润</b>       | 46   | 68    | 90    | 122   |
| <b>少数股东损益</b>    | 3    | 1     | 2     | 4     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | 43   | 68    | 88    | 118   |
| <b>EBITDA</b>    | 56   | 74    | 107   | 160   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.50 | 0.77  | 1.01  | 1.35  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2007  | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 营业收入            | 41.8% | 81.3% | 33.1% | 35.9% |
| 营业利润            | 18.5% | 54.1% | 34.8% | 38.5% |
| 净利润             | 31.8% | 55.8% | 30.1% | 34.1% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
| 毛利率             | 38.0% | 34.7% | 35.0% | 35.1% |
| 净利率             | 17.5% | 15.1% | 14.7% | 14.5% |
| ROE             | 12.2% | 16.9% | 18.6% | 20.9% |
| ROIC            | 53.6% | 37.8% | 30.2% | 33.4% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 30.2% | 31.4% | 33.2% | 35.4% |
| 净负债比率           |       |       |       |       |
| 流动比率            | 3.01  | 2.71  | 2.22  | 2.10  |
| 速动比率            | 2.59  | 2.24  | 1.68  | 1.55  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.76  | 0.82  | 0.92  | 1.02  |
| 应收账款周转率         | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 应付账款周转率         | 3.70  | 4.03  | 3.71  | 3.64  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 0.50  | 0.77  | 1.01  | 1.35  |
| 每股经营现金流         | 0.40  | 0.14  | 0.62  | 0.91  |
| 每股净资产           | 4.06  | 4.59  | 5.40  | 6.45  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| P/E             | 32.98 | 21.17 | 16.27 | 12.13 |
| P/B             | 4.03  | 3.57  | 3.03  | 2.54  |
| EV/EBITDA       | 21    | 16    | 11    | 7     |

数据来源: 联合证券研究所预测。

## 联合证券股票评级标准

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 增 持 | 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上         |
| 中 性 | 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间 |
| 减 持 | 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上       |

## 联合证券行业评级标准

|     |               |
|-----|---------------|
| 增 持 | 行业股票指数超越大盘    |
| 中 性 | 行业股票指数基本与大盘持平 |
| 减 持 | 行业股票指数明显弱于大盘  |

## 深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层  
邮政编码: 518001  
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062  
E-MAIL: [lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

## 上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层  
邮政编码: 200120  
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501  
E-MAIL: [lzrd@lhzq.com](mailto:lzrd@lhzq.com)

### 免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

### ©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。