

上市公司动态报告

计算机

电话 EPOS 爆发式增长

电话 EPOS 处于爆发式增长的初期

电话 EPOS 已经占证通电子 2008 年收入 55% 以上，是公司主要的利润来源。这项业务处于爆发式增长的初期，2008 年这一业务增长了 370%。

我们认为，电话 EPOS 市场空间非常广阔。银行卡大规模普及使用，渗透率不断提升，刷卡需求旺盛。EPOS 相对于传统 POS 机成本更低，不需要专线，特别适合中小企业使用。

证通电子在 EPOS 领域的优势明显，我们看好公司在该领域的发展前景。

2009 年依然会高速增长

尽管随着竞争的加剧毛利率有所下降，但是公司的费用率也有所下降，规模效益开始显现。公司的业绩会保持高速增长。

我们预测 2009 年公司的每股收益为 1.13 元，2010 年公司的每股收益为 1.55 元。

评级为买入，建议长期持有

电话 EPOS 市场处于增长的初期，我们给予买入评级，建议投资者寻找合适的时机买入并长期持有。

风险分析

投资证通电子的风险主要来自证券市场风险和公司经营风险，大盘累积涨幅已经超过 50%，公司的股价涨幅超过 100%，另外限售股还在不断到期并减持。

经营上，随着竞争的加剧，毛利率会不断下降。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	414.65	683.83	980.62	1,287.64
主营收入增长率	67.76%	64.92%	43.40%	31.31%
EBITDA（百万）	73.24	108.74	145.31	176.61
EBITDA 增长率	29.85%	48.48%	33.63%	21.54%
净利润（百万）	65.86	98.49	135.18	168.30
净利润增长率	51.84%	49.54%	37.26%	24.49%
ROE	16.50%	20.99%	23.97%	24.69%
EPS（元）	0.753	1.13	1.55	1.92
P/E	38.45	25.70	18.72	15.04
P/B	6.34	6.61	5.50	4.55
EV/EBITDA	31.69	17.34	19.40	15.73

证通电子（002197）

维持

买入

董志强

dongzhiqiang@csc.com.cn
010-85130966

吕江峰

lvjiangfeng@csc.com.cn
01-85130795

分析日期：2009 年 05 月 05 日

当前股价：28.95 元

目标价格 6 个月：33.60 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

	1 个月	3 个月	12 个月
	17.3/11.5	53.8/31.8	62.7/94.6
12 月最高/最低价（元）			29.64/10.90
总股本（万股）			8,743
流通 A 股（万股）			3,101
总市值（亿元）			25.31
流通市值（亿元）			8.98
近 3 月日均成交量（万）			169

主要股东

汇添富成长焦点股票型证券投资
基金 1.37%

股价表现



电话 EPOS 处于爆发式增长的初期

在 2008 年证通电子的收入结构中, 来自电话 EPOS 的收入占总收入的比重达到 56%。电话 EPOS 已经成为公司主要的利润来源, 因此这一产品未来的发展空间对公司的未来业绩有很大的影响。

我们认为公司的电话 E-POS 产品还有很大的发展空间。

电话 E-POS 与其他两种支付方式的相比具有明显的优势。

表 1: 电话 E-POS 与其他两种支付方式的不同

不同点	电话 E-POS	金融 POS	电话银行
成本不同	与电话 E-POS 终端兼容的固网接入平台由证通金信自主开发, 拥有完全自主知识产权, 所选用的设备基本实现国产化, 建设成本低, 因此电话 E-POS 系统建设、使用成本较低 400 元—500 元	与金融 POS 兼容的通讯接入平台设备需要从美国 Hypercom 公司进口, 成本高, 因此金融 POS 的使用成本较高 1500 元—3000 元	使用成本与电话 E-POS 接近, 但在安全性能上电话 E-POS 大大超过普通电话银行
可提供的转账服务不同	私人账户之间、私人账户与企业账户之间的转账	一般只提供私人消费功能, 即私人账户向企业账户转账	同一银行内特定用户拥有的不同帐户间的转账
手续费支付方不同	可设置由转出方或转入方支付	手续费由转入方支付	无转账手续费
最终客户群体不同	采购和销售比较频繁的个体批发户、企业和家庭用户	从事零售为主的大商场、超市等	私人用户
方便程度不同	购买成本低、可以大规模普及, 可以室内安装使用, 安全方便, 并能跨行转账	转为零售商销售商品而设计	使用比较方便, 但转账只能在同一家银行的不同帐户之间进行

资料来源: 公司招募说明书 中信建投研究发展部

从上面可以看出, 电话 E-POS 除了具有金融 POS 和电话银行相同的转账划款功能以外, 还具备后两者所不具备的各种优势与便利。特别是电话 E-POS 的成本要远低于金融 POS, 一般前者的成本是后者的 1/3—1/5 左右, 而前者系统搭建的成本也只有后者系统的 60%左右。相信随着信息技术和通信技术的更深渗入, 电子化的支付方式和支付环境会不断改善, 电子支付终端产品特别是 E-POS 在近几年将获得极大增长。

首先, 人们消费观念和行为正在不断改变, 银行卡的大量普及将会加快对于电子支付终端如 E-POS 或 POS 的需求。在日常生活中, 银行卡已经成为了人们在消费中不可或缺的工具。据央行《中国支付体系发展报告(2008)》公布的数据显示, 截止到 2008 年底, 银行卡发卡总量达到了 18 亿张, 同比增长了 20%, 但每台 POS 对应的银行卡数量则为 976 张。相比而言, 2007 年底, 美国、法国、德国每台 POS 对应的银行卡数量分别为 502 张、80 张、210 张。可见目前我国单台 POS 机负荷较大, 随着银行卡继续大规模的发行, POS 机还存在极

大的市场空间。

图 1： 2002 年以来我国银行卡发卡情况

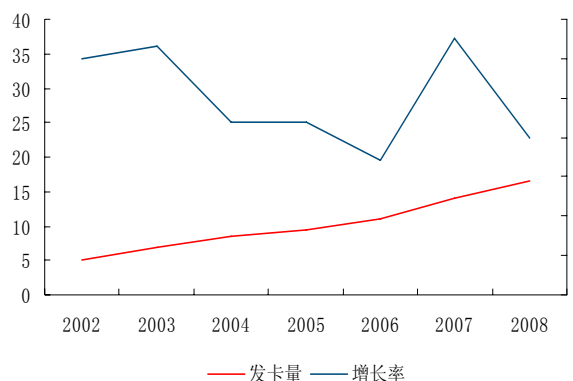
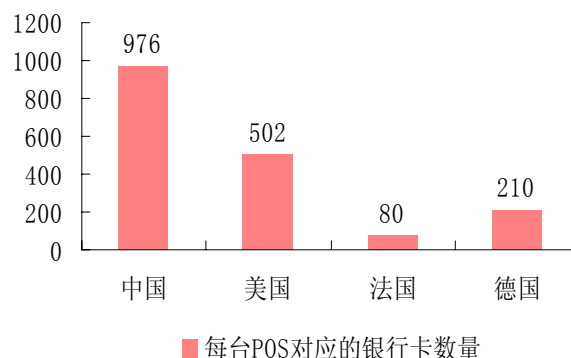


图 2： 我国与其他国家每台 POS 对应的银行卡数量的对比



资料来源：《中国支付体系发展报告(2008)》 中信建投研究发展部

另外，银行卡渗透率，也即刷卡消费额占社会消费品零售额的比例（剔除房地产、大宗批发等交易类型）这个数据的变化也同样说明国内不断扩大的电子终端支付体系建设。根据央行《2008 年支付体系保持安全、高效运行》的数据，2008 年底我国银行卡渗透率达到 24.2%，比 2007 年提高 2.3 个百分点。2008 年，全国银行卡卡均消费金额和笔均消费金额分别为 2392 元和 1492 元，与 2007 年相比，卡均消费金额增长 5.1%，笔均消费金额减少 13.2%。这两个数的一增一减也正好说明人们刷卡行为更为普遍，除了之前大额消费刷卡外，小额消费刷卡行为正在增加。

图 3： 2002 年以来我国银行卡消费交易金额情况

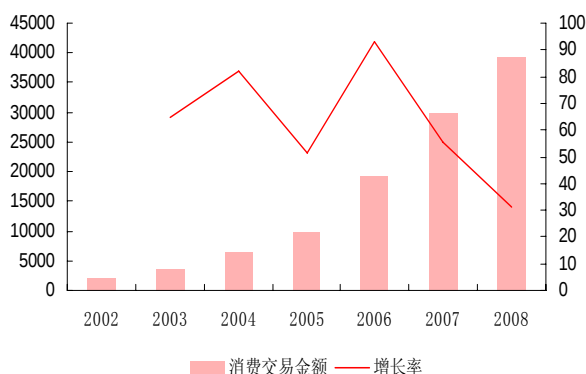
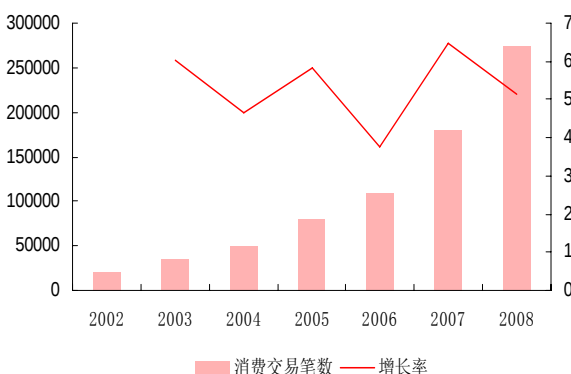


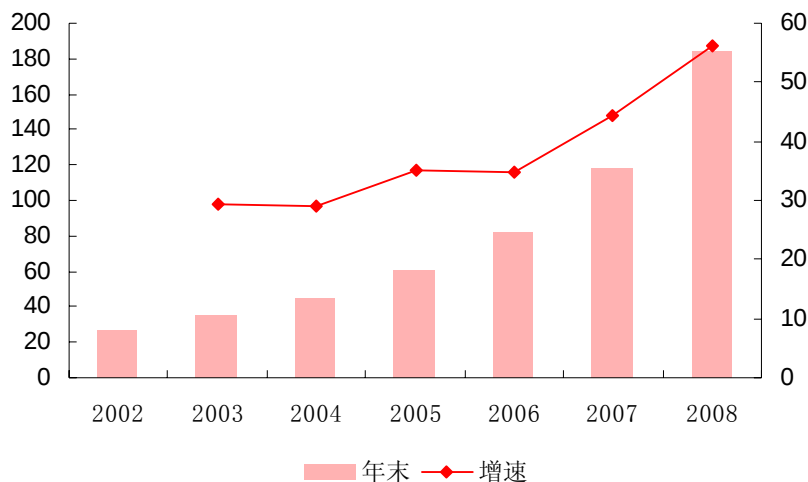
图 4： 2002 年以来我国银行卡消费交易笔数情况



资料来源：《中国支付体系发展报告(2008)》 中信建投研究发展部

其次，E-POS 能为商家在收款、转账以及现金管理方面带来很多好处。一方面，当顾客或者消费者的刷卡行为日益普遍时，安装 POS 机或者 E-POS 机便成为商家吸引更多消费的重要手段，另一方面，由于 POS 或 E-POS 能够实现实时货款结算，这为企业实现资金流和信息流的同步提供了可能，也降低了现金管理的成本，并为企业财务集中统一管理提供了新的途径。近几年来，国内联网 POS 机一直呈现快速发展势头。截止到 2008 年底，共有联网 POS 机 184.51 万台，同比增长了 56.20%。

图 5： 2002 年以来我国联网 POS 增长情况



资料来源：《中国支付体系发展报告(2008)》 中信建投研究发展部

最后，在政府政策支持下，也可预见 E-POS 等电子支付终端产品将会快速发展。2008 年国务院办公厅发布相继发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发<2008>126 号）和《关于搞活流通扩大消费的意见》（国办发<2008>134 号），明确提出要进一步丰富支付工具体系，促进银行卡使用，提高支付清算效率，为进一步完善我国支付体系、改善支付环境指明了方向。

证通电子竞争优势明显

证通电子利用自己的技术和市场优势，在电话 EPOS 市场建立了明显的竞争优势：

技术上处于绝对领先水平：

公司是亚洲第一家拥有 VISA 认证产品的 ATM 加密键盘生产厂商；也是亚洲第二家、全球第四家拥有 PCI 认证的 ATM 加密键盘生产厂商，目前已有五款 ATM 加密键盘获得 PCI 认证。公司获得 PCI 认证的产品数量在全球 ATM 加密键盘生产企业中排名第一。至于国内企业，目前仅有三家通过了 PCI 认证，而证通电子之外的两家企业主要是自用。

公司是国内第一家也是目前唯一一家 POS 加密键盘通过 PCI 认证的企业。

公司是国家密码管理局（原国家密码管理委员会办公室）指定的商用密码产品生产、销售定点单位。

公司是国内第一家加密键盘产品通过国家密码管理局鉴定的企业。

公司是全国信息安全标准化技术委员会指定的《密码键盘系统技术规范》标准编写召集人单位。

市场上处于绝对领先地位：

公司独资子公司证通金信为电话 E-POS 市场的龙头企业，占据了 50% 以上的市场份额。证通金信为两家已经接入中国银联支付系统的电话 E-POS 系统和终端企业之一，先后在农业银行、招商银行、工商银行、建设银

行、中国银联等建立了电话 E-POS 的接入平台。公司目前开发的电话 E-POS 接入平台是封闭性的，相关技术也已申请了发明专利，这些都大大提高了电话 E-POS 行业的进入壁垒。

降低毛利率占领市场

证通电子的毛利率一直保持比较高的水平，但是公司为了尽快占领市场，防止新的竞争者进入，主动降低了毛利率。2009 年第一季度公司的毛利率已经由上年同期的 36.75% 下降到 23.56%。

我们认为公司的毛利率下降是一个趋势，但是不会下降这么快。2009 年全年的毛利率可能在 28% 左右。毛利率的下降也有一个极限，到了一定程度，就会稳定下来，我们认为长期来看公司的毛利率可能会稳定在 20% 以上。

表 2：证通电子毛利率变化趋势

	2005	2006	2007	2008
综合毛利率	30.12%	37.35%	38.05%	36.71%

资料来源：中信建投整理

费用率会下降

随着规模的扩大，公司的经营会产生规模效益，公司各项费用不会随着销售收入增长的幅度同比例增长，各项费用占销售收入的比重会有所下降。

今年第一季度销售费用和管理费用的比例就分别下降到 6% 和 7%。费用比率的下降对公司提高效益，增加净利润很有益处。

表 3：证通电子费用率变化趋势

	2006	2007	2008	2009E
销售费用率	5.89%	6.40%	9.08%	6%
管理费用率	6.93%	9.12%	10.39%	7%

资料来源：中信建投整理

2009 年依然会保持高速增长

从公司的三大业务来看，电话 EPOS 处于高速增长期，2009 年我们假设这一业务增长 80%，银行终端业务 2008 年取得的一些订单将在 2009 年执行，我们认为这一业务 2009 年也会增长 80% 左右。

尽管公司的毛利率有所下降，但是费用率同样会有所下降，公司的业绩将保持高速增长的态势。

我们预测 2009 年公司的每股收益是 1.13 元，2010 年公司的每股收益是 1.55 元。

评级为买入，合理估值是 33.6 元

证通电子处于高速增长期。公司的电话 EPOS 业务前景非常广阔，公司是目前最大的厂商，有绝对的竞争优势，我们认为证通电子将在这个领域取得高速发展。电话 EPOS 市场 2008 年刚刚开始启动，还处于高速增长的初期，我们建议投资者择机买入，并长期持有。我们给出的投资评级是买入评级。

证通电子处于高速增长的初期，每年增长速度将保持在 30%—50%，我们认为这样的公司至少可以定位在 30 倍市盈率，因此公司合理估值至少是 33.6 元。

风险分析

投资证通电子的风险主要来自证券市场的风险和公司经营的风险两个方面。

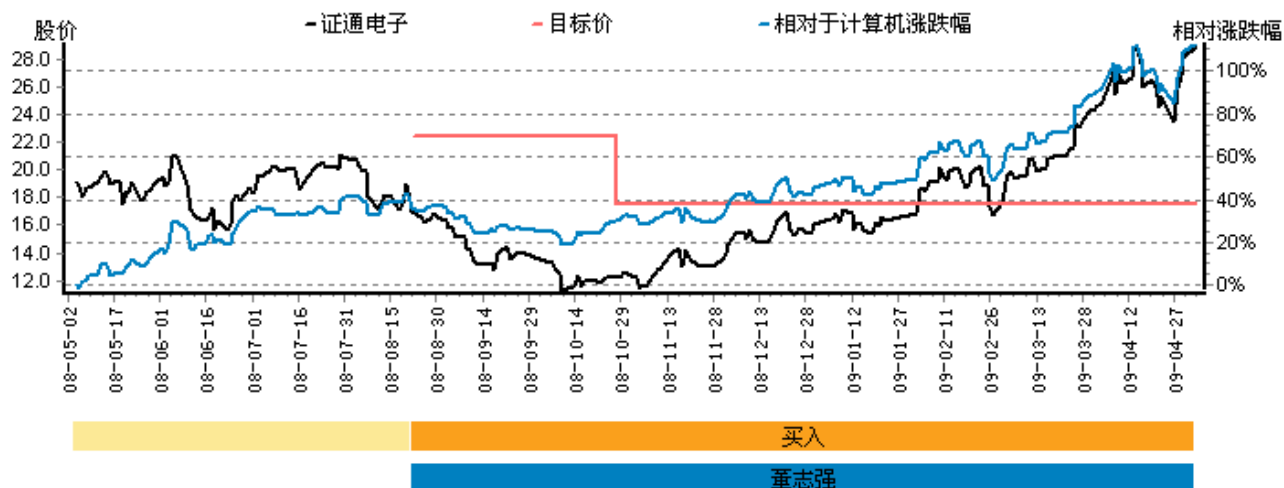
证券市场风险：大盘从 1664 点反弹已经超过 50%，累积了一定的市场风险，证通电子的累积涨幅已经超过了 100%，市场有调整的风险。另外公司的限售股在不断到期并出售，这些都对市场造成一定的冲击。

公司经营方面的风险：公司的电话 EPOS 业务处于增长期，如果市场出现变化，或者新的竞争者出现，都可能对公司的业绩产生一定的影响。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（万元）								
营业收入	247.17	414.65	683.83	64.92%	980.62	43.40%	1,287.64	31.31%
营业成本	153.13	262.74	492.36	87.40%	715.85	45.39%	952.85	33.11%
营业费用	15.83	37.66	41.03	8.94%	58.84	43.40%	77.26	31.31%
管理费用	22.54	43.07	47.87	11.14%	68.64	43.40%	90.13	31.31%
财务费用	1.91	0.76	(0.42)	N/A	(2.81)	N/A	(3.04)	N/A
投资收益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	50.41	68.38	100.97	47.65%	137.20	35.88%	166.63	21.45%
利润总额	51.51	74.88	111.90	49.43%	153.58	37.26%	191.20	24.49%
所得税	5.62	8.97	13.41	49.43%	18.40	37.26%	22.91	24.49%
净利润	45.89	65.91	98.49	49.43%	135.18	37.26%	168.30	24.49%
资产负债表（万元）								
货币资金	294.58	291.39	278.56	-4.40%	283.65	1.83%	324.14	14.27%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	79.71	81.80	134.90	64.92%	193.45	43.40%	254.01	31.31%
预付款项	12.26	7.27	17.12	135.45%	31.43	83.64%	50.49	60.63%
存货	62.96	142.97	267.92	87.40%	389.53	45.39%	518.50	33.11%
流动资产合计	452.90	529.53	714.43	34.92%	927.70	29.85%	1,188.50	28.11%
非流动资产	56.21	112.38	154.19	37.20%	193.27	25.34%	230.25	19.13%
资产总计	509.12	641.91	868.63	35.32%	1,120.98	29.05%	1,418.75	26.56%
短期借款	35.00	81.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	57.39	76.85	142.05	84.83%	206.53	45.39%	274.90	33.11%
预收款项	17.59	40.16	77.38	92.69%	130.76	68.98%	200.85	53.60%
流动负债合计	150.55	238.04	357.86	50.34%	485.91	35.78%	635.17	30.72%
非流动负债	3.30	2.60	39.52	1419.94%	69.20	75.10%	99.90	44.37%
少数股东权益	0.00	2.01	2.01	0.00%	2.01	0.00%	2.01	0.00%
母公司股东权益	355.26	399.26	469.23	17.52%	563.86	20.17%	681.67	20.89%
净营运资本	302.35	291.49	356.57	22.33%	441.80	23.90%	553.33	25.25%
现金流量表（万元）								
净利润	45.89	65.91	98.49	49.43%	135.18	37.26%	168.30	24.49%
折旧摊销	4.08	4.10	0.00	N/A	10.92	N/A	13.02	19.26%
净营运资金增加	232.86	(10.86)	65.08	N/A	85.23	30.96%	111.53	30.86%
经营活动产生现金流	35.53	35.72	19.50	-45.40%	63.16	223.83%	107.23	69.78%
投资活动产生现金流	(7.57)	(50.14)	(50.00)	N/A	(50.00)	N/A	(50.00)	N/A
融资活动产生现金流	(1.30)	214.66	17.67	-91.77%	(8.07)	N/A	(16.75)	N/A
现金净增（减）	26.66	200.25	(12.83)	N/A	5.09	N/A	40.48	694.65%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

董志强，计算机行业高级分析师，曾获得《新财富》计算机行业最佳分析师
吕江峰，计算机行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010