

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8227

Email: lyb2876@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634510-8331

Email: cg2012@xcsc.com

发行上市情况

股本结构

发行股本	1500万股
发行后总股本	5915万股

股票价格

询价区间	23.0~25.9元
上市目标价	25.6~28.8元

发行情况

网下发行数量	≤ 300万股
网下发行时间	09.11.24
网上发行数量	≥ 1200万股
网上发行时间	09.11.24
中签率公告日	09.11.26
资金解冻日	09.11.27
主承销商	国都证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
补建	50.01%
深圳市天图创业投资有限公司	14.38%
李文	7.25%

投资要点

- **稳坐银行电子回单系统行业头把交椅，龙头地位无人可撼。**三泰电子在银行电子回单系统的设备生产及销售市场中连续三年保持占有率第一。随着全国银行业金融机构综合性网点和企业数量的增多，银行和企业之间的业务量加大，自助式服务的需求会与日俱增。预计未来三年电子回单系统的需求有30%~35%的增长。公司在行业中的龙头地位能够保证其稳定的收入增长。
- **银行自助业务不断增长，催生安防监控系统行业需求。**企业银行安防监控系统业务未来的增长得益于银行综合性网点和 ATM 自助银行数量的增多。其中，我国企业和持银行卡居民数量的不断增加也对自助银行的交易安全性提出了更高的要求。公司作为率先提出银行数字化网络安防监控系统综合解决方案的供应商，为银行提供安防整体解决方案。并不断在银行省级分行及总行的招标中连续中标，业务收入增长迅速。
- **原材料成本的不断降低和较高的市场占有率是毛利率稳定的重要保障。**得益于公司在行业中较高的市场占有率，从 2006 年至今主营业务毛利率一直维持在较高水平。此外，占公司总成本 94%~95%的原材料成本预计随着上游供应商的技术革新和工艺改进会逐渐降低。公司在行业中较高的地位给公司带来较强的议价能力，有效避免了原材料价格波动对公司经营的影响。
- **产业政策创造部分刚性需求。**公司主营业务受到产业政策支持，在《产业结构调整指导目录（2007 年本）》（征求意见稿）中属于鼓励类。此外，人民银行和公安机关对我国金融机构的营业场所、金库、信息系统、自助服务设备的安全防护提出了严格的要求，并出台了相应的法律法规，创造了银行安防系统的刚性需求。
- **经营预测与估值：**我们假设（1）不存在对公司正常经营有重大影响的事件发生；（2）我国经济已企稳回升，银行对自助银行方面的投资仍按市场预计的水平增长；（3）公司的募投项目产能基本上能够被市场所消化；（4）公司获得高新技术企业认定，按企业所得税税率 15%计算缴纳，不考虑增值税退税的税收优惠。根据上述假设，EPS 预计在 09、10、11 年分别为 0.64、0.71 和 0.86 元。考虑到三泰电子在电子回单系统领域的行业龙头地位，我们认为公司应当享受一定的估值溢价。我们给出公司的 PE 区间为 40~45 倍，上市目标价 25.6~28.8 元，建议询价区间 23.0~25.9 元。
- **风险因素：**公司的主营产品需求面窄，客户群比较单一。另外，公司享受的软件增值税退税的税收优惠到 2010 年到期，如果公司未来的盈利能力不能实现同步增长，将会对公司的净利润产生一定影响。

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	243.8	298.9	388.7	484.9
(+/-%)	31.97%	22.59%	30.04%	24.75%
毛利率	40.63%	41.20%	38.86%	36.66%
归属于母公司的净利润	36.1	37.7	42.0	50.9
(+/-%)	7.09%	4.31%	11.44%	21.36%
股本（百万股）	44.2	59.2	59.2	59.2
每股收益（元）	0.82	0.64	0.71	0.86

目录

国内领先的金融电子产品及服务提供商.....	4
公司概况.....	4
电子回单系统厂商中的佼佼者.....	4
银行安防监控产品是未来业绩增长的又一强劲动力	5
稳定的毛利率保证公司平稳的收入	6
原材料成本的降低扩大了公司盈利空间	7
主营业务未来市场空间广阔	7
银行服务水平的提高会拉动金融电子设备及系统建设的需求	7
客户数量的增多会推动金融电子设备及系统建设的需求	8
主营业务受产业政策和法律法规的大力扶持	9
募投项目	10
网络化监控系统扩充产能势在必行	10
继续巩固电子回单系统业务的龙头地位	11
关注营销服务、提升品牌价值.....	13
风险因素分析	13
市场周期风险.....	13
税收政策变化的风险	14
盈利预测与估值	14
基本假设.....	14
估值	15

图目录

图 1 三泰电子发行前股权结构示意图	4
图 2 国内电子回单系统厂商市场占有率	5
图 3 近三年银行安防监控产品收入增长迅速（单位：万元）	6
图 4 公司主营业务毛利率较为稳定	7
图 5 国内联网 ATM 机保有量及新增量情况	8
图 6 国内电子回单系统需求增长趋势预测（单位：套）	9
图 7 国内银行安防监控行业市场需求增长趋势预测（单位：亿元）	9
图 8 银行网络化监控系统产能已不能满足需求（单位：套）	11
图 9 募投项目带来产能增加（单位：套）	11
图 10 主营业务收入按地区划分（单位：万元）	12
图 11 电子回单系统合作运营建设技术改造项目投资区域	13
图 12 未来公司营销体系	13

表目录

表 1 公司主要原材料价格持续下降	7
表 2 公司主营业务受产业政策扶持	10
表 3 安防要求有利于银行安防监控业发展	10
表 4 募集资金投资项目（单位：万元）	10
表 5 电子回单系统拟投放区域及数量	12
表 6 盈利预测关键假设	14
表 7 同类型上市公司估值比较	15

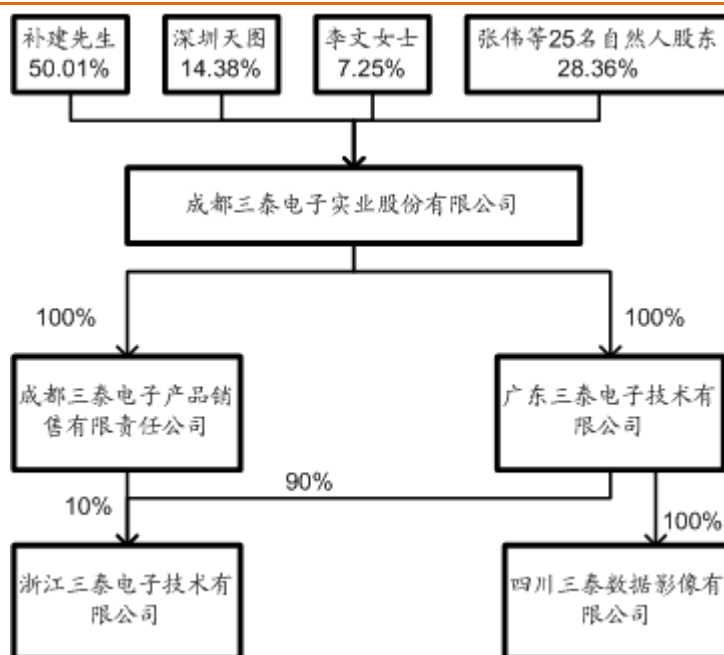
国内领先的金融电子产品及服务提供商

公司概况

成都三泰电子实业股份有限公司的前身为成都三泰电子实业有限公司。后者于1997年5月20日由补建先生、唐跃武先生和成都三泰电讯公司共同出资设立。2005年12月1日，经四川省人民政府批准，按1:1的比例折股，成都三泰电子实业有限公司整体变更为股份有限公司。公司主要从事电子回单系统、ATM监控系统及银行数字化网络安防监控系统相关电子设备及系统软件的研发、生产、工程应用和技术服务。

截至成都三泰电子实业股份有限公司首次公开发行招股说明书签署日，公司目前总股本为4415万股，本次拟发行1500万股，发行后总股本为5915万股，本次拟发行的社会公众股占发行后总股本的25.36%。持有发行人5%以上股份的股东为公司发起人之一的补建先生、深圳市天图创业投资有限公司（下称深圳天图）和李文。其中深圳天图为战略投资者，李文女士系深圳天图控股股东。

图 1 三泰电子发行前股权结构示意图



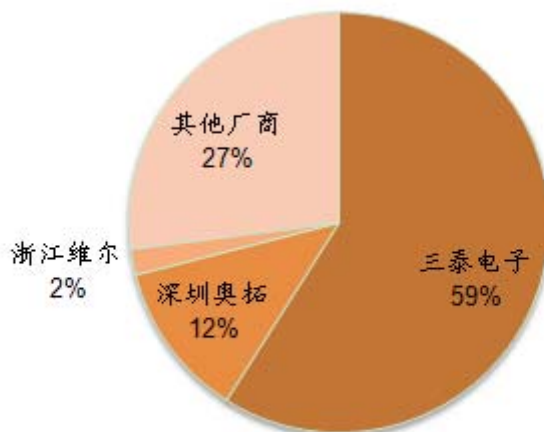
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

电子回单系统厂商中的佼佼者

银行回单即回执单，是银行受理客户结算业务的凭证，包括存取款凭证、收付款凭证、转账凭证、电/信汇款凭证等，是企业编制记账凭证的原始依据。电子回单系统是银行自助机具之一，最重要的功能是自动投取客户的银行回单，以及为客户提供本外币业务账户自助实时查询余额、当日明细查询的服务，并可实现未分页账目的打印功能。通过电子回单系统自助服务，可以节约大量的时间和银行服务资源。电子回单系统是我国银行从电子化办公转向国际化竞争和服务模式变革、提高服务质量的重要手段之一。

三泰电子的主营业务之一便是银行电子回单系统的设备生产及销售。自公司前身1997年成立之初发明电子回单系统以来，经过十余年的市场开拓和培育，公司凭借自己强劲的研发实力以及拥有的知识产权、完善的售后服务体系、与各大银行客户长期稳定的关系并深谙银行的业务流程，在市场激烈的竞争中脱颖而出。目前，电子回单系统行业的主要厂商包括本公司、深圳市奥拓电子有限公司和浙江维尔科技有限公司三家企业。2006-2008年该三家企业合计市场占有率分别为76.97%、76.48%和72.75%。其中，公司近三年的市场占有率分别为51.94%、56.73%和59.24%，是该领域的龙头企业。

图 2 国内电子回单系统厂商市场占有率



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

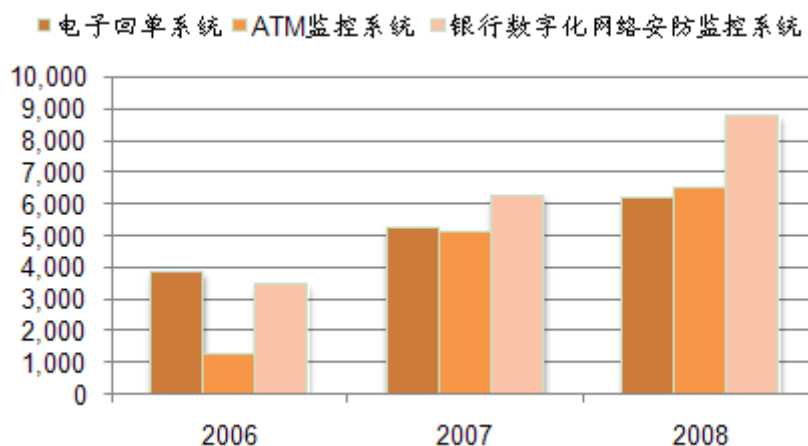
银行安防监控产品是未来业绩增长的又一强劲动力

公司的另一块主营业务是银行安防监控产品，其中包括银行数字化网络安防监控系统和ATM监控系统。在该领域，公司积累了丰富的技术经验。目前已取得与该项业务相关的15项国家专利（另有9项专利已获国家知识产权局受理），47项计算机软件著作权和24项软件产品登记证书。

在ATM监控系统领域，公司是目前国内唯一一家同时为工行、农行、中行、建行、邮储等银行总行及省级分行提供ATM监控系统的厂商，并与NCR、日立、迪堡等国际一流ATM生产厂商建立了长期的合作关系。得益于公司的技术优势和ATM监控系统市场的快速成长，公司在这一业务的销售量从2006年的1316套增加至2008年的6506套。市场占有率从2006年的7.56%上升至2008年的26.88%，目前排名第一。

此外，公司作为率先提出银行数字化网络安防监控系统综合解决方案的供应商，通过优质的服务和自身强大的技术实力，为银行提供安防整体解决方案。并不断在银行省级分行及总行的招标中连续中标，业务收入增长迅速。2007年和2008年该项业务收入分别同比增长79.86%和40.47%。

图3 近三年银行安防监控产品收入增长迅速（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

稳定的毛利率保证公司平稳的收入

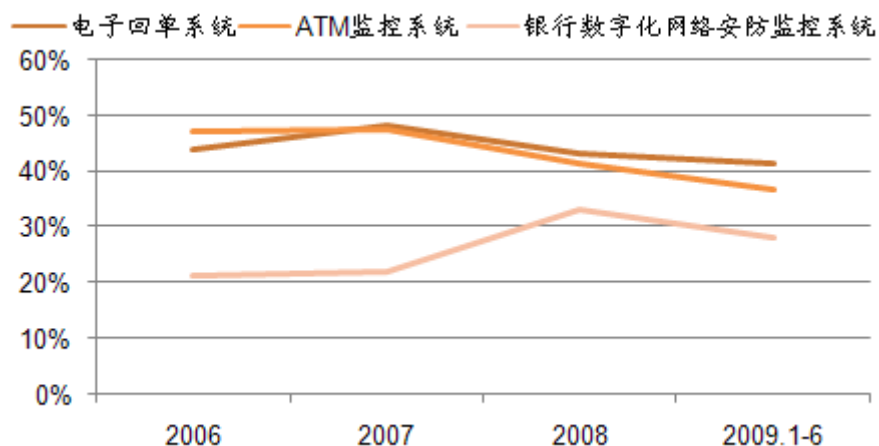
得益于公司在行业中较高的市场占有率，从2006年至今主营业务毛利率一直维持在较高水平。

其中银行电子回单系统子行业经过10多年的发展，市场集中度不断提高，技术壁垒逐渐形成。同时银行采购模式从营业网点或支行零星采购转变为市级分行、省级分行乃至总行统一公开招标模式。这对电子回单系统供应商在经营规模、自主研发能力、产品质量、售后服务等方面提出了很高的要求。由于该行业的进入壁垒较高，预计未来新进入者比较少，市场格局较为稳定，公司的毛利率能够维持在35%~40%左右。有可能随着产能的扩大，生产规模效应使得毛利率下降，但是销售量的增加预计会给公司带来更多的收入。

ATM监控系统毛利率在近三年一直保持在40%以上。2008年以来毛利率的下降是由于公司承接了部分毛利率较低的ATM监控改造业务。承接这部分业务的原因是公司意在提高自己在ATM监控系统市场上的占有率。剔除掉这部分低毛利率业务的影响，2009年上半年该业务毛利率为41.89%，与08年持平。

公司主营业务中增长最快的当属数字化网络安防监控系统，2006-2008年毛利率分别为21.44%、22.22%和33.23%，呈持续上升趋势。公司通过对银行安防监控系统网络化改造工程中的软件平台开发、硬件设备制造、系统集成以及运行维护业务进行整合，成为业内主要的整体解决方案提供商。这样一方面能为客户降低整套系统的安装与运营成本，另一方面对上游的设备供应商有了较强的议价能力。银行客户也转而从硬件设备、软件系统的分别采购转向对整套解决方案的采购，利润逐渐从上游的供应商转移到中游的整体解决方案提供商。预计未来公司该业务的毛利率会继续上升。

图 4 公司主营业务毛利率较为稳定



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

原材料成本的降低扩大了公司盈利空间

公司主营业务的成本主要来自于原材料。从2006年到2009年上半年，原材料成本占总成本的比例一直维持在94%~96%。随着公司上游机电产品供应充足和技术的进步，监控主机板、硬盘、摄像机、机柜、触摸显示器、计算机、采集卡、打印机等原材料价格一直处于下降趋势，近三年平均价格降幅达到8.5%。此外，在行业中较高的地位给公司带来较强的议价能力，有效避免了原材料价格波动对公司经营的影响。

表 1 公司主要原材料价格持续下降

材料名称	2009年1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
监控主机板	-4.10%	-7.36%	-11.38%	-6.73%
硬盘	-9.47%	-24.70%	-4.32%	-24.43%
摄像机	-4.15%	-2.68%	-6.27%	-13.97%
塑料抽屉	-12.98%	-5.57%	-2.74%	-2.55%
机柜	-3.98%	-0.86%	-6.53%	-5.91%
触摸显示器	-8.02%	-7.68%	-17.74%	-5.08%
计算机	-7.11%	-6.23%	-3.45%	-16.16%
采集卡	-4.24%	-3.70%	-26.15%	-9.34%
打印机	-2.38%	-11.30%	-16.48%	-0.74%
计算机主板	-2.53%	-17.60%	28.86%	-16.06%

资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

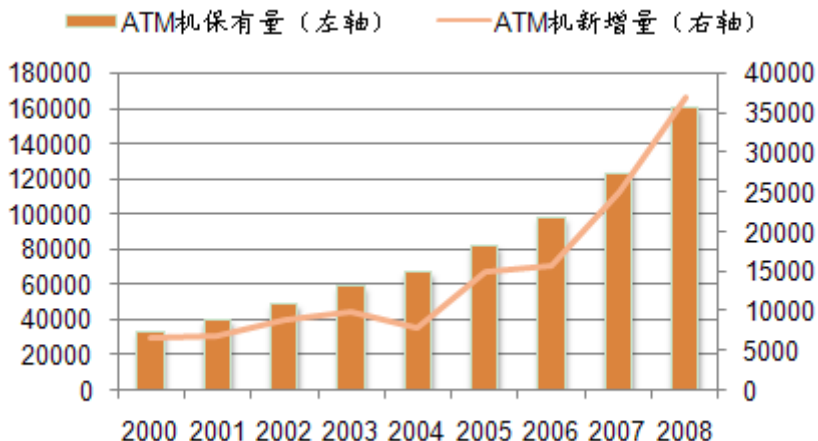
主营业务未来市场空间广阔

银行服务水平的提高会拉动金融电子设备及系统建设的需求

随着我国银行系统改革和创新的不断深化，银行业信息化的发展重点从电子

化办公转向服务水平的提高和服务模式变革。过去传统的银行服务模式已经不再适合日益增长的业务量的需要。目前，我国银行的业务模式仍以柜台式为主，几乎在每个银行的业务窗口前都可以看到顾客排着长长的队伍，即使很简单的业务也要等待很久。此外，随着我国中小企业数量的增多，企业与银行间票据交换量与日俱增。如果只通过柜台服务，会占用大量的人力资源，增加了交易成本。

图 5 国内联网 ATM 机保有量及新增量情况



资料来源：中国银联，湘财证券研究所

为了节省运营成本，提升服务质量，留住客户资源，国内银行纷纷增加ATM自助服务网点的建设和电子回单系统的投放。据《2008年度银行业改进服务情况报告》显示，2008年全国银行业金融机构综合性网点总数为120131家，较年初增加1325家。自助银行总量达到35873个，比年初增加12445个，增长53.12%。自助设备总数达到223434台，较年初增加63163台，增长39.41%。交易笔数达到1034496万笔，交易金额达到84.51万亿元。若按每一综合性网点配备一套数字化网络安防监控系统，2008年新增的需求量就分别达12万套。若每一个自助银行配备5个ATM设备，则新增需求达6万余台，相应的ATM监控系统增加6万余套，市场前景广阔。

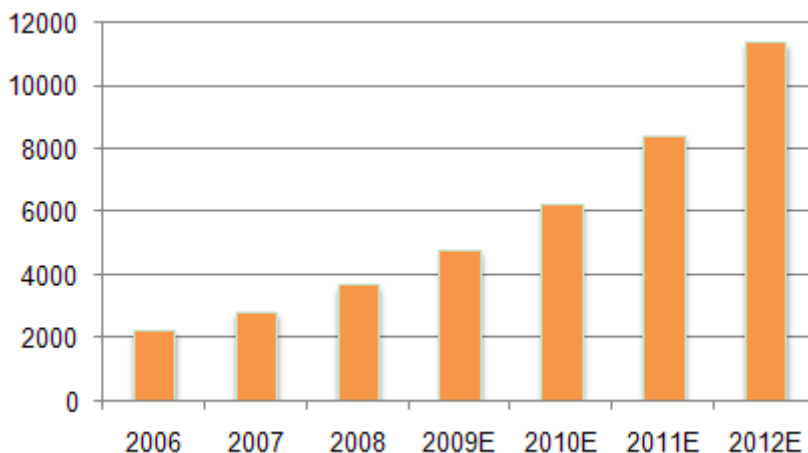
客户数量的增多会推动金融电子设备及系统建设的需求

除了银行主动提升自身服务能力和服务水平而增加综合性网点和ATM自助银行数量外，我国企业和持银行卡居民数量的不断增加是另一推动力。

截至2009年第一季度末，全国实有企业971.77万户，比上年底增加0.31万户，增长0.03%。其中内资企业实有928.38万户，比上年底增长0.04%。全国实有个体工商户2948万户，比上年底增长1.05%。此外，据银监会数据显示，截至2009年二季度，我国商业银行已发行银行卡19亿张，比2008年末增加7%，上半年银行卡总交易金额65万亿元，同比增长22%。各家商业银行已发行信用卡1.4亿张，上半年信用卡交易金额4.9万亿元。

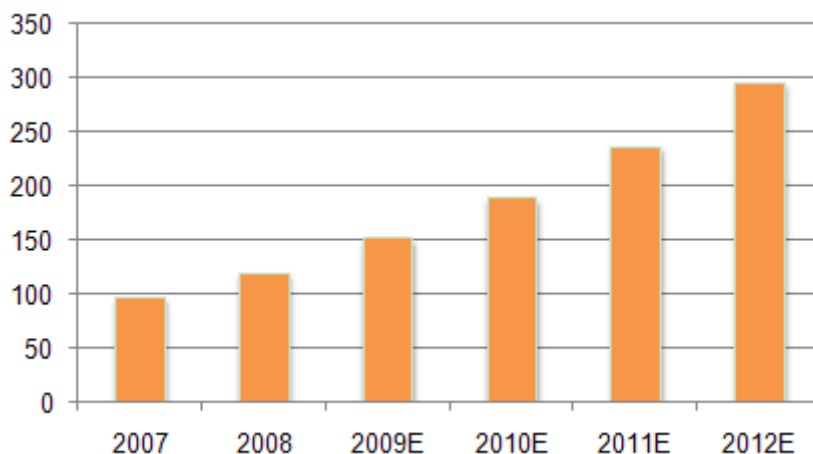
企业和个人与银行之间业务量日趋加大，会迫使银行提升自身的服务水平和能力。按每个企业单位平均开户1.5个计算，开户总量约3920万个，按每套电子回单系统有效管理300-600个账户计算，2009年潜在市场需求7-13万套。而目前各级银行网点使用电子回单系统的不足8%，可见未来市场潜力巨大。

图 6 国内电子回单系统需求增长趋势预测（单位：套）



资料来源：慧聪邓白氏研究，湘财证券研究所

图 7 国内银行安防监控行业市场需求增长趋势预测（单位：亿元）



资料来源：慧聪邓白氏研究，湘财证券研究所

主营业务受产业政策和法律法规的大力扶持

公司的主营产品属于电子信息产业中的金融电子设备制造及系统建设行业。该行业包括电子回单系统子行业和银行安防监控子行业。按照证监会颁布的《上市公司行业分类指引》分类，公司属于专用设备制造业（分类代码：C73）中的其他专用设备制造业（分类代码：C7350）。

金融电子设备制造及系统建设，信息安全产品、网络监察专用设备开发制造和信息安全基础设施建设及专业化信息安全服务产业属于《产业结构调整指导目录（2007年本）》（征求意见稿）中的鼓励类。此外，中央办公厅、国务院办公厅印发的《2006-2020年国家信息化发展战略》中，将通过金融信息化推进金融服务的创新和现代化金融服务体系的初步形成作为国家信息化发展的重点工作之一。《战略》同时特别强调信息安全保障工作，指出必须坚持推进信息化建设与保障国家信息安全并重，不断提高基础信息网络和重要信息系统的安全保护水平，其中银

行安防监控是金融信息化建设的重要内容之一。由此可见，公司的主营业务受到产业政策的支持和鼓励。这种对产业发展的帮助作用是长期的、持久的。预计在未来的数年间公司所处的行业规模和产品需求会有持续的增加。

另外，人民银行和公安机关对我国金融机构的营业场所、金库、信息系统、自助服务设备的安全防护提出了严格的要求，并出台了相应的法律法规。规定了在每台ATM机上应逐步安装必要的监控设备。在营业场所与外界相通的入口、运钞交接区及非现金业务区都应安装视频安防监控装置，应能实时监控。这些规定和管理办法要求银行及其服务机构必须购买安装相应的安防系统，创造了这类产品的刚性需求。随着我国银行综合性网点及自助银行数量的不断增加，银行安防监控行业必然有快速的增长。只要公司保持自身的行业竞争地位和市场份额，未来的营业收入将相当可观。

表 2 公司主营业务受产业政策扶持

公司主营业务	所属行业	产业政策
电子回单系统	金融电子设备制造及系统建设	《产业结构调整指导目录（2007年本）》 《2006-2020年国家信息化发展战略》
数字化网络安防监控系统	银行安防监控	
ATM监控系统	银行安防监控	

资料来源：国务院，发改委，湘财证券研究所

表 3 安防要求有利于银行安防监控业发展

公司主营业务	所属行业	法律法规
数字化网络安防监控系统	银行安防监控	《银行磁条卡自动柜员机（ATM）应用规范》 《银行营业场所风险等级和防护级别的规定》
ATM监控系统	银行安防监控	《金融机构营业场所和金库安全防范设施建设许可实施办法》 《银行自助设备、自助银行安全防范系统技术要求》

资料来源：招股说明书，湘财证券研究所

募投项目

公司本次上市募集的资金将用于网络化监控系统扩产技术改造项目、电子回单系统合作运营建设项目、营销服务网络建设和研发中心技术改造项目的建设。主要的募集资金投向公司最主要的网络化监控系统和电子回单业务。

表 4 募集资金投资项目（单位：万元）

项目名称	募集资金投资金额	占总募集资金百分比
网络化监控系统扩产技术改造项目	7270	39%
电子回单系统合作运营建设技术改造项目	6018	32%
营销服务网络建设项目	4187	22%
研发中心技术改造项目	1276.8	7%

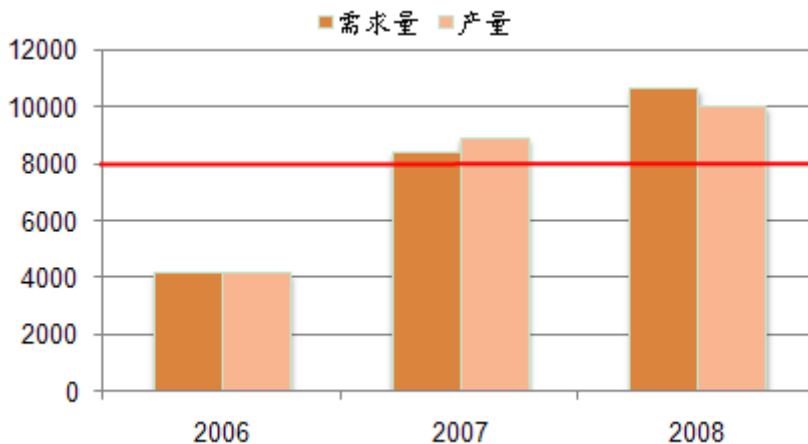
资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

网络化监控系统扩充产能势在必行

近些年，随着金融安全问题日益突出，人们对银行加强和完善安防系统的要求越来越高。此外，中国人民银行、银监会及公安部等行业主管部门在一系列行业法律法规及标准规范中对银行安防监控的强制性规定。这两者共同决定了银行业安防监控的需求刚性，也决定了未来银行安防监控市场的高速增长。据慧聪邓白氏研究数据显示，2008年银行安防监控市场总需求约为120亿元。未来5年，该

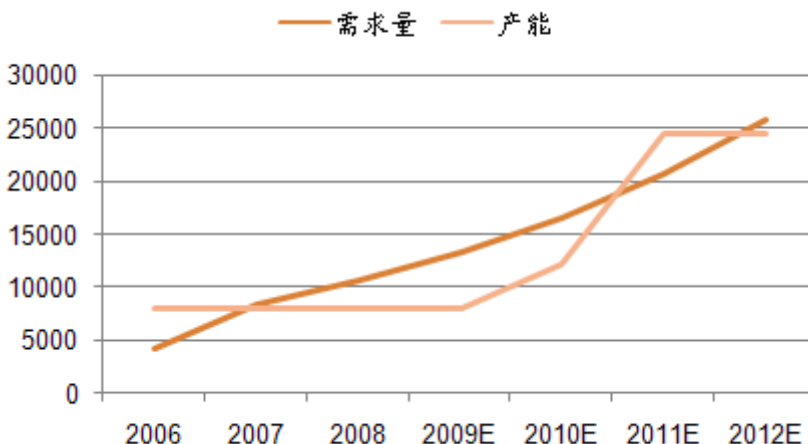
市场增长速度将高于整个安防市场约20%的平均增长率，维持在25%左右，预计2012年银行安防监控市场需求将接近300亿元。

图 8 银行网络化监控系统产能已不能满足需求（单位：套）



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 9 募投项目带来产能增加（单位：套）



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

得益于此，作为公司毛利率增长最快的银行网络化监控系统业务近年来快速发展，现有产能已经无法满足公司需要。本次募投资金的39%将投入此项目，目标是使公司的银行网络化监控系统年综合生产能力从目前的8000套扩大到2010年的2.45万套。如果按照预测，未来5年银行安防监控系统的市场平均增长率为25%，假设公司该业务所占市场份额不变，到2011年，公司的产能可以满足需求。

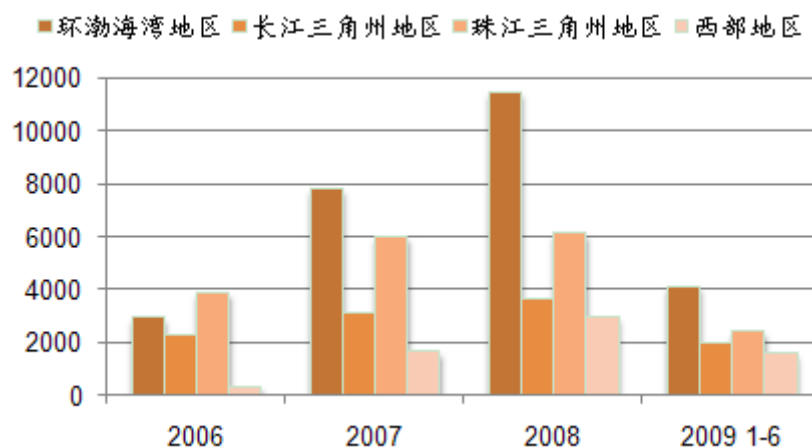
继续巩固电子回单系统业务的龙头地位

目前公司的销售网点和客户来源主要集中于环渤海湾地区和珠江三角洲地区。从2006~2008年上述两个地区对公司主营业务的贡献率达73%。公司为了巩固自己的行业地位，维持高市场份额，势必要扩大自己的销售网络，向内地转移。随着西部大开发政策的日见成效，我国西部地区的银行业务发展迅速，服务水平

日渐提高，对电子回单系统的需求也将会有增无减。作为行业内最早采用合作运营模式开展运营服务的服务商，公司已先后与农业银行四川省分行、中国银行四川省分行所辖分支机构开展电子回单系统合作运营业务。截至2008年末，电子回单系统合作运营布放台数已达107台，实现合作运营收入191.62万元。

本次募投项目之一的电子回单系统合作运营建设技术改造项目投资3000台电子回单系统，并根据需要投资相应设备、招聘调配员工等。重点的销售区域覆盖四川、湖北、山东、江苏等省份，为了扩大公司在西部地区和长三角地区的市场份额，增强竞争优势。

图 10 主营业务收入按地区划分（单位：万元）



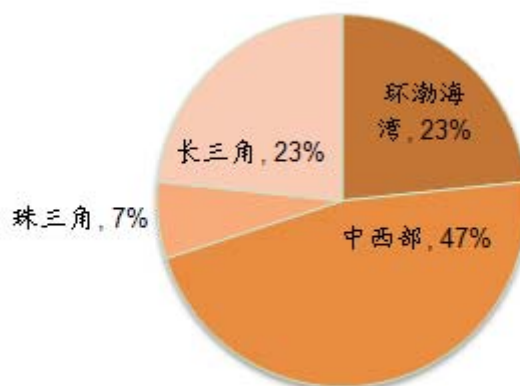
资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

表 5 电子回单系统拟投放区域及数量

省份	地区	投放数量
四川省	中西部	1100
山东省	环渤海湾地区	460
江苏省	长江三角洲地区	700
广东省	珠江三角洲地区	200
湖北省	中西部	220
辽宁省	环渤海湾地区	100
吉林省	环渤海湾地区	100
河南省	中西部	77
北京市	环渤海湾地区	30
天津市	环渤海湾地区	10

资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

图 11 电子回单系统合作运营建设技术改造项目投资区域

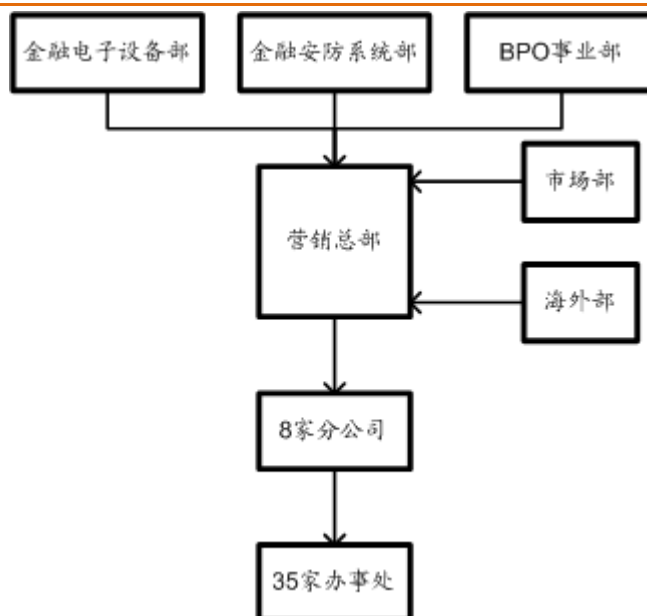


资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

关注营销服务、提升品牌价值

公司的第三个主要募投项目是营销服务网络建设。为了更充分地了解客户需求和提高售后服务的及时性，公司计划以北京营销总部为核心，建立起以环渤海、珠三角、长三角区域为重点的营销服务网络。其中包括 8 家分公司和 35 家办事处。同时，还准备积极扩展海外市场。

图 12 未来公司营销体系



资料来源：招股意向书，湘财证券研究所

风险因素分析

市场周期风险

公司的主营产品需求面窄，客户群基本上是银行及其分支机构。目前恰逢我国银行业高速发展，银行的改革和服务水平的提高对公司产品有较大的需求。随着国家宏观调控政策的变化和银行服务水平升级的结束，这一市场会有萎缩。公司应当积极变革，从单纯的设备提供商变为电子回单系统和安防监控系统的运营商和服务商，保证稳固的收入来源。目前公司与银行合作经营电子回单系统是一个良好的开端。

税收政策变化的风险

目前，公司享有按15%缴纳企业所得税的税收优惠，但优惠期限至2010年结束。不过已于2008年12月16日获得高新技术企业认定，仍可按规定享有按15%缴纳企业所得税的税收优惠。但公司享受的软件增值税退税的税收优惠到2010年到期，如果公司未来的盈利能力不能实现同步增长，将会对公司的净利润产生一定影响。

盈利预测与估值

基本假设

公司的主营业务收入主要来自5各方面：电子回单系统、ATM监控系统、银行数字化网络安防监控系统、智能排队管理系统和服务收费业务。其中前三项主要为产品销售，后两项为服务和系统收费项目。随着公司上游电子类产品市场竞争充分，价格不断降低，预计来自原材料方面的成本压力不大。并且制造费用和人工费用随着生产水平的提高和技术的不断升级，也不会出现大幅度的增长。在金融危机期间，公司在电子回单系统、ATM监控系统和银行数字化网络安防监控系统的生产成本上控制得当。09年中报显示，这三款产品的单位成本均较去年有所下降。预计公司的毛利率水平在09、10、11年为41.20%、38.86%和36.66%。

随着银行在自助银行方面投入的加大，电子回单系统和ATM监控系统的需求均有所增长，且伴随着产业竞争的升级，于是导致了产品售价的降低。不过，公司不断增长的市场占有率和在募投项目完成后释放出来的产能应当足以弥补这方面的损失。预计未来3年收入增速分别为22.59%、30.04%和24.75%。

我们作如下假设：

- (1) 不存在对公司正常经营有重大影响的事件发生；
- (2) 我国经济已企稳回升，银行对自助银行方面的投资仍按市场预计的水平增长；
- (3) 公司的募投项目产能基本上能够被市场所消化；
- (4) 公司获得高新技术企业认定，按企业所得税税率15%计算缴纳，不考虑增值税退税的税收优惠。

根据上述假设，EPS预计在09、10、11年分别为0.64、0.71和0.86元。

表 6 盈利预测关键假设

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率	31.97%	22.59%	30.04%	24.75%
综合毛利率	40.63%	41.20%	38.86%	36.66%

资料来源：湘财证券研究所

估值

目前国内上市公司中与公司主营类似的有5家，除了大华股份、广电运通、证通电子、御银股份外，长城信息的部分业务也属于银行电子类产品。由于长城信息的PE TTM超过100倍，我们不以它作为估值的参考样本。通过对上述4家上市公司的PE TTM取加权平均值，我们得到41倍的PE值。考虑到三泰电子在电子回单系统领域的行业龙头地位，我们认为公司应当享受一定的估值溢价。我们给出公司的PE区间为40~45倍，上市目标价25.6~28.8元，建议询价区间23.0~25.9元。

表 7 同类型上市公司估值比较

上市公司	主营业务	PE, TTM
大华股份	安防产品	38.2608
广电运通	ATM 设备	29.6160
证通电子	ATM 终端	39.7151
御银股份	ATM 设备	49.8059
加权平均值		40.6544

资料来源：Wind，湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	235.9	375.8	389.4	465.4	营业收入	243.8	298.9	388.7	484.9
现金	125.7	297.6	222.0	337.0	营业成本	143.6	185.3	241.0	300.6
应收账款	77.0	40.5	125.5	81.9	营业税金及附加	2.7	3.3	4.4	5.4
其他应收款	2.7	8.8	8.5	10.9	营业费用	34.1	41.8	54.4	67.9
预付账款	4.7	8.6	11.7	13.6	管理费用	30.0	38.9	50.5	63.0
存货	25.8	20.4	21.7	22.0	财务费用	1.5	-5.7	-8.0	-8.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	0.1	0.1	0.1
非流动资产	65.5	79.3	95.8	113.6	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	24.3	22.2	19.9	17.5	营业利润	31.5	35.1	46.4	56.5
无形资产	39.9	56.0	74.9	95.1	营业外收入	10.0	8.1	2.0	2.0
其他非流动资产	1.4	1.0	1.0	1.0	营业外支出	0.7	0.4	0.4	0.4
资产总计	301.4	455.1	485.2	579.0	利润总额	40.8	42.9	47.9	58.0
流动负债	145.0	261.1	249.3	292.1	所得税	4.7	5.3	6.0	7.1
短期借款	48.5	34.8	38.5	38.9	净利润	36.1	37.6	41.9	50.9
应付账款	50.3	67.3	87.7	108.6	少数股东损益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
其他流动负债	46.2	159.0	123.0	144.6	归属母公司净利润	36.1	37.7	42.0	50.9
非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	36.3	32.6	41.6	51.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.82	0.64	0.71	0.86
其他非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	主要财务比率				
负债合计	145.0	261.1	249.3	292.1	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	0.2	0.2	0.2	0.1	成长能力				
股本	44.2	59.2	59.2	59.2	营业收入	32.0%	22.6%	30.0%	24.8%
资本公积	26.2	11.2	11.2	11.2	营业利润	-4.9%	11.6%	31.9%	21.8%
留存收益	85.8	123.5	165.5	216.4	归属于母公司净利润	7.1%	4.3%	11.4%	21.4%
归属母公司股东权益	156.2	193.8	235.8	286.7	获利能力				
负债和股东权益	301.4	455.1	485.2	579.0	毛利率(%)	41.1%	38.0%	38.0%	38.0%
现金流量表					净利率(%)	14.8%	12.6%	10.8%	10.5%
单位:百万元					ROE(%)	23.1%	19.4%	17.8%	17.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	36.7%	97.9%	33.4%	93.9%
经营活动现金流	8.6	101.8	-20.3	119.0	偿债能力				
净利润	36.1	37.6	41.9	50.9	资产负债率(%)	48.1%	57.4%	51.4%	50.5%
折旧摊销	3.4	3.2	3.3	3.3	净负债比率(%)	33.45%	13.31%	15.46%	13.33%
财务费用	1.5	-5.7	-8.0	-8.7	流动比率	1.63	1.44	1.56	1.59
投资损失	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	速动比率	1.45	1.36	1.48	1.52
营运资金变动	-33.2	66.7	-57.4	73.5	营运能力				
其他经营现金流	1.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转率	0.90	0.79	0.83	0.91
投资活动现金流	-32.2	-16.8	-19.6	-21.0	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	34.4	0.0	0.0	0.0	应付账款周转率	3.07	3.15	3.11	3.06
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	2.1	-16.8	-19.6	-21.0	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.64	0.71	0.86
筹资活动现金流	25.3	86.9	-35.7	17.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	1.72	-0.34	2.01
短期借款	18.5	-13.8	3.8	0.4	每股净资产(最新摊薄)	2.64	3.28	3.99	4.85
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	估值比率				
普通股增加	0.0	15.0	0.0	0.0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.0	-15.0	0.0	0.0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	6.8	100.7	-39.5	16.6	EV/EBITDA	-2	-2	-2	-2
现金净增加额	1.7	171.9	-75.6	115.0					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。