

湘财证券研究所
TMT 研究小组
李 莹

SAC 执业证书编号

S0500208070141

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

联系人:
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

公司评级

本次评级	增持
上次评级	无

3~6 个月目标价 59 元

收盘价 (10.09.08)	41.89
总股本 (百万)	342.14
流通股本 (百万)	327
流通市值 (亿)	327

相关研究报告
□ 事件

我们于近日对公司进行了调研，并参观了公司总装生产线。

□ 高铁 AFC 设备、技术服务业务是主要看点

公司作为国内一线的ATM品牌，市场占有率在近两年排名国内第一。海外市场拓展方面，聘请了资深外籍人士，而土耳其的大订单也标志着海外市场的突破。我们认为虽然上半年来自海外市场的收入有所减小，但是公司拓展海外业务的战略方针不变，人员配备和大订单的获得有利于公司海外业务的顺利拓展。公司的AFC收入来自于2部分，高铁和地铁。根据铁道部的规划，未来3年高铁投资将超过9000亿元。一般来说，AFC占投资总额的1%左右，意味着未来3年仅高铁AFC市场就达90亿元。目前，高铁AFC设备仅有本公司、铁科研和新北洋在做，公司的市场份额达到60%以上。未来AFC业务将成为公司的又一重要增长点。2009年，我国出台了《保安服务管理条例》，要求各地公安部门不能参与保安公司，必须由国有企业实施控股。公司是国有控股公司，在ATM安保服务市场的竞争中具有天然的优势。从国外的经验来看，随着单纯的ATM销售市场趋于饱和，ATM配套相关的技术服务、清钞、安保押运等市场正在崛起。公司的ATM服务业务面临巨大的发展机遇。

□ 自产进出钞模块逐渐替代采购品，毛利率有提升的空间

ATM机中的核心部件出钞模块技术一直掌握在日系厂商如日立、OKI等手中。公司一直致力于上述技术的研究开发，目前已有部分产品使用自主知识产权的出钞模块。相信在通过银行测试和广泛接受后，基于自主知识产权出钞模块的ATM将成为公司的主力机型，毛利率有上升的空间。

□ 盈利预测与估值

公司近3年业绩的增长动力主要是高铁带动和技术服务业务的增长。我们预测公司未来3年的EPS为1.34、1.69、2.42元，赋予公司35倍PE，6-12个月目标价59元，给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

毛利率下滑的风险、技术服务业务拓展不顺利的风险等。

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1488.7	1793.5	2336.0	3080.9
收入同比(%)	24.1%	20.5%	30.2%	31.9%
归属母公司净利润	387.9	458.5	579.5	828.1
净利润同比(%)	17.0%	18.2%	26.4%	42.9%
毛利率(%)	42.7%	44.8%	44.5%	44.0%
ROE(%)	23.4%	23.1%	23.7%	26.6%
每股收益(元)	1.13	1.34	1.69	2.42

国内一线 ATM 品牌，未来增速有望超越行业平均水平

我们认为，国内ATM市场仍有巨大的增长潜力。我国人均ATM保有量远低于世界平均水平，仅为1/3左右。在一、二线城市，虽然ATM投放已经覆盖大部分地区，但是单台ATM刷卡量还是发达国家的2倍多，说明在投放数量上远远不够。我国ATM快速增加是从2000年左右开始，一般来说单台ATM的寿命为8年，目前ATM更换的市场已经启动。在三线及以下城市和地区，ATM的普及率仍然很低。随着近几年农村人口与城市间的流动性增强，务工人员对银行卡消费已经成为习惯，巨大的农村市场已经悄然启动。

公司作为国内一线的ATM品牌，市场占有率在近两年排名国内第一。海外市场拓展方面，聘请了资深外籍人士，而土耳其的大订单也标志着海外市场的突破。我们认为虽然上半年来自海外市场的收入有所减小，但是公司拓展海外业务的战略方针不变，人员配备和大订单的获得有利于公司海外业务的顺利拓展。

AFC 业务未来 3 年将受益于高铁建设

公司的AFC收入来自于2部分，高铁和地铁。根据铁道部的规划，未来3年高铁投资将超过9000亿元。一般来说，AFC占投资总额的1%左右，意味着未来3年仅高铁AFC市场就达90亿元。目前，高铁AFC设备仅有本公司、铁科研和新北洋在做，公司的市场份额达到60%以上。未来AFC业务将成为公司的又一重要增长点。

ATM 服务及配件销售市场空间广阔

公司通过控股子公司广州穗通进行高端ATM服务，业务内容包括ATM维护、清钞等。客户包括光大、工商、浦发、招行等，目前纳入服务范围的ATM数量达400家。2009年，我国出台了《保安服务管理条例》，要求各地公安部门不能参与保安公司，必须由国有企业实施控股。公司是国有控股公司，在ATM安保服务市场的竞争中具有天然的优势。从国外的经验来看，随着单纯的ATM销售市场趋于饱和，ATM配套相关的技术服务、清钞、安保押运等市场正在崛起。公司的ATM服务业务面临巨大的发展机遇。

机芯研发成果逐渐转为商用，毛利率有进一步提高的空间

ATM机中的核心部件出钞模块技术一直掌握在日系厂商如日立、OKI等手中。公司一直致力于上述技术的研究开发，目前已有部分产品使用自主知识产权的出钞模块。相信在通过银行测试和广泛接受后，基于自主知识产权出钞模块的ATM将成为公司的主力机型，毛利率有上升的空间。

盈利预测与估值

公司近3年业绩的增长动力主要是高铁带动和技术服务业务的增长。我们预测公司未来3年的EPS为1.34、1.69、2.42元，赋予公司35倍PE，6-12个月目标价59元，给予公司“买入”评级。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1941	2567	3167	4060	营业收入	1489	1793	2336	3081
现金	1086	1527	1996	2608	营业成本	853	990	1296	1726
应收账款	409	552	674	945	营业税金及附加	16	21	32	43
其他应收款	12	21	25	32	营业费用	164	197	256	332
预付账款	12	14	18	24	管理费用	121	146	190	246
存货	421	450	451	446	财务费用	-9	-43	-63	-85
其他流动资产	1	3	4	5	资产减值损失	5	5	6	8
非流动资产	277	253	228	202	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	214	209	193	171	营业利润	338	479	621	811
无形资产	14	16	17	19	营业外收入	85	60	60	60
其他非流动资产	49	28	18	12	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2218	2820	3396	4262	利润总额	423	539	681	871
流动负债	533	813	926	1124	所得税	36	81	102	44
短期借款	168	125	133	136	净利润	387	458	579	827
应付账款	127	262	289	388	少数股东损益	-1	-0	-1	-1
其他流动负债	238	426	503	600	归属母公司净利润	388	459	580	828
非流动负债	10	11	11	11	EBITDA	352	461	585	753
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.13	1.34	1.69	2.42
其他非流动负债	10	11	11	11					
负债合计	544	824	937	1135	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	13	12	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	342	342	342	342	成长能力				
资本公积	359	359	359	359	营业收入	24.1%	20.5%	30.2%	31.9%
留存收益	960	1282	1745	2415	营业利润	14.2%	41.5%	29.7%	30.5%
归属母公司股东权益	1661	1983	2446	3115	归属于母公司净利润	17.0%	18.2%	26.4%	42.9%
负债和股东权益	2218	2820	3396	4262	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	42.7%	44.8%	44.5%	44.0%
单位:百万元					净利率(%)	26.1%	25.6%	24.8%	26.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	23.4%	23.1%	23.7%	26.6%
经营活动现金流	255	581	516	685	ROIC(%)	39.9%	62.2%	79.4%	105.2%
净利润	387	458	579	827	偿债能力				
折旧摊销	22	25	27	28	资产负债率(%)	24.5%	29.2%	27.6%	26.6%
财务费用	-9	-43	-63	-85	净负债比率(%)	30.85%	15.13%	14.24%	12.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.64	3.16	3.42	3.61
营运资金变动	-153	139	-29	-89	速动比率	2.85	2.60	2.93	3.22
其他经营现金流	7	2	2	5	营运能力				
投资活动现金流	-85	-3	-3	-2	总资产周转率	0.69	0.71	0.75	0.80
资本支出	92	0	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	5.89	5.09	4.70	5.10
其他投资现金流	7	-3	-3	-2	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-58	-137	-45	-70	每股收益(最新摊薄)	1.13	1.34	1.69	2.42
短期借款	76	-43	9	3	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.70	1.51	2.00
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.79	7.15	9.11
普通股增加	57	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-57	0	0	0	P/E	36.65	31.01	24.54	17.17
其他筹资现金流	-134	-94	-53	-73	P/B	8.56	7.17	5.81	4.56
现金净增加额	112	441	469	612	EV/EBITDA	38	29	23	18

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。