

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，与董秘、证代进行了交流并观看了公司的产品演示。

□ 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

建筑智能化领域华南区龙头，深圳地铁建设有望提速公司相关业务

公司提供的楼宇智能化解决方案为广播（语音通信、数据通信）、照明、空调、门禁、安防等系统的集成，通过统一的管理软件平台进行智能的控制、管理，以达到便捷、节能等目的。其中，与硬件相关的部分为按照客户需求或项目要求外协采购，如控制器、感应器、变频器等，某些项目的门禁系统（卡及读卡器）为公司自行生产；软件部分为管理软件平台，为公司自行开发与研制。

公司的解决方案面对的客户主要是新建建筑的总包方，以及少量改造类项目。目前需求主要集中在高档写字楼、高端酒店、部分市政建筑，民用住宅涉及较少。在国内市场上，公司的市场份额不高。根据汉鼎咨询08年的数据显示，公司在国内建筑智能化领域市场份额排名第10。不过，在华南地区，公司具有较为明显的地域优势，已成为区域龙头。

和智能交通行业类似，智能建筑及节能领域在承揽项目时公司需要垫付较多的资金，包括履约保证金、预付款保证金等。我们估计各类型垫付资金的比例占到订单总额的15%~20%，回收期平均约为1.5年，和项目的大小有关。我们认为，公司的主营业务和新建建筑增长速度密切相关，维持在10~15%左右。上市后品牌形象得到提升，且流动资金较为充裕，有望获得更多的订单，从而平均增速有望超越行业平均水平，达到15~20%左右。超预期的增长部分来自于地铁自动化集成项目。09年公司获得深圳地铁5号线订单1.8亿左右，占当年订单总额的约40%。我们预计订单收入将主要在今年和2011年集中确认。由于公司连续获得了深圳地铁3号线、5号线的订单，未来获得4号线的订单可能性较大，若明年开始招投标，则有望使得业绩在2012~2013保持较高速度的增长。

新业态 EMC 有望迎来爆发式增长

EMC（合同能源管理）最大的优势在于客户的初始负担很少，且合作分成的形式容易让客户接受。目前公司与客户签订的EMC项目基本上都是10年期，节约下来的钱在前五年公司分得比例高一些，后五年客户分得比例高一些。

我们认为公司的EMC业务面临巨大的市场空间。目前，公司的目标市场主要集中在楼宇和工业企业中央空调的节能。而节能市场除了空调变频外，还有热泵、照明、电梯、蓄冷等方面，可做的领域很多。仅从楼宇市场来看，中央空调的能耗占到整栋建筑能耗的30~40%，未采用智能化的楼宇数量众多，存量市场空间巨大。行业的催化因素来自EMC模式推广速度加快，这种推动力有可能来自政府，也可能来自企业对EMC接受程度的提高。

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。