

证通电子(002197)

公司研究/调研简报

中 性 首次评级
 合理估值: 17.2—19.35 元

业务成长充满不确定性, 考量市场开拓能力

民生精品---调研简报/计算机设备行业

2010 年 12 月 09 日

一、事件概述

证通电子是国内知名金融设备供应商, 主力产品为 ATM 机用密码键盘、电子支付终端 E-POS 机以及行业自助服务终端产品。日前, 我们拜访了证通电子, 与公司董秘许忠慈先生就公司各项主要业务发展规划以及目前业务拓展情况等问题进行了详细的沟通和交流。

二、分析与判断:

➤ POS业务—E-POS占有50%市场份额, 未来看手机移动POS

公司在 POS 产品上有强大的竞争力, 公司的 E-POS 产品一直保持在 50% 以上的市场份额, 目前公司正积极的向农村市场进行 E-POS 产品的渗透, 面向三农事务挖掘新的应用领域, 进一步提升 E-POS 产品的市场空间。在 POS 产品上, 除了传统公司还有 RF-POS、商业 POS、移动手机 POS 等产品, 公司目前 POS 业务上另外两个重心上是在商业 POS 和移动手机 POS, 商业 POS 方面公司因采用新的芯片方案在成本上具有明显的优势, 目前已经进入银联认证流程; 公司移动手机 POS 产品已经进入试推广阶段, 未来公司计划在行业应用上进行开拓, 移动手机 POS 相较其他 POS 产品更为方便快捷, 或将在未来一些行业应用如电子商务在物流环节的支付上大规模的推广, 将成为公司 POS 业务上新的增长点。RF-POS 方面, 手机支付的国家技术标准并未正式出台, 公司目前的生产线对应两种制式的 POS 机都有应对方案, 随时可以参与市场。

➤ 自助服务终端—明年看发卡机推广, 未来看行业拓展应用

一线城市人口的高度密集使得面向大众的服务体如银行等对客户服务的效率明显偏低, 为便捷客户、提升业务效率, 自助服务终端的市场应用成为必然趋势。公司目前的自助服务终端均为定制化产品, 主要供应金融领域, 如银行自助终端发卡机等; 未来这一产品将从金融领域向其他领域延伸, 如机场、邮政、通信等, 功能涵盖信息查询、自助售票、自助值机等等。今年公司在自助服务终端方面投放最多的是银行电子化演示产品, 均价在 7000-1 万左右, 而明年将集中资源投放价格较高的发卡机产品。

➤ 加密键盘—毛利率高达67%, 成本优势为核心竞争力

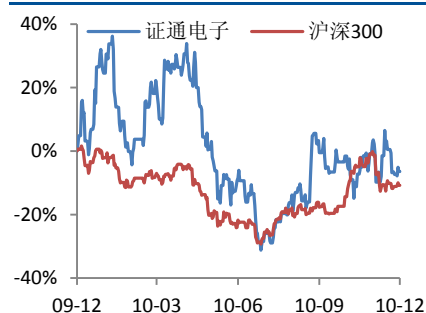
加密键盘是公司的强势业务, 在国内市场份额达 90% 左右; 同时公司加密键盘业务盈利能力较高, 是公司的核心业务之一, 2010 年上半年公司加密键盘业务毛利率为 67.65%。目前公司主要对国内外中小客户的开发做的比较好, 且已经成为日立加密键盘国内唯一供货商, 明年公司将在国内、东南亚市场进行市场拓展, 以扩大公司的收入来源, 相对国际大型厂商明显的成本优势是公司加密键盘业务的核心竞争力之一; 同时公司在加密键盘的安全芯片研制方面也进行了投入, 一旦安全芯片进入量产阶段将进一步降低公司多项产品的成本, 同时

民生证券研究所

分析师: 王力
 执业证书编号: S0100210090005
 电话: (8610)85127646
 Email: wangli@mszq.com

分析师: 卢婷
 执业证书编号: S0100210090003
 电话: (8610)85127655
 Email: luting@mszq.com
 地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
 民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-12-09)

收盘价 (元)	17.67
近 12 个月最高/最低	26.83/13
总股本 (百万股)	131.15
流通股本 (百万股)	53.55
流通股比例%	40.83
总市值 (亿元)	23.17
流通市值 (亿元)	9.46

相关研究

也将明显提高产品的品质，为公司在大客户的拓展提供更为坚实的保障。

► LED照明——培育中的潜在业绩增长点，按30万产能规模计算年均或贡献6亿收入，实现与否取决于下游市场的启动

相关数据显示 LED 照明市场未来市场规模将超万亿，而目前各国政府均引导照明市场向 LED 照明方向前进，鉴于这一市场趋势，公司将 LED 照明作为公司未来新的增长点进行培养。目前公司规划产能为 60 万盏 LED 灯，计划实际产能暂时设定在 30 万盏的水平，目前已经达到年产 15 万盏实际产能，2011 年初将达到 60 万的规划产能。中科恒源在风光互补照明系统（该系统采用的均是 LED 照明产品）上具有全球领先的技术实力，新建公路照明系统采用风光互补系统相较传统路灯约能节省 30% 的成本，可以预见风光互补系统将成为户外照明的新宠，而公司入股中科恒源使得公司 LED 照明产品有了确定性的需求，为初期的市场开拓提供了强有力的保障，同时也可为公司未来面向市场全面开拓提供足够的经验积累，LED 照明业务或将成为公司新的业绩增长点。从今年 1-9 月来看，LED 路灯对公司收入的贡献低于年初预期，但 10 月以来，公司 LED 订单量有明显增长。

三、盈利预测与投资建议

在传统 EPOS 投放告一段落之后，证通电子的 POS 业务面临两大难题。其一，在一线城市 EPOS 投放已经较为充分的背景下，如何将 EPOS 推广下移至二三线城市以及农村地区？今年上半年公司 EPOS 业务收入同比下降 59.26% 的原因就在于 09 年邮储银行采购量远远高于今年的采购量。一线市场的适度饱和与二三线城市推广的难度并存，考量公司未来市场开拓能力。其二，公司自主研发的移动手机 POS 产品推广面临考验。公司的移动手机 POS 产品相对于目前的商业 POS 产品，更接近移动支付的概念，同时具有收付功能，优势较为明显，但市场接受程度仍需观察。而此前作为公司重要发展方向之一的 RF-POS，受制于手机支付标准的不确定，发力尚需时日。

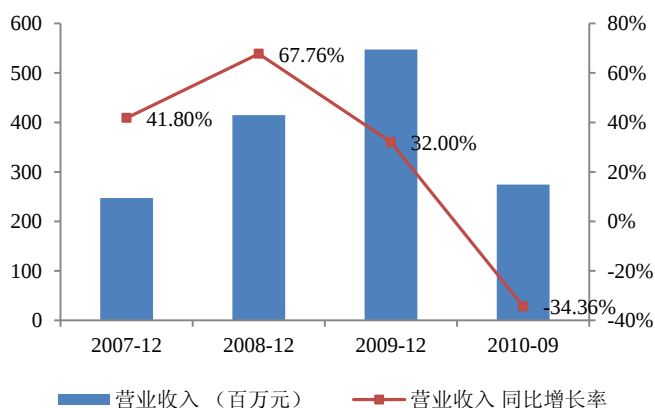
LED 下游应用方面，公司主要向中科天源提供 LED 路灯。未来 LED 路灯规模的增长还是依赖于 LED 行业应用的爆发，以及政府推广的力度。

预计 2010-2012 年三年营业收入分别为 4.55 亿元、5.38 亿元、6.39 亿元，基本每股收益为 0.35 元、0.43 元、0.51 元。合理估值为 17.2-19.35 元，对应 2011 年 PE 为 40-45 倍，给予公司“中性”评级。

四、风险提示

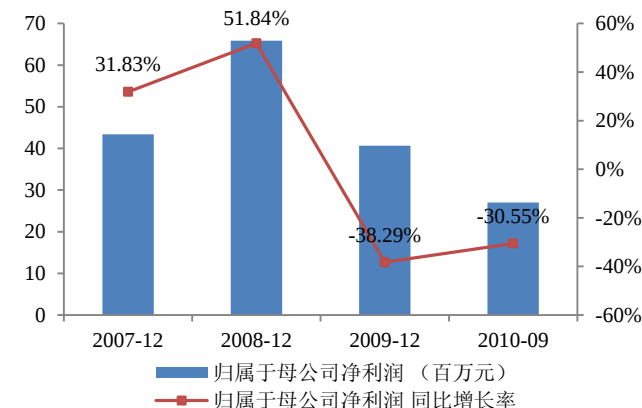
公司市场开拓能力；下游市场增长低于预期；核心产品毛利率下滑；

图 1：证通电子主营收入情况



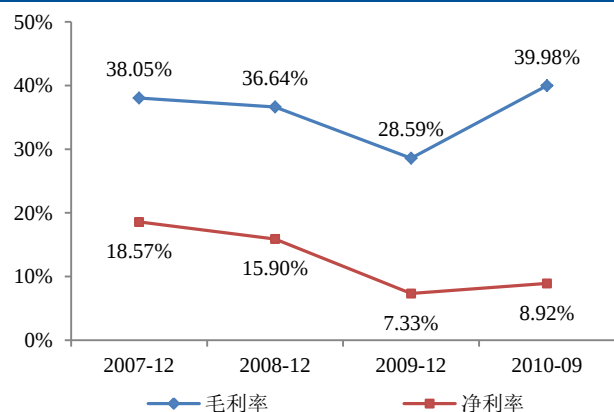
资料来源：公开资料、民生证券研究所

图 2：证通电子归属母公司净利润情况



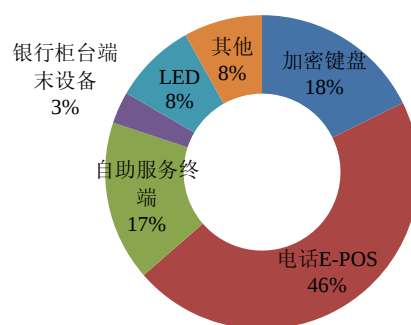
资料来源：公开资料、民生证券研究所

图 3: 规模效应促进证通电子盈利能力提升



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

图 4: E-POS 是公司的拳头业务



资料来源: 公开资料、民生证券研究所

表 1: 证通电子分业务毛利率情况

分业务	2008	2009	2010.H1
加密键盘	63.08%	68.15%	67.65%
电话 E-POS	29.40%	20.06%	41.30%
自助服务终端	38.62%	18.74%	28.73%
银行柜台终端设备	34.07%	41.65%	42.17%
LED	-	12.78%	21.07%

资料来源: 公开资料、民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	547	455	538	639
减：营业成本	391	282	341	403
营业税金及附加	1	1	1	1
销售费用	61	62	73	87
管理费用	45	56	66	78
财务费用	(3)	4	(5)	(5)
资产减值损失	12	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	40	51	62	74
加：营业外收支净额	6	0	0	0
三、利润总额	46	51	62	75
减：所得税费用	6	10	12	14
四、净利润	40	42	51	61
归属于母公司的利润	41	46	56	67
五、基本每股收益 (元)	0.31	0.35	0.43	0.51

主要财务指标				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	35.50	34.57	29.43
成长能力:				
营业收入同比	32.00%	-16.92%	18.39%	18.74%
营业利润同比	-41.1%	26.0%	21.6%	20.5%
净利润同比	-39.13%	3.78%	21.46%	20.3%
营运能力:				
应收账款周转率	4.09	2.33	2.41	2.42
存货周转率	3.90	3.50	3.98	3.95
总资产周转率	0.80	0.33	0.26	0.30
盈利能力与收益质量:				
毛利率	28.6%	38.1%	36.6%	36.9%
净利率	7.4%	10.1%	10.4%	10.5%
总资产净利率 ROA	5.9%	3.0%	2.4%	2.8%
净资产收益率 ROE	9.7%	9.4%	10.3%	11.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.84	1.15	1.19	1.23
资产负债率	41.7%	76.5%	75.1%	73.4%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标:				
每股收益	0.31	0.35	0.43	0.51
每股经营现金流量	(0.71)	1.01	0.20	0.22
每股净资产	3.23	3.55	3.94	4.40

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	187	1,418	1,450	1,484
应收票据	0	1	1	2
应收账款	186	204	242	287
预付账款	8	15	18	21
其他应收款	24	14	17	20
存货	138	122	148	175
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	545	1,777	1,878	1,991
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	34	203	193	182
在建工程	110	10	10	10
无形资产	36	32	29	25
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	182	245	231	217
资产总计	727	2,022	2,109	2,207
短期借款	163	1,345	1,345	1,345
应付票据	8	6	7	9
应付账款	75	112	136	160
预收账款	41	52	64	75
其他应付款	3	31	31	31
应交税费	(2)	(3)	(3)	(3)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	296	1,544	1,580	1,617
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	4	4	4	4
负债合计	303	1,547	1,583	1,621
股本	131	131	131	131
资本公积	168	168	168	168
留存收益	124	170	225	292
少数股东权益	1	(3)	(8)	(14)
所有者权益合计	424	466	516	577
负债和股东权益合计	727	2,013	2,099	2,198

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	(94)	133	27	28
投资活动现金流量	(71)	(80)	0	0
筹资活动现金流量	61	(167)	5	5
现金及等价物净增加	(103)	(114)	32	34

分析师简介

王力，家电行业分析师，毕业于中南大学电子信息工程专业。曾就任于中国电子科技集团信息化工程总体研究中心，任软件工程师、系统分析师，从事信息化系统规划、设计、咨询等工作。2008年6月，加盟民生证券有限责任公司，覆盖家电、计算机及信息服务等行业。

卢婷，IT 行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。2008 年加入民生证券，长期关注 IT 行业的发展趋势。负责计算机及信息服务行业研究，覆盖智能交通、智能建筑、手机支付、物联网、LBS、LED 等领域。

分析师承诺

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	13401098997	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。