



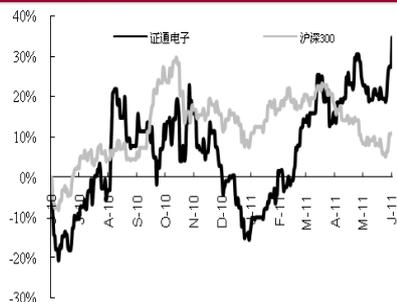
电子元器件

2011 年 6 月 28 日

市场数据 2011 年 6 月 27 日

当前价格(元)	14.23
52 周价格区间(元)	13.00-22.69
总市值(百万)	2985.91
流通市值(百万)	1954.35
总股本(万股)	20983
流通股(万股)	13734
日均成交额(百万)	40
近一月换手(%)	30.65
Beta(2 年)	0.93
第一大股东	曾胜强
公司网址	www.szzt.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
证通电子	9.7	17.5	34.8
沪深 300	2.5	-6.8	11.0

邱虹天 钱文礼(协助)
+86 755 21517967
qianwl@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

钱文礼: S0370110110002

证通电子(002197)

创新应用领域, 迎接电子支付

评级: 买入

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入(亿元)	4.15	5.47	5.25	8.43	11.56	14.9124
增速	67.75%	31.81%	-4.02%	60.57%	37.13%	29.00%
于母公司所有者的净利润(亿元)	0.66	0.35	0.52	1.22	1.68	2.20
增速	43.63%	-46.97%	48.57%	134.62%	37.70%	30.95%
基本每股收益(元)	0.75	0.27	0.42	0.58	0.80	1.05

- 公司是国内 EPOS 的主要三大厂商之一, 市场占有率约为 50%。公司目前 EPOS 销售收入主要来自银行客户, 在银行(特别是建设银行, 邮政银行, 农业银行)有绝对的优势地位。公司是第三方支付线下支付龙头拉卡拉的主要供货商, 目前拉卡拉 EPOS 和金融终端方面主要通过公司定制。
- 第三方支付拉动 E-POS 需求。伴随第三方支付牌照的发放, 围绕第三方支付企业的身份问题得以彻底解决, 第三方支付企业必将加大对设备和平台的投资。线下支付龙头拉卡拉已经宣布未来三年将在全国布置 100 万个金融支付终端, 公司作为拉卡拉设备主要定制厂商必将受益。同时网上支付平台纷纷发力“网上购物, 线下支付”业务, 目前收付宝, 快钱, 支付宝等都已经开始大力推广网上购物网下支付, 电信运营商纷纷推出固话支付, 银联也已经开发了 EPOS 系统, 大力推广网上购物, 网下支付。第三方支付业务的展开必将拉动 EPOS 整体出货量快速增长。
- 公司加密键盘等业务稳步增长。加密键盘受 ATM 机和 POS 机需求拉动保持稳步增长, 公司正在拓展全球第二, 三大 ATM 机厂商, 一旦拓展成功 ATM 机收入将出现跨域式增长。银行柜台产品受银行新增分支机构的增加和银行 EMV 迁移的影响, 未来 2 年将保持高速增长。
- 我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 8.43 亿元, 11.56 亿元和 14.91 亿元, 净利润分别为 1.22 亿元, 1.68 亿元和 2.20 亿元, 每股收益分别为 0.58 元, 0.80 元和 1.05 元, 对应 2011-2012 年的 PE 分别为 24.53 倍和 17.78 倍, 参考新国都和三泰电子估值水平偏低, 给予买入评级。

公司主要致力于安全支付行业、自助服务行业的产品研发、生产、销售及应用集成服务，是金融支付信息安全领域的行业领跑者和国内一线自助服务设备提供商，公司在金融领域取得了 20 多家国内银行终端设备选型入围资格，并成功跻身国内银行自助服务设备供应商前三甲之列。公司多项产品获得中国和国际银行卡组织（VISA EPP、PCI EPP、EMV）认证，多项产品获得国家公安部颁发的安全产品销售许可证。

E-POS 迎来行业机遇

■ E-POS 的特点

EPOS 也就是电话 POS，它通过普通电话线连接到服务平台的语音卡上，然后进入到计算机系统，现在绑定电话号码的 POS 机基本都是电话 POS。

普通 POS 机可以通过网线连接也可以通过电话连接，网线连接 POS 机主要针对规模较大的商户，一般只有大型的商场，装机在十几个以上的才能安装。规模较小的商店只能安装连接电话线拨号的 POS 机。从成本角度来说，EPOS 固网支付终端价格只有 POS 的 1/3 左右，在中小商户和个人用户中更容易推广；从技术角度来说，EPOS 固网支付使用 FSK 信号进行通讯，平台端一般使用语音卡进行接入数据的调制解调，而 POS 使用的是 Modem，平台端使用网控器实现接入；并且 EPOS 使用了类 B/S 架构，使得业务扩展时终端程序不需要修改，动态菜单和业务流程可以实现平台下载更新，更加方便终端用户的更新升级。另一方面，POS 内置了打印机，而 EPOS 固网支付中由于针对主要以个人为主，打印机可以根据不同的情况自行添加，成本得到很好控制。

■ 第三方支付拉动 E-POS 需求

中国人民银行 5 月 26 日发布公告称，央行已向支付宝、财付通、快钱、汇付天下和易宝等 27 家机构下发“支付业务许可证”（牌照）。从首批获得牌照的企业类型来看，央行下发的

第三方支付许可证涵盖了互联网支付、移动电话支付、银行卡收单、预付卡发行与受理、货币汇兑等众多支付业务类型，这也意味着更多形态的业务将获得央行的准许进入。

伴随第三方支付牌照的发放，目前普遍围绕第三方支付企业的身份问题得以彻底解决，从事第三方支付的企业必将增加投资全面建设和完善第三方支付平台以及第三方支付的布点。同时由于银行卡收单，预付卡发行与受理、货币汇兑等众多支付业务类型，涉及到支付和结算的全部业务，未来收付结算的产业链的各个环节都会有多家企业参与竞争，支付结算行业将迎来多元化快速发展阶段。

1, 线下支付模式

线下便利支付，是指单位、个人直接或授权他人使用银行卡，通过各种便利支付终端发出支付指令，进行非现场自助刷卡支付，实现货币支付与资金转移的手段。线下支付是不通过网上银行而进行的刷卡支付，主要的支付终端为 POS 机，EPOS 等。

目前全球最成功的线下支付第三方是英国 Paypoint 公司在英国有 23000 个支付点，在爱尔兰有 500 个支付网点，在罗马利亚有 6000 个支付网点，可以用来支付水，电煤气，有限电视，手机，网上购物等多种业务收费。2010 年 Paypoint 在线下支付系统（主要通过 EPOS 和 ATM 机）收入为 5.07 亿英镑，增速为 25%，这在支付体系已经十分成熟的英国十分难得，按照公司计划 2011 年他们将大幅增加在爱尔兰和罗马利亚的支付网点数量，其中在罗马利亚的支付终端数量会出现一倍左右的增长。

图表 1 Paypoint 的 EPOS 机和网点



数据来源: Paypoint 金元证券研究所

在国内目前在线下支付领域投入最大的是北京拉卡拉，2010年底拉卡拉在全国的支付网点大约有9万个。2008年底，使用过拉卡拉终端支付的用户达到100万，2009年底达到500万，而截至2010年6月，用户达到1000万。在第三方支付牌照获批以后拉卡拉随即宣布未来3年拉卡拉未来将布置100万个金融支付点，目前拉卡拉在全国各大城市约有10万个金融支付点，所用的支付终端基本都是证通电子定制生产的，未来3年拉卡拉对EPOS机和自助终端的需求量将呈现急剧增长的状况。目前看到线下支付商机的不仅仅是拉卡拉，国内也有不少与拉卡拉类似的机构在商超设立刷卡终端，如北京的恒信通、上海易付捷和广州好易，北京数字王府井也都纷纷加大线下支付投资力度，未来2-3年必定是线下支付跑马圈地发展最快的阶段。

目前看来线下支付的企业由于要布局的网点众多，投资巨大，因此线下支付终端的选择时成本是首要考虑的因素，在众多线下支付终端中ATM机，商业POS都存在成本过高的问题，而成本低廉，支付功能齐全的EPOS必将成为首选。

2, 网上购物, 线下支付

网上购物线下支付被称为继实物，现金，网上支付后的“第四种支付方式”。早在2008年，淘宝、支付宝就联合拉卡拉、一家通、连连支付、美宜佳等合作伙伴，分别在杭州、长沙、

重庆、成都、东莞五个城市挂出“淘宝网购支付点”灯箱。目前淘宝网、支付宝宣布与多家快递公司达成合作，正式在淘宝网推行货到付款。

2011 年起各大银行相继下调了银行借记卡和信用卡通过第三方支付平台支付时的支付上限，如招行“一卡通”大众版网上支付交易单日/单笔限额从 5000 元下调至 500 元，招行信用卡网上支付交易也将由客户自行自设交易限额变为单笔交易金额不得超过 500 元。这种限制对第三方支付平台业务发展有很大的制约作用，因此第三方支付平台多方寻求突破口，网上购物网下支付也成为突破银行限制的主要手段。由于线下支付平台多选用银联后台支付结算系统，在进行线下支付时没有相关的额度限制，因此得到了各大网上商城和第三方支付企业的欢迎。目前像收付宝，快钱，支付宝等都已经开始大力推广网上购物网下支付。同时银联也已经开发了 EPOS 系统，前端配合使用 EPOS 机，大力推广网上购物，网下支付，相信各大网上支付企业对线下支付业务的展开也会拉动 EPOS 机需求的快速增长。

■ 电信运营商加入竞争

电信运营商普遍具有用户基数大、营业网点广泛、持续的资金投入的特点，但是目前运营商正面临被管道化的趋势，为避免管道化同时分享第三方支付巨大的市场，三大电信运营商纷纷加入第三方支付的竞争行列。目前三大运营商都成立了专门的第三方支付机构，并积极申请第三方支付牌照，在后台系统上电信和联通为了便于推广选择与银联合作。运营商第三方支付主要可以分为手机支付和固网支付，这里我们只讨论固网 EPOS 机支付。

电信由于其固网上用户数最多，资源优势最为明显，因此电信在固网电话支付上推进最为迅速。目前中国电信集团公司与中国银联已签署了相关的合作协议，共同推广“随 e 付”。在双方共同努力下，携程网已宣布开通基于刷卡电话的“电话

订票、刷卡支付”新型服务；当当网，京东等也全面接入中国银联和中国电信的刷卡电话“固网支付”平台，在当当网上购买相关产品，都可以通过家中的刷卡电话机实现支付。在上海、江苏、湖北、湖南，陕西等省市中国电信试点固话支付业务，用户只需要在家中安装一台 EPOS 机就可以办理信用卡还款、银行卡余额查询、转账、水电煤费缴付等多项银行业务，预计这一固话支付业务很快将推广至中国电信固话用书数量较多的大部分省市。

图表 2 电信电话 POS 机



数据来源：星网锐捷 金元证券研究所

开展固话支付业务，中国电信可以发挥固网的信用优势，提升传统网络的附加价值，利用渠道客户资源，提高固网黏度，保持固话存量，特别是在移动和联通的强大竞争压力下电信提升客户粘性显得更加迫切；同时电信可以拓展金融业务收入，增加非话音收入。由于固网的最终用户的身份唯一，而且真实可信度极高，这使得 EPOS 机点对点交易的真实性和可追溯性接近 100%，具有其他终端所不具有的优势。

我们认为电信运营商拿到第三方支付牌照的可能性较大，因此电信运营商对第三方支付投资力度必将加大，特别是电信面对的主要是个人固话用户，EPOS 兼具电话和支付两种功能，是电信运营商的首选，电信固话 EPOS 机的需求增长较为确定。

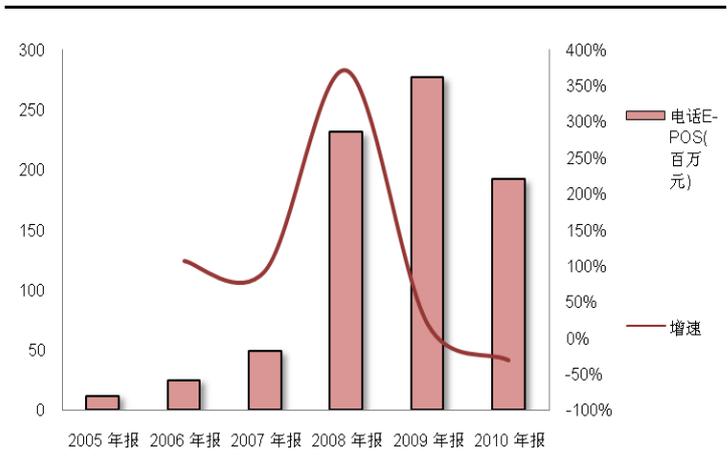
■ 公司是 EPOS 龙头型企业未来受益市场快速增长

公司是国内 EPOS 的主要三大厂商之一，市场占有率约为 50%，公司目前 EPOS 销售收入主要来自银行客户，在银行（特别是建设银行，邮政银行，农业银行）有绝对的优势地位。公司是第三方支付线下支付龙头拉卡拉的主要供货商，目前拉卡拉 EPOS 和金融终端方面主要通过公司定制。

在电信运营商方面公司已经开发出手机 POS 机，并同时给浙江国银通出货（两年内每年对公司采购不低于 1.125 亿元手机 POS 机），未来公司手机 POS 还将与中国移动等电信运营商合作，大力拓展在移动支付领域的应用。同时公司也积极与中国电信合作，拓展电信市场，伴随中国电信电话 POS 机投资加大，公司对中国电信的出货量也必将大幅增加。

公司 EPOS 2005-2009 年 EPOS 机保持较快增长，2010 年出现下滑，主要是由于 2010 年建行订单下达时间较晚，部分订单未能确认收入，2011 年我们预计公司 EPOS 业务将重新出现快速增长，全年收入预计将接近 4 亿元。

图表 3 公司 EPOS 机销售收入和增速



数据来源：WIND 金元证券研究所

加密键盘期待大客户突破

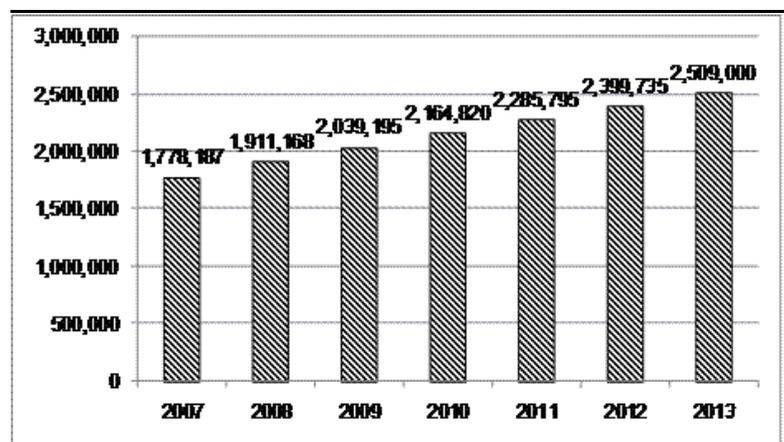
加密键盘主要面对 ATM 制造企业，ATM 加密键盘是保证 ATM 支付安全的核心部件，各大 ATM 机厂商加密键盘的安全性能和产品质量都有很高的要求，加密键盘有较高的行业壁垒(通过 PCI,EMV,POBC 等多重认证)，还要经过 ATM 制造企业自身的各项认证，一旦形成了供货关系则不会轻易更改，客户粘性很强。

在国际市场上，全球前三大 ATM 机厂商 NCR、Diebold、Wincor Nixdorf 以及 Triton、Keba 等主要从 VERIFONE、SAGEM、THALES 采购加密键盘。俄罗斯的 Shtrih-M、SYSTEMA 和乌克兰 RUNTEC，国内市场长沙长远、北京富通、中钞科堡、神州数码、深圳辰通等都是用向公司生产的加密键盘。值得一提的是日本 ATM 机厂商，日立、OKI、富士通目前已经大批量采购公司加密键盘，通过日本公司的认证，进入采购体系也显示了公司产品的品质。

目前公司正大力拓展欧美客户，公司加密键盘已经向全球第二，三大 ATM 机生产厂商 Diebold、Wincor 送样，目前已经进入认证后期。如果单个 ATM 机客户取得突破，公司加密键盘业务收入就可以实现翻番。

柜台用加密键盘有更换需求，目前公司加密键盘收入主要来自日立等 ATM 机厂商，2009-2010 年销售收入分别为 0.43 亿元和 0.87 亿元，毛利率 53.7%。由于整体 ATM 机市场增速大约为 15%左右，同时由于 POS 机加密键盘以及柜台用加密键盘的需求，公司加密键盘的增速有望保持在 25%以上，如果公司的 ATM 机客户拓展取得进展，公司加密键盘收入将出现跨越式增长。

图表 4 全球 ATM 机安装数量



数据来源: GLI 金元证券研究所

柜台产品受益 EMV 升级需求

公司的银行末端柜台用产品包括：开卡机，读卡机，销卡机，加密键盘，打印机等。根据中国人民银行的年度报告，目前全国各商业银行共有 19.6 万个网点，按照平均每个网点 3-4 个柜台计算，全国银行柜台数量在 70 万个以上，单个柜台用品的价格在 2000 元左右，柜台产品的市场容量在 14 亿以上。目前各地城市商业银行和其他中小银行正在不断扩大经营范围，增加网点数量，城市商业银行和中小银行正成为拉动柜台产品需求的主要动力。同时中国人民银行业启动了全国范围内的 EMV 迁移，从今年起各国有银行和股份制银行逐步发行 IC 卡，因此对金融终端和柜台产品的更新升级就刻不容缓，目前建行，工行，农业银行等全国范围内的更新改造活动已经全面开始，2011-2013 年将是柜台产品全面改造的高峰时期。公司银行柜台末端设备 2009-2010 年销售收入分别为 611.92 万元和 1,114.15 万元，毛利率为 45.08%，我们预计受银行新增网点和更换需求拉动公司银行柜台产品未来三年将保持 50%以上的高速增长。

公司自助服务终端产品主要面向 24 小时自助银行和作为银行体验机，目前各大银行受柜台数量的制约，柜台服务压力较大，经常出现客户排队过长，因此各大银行都试图通过增加银行自助终端减少柜台压力，通过自助终端分流部分业务，柜台则集中办理部分自助终端无法完成的业务。公司自助终端产品 2009-2010 年销售收入为 5,859.23 万元和 8,445.63 万元，增速为 44.14%，未来 3 年增速基本能维持在 30%左右。由于自助终端产品外购部件较多因此毛利率为 30.62%，低于其他产品。

公司 LED 产品和 LED 贸易由于 2009 年刚刚起步，规模不大因此毛利率较低，未来我们认为随着中科恒源规模扩大公司 LED 业务规模较不断扩大，盈利能力也将不断增强。

财务分析和盈利预测

■ 财务分析

1, 收入将恢复快速增长

2006-2009年公司收入符合增长率保持在40%左右, 2010年公司收入略有下滑, 主要是由于2010年建行EPOS订单下达时间较晚, 2010年部分EPOS订单未能转化为收入, 我们认为这只是偶然状况, 在正常订单情况下, 公司收入保持快速比较确定。

图表5 公司收入和增速

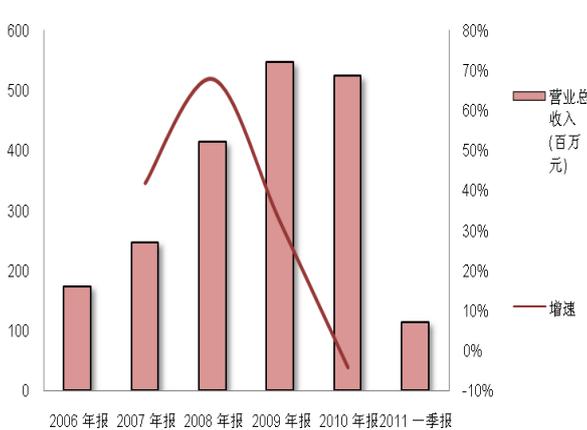
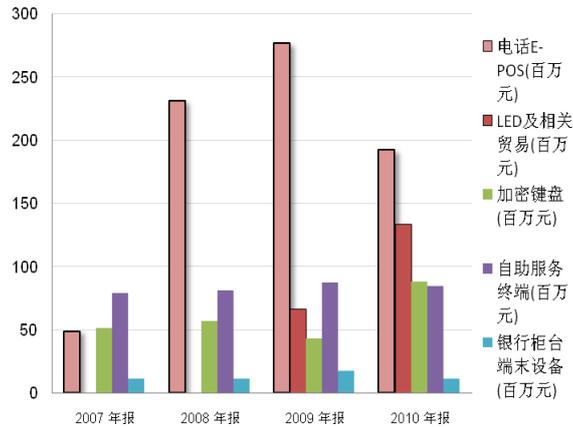


表6 公司各项业务收入情况

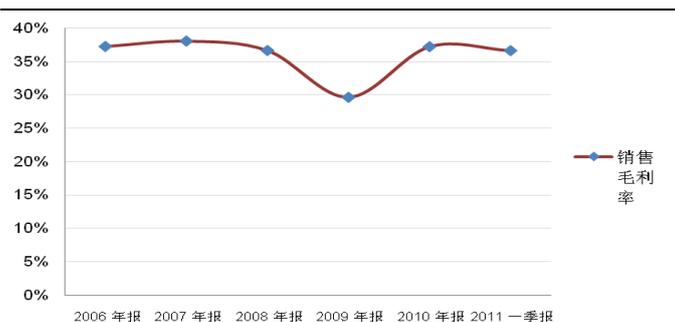


数据来源: WIND 金元证券研究所

2, 综合毛利率保持稳定

公司销售毛利率自2006年起一直维持在37%左右, 2009年由于新增LED项目的影响有所下滑, 2010年有重新恢复到原有水平。由于银行招标普遍采取3年调一次价格的方法, 因此公司有足够的时间消化调价带来的影响保持毛利稳定。同时由于公司LED业务盈利能力将逐步加强, 公司整体毛利率有望得到进一步提高。

图表7 公司销售毛利率



数据来源: WIND 金元证券研究所

■ 盈利预测

基于对各项业务的分析我们预测公司主要业务 2011-2012 年收入如下:

图表 8: 公司主要业务收入预测 单位: 亿元

	2011	2012
E-POS	3.92	4.89
自助终端	1.6	2.12
加密键盘	1.12	1.45
LED	1.5	2.1

数据来源: 金元证券研究所

我们预计公司 2011-2013 年收入分别为 8.43 亿元, 11.56 亿元和 14.91 亿元。净利润分别为 1.22 亿元, 1.68 亿元和 2.20 亿元, 每股收益分别为 0.58 元, 0.80 元和 1.05 元, 对应 2011-2012 年的 PE 分别为 24.53 倍和 17.78 倍, 参考新国度, 和三泰电子估值水平偏低, 给予买入评级。

图表 9 利润表预测 单位 亿元

	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入(亿元)	1.74	2.47	4.15	5.47	5.25	8.43	11.56	14.91
增速		0.42	0.68	0.32	-0.04	0.61	0.37	0.29
二、营业总成本(亿元)	1.32	1.97	3.46	5.13	4.64	6.97	9.53	12.23
营业成本(亿元)	1.09	1.53	2.63	3.85	3.29	5.29	7.43	9.70
营业税金及附加(亿元)	0.00	0.01	0.01	0.01	0.03	0.03	0.03	0.03
销售费用(亿元)	0.10	0.16	0.38	0.71	0.63	1.10	1.50	1.94
费用率	0.06	0.06	0.09	0.13	0.12	0.13	0.13	0.13
管理费用(亿元)	0.12	0.23	0.43	0.45	0.50	0.50	0.50	0.50
费用率	0.07	0.09	0.10	0.08	0.10			
财务费用(亿元)	0.00	0.02	0.01	-0.03	0.12	0.12	0.12	0.12
费用率	0.00	0.01	0.00	-0.01	0.02			
资产减值损失(亿元)	0.00	0.03	0.01	0.12	0.06	0.06	0.06	0.06
三、其他经营收益(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益(亿元)					0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润(亿元)	0.43	0.50	0.68	0.35	0.61	1.46	2.03	2.69
加: 营业外收入(亿元)	0.00	0.01	0.07	0.06	0.03	0.05	0.05	0.04
减: 营业外支出(亿元)	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01

五、利润总额(亿元)	0.43	0.52	0.75	0.41	0.63	1.50	2.07	2.72
减：所得税(亿元)	0.04	0.06	0.09	0.06	0.12	0.29	0.39	0.52
	0.09	0.12	0.12	0.15	0.19	0.19	0.19	0.19
加：未确认的投资损失 (亿元)								
加：净利润差额(特殊报 表科目)(亿元)								
净利润差额(合计平衡项 目)(亿元)								
六、净利润(亿元)	0.38	0.46	0.66	0.35	0.52	1.22	1.68	2.20
减：少数股东损益(亿元)	0.05	0.03	0.00	-0.01	-0.03	0.00	0.00	0.00
于母公司所有者的净利润(亿 元)	0.33	0.43	0.66	0.35	0.88	1.22	1.68	2.20
七、每股收益：								
(一) 基本每股收益(元)	0.56	0.66	0.75	0.27	0.42	0.58	0.80	1.05
(二) 稀释每股收益(元)	0.56	0.66	0.75	0.27	0.42	0.58	0.80	1.05

数据来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.