



Research and
Development Center

首次覆盖：智能停车场龙头，布局预付卡业务

—— 捷顺科技（002609.sz）调研报告

2013年3月20日

边铁城
计算机行业分析师

证券研究报告

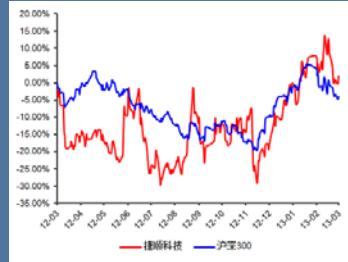
公司研究——首次覆盖

捷顺科技 (002609.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

捷顺科技相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-3-19)

收盘价(元)	13.51
52 周内股价波动区间(元)	9.04-15.39
最近一月涨跌幅(%)	-2.10
总股本(亿股)	1.23
流通 A 股比例(%)	24.43
总市值(亿元)	16.59

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

首次覆盖：智能停车场龙头，布局预付卡业务

捷顺科技调研报告

2013 年 3 月 20 日

合理估值区间：13.75-16.5 元

本期内容提要：

- ◆ 智能停车场领域龙头。公司的停车场系统可以向顾客提供全方位的服务，与银联合作产品通过差异化服务，进一步避开低端竞争。而一通平台和智能安防系统平台可以帮助解决客户系统网络隔离、信息不能共享等难题。以公司产品的区域和客户类型估算，公司 2013-2015 年停车场、道闸产品收入增速分别达到 20%、15%、15%。
- ◆ 智能门禁和通道闸有望维持高增速。我国“城镇化”的快速发展，以及居民安全防范意识的不断提高，带动了商业、住宅楼宇等领域对智能门禁和通道闸产品需求的提升，建筑智能化趋势十分明显。目前公司智能门禁和通道闸产品收入规模不大，有望维持在 30% 左右的增速。
- ◆ 预付卡业务将逐渐贡献利润。广东省相对成熟的市场和庞大的用户规模为公司开展预付卡业务创造了良好的条件。公司庞大的终端受理渠道、预付 IC 卡发行能力与快付通的预付卡运营经验、金融背景优势相结合，在住宅周边、商场内推广具有巨大的市场前景。而随着用户存量的扩大，收入规模将逐渐突出。预计 2013-2015 年预付卡业务贡献营业利润的 4.62%、7.82%、9.96%。
- ◆ 盈利预测与投资评级：我们预计公司 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 7.86%、21.20%、18.00%，归属母公司净利润分别增长 33.52%、17.78%、26.32%。2012-2014 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元和 0.69 元。
- ◆ 风险因素：房地产调控政策加剧；恶性竞争导致公司毛利率大幅下滑；新业务推广不及预期。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	309.81	383.18	413.31	500.94	591.12
增长率 YoY %	26.84%	23.68%	7.86%	21.20%	18.00%
净利润(百万元)	51.39	42.61	56.89	67.00	84.64
增长率 YoY%	42.64%	-17.09%	33.52%	17.78%	26.32%
毛利率%	51.65%	47.52%	47.36%	46.73%	46.73%
净资产收益率 ROE%	29.85%	10.60%	8.89%	9.64%	10.97%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.35	0.46	0.55	0.69
市盈率 P/E(倍)	32	39	29	25	20
市净率 P/B(倍)	8.7	2.6	2.5	2.3	2.0

资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

注：股价为 2013 年 3 月 19 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

目 录

投资聚焦	1
出入口控制行业处在快速成长期	2
出入口控制是安防行业的重要组成部分	2
需求旺盛，随安防产业快速发展	2
捷顺科技：出入口控制解决方案首席供应商	4
智能停车场领域龙头	6
智能停车场管理系统先行者，提供全方位服务	6
与银联合作开辟金融 IC 卡支付	8
智能安防系统平台提供完整解决方案	9
智能门禁、通道闸等产品有望继续快速增长	10
预付卡瞄准未来市场	11
预付卡规模快速扩大趋势明显	12
从区域上将广东省预付卡用户较多	12
通过整合各方资源扩大用户规模	13
相关假设及盈利预测	14
未来三年经营情况假设	14
估值与投资评级	14
风险因素	15

图 目 录

图 1：出入口控制是安防行业的的重要组成部分	2
图 2：安防子行业产值比重	2
图 3：停车场管理系统	4
图 4：通道闸系统	4
图 5：门禁系统	4
图 6：2011 公司各类产品占主营收入比重	6
图 7：车牌识别系统流程	7
图 8：车位引导和反向寻车功能	8
图 9：一卡通系统实现出入口的统一管理和控制	10
图 10：智能门禁收入（单位：元）及同比增速	11
图 11：智能通道闸收入（单位：元）及同比增速	11
图 12：多用途预付卡市场规模（单位：亿元）	12
图 13：2011 年预付卡用户集中省份	12
图 14：快付通有丰富的运营经验	13
图 15：产品收入预测（单位：万元）	14

表 目 录

表 1：我国安防行业发展历程	3
表 2：公司产品涵盖了出入口控制的绝大多数领域	5
表 3：合作方推荐费用计算方法	9
表 4：投资人及股东出资方式、持股比例（单位：万元）	11
表 5：安防行业软件公司估值比较	15

投资聚焦

投资逻辑:

在宏观经济增速放缓的大环境下，计算机行业整体增速有所下降，各个公司业绩分化也越来越严重。与此同时，仍有不少政策支持或产业趋势明朗的应用领域中的公司能够快速成长。近年来平安城市建设、“3111”工程的推进使得安防行业内公司实现了较快增长。视频监控、楼宇对讲等领域的龙头公司都陆续得到市场的关注和认可，我们将注意力转向出入口控制领域，试图挖掘出新的投资机会。

主要内容:

公司作为国内智能停车场行业开创者，一直引领着行业的发展。 经过长年的研发投入和技术积累，可以向顾客提供全方位的服务。通过与银联的合作可以提供差异化服务，提升了公司产品的档次，进一步避开低端竞争。公司的一卡通平台和智能安防系统平台一方面能够满足用户对安防设备统一管控的需求，另一方面在项目竞争时增强了在技术水平、产品整合等方面占据优势，提升公司的竞争力，并带动公司各种产品的销售。以公司产品的区域和客户类型估算，公司 2013-2015 年停车场、道闸产品收入增速分别达到 20%、15%、15%。

智能门禁、通道闸继续保持高增长。 我国“城镇化”的快速发展，以及居民安全防范意识的不断提高，带动了商业、住宅楼宇等领域对智能门禁和通道闸产品需求的提升，建筑智能化趋势明显。目前公司智能门禁和通道闸两项产品收入规模不大，增速有望维持在 30% 左右的水平。

预付卡业务逐渐贡献利润。 广东省相对成熟的市场和庞大的用户规模无疑为公司开展预付卡业务创造了良好的条件。预付卡业务可以将公司庞大的终端受理渠道、预付 IC 卡发行能力与快付通的预付卡运营经验、金融背景优势联合起来，在住宅周边、商场内推广具有巨大的市场前景。作为预付卡的发卡方，盈利来源主要包括备付金收入、商户佣金返还以及办卡费等途径，而随着用户存量的扩大，收入规模将逐渐突出。预计 2013-2015 年预付卡业务贡献营业利润的 4.62%、7.82%、9.96%。

有别于大众的认识:

1、虽然 2012 年净利润实现高增长，但公司收入增速有所下滑，这可能使得部分投资者对公司未来的业绩增长产生疑惑。而结合公司的项目周期和历史业绩表现，我们预计 2013 年营业收入增速有所反弹的可能性较大；2、预付卡业务受益于公司的客户资源能够为公司贡献部分利润，而且随着用户规模的积累，在营业利润中的比重会逐渐提高。

盈利预测与投资评级:

我们预计公司 2012、2013、2014 年每股收益分别为 0.46、0.55、0.69 元，对应目前股价的 PE 分别为 29、25、20 倍，我们估计每股合理估值区间为 13.75-16.50 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

主要风险： 房地产调控政策加剧；市场恶性竞争导致公司毛利率大幅下滑；新业务推广销售不及预期。

出入口控制行业处在快速成长期

出入口控制与管理是通过使用资格鉴定装置或识别方法来控制人员和车辆进出特定区域或建筑物的行为，主要产品包括智能停车场管理系统、智能门禁管理系统、智能通道闸管理系统、考勤管理系统、智能巡更管理系统，还包括道闸、折叠门、岗亭、路障机、感应门等。

出入口控制是安防行业的重要组成部分

出入口控制与管理行业作为安防行业的子行业之一，是安全防范领域的重要组成部分。根据安防行业“十二五”规划中的数据，截止到2010年，出入口控制系统在各类电子安防产品中占比达到15%，仅次于视频监控系统。

图 1：出入口控制是安防行业的的重要组成部分

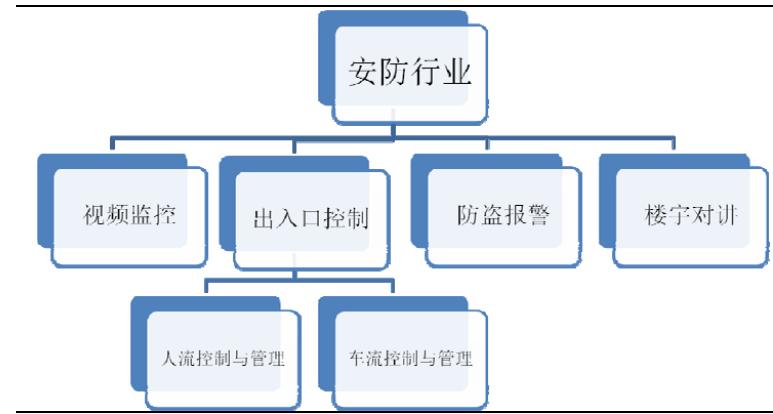
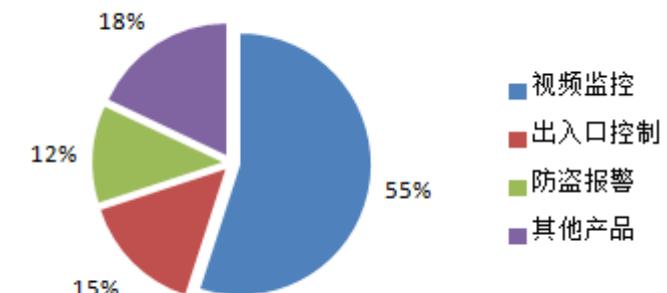


图 2：安防子行业产值比重



需求旺盛，随安防产业快速发展

二十世纪八十年代，我国安防行业在沿海省市兴起，最初客户只限定在一些特殊单位或部门，比如故宫、天安门，客户面十分狭窄。随着产品种类逐渐丰富，其应用拓宽至金融、交通、医疗、教育等多个社会经济领域，市场走向规模化，相关法律、标准也逐渐完善。从2003年开始，智能家居、停车场管理系统安防产品陆续应用到社区和普通居民家庭，居民日益增长的安全需求给安防行业提供了广阔发展的前景。

表1：我国安防行业发展历程

发展阶段	时间	发展特点	主要应用领域
起步阶段	1979-1983	国外安防概念进入中国，国内开始研究报警监控产品	非常重要或特殊的单位或部门，如故宫博物院和天安门。
提高阶段	1984-2002	安防产品种类逐渐丰富，市场走向规模化，行业内企业大幅度增长，相关法律、法规及标准的逐步完善带动市场规模迅速扩大	应用到金融、文博、交通、海关、机关、邮政、教育、医疗、工矿企业、公共场所等众多社会经济领域。
快速发展阶段	2003-至今	市场规模迅速扩大，企业大幅度增长，行业内产生了一批有影响力的企业，市场竞争日趋严重，行业出现两极分化，对市场、对技术的重视加强	应用到社区及普通居民家庭。

资料来源：信达证券研发中心整理

当前我国安防行业正处在快速成长阶段。经过多年的发展，我国安防行业已成为集产品开发、生产、销售、工程与系统集成为一体的国民经济朝阳产业。一方面，在海关、机场、公共场所、金融等传统安防市场稳定增长的同时，物流、交通、能源、林业等新领域应用逐渐拓展开来；另一方面，随着城镇化的继续推进、社会结构的变化，我国社会矛盾日趋复杂，社会治安防控体系建设将继续快速发展，我国居民收入增长加大了人们对安全的消费需求，“民用安防”市场潜力被激发出来。

由政府推动的“平安城市”、“3111”工程等重大项目有力地促进了公安部门及社会各方面产品需求，推动了行业的快速增长。经过几年的平安建设，全国城市报警与监控系统已经初具规模，最早起步省市如浙江、江苏和广东都取得了显著的成效，东部沿海城市基本已经完成二、三期项目建设，其中浙江义乌完成了四期项目建设。公安部科技信息化局表示在“十二五”期间，将继续深入推进城市报警与监控系统建设和应用工作，在全国城市地区基本完成报警与监控系统建设，实现对重点地区的全覆盖。

2010年，我国安防行业总产值2300亿元，2005-2010年行业增加值复合增长率达到23%，安防企业达到2万5千家，从业人员120万人。目前产值超过1亿元的安防企业已达到100家左右，产业集中度有了较大幅度的提高。按照安防行业“十二五”规划，到2015年总产值达到5000亿元，年增长率达到20%左右。而在安防行业中，电子安防产品增速明显要高于行业整体水平。

而出入口控制领域各种产品也都面临着旺盛的需求。二十世纪九十年代以前，国内基本是依靠人工和机械式大门对人流、车流进行控制与管理，随着城镇人口的急剧膨胀和我国汽车保有量的快速增长，这种管理方式越来越不能满足需求，亟需采用科学、先进的管理方式对人流、车流进行控制与管理，对相关产品的需求也急剧扩大。

图 3：停车场管理系统



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

图 4：通道闸系统



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

图 5：门禁系统



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

捷顺科技：出入口控制解决方案首席供应商

捷顺科技创立于 1992 年，开创了中国第一套智能停车场系统、第一台智能道闸和第一台电动折叠门等多个里程碑式的产品，公司是我国出入口控制解决方案首席供应商。公司的全系列产品均拥有自主的知识产权，累计申请专利达 100 多项，主导、参与多项国家标准、行业标准的制定，公司自主创新能力得到国家的认可并引领行业的发展方向。

经过长期的深耕细作，公司获得了“中国安防十大品牌”、“国家级高新技术企业”、“广东省著名商标”等多项荣誉。目前公司的产品涵盖了包括智能停车场管理系统、智能门禁管理系统、智能通道闸系统及收费管理系统、考勤管理系统、巡更管理系统、电动折叠门、路障机等在内的上百种智能产品及机电一体化产品。

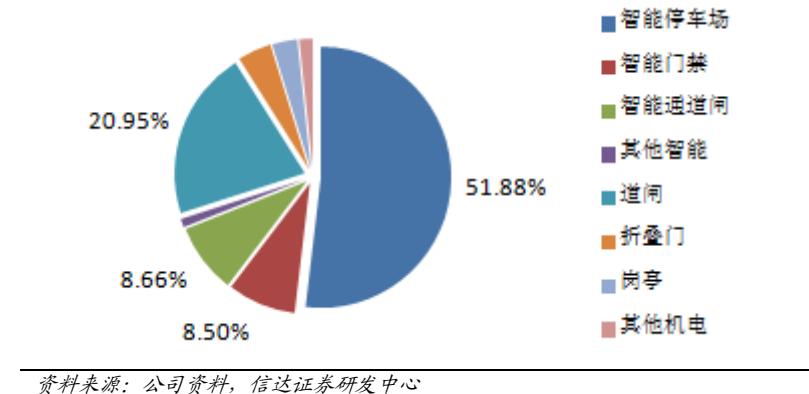
表2：公司产品涵盖了出入口控制的绝大多数领域

系统/产品	功能介绍
智能安防信息系统集成平台	实现停车场、门禁、通道、考勤、收费等智能管理系统的互联互通互动、统一决策管理的基础上，还可以基于 B/S 架构的开放式的软件管理平台将其它如视频监控、防盗报警、楼宇对讲、企业 ERP、HR 等系统也纳入该平台，适用于大型组网、跨区域多级分权管理等环境下，实现各子系统及第三方系统的集中监控与管理。
一卡通管理系统平台	通过捷顺科技一卡通系统管理平台与捷顺公司自主研发的各类安防产品共同构建捷顺“综合安保管理平台”，是集停车场、门禁、人行通道、视频监控、考勤签到、电子巡查、报警及信息发布为一体的多应用平台。
停车场管理系统	包含车位引导系统、自助收缴费机系统。高效的管理车辆的通行权限、通行安全及效率、停车收费、信息发布、报警处理与联动等。
门禁管理系统	包含电梯门禁管理系统。集通道安全管理、自动化控制、报警处理、事件记录、多系统联动为一体的，为用户提供安全便捷门禁系统。
考勤管理系统	略。
收费管理系统	实现了食堂、餐厅、连锁店、购物中心、娱乐场所等消费场所个性化、全自动的收费方式，节省了人力，同时也避免了各种人为因素造成的误差，实现了电子货币就餐与购物。
巡更管理系统	略。
通道管理系统	包括访客管理系统、售检票管理系统。在基础门禁管理功能的基础上，能够实现售检票功能、访客管理功能、数据分析及管理功能。
道闸产品系列	略。
路障机产品系列	略。
岗亭产品系列	略。
折叠门产品系列	略。
平移门产品系列	略。

资料来源：信达证券研发中心整理

公司最重要的产品是停车场管理系统，2011 年在公司主营业务收入（3.62 亿元）中占 50%以上。在其带动下，道闸产品也贡献了主营收入的 20%。另外，智能门禁和通道闸产品都有将近 10%的收入贡献。折叠门和岗亭等机电类产品的收入比重较小。

图 6: 2011 公司各类产品占主营收入比重



智能停车场领域龙头

汽车保有量的迅猛增长带来了停车位紧张、停车场安全保障难度增大、停车数量统计不及时、人工收费不精确等问题。智能停车场管理系统利用先进的智能化、网络化、集成化技术对停车场系统进行安全、有效地管理。目前我国的停车产业尚处于起步阶段，城市汽车保有量与停车位比例，远低于国际公认的 1:1.3 的合理比例，所以停车场系统的发展潜力和空间很大。

公司作为国内智能停车场行业开创者，一直引领者行业的发展。公司的产品在 2008 年顺利进入鸟巢，为奥运会提供专业服务，2010 年又为上海世博会提供世博园区外围所有车证、人证系统以及永久性建筑主题馆停车场系统和区位引导系统。2012 年 7 月，公司主编的《停车库（场）出入口控制设备技术要求》行业标准经公安部批准发布、实施。

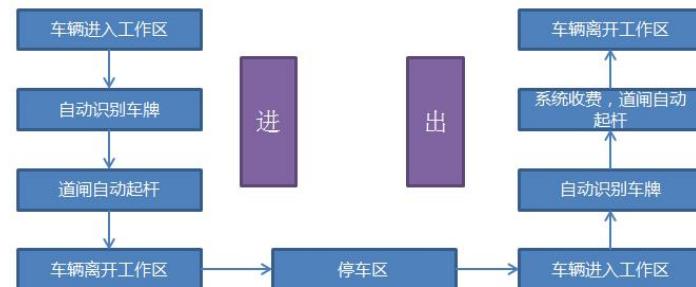
智能停车场管理系统先行者，提供全方位服务

公司从 1998 年开始生产停车场系统，经过长年的研发投入和技术积累，公司的停车场系统具备完整的功能，可以向顾客提供全方位的服务。公司的停车场系统在出入口控制、库（场）区、中央管理等部分相互协同，能够满足客户日益增长的智能化、人性化需求。

在出入口控制部分，公司产品在利用 IC 卡识别、车辆图像对比技术，保证停车场准确、安全、可靠的基础上，还提供车牌识别、自主缴费等附加功能，进一步满足了满足客户日益深化的人性化需求。

车牌识别技术通过图像采集和处理、数据库检索技术，判断车辆类别和有效期（或余额），进出停车场整个过程自动完成，无须工作人员干预。以此取代传统的IC卡技术，可以避免在车辆出入繁忙的时段，造成塞车的现象，从而节约车主宝贵的时间。

图 7：车牌识别系统流程



资料来源：信达证券研发中心

随着停车场收费管理系统已被广泛采用，为极大方便停车场管理者对各种车辆的管理，自助式停车收费管理系统应运而生，停车场自助缴费系统，可实现停车场无人值守智能化收费管理，实现临时卡（纸票）自助缴费，并实现自动找零功能，从而满足了一些大型商业社区的需求。

在场区部分，公司提供车位引导、反向寻车、报警联动等功能，前两项服务提高了车主在车场停车、找车的便捷性，后一项功能提高了场区的安全保障。

车位引导系统主要对进出停车场的车辆进行智能引导，方便车主快速、有效的找到空位。系统通过超声波探测器对车辆的检测，将车位的占用信息定位到具体的单个车位，通过实时发布停车场剩余车位信息，单个车位的占用信息并配合方向指示引导车辆快捷、高效的到达空位泊车。系统由数据采集、中央控制、信息发布和反向寻车四个子系统组成。

图 8: 车位引导和反向寻车功能示意图



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

报警联动系统可以实时视频监控通道现场情况，并识别系统报警事件、通道报警事件、地感事件、控闸事件，并进行报警，方便的实现火警、防盗警等信号接入及响应。

除此之外，公司的产品还可以通过对所有车位进行图形化管理，实现通道管制、停车规划、区域规划等功能，以满足特定客户的定制化需求。

与银联合作开辟金融 IC 卡支付

2011 年 9 月，公司与中国银联签署了《战略合作协议》。根据协议内容，银联将为捷顺科技及其客户的出入口设施提供统一的银行卡收单及专业化服务，在捷顺科技提供设备的停车场道闸、自助终端中共同研发包括金融非接触 IC 卡在内的银联卡支付功能。双方同意在中国范围内开展停车场银行卡收单业务结成合作伙伴并进行商户互荐。

2012年6月，公司公告已经陆续与国内4个城市（广州、深圳、天津、湖南）的银联机构签订了合作协议，协议强调双方在停车场终端改造开发合作伙伴关系之外，更明确了银联IC卡刷卡手续费分成比例。

表3：合作方推荐费用计算方法

协议合作方	推荐费用计算公式	结算周期
深圳市银联金融网络有限公司	商户收单月交易金额×收单方收益比率×15%	月结
广州银联网络支付有限公司惠州分公司	商户收单月交易金额×收单方收益比率×12%	月结
银联商务有限公司天津分公司	商户收单月交易金额×收单方收益比率×12%	月结
中国银联股份有限公司湖南有限公司	①一次性支付1000元/商户的市场拓展费用； ②商户收单月交易金额×收单方收益比率×10%	T+1

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司已经通过银联验收的项目有深圳深国投大厦、南京德基广场、上海光大会展中心、人民银行长沙支行等。由于与银联的合作收益源于金融IC卡支付中手续费的提成，而目前金融IC卡在银行卡中比重仍然较小，所以收益并不显著。

但我们认为开辟金融IC卡支付对公司业务发展产生积极的影响：首先，提供差异化服务，提升了公司产品的档次。当前停车场管理领域呈现以捷顺科技为龙头，富士智能和车安为强番，众多小企业林立的局面，而只有少部分公司具有研发改进产品的能力。众多小型企业因该市场的旺盛需求和巨大潜力进入，市场中出现品质量和服务质量参差不齐等现象。产品质量和功能的提升是避开低端竞争的主要方式。

其次，《中国人民银行关于推进金融IC卡应用工作的意见》指出，2015年1月1日起在经济发达地区和重点合作行业领域，商业银行发行的、以人民币为结算账户的银行卡均应为金融IC卡。可见，未来IC卡在金融领域的普及应用是大势所趋。随着用户规模的扩大，未来金融IC支付产品也能给公司贡献一定的收入。

智能安防系统平台提供完整解决方案

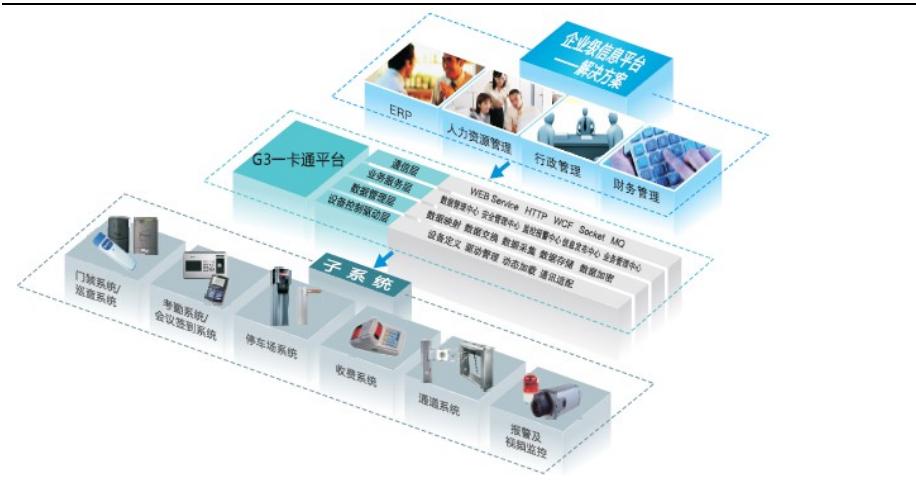
以往，不同安防设备之间由于各自平台不同，未实现互联，信息无法共享，各设备独立运作，安全防范效果受到较大影响。随着人们对安防需求的日益增强及安防产品应用领域的不断扩大，安防产品越来越向集成化、网络化、智能化方向发展。如今，人们已不再满足于仅仅建设独立的视频监控、门禁控制和防范报警等系统，如何将这些系统有机地融合在一起，成为新的关注点。

安防体系的建设日益要求通过软件平台将不同安防设备连接起来，以实现设备之间的互联互通、数据共享、协同运作。而公司的一卡通平台和新一代智能安防信息系统平台（NISSP）可以帮助解决客户系统网络隔离、信息不能共享而导致的综合安防效率低、管理控制成本高的难题。

一卡通平台是公司自主研发的各类安防产品共同构建的“综合安保管理平台”，是集停车场、门禁、人行通道、视频监控、考勤签到、电子巡查、报警及信息发布为一体的多应用平台，可以实现适合各类型种出入口的统一管理和控制。

公司的智能安防信息系统平台不仅可以实现公司的停车场、门禁、通道、考勤、收费等智能管理系统的互联互通互动、统一决策管理，同时还可基于 B/S 架构的开放式的软件管理平台将其它如视频监控、防盗报警、楼宇对讲、企业 ERP、HR 等系统也纳入该平台，真正实现了“大集成”的联动管理体系的构建。

图 9：一卡通系统实现出入口的统一管理和控制



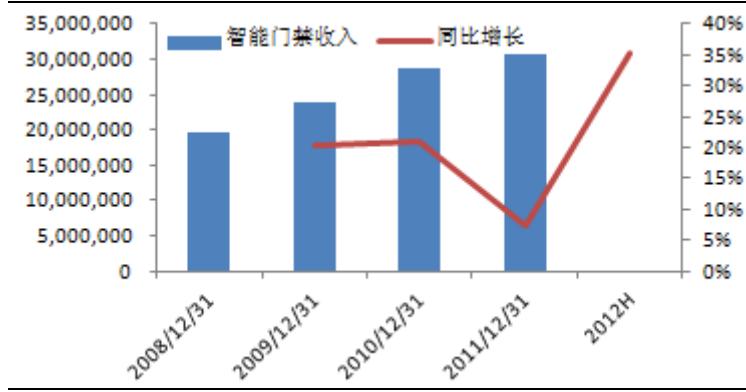
资料来源：公司资料，信达证券研发中心

公司的智能安防管理一体化解决方案一方面能够满足机场、大型场馆等用户对安防设备集中管控的需求，另一方面在项目竞争时增强了在技术水平、产品整合等方面占据优势，提升公司的竞争力，并带动公司各种产品的销售。

智能门禁、通道闸等产品有望继续快速增长

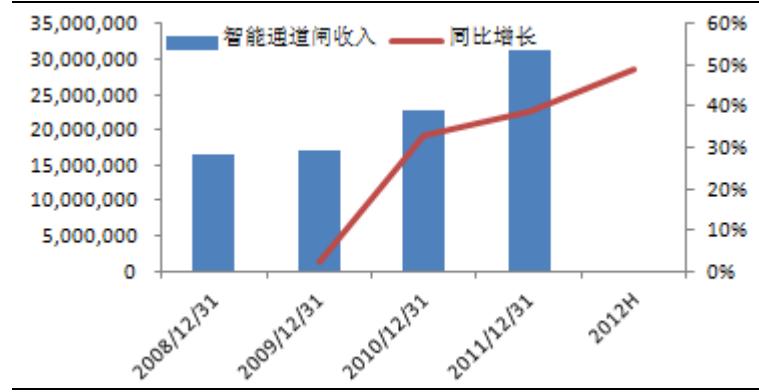
在停车场管理系统不断升级革新以满足人们日益深化需求的同时，门禁、通道闸、道闸等产品也随着建筑智能化推广和人们安防意识提高广泛应用到住宅小区、商场和企事业单位中。

图 10: 智能门禁收入 (单位: 元) 及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11: 智能通道闸收入 (单位: 元) 及同比增速



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

智能通道闸和门禁系统产品有望维持高增速。我国“城镇化”的快速发展，以及居民安全防范意识的不断提高，带动了商业、住宅楼宇等领域对智能门禁管理系统产品需求的提升。同时，公共交通、公共场馆、旅游休闲等基础设施领域的投资力度不断加大，将直接拉动智能通道闸管理系统的市场需求。估计智能通道闸和门禁系统产品增速未来几年仍能保持在 30% 左右。

预付卡瞄准未来市场

2012 年 8 月，公司全资子公司——捷顺通与深圳市金融联融资担保有限公司、深圳市快付通金融网络科技服务有限公司、深圳市富兰欣蕊投资贸易有限公司共同合资设立了“深圳市快捷通智能科技有限公司”。合资公司将以车主、业主为目标客户的预付卡发行和受理业务，并逐步向周边小额消费领域进行拓展和创新，以形成成熟规范的运营模式，有望为公司创造新的盈利模式。

表 4: 投资人及股东出资方式、持股比例 (单位: 万元)

股东名称	出资形式	出资额 (人民币)	出资比例
捷顺通	现金	204 万元	68%
金融联	现金	60 万元	20%
快付通	现金	30 万元	10%
富兰欣蕊	现金	6 万元	2%
合计		300 万元	100%

资料来源：公司资料，信达证券研发中心

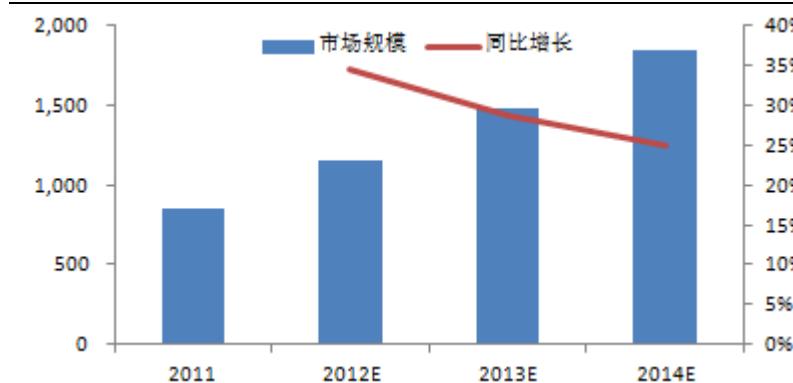
对于预付卡用户来说，预付卡方便安全，在部分商户可以进行积分和打折，为其提供了便利性和实惠。对于商户来说，预付卡使用范围的限定性实际上使持卡人跟商家签订了买卖协议，另一方面，商家可以通过影响力较大的第三方企业发售预付卡提升自身的品牌价值。对于发卡机构来说，多用途预付卡可以通过办卡费用、商户佣金返还和备付金收入等方式获得实现盈利。

预付卡规模快速扩大趋势明显

随着我国居民消费能力及消费意愿的增强，人们对多元化的支付方式提出了需求，而电子通信技术的成熟则为多种更为便捷的支付方式提供了保障。预付卡支付在消费端可以为顾客提供方便安全的支付方式，提升其购物体验，在供给端利于商业企业短期融资和锁定客户，所以近年来在市场中广受青睐。

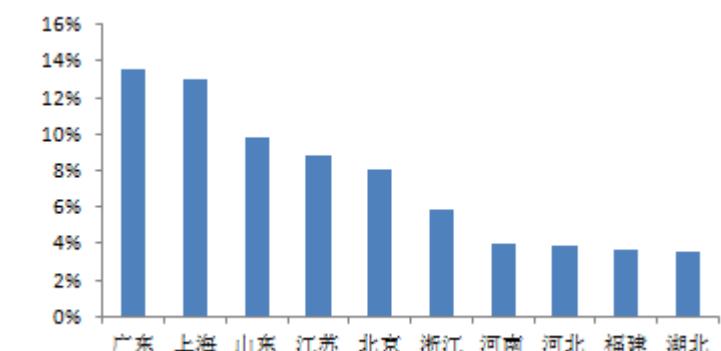
根据商务部的统计，2011 年我国单用途商业预付卡销售规模近 1.7 万亿元，单用途商业预付卡已经成为商业企业推动销售、居民小额支付、单位发放福利的重要手段。在多用途预付卡方面，较为保守的估计是 2011 年中国多用途预付卡市场的发卡规模为 855 亿，未来几年复合增长率接近 30%。

图 12：多用途预付卡市场规模（单位：亿元）



资料来源：易观国际，信达证券研发中心整理

图 13：2011 年预付卡用户集中省份



资料来源：艾瑞咨询，信达证券研发中心

从区域上将广东省预付卡用户较多

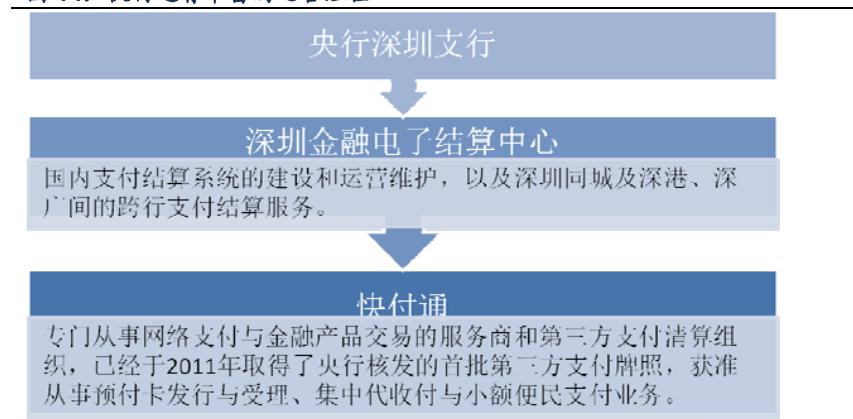
经济发达地区金融业务较多，消费能力较强，因此预付卡的使用率较高。艾瑞咨询的调研数据显示，预付卡用户最集中的几乎都是经济最发达的省份，其中，广东省预付卡用户最多，占到总数的 13.6%。相对成熟的市场和庞大的用户规模无疑为公司开展预付卡业务创造了良好的条件。

通过整合各方资源扩大用户规模

公司的智能一卡通系统涵盖了智能停车场、智能通道、智能门禁等设备、产品及后台软件，是公司最重要和最具竞争力的解决方案之一。“一卡通”应用中的身份及安全识别、权限、储值等核心业务功能主要以非接触式 IC 卡作为介质和载体。公司的智能一卡方案每年配套售出的非接触式 IC 卡都在百万数量级上，拥有庞大成熟的 IC 卡终端受理渠道和使用环境。

另一方面，快付通是深圳金融电子结算中心旗下专门从事网络支付与金融产品交易的服务商和第三方支付清算组织，已经于 2011 年取得了央行核发的首批第三方支付牌照，获准从事预付卡发行与受理、集中代收付与小额便民支付业务。深圳金融电子结算中心系央行深圳支行领导的国内首家金融电子结算中心，长期承担着国内支付结算系统的建设和运营维护，以及深圳同城及深港、深广间的跨行支付结算服务，具有强大高效的支付网关和代收付系统等金融基础优势。

图 14: 快付通有丰富的运营经验



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

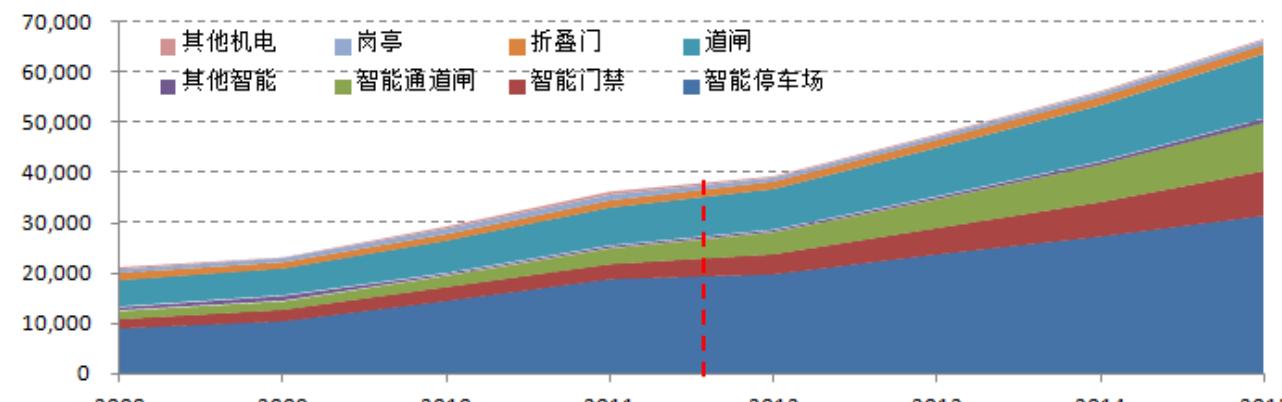
所以，未来预付卡业务可以将公司庞大的终端受理渠道、预付 IC 卡发行能力与快付通的预付卡运营经验、金融背景优势联合起来，在住宅周边、商场内推广具有巨大的市场前景。作为预付卡的发卡方，盈利来源主要包括备付金收入、商户佣金返还以及办卡费等等途径，而随着用户存量的扩大，收入规模将逐渐突出。

相关假设及盈利预测

未来三年经营情况假设

- 1、从停车场和道闸产品的收入的区域和客户类型测算，公司 2013-2015 年停车场、道闸产品收入增速分别达到 20%、15%、15%。同时公司在智能停车场管理领域的领先地位、产品的完善功能和质量品质保证产品的毛利率出现大幅下滑的可能性较小；
- 2、用户安全防范意识的不断提高、建筑智能化逐渐普及对智能门禁和通道闸产品产生稳定需求，当前这两项产品当前收入规模不大，增速可维持在 30%左右的水平；
- 3、公司 2013 年开始为广东省内停车场用户提供预付卡，预计新业务 2013-2015 年公司能够贡献营业利润的 4.62%、7.82%、9.96%。

图 15：产品收入预测（单位：万元）



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

估值与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 7.86%、21.20%、18.00%，归属母公司净利润分别增长 33.52%、17.78%、26.32%。2012-2014 年的 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元和 0.69 元。

表 5: 安防行业软件公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
				EPS		P/E		
300270.SZ	中威电子	44.50	0.61	0.97	1.42	73	46	31
002236.SZ	大华股份	62.00	0.68	1.18	1.80	92	53	34
300275.sz	梅安森	28.31	0.74	1.07	1.37	38	26	21
300155.sz	安居宝	14.30	0.33	0.45	0.66	43	32	22
600728.SH	佳都新太	8.62	0.13	0.18	0.27	67	47	32
002415.SZ	海康威视	37.10	0.74	1.02	1.41	50	36	26
均值						61	40	28
002609.sz	捷顺科技	13.51	0.35	0.46	0.55	39	29	25

资料来源：捷顺科技为信达证券研发中心预测，其余公司采用 WIND 一致预期。价格为 2013 年 3 月 19 日收盘价。

我们选取安防行业内的上市公司，得到 2013 年动态市盈率均值为 28 倍。给予公司 2013 年 25-30 倍市盈率，计算得到每股合理价值区间为 13.75-16.50 元，首次覆盖，给予“增持”的投资评级。

风险因素

- 1、房地产调控政策加剧；
- 2、市场恶性竞争导致公司毛利率大幅下滑；
- 3、新业务推广销售不及预期；

资产负债表

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	235.38	663.15	683.58	932.23	1,220.91
货币资金	121.52	484.45	478.55	686.22	934.03
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	31.37	71.21	82.66	100.19	118.22
预付账款	2.09	2.94	3.11	3.81	4.50
存货	74.39	85.63	100.34	123.09	145.24
其他	6.01	18.92	18.92	18.92	18.92
非流动资产	54.76	75.50	110.74	131.04	147.96
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	30.84	37.42	56.08	76.43	98.72
无形资产	16.66	17.84	17.92	16.09	13.80
其他	7.27	20.24	36.75	38.52	35.44
资产总计	290.14	738.65	794.32	1,063.27	1,368.87
流动负债	104.94	115.94	129.82	329.84	550.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	50.51	52.39	65.01	79.76	94.11
其他	54.43	63.55	64.81	250.08	456.34
非流动负债	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	4.00	4.00	4.00	4.00
负债合计	104.94	119.94	133.82	333.84	554.45
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.17	0.53
归属母公司股东权益	185.20	618.71	660.50	729.26	813.90
负债和股东权益	290.14	738.65	794.32	1,063.27	1,368.87

单位:百万元

利润表

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	309.81	383.18	413.31	500.94	591.12
营业成本	149.79	201.10	217.55	266.87	314.90
营业税金及附加	1.70	4.32	5.17	6.26	7.39
营业费用	63.29	74.73	78.53	90.31	103.85
管理费用	36.60	52.48	55.80	64.17	73.79
财务费用	-0.31	-1.77	-10.71	-9.52	-13.66
资产减值损失	0.91	2.92	3.31	5.01	5.91
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.82	49.40	63.67	77.84	98.94
营业外收入	3.04	1.33	3.65	1.65	1.65
营业外支出	0.03	0.14	0.00	0.00	0.00
利润总额	60.83	50.59	67.32	79.49	100.59
所得税	9.44	7.98	10.44	12.32	15.59
净利润	51.39	42.61	56.89	67.17	85.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.17	0.36
归属母公司净利润	51.39	42.61	56.89	67.00	84.64
EBITDA	67.12	56.89	75.00	90.80	114.31
EPS (摊薄)	0.42	0.35	0.46	0.55	0.69

单位:百万元

现金流量表

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	48.14	5.74	51.51	236.64	277.44
净利润	51.39	42.61	56.89	67.17	85.00
折旧摊销	6.66	8.11	7.68	11.31	13.72
财务费用	-0.36	-1.81	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-9.53	-45.30	-15.75	154.02	173.83
其它	-0.01	2.14	2.69	4.13	4.89
投资活动现金流	-13.04	-41.43	-42.31	-30.73	-29.63
资本支出	-13.52	-28.37	-42.31	-30.73	-29.63
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.49	-13.06	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-25.27	398.55	-15.10	1.76	0.00
吸收投资	0.00	396.35	20.49	1.76	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	25.27	0.00	35.60	0.00	0.00
现金净增加额	9.72	362.71	-5.90	207.67	247.81

单位:百万元

重要财务指标

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	309.81	383.18	413.31	500.94	591.12
同比	26.84%	23.68%	7.86%	21.20%	18.00%
归属母公司净利润	51.39	42.61	56.89	67.00	84.64
同比	42.64%	-17.09%	33.52%	17.78%	26.32%
毛利率	51.65%	47.52%	47.36%	46.73%	46.73%
ROE	29.85%	10.60%	8.89%	9.64%	10.97%
每股收益(元)	0.42	0.35	0.46	0.55	0.69
P/E	32	39	29	25	20
P/B	8.7	2.6	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	17.84	28.18	22.07	18.27	14.51

计算机研究小组简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC产品管理等工作，IT从业经验八年。2007年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。
 肖金德，南开大学经济学硕士，2012年7月加盟信达证券研发中心，从事计算机行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
太极股份	002368	安居宝	300155	数字政通	300075	软控股份	002073
四维图新	002405	御银股份	002177	用友软件	600588	航天信息	600271
东华软件	002065	远光软件	002063	海隆软件	002195	恒生电子	600570
北斗星通	002151						

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有：股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。