

东方通信(600776)

深度报告

行业公司研究——通信设备行业

证券研究报告

# 集群业务成为业绩驱动

——东方通信深度报告

✍️：刘迟到 执业证书编号：S1230511010012  
☎️：021-64718888-1301  
✉️：liuchidao@stocke.com.cn

## 报告导读

公安集群招标一旦启动，公司业绩将高增长

## 投资要点

### □ 金融电子增长稳定，集群业务将在 2013 年爆发

公司目前主营业务是 ATM 制造与销售，国内市场 20% 的增长和一体机销售占比的提升是公司 ATM 业务增长的主营驱动。此外，我们预计全国警用集群系统“模转数”升级大幕在 2013 年开启，集群业务是公司未来弹性较大的业绩增长点，业务收入规模将从 2012 年的 1 亿迅速上升到 2016 年的 15 亿。

### □ 业绩驱动因素

1) 公安集群“模转数”规模的增加；2) 公司在公安集群市场份额的增加；3) 农村和三四线城市 ATM 需求的上升。

### □ 有别于大众的认识

- 1) 市场认为与民营企业相比公司缺乏做大业绩的动力。而我们认为：公司确定未来 10 年将会有较确定的期权激励计划，并且股权激励规模上限是股本的 10%。国资委对公司股权激励计划的认可隐含其对公司未来高增长的预期，同时也隐含公司未来考核预期的提升，公司管理层做大业绩动力充分。
- 2) 市场认为公司数字集群业务在公安市场不能占较大份额。而我们认为：公司的方案在兼容性和性能上的表现出色，是公司核心竞争力。技术的优势可以给客户带来更好的体验并保护原有网络设备的投资。公司在公安市场的份额未来将达到 30%。
- 3) 市场认为公司资产结构不尽合理。而我们认为：公司资产中现金、固定资产目前回报很低，影响公司 ROE 水平。但集群业务的规模发展将有效消化产能和闲置资金，提升 ROE。集群产品架构也决定其研发边际成本很低。

### □ 看好公司数字集群业务，首次覆盖给予“买入”评级

公司主营业务增长确定，同时我们看好数字集群业务在未来 3 年中警用集群在全国范围“模转数”进程中的表现。考虑到收入确认周期，根据模型测算，预计 2013-2015 年公司 EPS 为 0.16、0.25、0.43 元，对应 PE 为 39、25 和 14 倍，目前股价相对低估，首次覆盖给予“买入”投资建议。

## 财务摘要

(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入	3298.29	3443.51	3537.67	3588.61
(+/-)	5.83	4.40	2.73	1.44
净利润	192.59	197.96	312.35	546.15
(+/-)	2.55	2.79	57.78	74.85
每股收益(元)	0.15	0.16	0.25	0.43
P/E	27.85	39.72	25.17	14.40

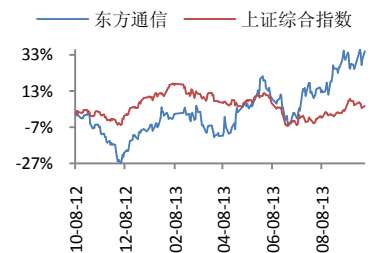
## 评级

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥6.26

## 买入

## 单季度业绩

元/股	元/股
2Q/2013	0.04
1Q/2013	0.04
4Q/2012	0.08
3Q/2012	0.02



## 公司简介

## 相关报告

报告撰写人：刘迟到

数据支持人：沈俊

## 投资要点

### 核心假设

- 1) 公安部到 2016 年底前全面完成警用集群“模转数”工作;
- 2) 2013 年公安部启动全国性的数字集群招标工作, 各省至少一个地级区市参与投资;
- 3) 公司的数字集群获得公安部认可, 2013 年起将获得规模订单;
- 4) 公司自主生产的 ATM 机占比上升, 代理 ATM 机数量下降;
- 5) 我国 ATM 市场仍能保持每年 20% 左右增长。

### 股价催化剂

- 1) 公安部警用数字集群“模转数”工作进程加快;
- 2) 公司数字集群市场份额超预期;
- 3) 公司循环机机芯研发成功;
- 4) 公司集群终端研发成功。

### 风险因素

- 1) 数字集群业务竞争对手持续进行价格战的竞争手段;
- 2) 警用集群采用 LTE 方式实现;
- 3) 互联网金融发展导致 ATM 需求下降。

## 正文目录

投资要点 .....	2
核心假设 .....	2
股价催化剂 .....	2
风险因素 .....	2
<b>1. 投资逻辑——集群业务驱动公司业绩高增长 .....</b>	<b>5</b>
公司盈利业务比重持续增长驱动公司业绩 .....	5
股权激励获国资委批准隐含公司业务未来高于 20% 增长 .....	7
<b>2. 集群通信——国内公安需求即将爆发 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 业务分析：集群业务规模将迅速增长至 15 亿 .....	10
行业分析： .....	13
<b>3. 金融电子——业绩增长的中流砥柱 .....</b>	<b>16</b>
业务分析：一体机销售驱动销售规模 20% 以上增长 .....	16
行业分析：中国是 ATM 第一大市场，银行渠道下沉驱动未来行业维持 20% 增长 .....	17
<b>4. 财务分析 .....</b>	<b>21</b>
模型假设 .....	21
收入预测 .....	21

## 图表目录

图 1：2011 年盈利能力较强的业务占总收入的 28% .....	5
图 2：2012 年盈利能力较强的业务占总收入的 31% .....	5
图 3：2011 年盈利能力较强的业务占总毛利的 83% .....	6
图 4：2012 年盈利能力较强的业务占总体毛利的 79% .....	6
图 5：目前仅占毛利 5% 的数字集群业务将高增长，2015 年规模与金融电子收入相当 .....	6
图 6：公司研发投入进入平稳期 .....	7
图 7：公司职工以高层次的技术人员为主 .....	8
图 8：公司人均收入 12 万元处于行业中下水平 .....	8
图 9：公司自主研发的 TETRA、PDT 数字集群产品方案基于相同的软硬件架构 .....	11
图 10：预计 2014 年公司集群收入增长 290%，2016 年达 15 亿 .....	12
图 11：世界主要集群供应商毛利率均接近 50% .....	12
图 12：公司集群业务毛利率未来将呈上升趋势 .....	12
图 13：摩托罗拉在华集群收入超过 20 亿人民币 .....	13
图 14：海能达模拟集群收入每年约 7 亿 .....	13
图 15：全球来看政府安全约占集群市场的 1/3 .....	13
图 16：我国集群市场数字设备渗透率仍然处于较低水平 .....	13
图 17：中国警用数字集群需求 CAGR100%，总规模 135 亿 .....	14
图 18：金融电子占公司收入 20% .....	16

图 19: 却是公司主要的利润来源 .....	16
图 20: 公司目前自主研发的 ATM 机销售已经占 60%.....	16
图 21: 我国一体机采购量已经占 60%，成为主流 ATM 采购设备.....	16
图 22: 中国联网 ATM 数量保持 20%以上增长 .....	18
图 23: 中国是 ATM 第二大市场，2013 年有望超过美国 .....	18
图 24: 中国是未来最大的 ATM 机市场.....	18
图 25: 五大行中中行需求增长最旺，中小银行增速高于平均 .....	19
图 26: 工行联网 ATM 增速开始下降.....	19
图 27: 五大银行占采购量 64%，农村金融和城商行需求放大.....	19
图 28: 金融外包业务已达亿级规模，增速接近 50% .....	20
表 1: 2012 年公司各项业务毛利率估算（扣除内部抵消） .....	5
表 2: 公司货币和固定资产的回报率较低.....	7
表 3: 期权行权条件，即 2014 年扣非后 ROE 不低于 6% .....	8
表 4: 按行权条件推出的最低行权条件显示，公司 2014 年扣非后净利润比 2012 年约 50%，2014-2016 年 CAGR>20% .....	9
表 5: 公司细分业务盈利预测 .....	10
表 6: 公司细分业务盈利预测 .....	12
表 7: 中国警用数字集群市场需求预测表 .....	15
表 8: 金融电子细分业务收入预测（扣除内部抵消） .....	17
表 9: 国内主要供应商市场份额 .....	17
表 10: 我国近几年为了支持农村及边远地区金融服务水平发布的相关政策.....	20
表 11: 金融电子细分业务收入预测（扣除内部抵消） .....	21
表附录: 三大报表预测值.....	22

## 1. 投资逻辑——集群业务驱动公司业绩高增长

公司主要利润来源业务金融电子未来保持 20% 增长，并且受公安部“模转数”在开始全国范围内推进，公司的集群收入将从 2012 年的 1 亿收入增长到 2015 年的 11 亿收入，和金融电子收入相当。由于技术成熟，产能充裕并且资金充沛，公司业绩将受益于数字集群市场需求的爆发，未来 3 年内业绩复合增长率高于 40%。

### 公司盈利业务比重持续增长驱动公司业绩

公司业务主要分为金融电子、电子制造、通信交换网络、数字集群业务和其他贸易业务。其中金融电子、通信交换网络和数字集群业务的毛利率较高，是公司主要的利润来源。由于历史原因，公司低毛利的电子制造和贸易业务仍有较大规模，但这两块收入比重未来有下降趋势。

电子制造目前以外部代工为主，随着自产的金融电子和集群收入比重的增加，电子制造的产能将向内部迁移，因此收入将下降。而贸易收入波动性较大，由于毛利率较低，基本处于微利状态。低毛利业务的收入和利润比重在未来将会下降。由于运营商市场竞争激烈，导致通信交换网络业务增长持平，公司盈利增长主要驱动来自集群业务和金融电子两块业务。其中金融电子业务受我国 ATM 市场规模的增长，仍将保持 20% 左右的稳定增长。

公司业绩最主要的驱动力将来自由警用数字集群为主的数字集群大规模建设导致的数字集群业务收入的增加。公司目前的资产结构、产能和研发投入均为未来的集群业务留有充分的空间。集群业务利润增长将会快于收入的增长，因此我们预计公司整体净利润复合增速将保持在 40% 以上。

#### 金融电子、交换网络、集群业务是公司主要利润来源

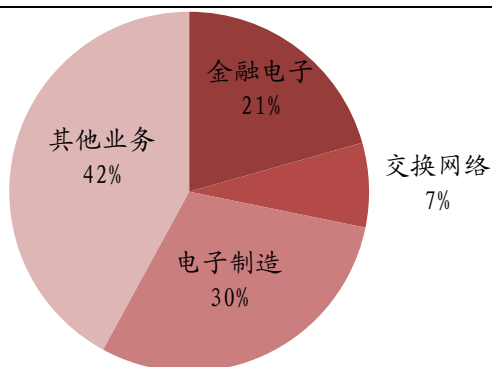
根据年报数据以及我们的推测，公司金融电子、无线集群和交互网络的毛利率较高，分别是 29.6%、20% 和 40%。而电子制造、其他贸易业务的毛利率处于微利水平，分别是 4% 和 3.49%。从收入规模来看，盈利能力较强的业务仅占公司收入不到 1/3，但占毛利的比重达到了 80%。

表 1：2012 年公司各项业务毛利率估算（扣除内部抵消）

	2012E
金融电子	29.60%
无线集群	20.00%
交换网络	40.00%
电子制造	4.00%
其他贸易	3.49%
综合毛利率	12.3%

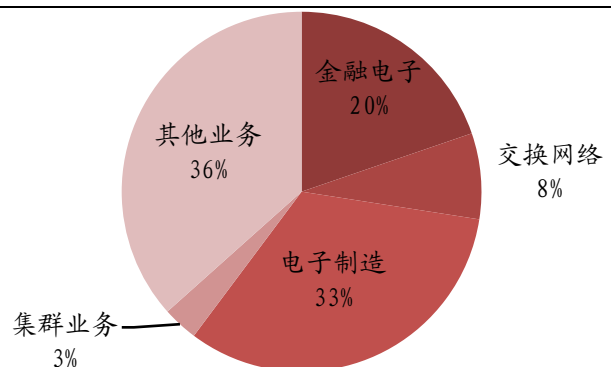
资料来源：公司公告，浙商证券研究所估算

图 1：2011 年盈利能力较强的业务占总收入的 28%



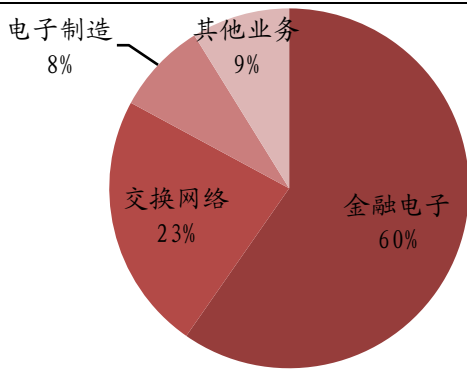
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 2：2012 年盈利能力较强的业务占总收入的 31%



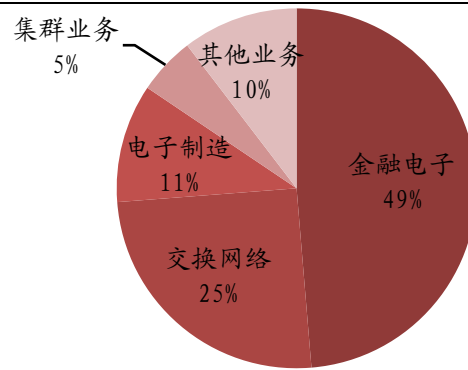
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 3：2011 年盈利能力较强的业务占总毛利的 83%



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 4：2012 年盈利能力较强的业务占总体毛利的 79%



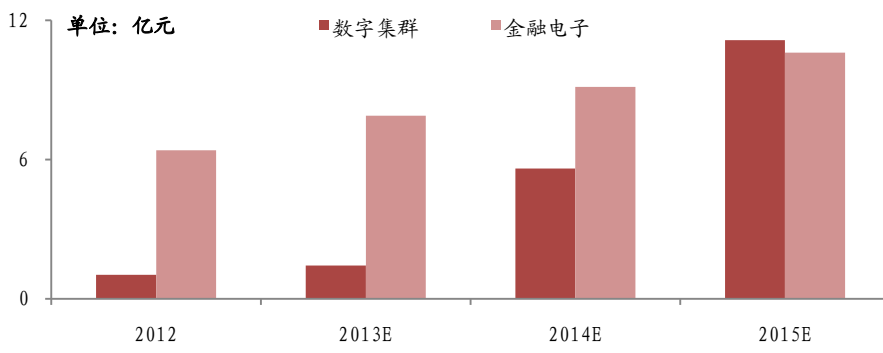
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

➤ 集群业务一旦爆发，业绩将大为改善

集群通信作为专网通信的主要方式，广泛应用于政府安全、公共服务、公共交通以及工商业等领域，是现代生活中必不可少的通信方式。全球集群通信正经历从模拟向数字过渡的过程，我国的集群数字化程度较低，公安部门对集群通信保密、容量等的需求使之成为目前推动国内政府集群数字化的主要力量。我们预计以 PDT 为主的国内警用数字集群到 2016 年末总需求将达到 130 亿规模，公司在数字集群领域已经有了丰富的积累。

公司从 2011 年开始实现数字集群收入，规模不到 1400 万，2012 年由于沈阳地铁和杭州政企网络等大单的签订，收入规模超过了 1 亿元。考虑到公安“模转数”将在全国范围内全面开展，未来 3 年将是公司集群业务发展的黄金三年。预计 2013 年-2015 年，公司集群收入规模将从 1 亿增长到 11 亿，贡献利润将超过金融电子。

图 5：目前仅占毛利 5%的数字集群业务将高速增长，2015 年规模与金融电子收入相当



资料来源：东方通信，浙商证券研究所

➤ 充沛的资金和产能有助于提升公司 ROE，业务边际成本非常低

公司早在 2009 年就确定了向集群业务转型的业务方向，因此在资产结构，资本投入上已经做好的充分的布局，因此公司未来利润的增长必定快于收入增长。1) 公司目前现金非常充足，一旦集群业务爆发需要消耗大量资金，公司不需要支付额外的融资成本。2) 公司原有的充沛产能并不能产生良好的回报，在集群业务需求的拉动下，公司不仅不需要投入更多的生产线，并且可以提升目前生产线的资产回报率。3) 公司在集群技术上最大的看点是统一的交换平台和统一的硬件平台，这可以减少公司在研发新产品时的额外研发投入。

根据 2012 年年报，公司资产负债率仅为 18.72%，且负债主要是应付账款、预收账款等经营性负债。而总资产中有 12.3 亿是货币资金，2.7 亿其他流动资产，两者产生的资本回报为 0.7 亿元，对应 ROA 为 4.7%。数字集群业务回款类似于公网通信行业，应收账款周期通常在一年左右。即使公司未来集群业务收入达到我们预测的 15 亿元，以公司目前的现金资产依然能够自给自足，但是由于集群业务的盈利能力较高，现有资金的回报率必定远高于目前的水平。

另外，公司固定资产 2.9 亿，主要用于电子制造代工以及本公司金融电子和集群设备的生产。如果不考虑金融电子业务销售的利润，我们估计 2012 年公司电子制造的净利润远低于 1000 万元，资产回报率相当低。公司目前有 17

条生产线，产能非常充沛。预计 2012 年公司制造能力约在 12 亿规模，完全可以支撑未来集群业务的扩张带来的产能需求，同时增加固定资产的盈利能力。

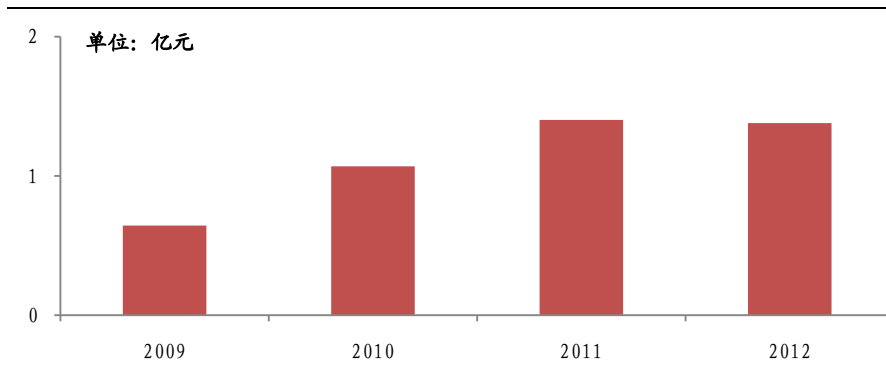
公司不同制式的集群方案使用同一种交换中心，甚至 PDT 和 TETRA 基地站的硬件架构也类似。这种架构上的统一类似华为的公网解决方案，可以在满足用户不同需求的情况下，减少公司额外的研发成本。根据我们的测算，公司 2011 年和 2012 年集群研发的费用均控制在 7000 万元规模，没有出现明显增长。我们判断，考虑到母公司普天集团是中国移动 LTE 八家供应商之一，即使未来公安系统的数据通信网络升级到 LTE，公司需要额外投入的研发成本仍然不会暴增。

**表 2：公司货币和固定资产的回报率较低**

	2012
货币资金	12.3 亿
其他流动资产	2.7 亿
资产负债率	18.72%
总资产	33.6 亿
固定资产	2.9 亿
净利润	0.9 亿
净资产收益率	7.41%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**图 6：公司研发投入进入平稳期**



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 股权激励获国资委批准隐含公司业务未来高于 20% 增长

公司经过将近一年的修订，通过了中国证监会和国务院国资委的双道审批，最终于 2013 年 5 月通过了 A 股股票期权激励计划。股权激励分三个行权期，分别是 2015 年 2016 年和 2017 年。考核目标分别是前三年也就是 2014-2016 年扣非后的净利润 CAGR 和扣非后净资产收益率 (ROE)。

股权激励的实施使公司未来业绩受益于：1) 员工持股带来积极性和凝聚力的提升；2) 人力成本边际的降低；3) 融资渠道的拓展；4) 国资委对公司预期的提升带来业绩考核压力。

表 3: 期权行权条件, 即 2014 年扣非后 ROE 不低于 6%

行权期	考核目标	
	ROE	利润增长
第一个行权期(24个月-36个月)	行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 6%且不低于对标企业 75 分位值;	行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5%且不低于对标企业 75 分位值;
第二个行权期(36个月-48个月)	行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 7.3%且不低于对标企业 75 分位值;	行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5%且不低于对标企业 75 分位值;
第三个行权期(48个月-60个月)	行权前一年度加权平均净资产收益率不低于 8.5%且不低于对标企业 75 分位值;	行权前一年度前三年净利润复合增长率不低于 15.5%且不低于对标企业 75 分位值;

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

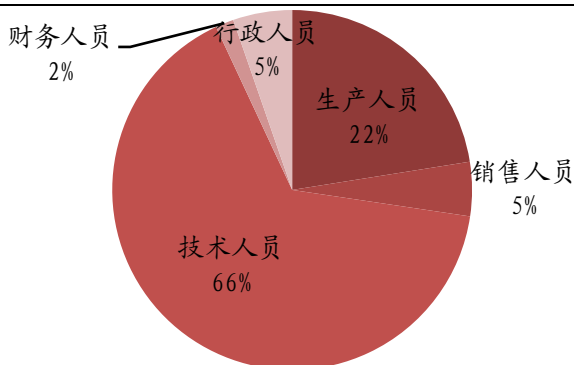
➤ “双 10” 计划激励效果持续有效

公司最终确定的 A 股股票期权激励计划不同于其他公司股权激励。计划拟授予激励对象股票期权的总额达到股本的 10%，有效期为 10 年。首期授予的股份占总股本的 1%，考虑到以后每次授予间隔不少于两年，可以预计未来的股权激励规模有望超过 1%。我们认为，这样大规模的股权激励预期对于公司和员工都是双赢。

首先，由于期权行权方式是对特定对象进行股票增发，公司通过股权激励可以获得持续的资金融资，以目前东方通信约 75 亿市值计算，如果股权激励总额达到 10%，则公司至少可以获得约 7 亿资金。由于未来集群项目可能会以类似 BOT 等方式进行，加上公司目前约 11 亿现金的储备，公司未来的发展已经没有资金上的瓶颈。

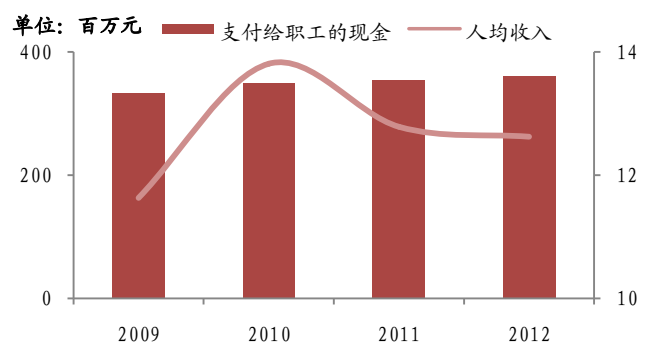
其次，公司目前人均工资为 12 万元，并以技术人员和高学历人员为主。根据年报披露，公司高管一年收入普遍在 50 万左右水平，处于行业中下水平。与公司目前的市值以及未来集群业务规模无法有效匹配，股权激励的实施一方面可以增加员工的财产性收入，另一方面也会有效控制公司未来人力成本的提升。

图 7: 公司职工以高层次的技术人员为主



资料来源: 东方通信, 浙商证券研究所

图 8: 公司人均收入 12 万元处于行业中下水平



资料来源: 东方通信, 浙商证券研究所

➤ 行权条件隐含的净利增长高于 15.5% 的复合增长率, 体现出国资委对公司高增长的预期

公司此次行权条件的考核目标中对净利润和净资产收益率的定义均为扣非后。如果以 2011 年扣非后的净利润为基数，2014 年扣非后净利润将达到 1.8 亿。假设 2014 年扣非后的 ROE 为 6%，非经常性损益为 0，同时 50% 当期利润进行分配的情况下，得出 2015 和 2016 年公司最低的扣非后净利润分别为 2.3 亿和 2.7 亿，增长 25% 和 21%。均比 15.5% 的三年复合增长率要求高。



**表 4: 按行权条件推出的最低行权条件显示, 公司 2014 年扣非后净利润比 2012 年约 50%, 2014-2016 年 CAGR>20%**

	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
扣非后净利润(万元)	11,702.90	12,218.09				
15.5% CAGR 得出扣非后净利润(万元)				18,031.82		
ROE 目标				6.0%	7.3%	8.5%
以 ROE 得出扣非后净利润(万元)					22,596.87	27,271.79
净利润 YOY					25.3%	20.7%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

## 2. 集群通信——国内公安需求即将爆发

我们在 2011 年 10 月发表的《爆发成长期近在咫尺——中国数字集群产业深度报告》中指出，由于数字集群在容量、通话质量、保密性和通信功能等方面的优势，各国在未来 10 年中将陆续把原有的模拟集群系统替换成数字集群。根据我国工信部 2009 年的 666 号文件，我国“模转数”的最后时间点为 2015 年。

公安部门是我国集群数字化需求最高的政府部门，根据公安部最新的安排，2013 年底之前，各省必须至少上报一个地级市作为 PDT 试点城市，并在十二五末完成全网“模转数”。参考这一预期，我们认为公安部的“模转数”将在未来 3 年时间里释放 135 亿的需求，而国内有自主数字集群技术的公司将是唯一受益的企业。东方通信如果能占有行业 30% 的份额成为重要的供应商，则 2016 年集群收入将达到 15 亿规模。

### 业务分析：集群业务规模将迅速增长至 15 亿

公司自主研发的解决方案支持 TETRA、PDT 等所有国内数字集群通信制式，系统方案在兼容性和稳定性有着较大的优势。技术上的优势有助于公司获得更大的市场份额。公司能自主研发 PDT、TETRA 甚至是 DMR 终端，但是产业化仍需要一个过程。因此目前终端方案采取与海外硬件商合作进行二次开发的方式实现，但我们预计公司自主研发的数字终端将在一年内推向市场。

鉴于我们对公司在数字集群项目上的丰富经验，以及在无线通信系统近 20 年积累的信心，我们认为公司虽然没有模拟集群业务，但对于数字集群，公司有望成为国内主流供应商，并最终获得 30% 的市场份额。预计受公安“模转数”在 2014 年爆发的驱动，公司集群收入将从 2012 年的 1 亿上升到 2016 年的 15 亿元规模，是公司未来最大的业绩驱动因素。

#### ➤ 丰富的数字集群项目经验

公司在 2010 年 4 月和 2011 年 1 月分别通过了工信部国家无线电监测中心对公司的 eTRA™ 数字集群系统 BS350 和 BS800 TETRA 基站的型号核准测试。成为国内第一家具有自主研发和生产 TETRA 网络设备实力的通信设备商。

根据公告披露的信息，从 2009 年起，公司已经陆续中标数字集群的集成和设备合同，其中包括杭州地铁、杭州市政和沈阳地铁公安的数字集群通信系统，目前这三张网均已交付使用。

**表 5：公司细分业务盈利预测**

中标项目	时间	披露金额	概要
杭州地铁 1 号线工程专用通信系统 II 标项目	2009 年 1 月	4,880 万	东方通信提供交换控制中心(MSO)设备、调度管理设备、基站设备等等以及提供系统方案的优化、产品设计、售后服务等一系列工作。
沈阳地铁公安无线集群	2011 年 12 月		设备包括 1 套交换中心、22 套 350MHz 基站、及其相关的网管设备、调度台、车载台和手持台等，同时还为项目提供安装、调试、培训及维护等服务。
杭州市数字集群无线政务专网	2012 年 1 月	3,970 万	采用“企业投资建设运营，政府购买服务”的运营模式，东方通信负责网络设备及工程服务，提供 eTRA 800MHz 数字集群通信系统所需的相关设备及终端产品，包括交换中心、800MHz 的基站以及网管设备、终端产品等。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

➤ 无线集群技术优势明显

东方通信是国内最早进行无线通信系统研发和制造的老牌通信企业，拥有国家级企业技术中心和博士后工作站，是 PDT 联盟常务理事成员、TCCA（原 TETRA MOU）、DMR 协会会员。早在 1998 年，公司就已经通过和摩托罗拉公司合作自主研发和生产 GSM 通信设备和终端。2001 年东方通信又与高通签约进行 CDMA 技术的产品生产。而集群通信、GSM 和 CDMA 通信都属于第二代无线通信技术，在标准和实现方式上都较为相似。公司自主研发的数字集群产品方案支持 TETRA 和 PDT 等标准，并且和其他厂商不同，东方通信方案中，不同制式的基站和核心网使用的硬件几乎是相同的，这有助于公司降低研发成本的同时提供更好的兼容性。

虽然公司后来剥离了手机事业部，使集群终端的发展略有滞后，但是东方通信在无线通信设备的技术优势使他的集群解决方案在兼容性和性能上占据巨大优势。东方通信的集群网络可以兼容不同厂商的 TETRA、PDT 甚至是模拟集群网络，这可以帮助客户保护原有的投资，对于预算有限且对互联互通有较高要求的公安部门而言是非常重要的。另外，东方通信是国内厂商中唯一研发过商用公网无线系统的方案商，在系统可靠性和稳定性上也存在明显优势。而集群通信作为应急通信系统，对可靠性和稳定性的要求是极高的，因此客户更容易接受东方通信的解决方案。

图 9：公司自主研发的 TETRA、PDT 数字集群产品方案基于相同的软硬件架构



资料来源：东方通信，浙商证券研究所

➤ 集群业务已形成规模收入，公安系统需求的集中爆发将驱动公司业绩

东方通信 2011 年集群收入约为 1400 万元，2012 年达到 1.03 亿元，已形成规模收入，增长达到 660%。目前公司数字集群项目主要以地铁和政务 TETRA 网络为主。而公安部全国集群系统的模转数改造计划已经于 2013 年中正式启动，并计划在 2016 年末实现全面模转数。

公安部的投资主要集中在 TETRA 和 PDT 等第二代通信系统，公司目前自主研发的集群通信解决方案能提供全制式的解决方案，技术和功能上完全满足公安部的需求。假设公司的市场占有率未来能达到 30%，根据我们行业分析中

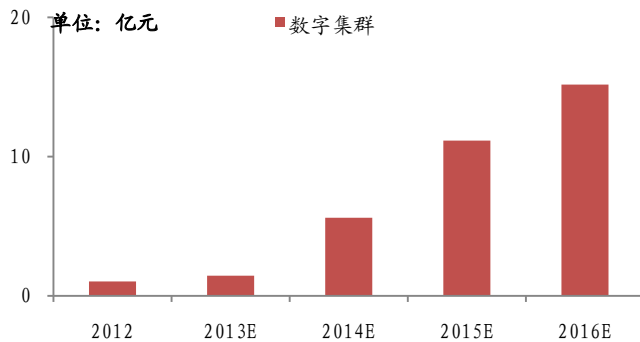
对国内公安数字集群需求的预测,以及对政企收入的简单预测,得到2013年-2016年公司集群收入分别为1.7、5.9、12.6、15.3亿。2014年将是公司集群业务实现规模收入的转折年。

**表 6: 公司细分业务盈利预测**

单位: 万元	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
公安需求	23880	124015	310311	418035	460878
市占率		20%	25%	30%	30%
合同收入		24803	77578	125410	138264
确认收入		12402	51190	101494	131837
政企收入		2000	5000	10000	20000
集群总收入	10292	14402	56190	111494	151837
毛利率	20%	20%	30%	40%	45%

资料来源: 浙商证券研究所

**图 10: 预计 2014 年公司集群收入增长 290%, 2016 年达 15 亿**



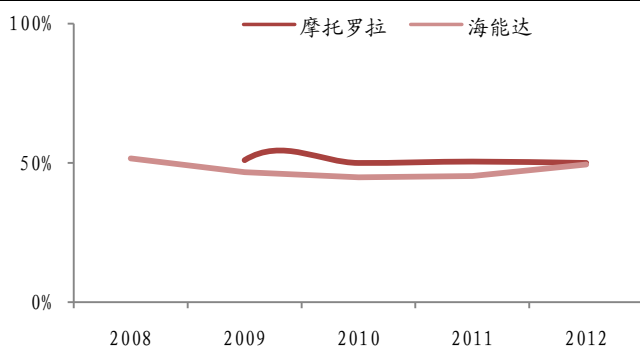
资料来源: 浙商证券研究所

➤ **毛利率将上升到 40% 以上水平**

根据我们的预测,2012年,公司集群业务毛利率在20%左右。这主要是因为业务规模尚小,人力等固定成本占比还很大。集群市场较知名的企业摩托罗拉和海能达的综合毛利率均在50%左右,我们推断行业正常的盈利水平应该在40-50%之间。

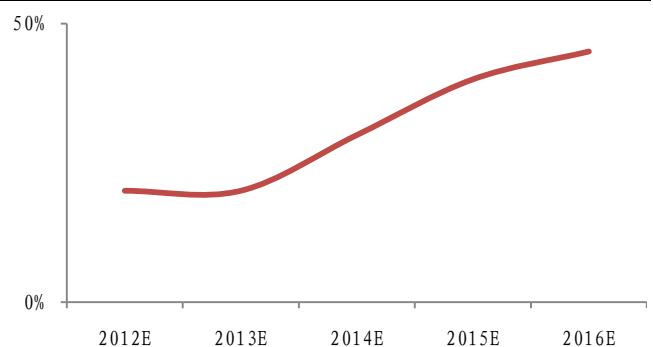
2013年是公安部第一年全国范围内开展集群招标,鉴于通常每个省的方案供应商不会超过2家,因此各省第一单对于行业格局的划定非常重要。预计2013年各主要厂商将以价格战争夺份额为主,所以我们预测毛利率仍将维持在20%的水平。但是随着行业逐渐成熟,市场逐步稳定,加之终端在一年后自主研发生产的预期,公司集群业务的毛利率必定会逐年上升到40%以上的行业平均水平。

**图 11: 世界主要集群供应商毛利率均接近 50%**



资料来源: 摩托罗拉, 海能达, 浙商证券研究所

**图 12: 公司集群业务毛利率未来将呈上升趋势**



资料来源: 浙商证券研究所预测

## 行业分析:

根据工信部 2009 年 666 号文件的要求模拟 150MHz 和 400MHz 到 2015 年底后将不再办理核准。文件虽然没有规定 350MHz 和 800MHz 的警用和政务模拟集群“模转数”的时间表,但根据公安部会议的相关精神,基本确定十二五末是我国警用集群模转数的时间节点。

我国每年集群市场约 70 亿规模,其中大部分还是模拟终端。考虑到未来我国“模转数”趋势不可逆转,而数字设备的价格几倍于模拟设备,因此未来我国集群市场规模有望超过 100 亿规模。由于近年来我国涌现出一批像东方通信这样拥有自主研发和生产实力的集群通信方案商,这些国内厂商是未来我国集群通信的发展最大的受益企业。

公安部门是集群数字化需求最迫切的部门。预计到 2016 年,警用数字集群建设投资总需求达到 135 亿元,复合增长率达到 100%。相比目前国内每年约 30 亿规模的数字集群市场,未来 2-3 年是我国数字集群市场爆发期,而 2013 年正处于行业的拐点。

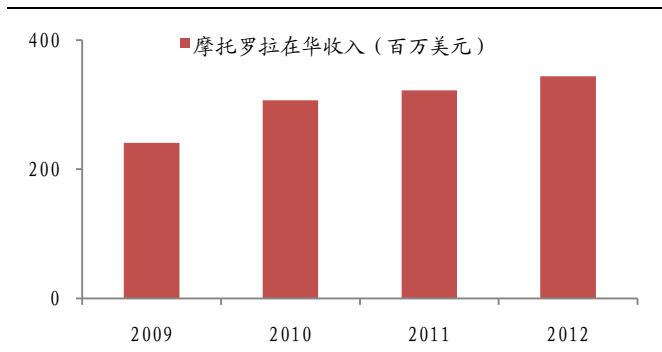
### 我国目前每年集群销售规模约为 70 亿,模拟用户占主导

由于 TETRA 是我国目前数字集群的主要制式,摩托罗拉仍是国内数字集群市场主要的供应商,约占市场份额的 70%。摩托罗拉解决方案(MSI.N)年报显示,公司 2012 年在华收入为 3.44 亿美元,主要是数字集群收入。因此我们推断我国当期的数字集群市场每年约 30 亿人民币。

海能达作为我国公安部门模拟集群通信方案的主要供应商,2011 年终端市场占有率约为 30%,系统市场的占有率约为 35%。根据海能达公布的财务信息,我们测算 2011 年海能达在国内模拟集群收入约为 4 亿。因此,公安模拟集群市场整体规模约 13 亿。根据 Aeroflex 的统计,通常公安占全社会集群需求约 1/3。则我国模拟集群市场目前尚有 40 亿规模的需求。

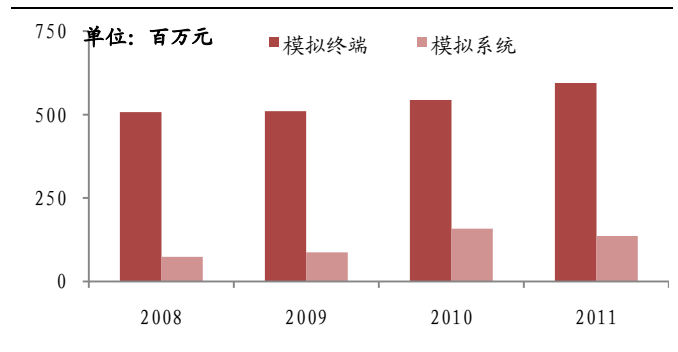
我国每年集群销售收入约在 70 亿左右。其中单价较低的模拟集群占了 50%以上的市场份额,说明我国数字集群设备的渗透率更低。一旦这些模拟设备和系统被替换成数字设备,市场规模将进一步扩大,预计未来我国的集群市场将超过 100 亿规模。

图 13: 摩托罗拉在华集群收入超过 20 亿人民币



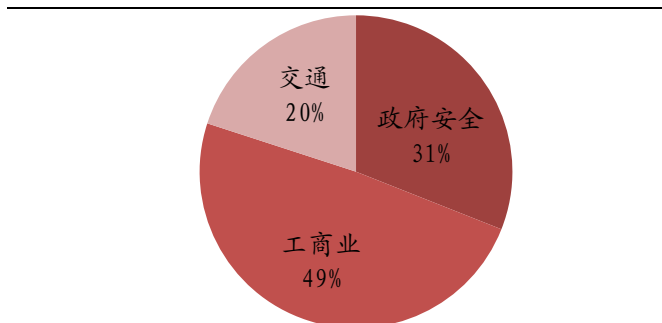
资料来源: 摩托罗拉, 浙商证券研究所

图 14: 海能达模拟集群收入每年约 7 亿



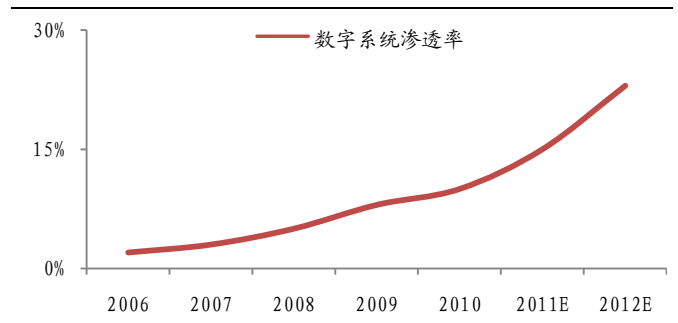
资料来源: 海能达, 浙商证券研究所

图 15: 全球来看政府安全约占集群市场的 1/3



资料来源: Aeroflex, 浙商证券研究所

图 16: 我国集群市场数字设备渗透率仍然处于较低水平



资料来源: IMS Research, 浙商证券研究所预测

➤ **公安部的数字化需求最为迫切，国内厂商是唯一的受益者**

公安机关的应急通信是最重要，最关系到社会公共安全的通信系统。这是由于：公安机关下辖公安、消防、边防部队以及特警、巡警、交警等警种，是各级政府的重要组成部分，几乎参与所有应急事件的处置；在自然灾害、事故灾害、公共卫生事件等以政府为主导处置的应急事件过程中，公安机关是参与处置的重要力量之一；在社会安全事件、群体性事件和大型活动安全保卫等事件的处置安保中，根据职责划分公安机关是处置的核心。

我国公安部早在 2004 年就已经颁布《GA/T444-03 公安数字集群移动通信系统总体技术规范》，开始进行以引进 TETRA 标准为主的数字集群通信网络建设。2009 年我国公安部发布的《公安指挥通信系统建设指导意见》明确提出了专业无线通信设备装备标准。文件要求公安民警对讲机配备率达到 60%，制式警车车载台配备率达到 50%；集群系统城区面积覆盖率达到 80%，高速公路、国道里程覆盖率达到 90%，省道里程覆盖率达到 80%。

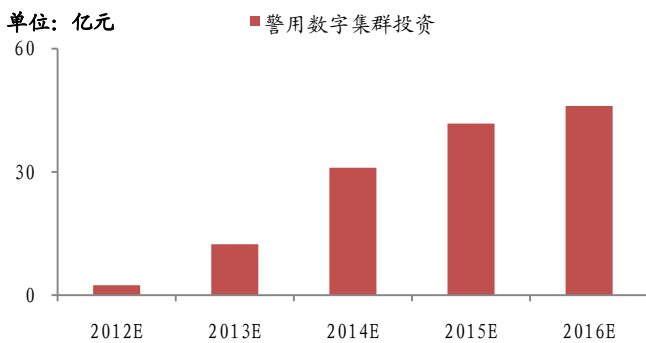
为了从底层技术确保公安通信的信息保密需求，公安部 2008 年开始就开始力推自主知识产权的数字通信标准 PDT，希望建立起全国统一、联网的公安应急指挥数字通信网络。一方面国产标准的推广有助于国内拥有自主知识产权的厂商获得数字集群的订单，进而主导国内集群市场的供应；另一方面，由于“棱镜门”事件的影响，以及公安系统对信息安全的重视，未来海外集群通信厂商逐步退出中国公共安全领域是大势所趋。因此，公安系统警用集群系统“模转数”进程的推进，国内厂商是唯一的受益者。

➤ **警用集群“模转数”2013 年正式启动，未来 3 年行业持续高增长**

PDT 标准经过 6 年的演进，目前已经临近商用，有望帮助公安部门在 2016 年前实现全网“模转数”。2013 年 4 月下旬，公安部在 PDT 试点城市大庆举行的现场推进及培训会上明确要求：1) 各省今年年底之前拿出“模转数”具体规划方案；2) 13 年各省至少有一个地级市上 PDT。这次大会实际上打响了我国警用集群系统“模转数”进程的发令枪。

根据国家统计局的统计数据，2011 年末，我国拥有 288 个地级市，50 个地区、州、盟，总计 338 个地级行政区划单位。为了完成警用集群完成“模转数”的目标，公安部将从今年开始进行大规模的数字集群系统和终端的采购。我们认为，公安部在 2015 年末完成全面“模转数”在时间上存在一定难度，部分扫尾招投标可能会拖后到 2016 年。建立模型测算，预计截止 2016 年，公安部门总体数字集群需求达 135 亿，相对于 2012 年，行业复合增速达到 100%。

**图 17：中国警用数字集群需求 CAGR100%，总规模 135 亿**



资料来源：浙商证券研究所

**表 7：中国警用数字集群市场需求预测表**

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
<b>总量 (万元)</b>	<b>23880</b>	<b>124015</b>	<b>310311</b>	<b>460594.7</b>	<b>430894.4</b>
<b>YOY</b>		<b>419.33%</b>	<b>150.22%</b>	<b>48.43%</b>	<b>-6.45%</b>
<b>基础设施:</b>					
建设城市					
400 万人口以上	0	3	5	4	2
200-400 万人口	2	4	13	14	4
100-200 万人口	1	12	24	38	20
50-100 万人口	3	10	26	39	40
20-50 万人口	2	6	14	18	20
20 万以下人口	1	0	4	5	4
每城市基站数量					
400 万人口以上	40	40	40	40	40
200-400 万人口	30	30	30	30	30
100-200 万人口	20	20	20	20	20
50-100 万人口	15	15	15	15	15
20-50 万人口	10	10	10	10	10
20 万以下人口	6	6	6	6	6
基站总数	151	690	1624	2135	1424
信道数	604	2760	6496	8540	5696
应急车 (辆)	15	69	162	213	142
应急车销售	1510	6900	16200	21300	14200
单价 (万元) /信道	20	20	20	20	20
基站销售额 (万元)	12080	55200	129920	170800	113920
交换机价格 (万元)	200	190	180	170	160
局端设备总额 (万元)	1800	7000	17200	23600	18000
基础设施销售额 (万元)	13880	62200	147120	194400	131920
<b>YOY</b>		<b>348.13%</b>	<b>136.53%</b>	<b>32.14%</b>	<b>-32.14%</b>
<b>终端:</b>					
每城市警察及协警数量					
400 万人口以上	30000	30000	30000	30000	30000
200-400 万人口	10000	10000	10000	10000	10000
100-200 万人口	7000	7000	7000	7000	7000
50-100 万人口	5000	5000	5000	5000	5000
20-50 万人口	3000	3000	3000	3000	3000
20 万以下人口	2000	2000	2000	2000	2000
民警数	50000	282000	628000	785000	508000
新增终端需求	25000	156000	408600	637300	615100
替换需求	0	2500	20850	82145	215385
终端单价 (万元)	0.4	0.39	0.38	0.37	0.36
终端销售额 (万元)	10000	61815	163191	266195	298974
<b>YOY</b>		<b>518.15%</b>	<b>164.00%</b>	<b>63.12%</b>	<b>12.31%</b>

资料来源：中国统计年鉴，浙商证券研究所预测

### 3. 金融电子——业绩增长的中流砥柱

农村金融的发展驱动我国未来 ATM 市场需求仍保持 20% 的增速，并且使我国成为全球第一大 ATM 市场。国内厂商目前占市场份额不到 50%，由于国家对金融安全的考虑，国产 ATM 厂商将受益于进口替换的趋势。根据《金融时报》的统计，东方通信 2012 年是我国第三大国产 ATM 供应商，占市场 5% 的市场份额。我们认为，占公司毛利约 50% 的 ATM 业务在未来维持 20% 的业绩增长是较为确定的。

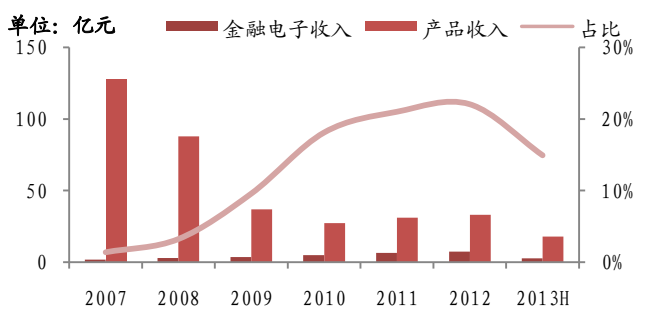
#### 业务分析：一体机销售驱动销售规模 20% 以上增长

金融电子占公司毛利约 50%，是目前公司最主要的利润来源。由于公司原本代理海外 ATM 机，考虑到代理销售的日益下降，公司 ATM 出货量增速略低于行业增速。但是从销售规模来看，一体机销售增长将驱动金融电子收入增长。同时，一体机销售增长体现出来的规模效应也会拉动其毛利率上升到 40% 的水平。

##### ➤ 金融电子是公司目前主要利润来源

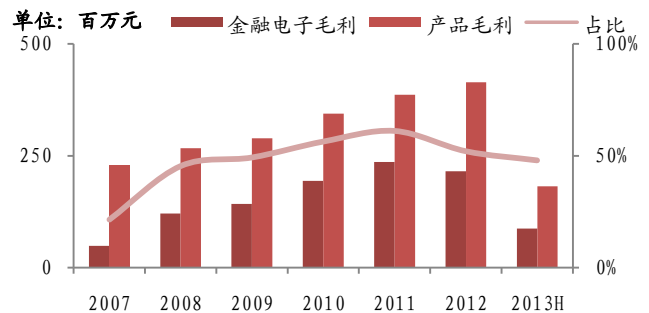
公司从 2007 年开始转型涉足金融电子业务，主要从事 ATM 机的生产和销售。从起初利多富等海外 ATM 机代理商的角色逐渐转型成为一家拥有自主制造能力的国内 ATM 供应商。虽然金融电子收入占公司收入的比重仅为 20% 左右，但是该业务毛利占公司的 50%，是公司主要的利润来源。

图 18：金融电子占公司收入 20%



资料来源：东方通信，浙商证券研究所

图 19：却是公司主要的利润来源



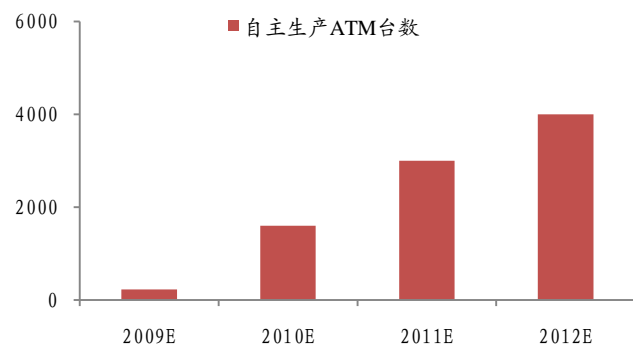
资料来源：东方通信，浙商证券研究所

##### ➤ 自主 ATM 销售不断增加，一体机比重逐渐上升

公司从 2009 年开始销售自主研发的 ATM 机，并已经掌握了包括出钞模块在内的 ATM 取款机所有技术并能 100% 自主生产取款机。公司自主生产的一体机采用的还是进口机芯，但公司已经着手研发循环机模块。

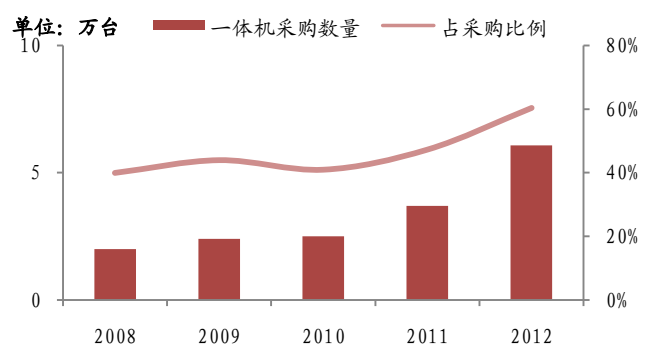
公司自产 ATM 机销量从起初 200-300 台的销量到 2012 年约销售 ATM 机 4000 多台，已经占全年销售台数 6000 多台的约 60%。考虑到一体机已经占了我国 ATM 采购比重的 60%，因此未来更多的市场机会在一一体机市场。我们估计 2012 年公司一体机销售约 1200 台，并且未来仍将持续增长。

图 20：公司目前自主研发的 ATM 机销售已经占 60%



资料来源：浙商证券研究所预测

图 21：我国一体机采购量已经占 60%，成为主流 ATM 采购设



资料来源：金融时报，浙商证券研究所



### ➤ 毛利率随一体机销量上升而上升

一体机销售价格约为取款机的 2 倍，一体机销售比重的上升将驱动公司金融电子收入的增长。但是由于一体机目前销售规模较小，导致机芯采购成本较高，未来一体机的毛利率将会随销量的上升而上升。预计一体机的毛利率将从 2012 年的 20% 上升到 2015 年的 40%，而一体机的销量也将从 2012 年 1200 台上升到 2015 年的 4000 台。

**表 8：金融电子细分业务收入预测（扣除内部抵消）**

单位：万元	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>金融电子收入</b>	<b>63,970</b>	<b>78,840</b>	<b>91,300</b>	<b>106,000</b>
<b>金融电子毛利率</b>	<b>31%</b>	<b>33%</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>
一体机	1200	2200	3000	4000
单价	14.8	14.6	14.5	14.5
毛利率	20%	30%	35%	40%
取款机	4900	4900	5000	5000
单价	7.9	7.8	7.7	7.6
毛利率	35%	35%	35%	35%
服务	7500	8500	9300	10000
毛利率	37%	37%	37%	37%

资料来源：浙商证券研究所预测

### 行业分析：中国是 ATM 第一大市场，银行渠道下沉驱动未来行业维持 20% 增长

截止 2012 年底，我国加入全国联网的 ATM 设备 41.56 万台，增速 25%。由于我国的地域性结构差异，相对落后地区的金融需求将继续驱动行业的增长。而美国保有量约为 44.5 万台，我们预计中国未来 3 年行业增速能继续保持 20% 以上增长，而全球市场的增速不过 6-7%。因此截止 2013 年，中国就会成为全球第一大 ATM 市场。

### ➤ ATM 机市场格局总体稳定，公司位列国内第七

目前，我国市场上的主要 ATM 供应商为广电运通、日立、怡化、迪堡、NCR、OKI、东方通信、利多富等几家。2012 年，我国金融机构购买 ATM 设备数量约为 10.07 万台。其中，行业前 2 位的公司广电运通和日立占市场份额的 40%，前 5 位公司占市场份额的 70% 以上，说明目前我国的 ATM 市场较为集中。东方通信 2012 年在国内销售 ATM 机 4900 台，占市场采购份额的 4.6%，排名第七位，排名也较为稳定。

**表 9：国内主要供应商市场份额**

厂商	2007		2008		2009		2010		2011		2012	
	台数	占比	台数	占比	台数	占比	台数	占比	台数	占比	台数	占比
广电运通	7100	21.0%	11800	21.5%	12000	22.2%	13200	22.0%	17500	23.3%	20170	20.0%
日立	4300	12.7%	8300	15.1%	8500	15.7%	10000	16.7%	14000	18.7%	19100	19.0%
怡化			5700	10.0%	6900	13.0%	7600	13.0%	8200	10.9%	14200	14.1%
迪堡	8700	25.7%	6800	12.4%	7000	13.0%	7200	12.0%	6000	8.0%	10820	10.7%
NCR	3200	9.5%	10500	19.1%	9500	17.6%	8800	14.7%	12000	16.0%	8800	8.7%
OKI					1500	2.8%	3500	5.8%	3000	4.0%	5220	5.2%
东方通信									3700	4.9%	4900	4.6%
利多富	4800	14.2%	6880	12.5%	6000	11.1%	3500	5.8%	3500	4.7%	4420	4.4%

资料来源：金融时报，浙商证券研究所

➤ 我国银行 ATM 保有量增速 20%，高于世界平均水平

根据中国人民银行 2013 年 2 月发布的《2012 年支付体系运行总体情况》报告，截止 2012 年底，加入全国联网的 ATM 设备 41.56 万台，较 2011 年末的 33.38 万台增加了 8.18 万台，增长率达到了 24.51%，与去年 23.17% 的增长率相比基本持平。

根据 RBR 的《2012-2017 全球 ATM 市场趋势预测》调研报告，全球范围内的 ATM 安装量总数在 2012 年已超过 260 万台，同比增加近 18 万台，增长约 7.5%。我国 ATM 机保有量在全球的占比已经从 2006 年的 6% 上升到 2012 年的 16%，已经是全球第二大市场。

图 22：中国联网 ATM 数量保持 20% 以上增长

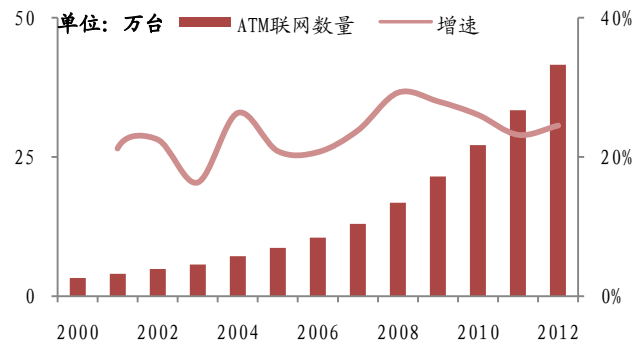
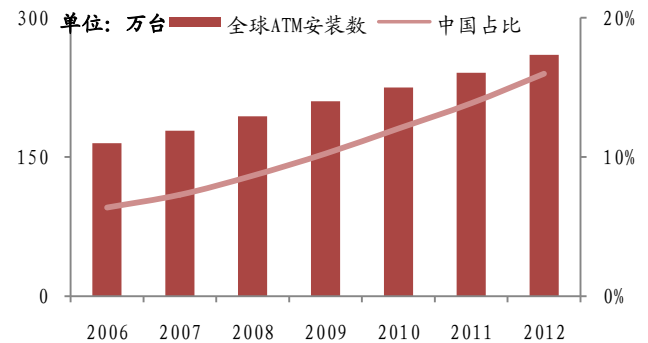


图 23：中国是 ATM 第二大市场，2013 年有望超过美国



资料来源：中国人民银行，浙商证券研究所

资料来源：RBR，浙商证券研究所

➤ 中国 2013 年 ATM 保有量将跃居全球第一

美国目前 ATM 保有量约为 44.50 万台是全球第一大 ATM 市场，预计 2013 年中国仍能保持 20% 以上的增长，届时中国将超过美国成为全球第一大 ATM 市场。但就人均保有量来看，我国每百万人保有量约为 307 台，离全球平均 346 台、西欧 786 台和美国 1376 台的水平依然有较大的差距。加之我国各地区 ATM 分布密度不均、现金交易需求巨大、银行加大自助服务力度等因素影响，ATM 市场的发展潜力依然巨大，预计 3-5 年内仍将保持两位数的增长。

图 24：中国是未来最大的 ATM 机市场



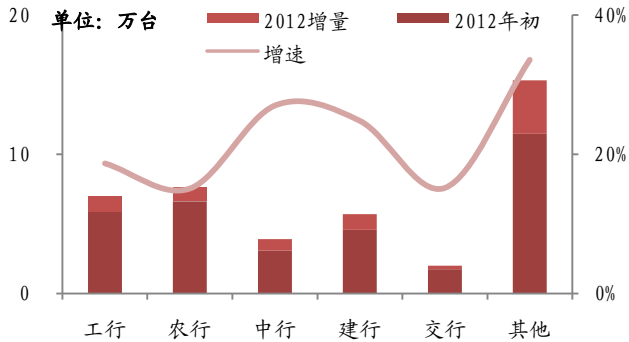
资料来源：ATMIA, AtmMarketPlace, MAGTEK, 浙商证券研究所

➤ 工行、农行增速下降，中国银行和其他中小银行增速最快

五大行保有量占我国 ATM 机保有量的 64%，是我国 ATM 的主要市场。根据 2012 年年报披露的数据显示，国内 ATM 保有量最大的工行和农行增速已低于 20%，其中工行 ATM 联网数量增速从 2011 年的 38% 降至 19%，显示出其后续将维持在低增速。五大行中中行和建行的 ATM 保有量增长较快，分别达到 27% 和 25%。

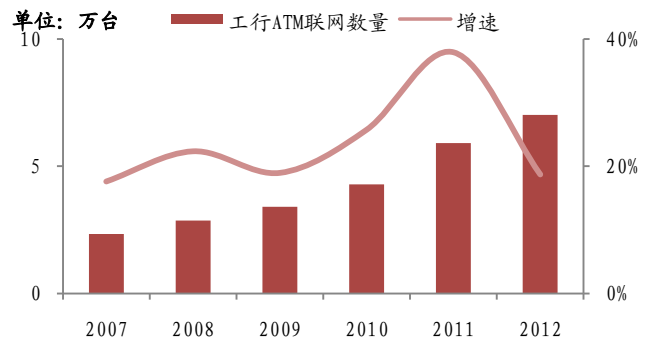
值得注意的是，其他中小金融机构的 ATM 增速远高于行业水平，达到了 34%。考虑到目前我国一线城市中 ATM 已较为普及，未来中小银行对农村和三四线城市的渠道下沉将是 ATM 市场未来增长的主要驱动力，相应市场的采购需求将越来越大。

图 25：五大行中中行需求增长最旺，中小银行增速高于平均



资料来源：中国人民银行，上市公司财报，浙商证券研究所

图 26：工行联网 ATM 增速开始下降



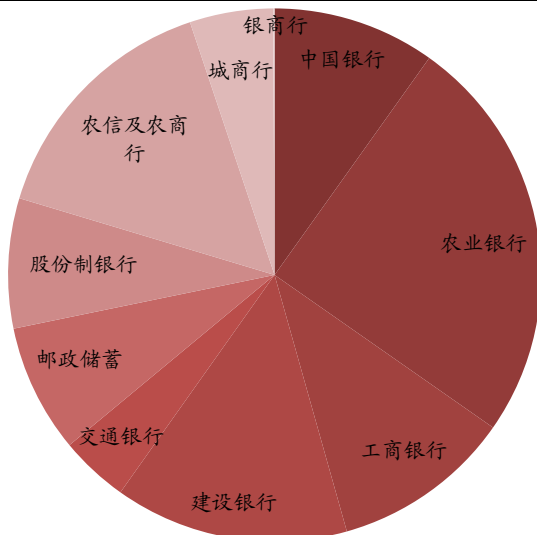
资料来源：金融时报，浙商证券研究所

➤ 二三线城市以及农村市场是 ATM 采购增长的驱动力

2012 年我国各银行全年共采购各类 ATM 设备 10.07 万台，较 2011 年的 7.48 万台增加了约 2.59 万台，增长 34.75%。五大行依然是采购大户，共计采购 6.45 万台，占全市场 64%，相比 2011 年 62% 的比例变化不大。从细分结构来看，工行的采购占比仅占全市场 11%，与中国银行 10% 的比例相当。代表而农村金融服务的农业银行 ATM 采购占比高达 25%，以 2.5 万台的采购量成为国内第一大采购商。

以二三线城市和农村市场为主的城商行、农商行、农信、邮储银行等金融机构，ATM 网络建设在近年来也有非常显著的增长，目前采购占比已经达到 28%，逐渐成为 ATM 机采购的主力军。数据显示，农信及农商行的 ATM 总采购量已经超过建行和工商银行，而邮储银行 ATM 采购数量已经达到了 8%，和股份制银行总采购数量相当。值得注意的是，2012 年全国各大城商行采购 ATM 设备较 2011 年的 2500 台翻了一倍，表现了强劲增长。ATM 市场的渠道下沉已经是行业未来发展的最大特征。

图 27：五大银行占采购量 64%，农村金融和城商行需求放大



资料来源：金融时报，浙商证券研究所

➤ 我国 ATM 布放密度分布不均，政策不断向农村倾斜

从 ATM 机布放区域来看，我国 ATM 主要集中布放在大中城市。如北京、上海等地的每百万人拥有的 ATM 数量已接近西欧国家 786 台的水平。但其他一些省份的 ATM 布放密度仅为 50 台每百万人，一些偏远地区甚至没有布放，

我国 6.57 亿农村人口的金融服务需求没有得到有效满足。根据央行统计，截至 2011 年末，全国金融机构空白乡镇仍有减少至 1696 个。

因此，近年来，国家一直在加大农村金融服务方面的政策力度，央行在 2009 年和 2011 年相继发布《中国人民银行关于改善农村地区支付服务环境的指导意见》和《中国人民银行关于推广银行卡助农取款服务的通知》推动 ATM 金融服务在农村地区的普及。银监会也在 2012 年发布《关于银行业金融机构做好老少边穷地区农村金融服务工作有关事项的通知》，其中也特别提到了要鼓励各类银行业金融机构在老、少、边、穷地区增设机构网点等助农政策。国家政策对“涉农”金融服务的支 持也是农村等欠发达地区 ATM 市场发展的一大动力。

**表 10：我国近几年为了支持农村及边远地区金融服务水平发布的相关政策**

相关政策	发布方	发布时间	政策主旨
《中国人民银行关于改善农村地区支付服务环境的指导意见》	央行	2009	合理推进 ATM 的布放，力争到 2012 年 ATM 在农村地区的布放数量达到 6 万台，在较贫困的县实现 ATM 布放零突破。
《中国人民银行关于推广银行卡助农取款服务的通知》	央行	2011	在 2013 年底前实现银行卡助农取款服务在全国农村乡镇及行政村基本覆盖。
《关于银行业金融机构做好老少边穷地区农村金融服务工作有关事项的通知》	银监会	2012	鼓励各类银行业金融机构在老、少、边、穷地区增设机构网点。提升老、少、边、穷地区金融服务水平，促进金融服务均等化建设。

资料来源：中国人民银行，银监会，浙商证券研究所

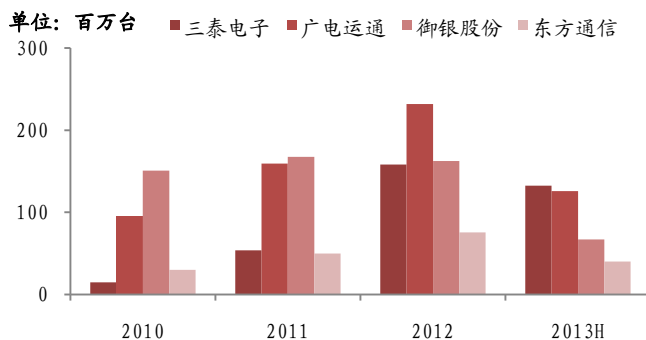
➤ **外包服务发展迅速**

目前国内涉足 ATM 外包服务的公司有三泰电子、建银、合荣、广电运通、银联、迪堡、怡化、御银股份、东方通信等公司。根据其中上市公司披露的数据，ATM 外包服务对上市公司业绩的贡献在千万到上亿元不等。从行业龙头三泰电子以及广电运通的业务收入来看，随着中小银行 ATM 保有量的飞速发展，行业规模正体现出高增长的态势。

随着各银行间的竞争日益激烈，ATM 布放量也不断增多。银行出于人力成本压力及风险控制等方面的综合考虑，以达到更有效地分配资源的目的，将非核心的业务外包成为了必然的选择。目前，海外诸如欧美、日本等国家 80% 的银行，已将 ATM 运维服务外包给专业公司，从简单的“人力替换”的外包形式发展成为业务流程外包，即从简单的 ITO（信息技术外包）改变为 BPO（业务流程外包），进而向 KPO（知识流程外包）发展。

银行对现金的管理非常严格，ATM 金融服务外包涉及现金清分处理和配送等问题，所以从“安全”和“技术”两方面，以信息化技术贯穿全业务流程(BPO)进行管理的外包，是未来中国 ATM 金融服务外包一个重要的发展趋势。而通过金融服务外包，银行可以提升 ATM 服务质量和效率，并让银行总体的运营成本下降约 15%。随着越来越多的运营商相继导入质量体系，ATM 服务外包行业的运作流程将更加标准化、规范化，从而促进金融外包行业的标准化进程。

**图 28：金融外包业务已达亿级规模，增速接近 50%**



资料来源：公司财报，浙商证券研究所预测

## 4. 财务分析

预计 2013-2015 年公司 EPS 为 0.16、0.25、0.43 元，对应 PE 为 39、25 和 14 倍，目前股价相对低估，首次覆盖给予“买入”投资建议。

### 模型假设

- 1) 公安部全国性招标 2013 年启动，各省至少一个地级区、市招标；
- 2) 公司数字集群份额逐年上升，到 2015 年占市场份额的 30%；
- 3) 国内 ATM 需求每年 20% 增长；
- 4) 公司代理销售 ATM 机下降，一体机销售增长较快；
- 5) 部分产能向集群设备转移，公司自有资金能有效支撑目前业务；
- 6) 公司研发费用上升较慢，销售费用与集群收入同向增长。

### 收入预测

**表 11：金融电子细分业务收入预测（扣除内部抵消）**

单位：万元	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	323,978	338,242	347,490	352,494
通信电子	141,412	149,401	156,190	156,494
金融电子	63,970	78,840	91,300	106,000
其他业务及贸易	118,595	110,000	100,000	90,000
综合毛利率	12.37%	13.90%	18.27%	26.95%
通信电子	10.09%	11.40%	17.84%	33.00%
金融电子	31.07%	33.18%	35.20%	37.92%
其他业务及贸易	3.49%	3.49%	3.49%	3.49%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所预测

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2400.00	2618.80	2663.21	3143.72
现金	1225.10	1180.60	1074.64	1227.34
应收账款	498.07	649.77	765.30	1029.01
其它应收款	10.54	14.33	15.15	16.05
预付账款	4.33	7.15	8.57	11.94
存货	361.75	485.31	671.20	826.81
其他	300.23	281.65	128.34	32.57
<b>非流动资产</b>	1017.12	1034.79	1062.22	1092.16
长期投资	510.41	570.41	633.41	698.41
固定资产	289.27	252.16	213.92	174.82
无形资产	38.56	40.56	44.28	51.53
其他	178.87	171.65	170.60	167.40
<b>资产总计</b>	3417.12	3653.59	3725.43	4235.88
<b>流动负债</b>	629.66	764.85	630.83	758.18
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	265.99	283.03	283.89	298.67
其他	363.67	481.82	346.94	459.51
<b>非流动负债</b>	10.17	13.96	12.06	13.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.17	13.96	12.06	13.01
<b>负债合计</b>	639.82	778.81	642.89	771.20
少数股东权益	132.26	132.26	132.26	132.26
归属母公司股东权益	2645.04	2742.52	2950.27	3332.42
<b>负债和股东权益</b>	3417.12	3653.59	3725.43	4235.88
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	110.29	-9.11	-40.94	286.20
净利润	192.48	197.96	312.35	546.15
折旧摊销	52.96	42.63	43.30	44.08
财务费用	-20.75	-18.87	-9.06	1.36
投资损失	-101.68	-103.00	-103.00	-105.00
营运资金变动	-12.18	-128.11	-284.39	-200.46
其它	-0.54	0.27	-0.14	0.07
<b>投资活动现金流</b>	24.54	42.42	32.40	30.91
资本支出	-24.87	-42.34	-35.57	-35.06
长期投资	-49.61	-60.00	-63.00	-65.00
其他	-49.94	-59.91	-66.16	-69.15
<b>筹资活动现金流</b>	-87.32	-77.82	-97.43	-164.41
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-87.32	-77.82	-97.43	-164.41
<b>现金净增加额</b>	47.51	-44.50	-105.96	152.71

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3298.29	3443.51	3537.67	3588.61
营业成本	2859.96	2964.70	2891.28	2621.53
营业税金及附加	23.36	24.10	24.76	25.12
营业费用	90.31	99.86	113.21	132.78
管理费用	286.96	309.92	329.00	358.86
财务费用	-20.75	-18.87	-9.06	1.36
资产减值损失	2.17	2.41	2.48	2.51
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	101.68	103.00	103.00	105.00
<b>营业利润</b>	157.95	164.38	289.00	551.45
营业外收入	47.65	45.00	40.00	20.00
营业外支出	4.74	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	200.86	205.38	325.00	567.45
所得税	8.38	7.42	12.65	21.30
<b>净利润</b>	192.48	197.96	312.35	546.15
少数股东损益	-0.11	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	192.59	197.96	312.35	546.15
EBITDA	217.06	211.93	334.47	577.00
EPS (元)	0.15	0.16	0.25	0.43
<b>主要财务比率</b>				
	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.83%	4.40%	2.73%	1.44%
营业利润	-4.96%	4.07%	75.81%	90.81%
归属母公司净利润	2.55%	2.79%	57.78%	74.85%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.29%	13.90%	18.27%	26.95%
净利率	5.84%	5.75%	8.83%	15.22%
ROE	6.93%	6.89%	10.13%	15.76%
ROIC	5.92%	5.92%	9.45%	15.34%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.72%	21.32%	17.26%	18.21%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.81	3.42	4.22	4.15
速动比率	3.24	2.79	3.16	3.06
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.98	0.97	0.96	0.90
应收帐款周转率	7.64	6.00	5.00	4.00
应付帐款周转率	12.57	10.80	10.20	9.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.15	0.16	0.25	0.43
每股经营现金	0.09	-0.01	-0.03	0.23
每股净资产	2.21	2.29	2.45	2.76
<b>估值比率</b>				
P/E	27.85	39.72	25.17	14.40
P/B	2.03	2.87	2.67	2.36
EV/EBITDA	19.72	32.21	20.72	11.75

资料来源：贝格数据、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>