

普天视角看东方， 金融电子、通信、信息安全产业平台

投资要点：

● 从普天集团大视角下看东方通信发展格局

普天集团整体业务庞杂、资源分散问题也较突出，分析中国普天产业结构，未来无疑需要进一步的资产梳理、业务协同。考察中国普天业务核心，是围绕通信、行业（金融）电子、物流装备与产业园区、新能源应用四大关键板块。从其旗下 A/B/H 多家上市公司分析，东方通信无疑将承担普天信息产业集团专网通信、金融电子、信息安全业务板块发展平台的角色。目前与东方通信业务相近的普天信息技术公司（普天研究院）、首信股份、北京通信规划设计院，如果未来实现深入协同，无疑大大加强东方通信在专网和信息安全板块的产业实力。

● 金融电子、集群专网、信息安全，三大业务鼎立发展

东方通信目前逐步形成金融电子、数字集群、信息安全三大核心业务，通信电子制造（代工）、通信网络规划与服务两大辅助业务的发展格局。东方通信在金融电子、数字集群专网均已建立了本土企业中 NO.2 的行业地位，布局中的信息安全业务则具备比较好的技术/市场资源积累，我们对于公司未来业务的发展空间和潜力乐观。

● 估值和投资建议

基于对公司当前市值构成分析、核心业务价值的同业类比、潜在资产重估市价来看，股价当前仍是低估的。我们预计 2014~2016 年收入分别为 38.26 亿（+11.31%）、43.65 亿（+14.10%）、49.25 亿（+12.82%），重点在业务结构及相应盈利能力变化；归属~净利润预计分别为 3.08 亿（+59.17%）、4.97 亿（+61.17%）、6.39 亿（+28.66%）；14~16 年每股 EPS 分别为 0.25 元、0.40 元、0.51 元，按名义市值（144 亿）计 PE 为 46/29/22 倍，按 A+B 股实际市值（121 亿）合计的 PE 为 38/24/18 倍，维持“推荐”评级。

● 股价表现的催化剂：

1、集群专网、信息安全方面的重要订单；相关产业政策利好；
2、普天信息产业集团旗下专网通信、信息安全、网络规划及维护类资产/业务的深入协同。

● 主要风险因素：

1、业绩的季节性波动，金融电子行业、国内 PDT/TERA 专网招标如果放缓可能带来全年业绩低于预期的情况。

东方通信 (600776. SH)

推荐 推荐评级

分析师

朱劲松

☎：(8610) 8357 4072

✉：zhujiangsong@chinastock.com

执业证书编号：S S0130511020001

特此鸣谢

夏庐生

☎：(8610) 8357 4072

✉：(xialusheng@chinastock.com.cn)

对本报告的编辑提供信息

市场数据

时间 2014.8.11

A 股收盘价 (元)	11.46
A 股一年内最高价 (元) *	14.16
A 股一年内最低价 (元) *	4.96
上证指数	2224.65
市净率	5.35
总股本 (万股)	125,600
实际流通 A 股 (万股)	95,600
限售的流通 A 股 (万股)	0
流通 A 股市值 (亿元)	109.56
流通 B 股市值 (亿元)	11.14

注：*价格未复权

相关研究

- 1、《东方通信调研纪要及投资观点@20140514》
2014.05.14
- 2、《行业周报（总第 115 期）：海能达、东方通信、海格通信三架马车格局渐显》2014.4.20
- 3、《行业周报（总第 111 期）：泥沙俱下，坚定看好“安全”主线、4G 投资/转型两辅线》
2014.3.30

投资概要：国企改革助力，金融电子、集群专网、信息安全三大核心鼎立发展

驱动因素、关键假设及主要预测：

● 从普天集团大视角下看东方通信发展格局

普天集团整体业务庞杂、资源分散问题也较突出，分析中国普天产业结构，未来无疑需要进一步的资产梳理、业务协同。考察中国普天业务核心，仍是围绕通信、行业（金融）电子、物流装备与产业园区、新能源应用四大关键板块。从其旗下 A/B/H 多家上市公司分析，东方通信无疑将承担普天信息产业集团专网通信、金融电子、信息安全业务板块发展平台的角色。目前与东方通信业务相近的普天信息技术公司（普天研究院）、首信股份、北京通信规划设计院，如果未来实现深入协同，无疑大大加强东方通信在专网和信息安全板块的产业实力。

● 金融电子、集群专网、信息安全，三大业务鼎立发展

经过近 7 年的产业调整梳理，东方通信目前逐步形成金融电子、数字集群、信息安全（布局中，原移动增值业务逐步收缩，相关技术团队逐步转向信息安全业务）三大核心业务，通信电子制造（代工；制造事业部）、通信网络维护与规划服务（全资子公司“东信网络技术”）两大辅助业务的发展格局。东方通信在金融电子、数字集群专网均已建立了本土企业中 NO.2 的行业地位，布局中的信息安全业务则具备比较好的技术/市场资源积累，我们对于公司未来业务的发展空间和潜力乐观。

我们与市场不同的观点：

一是对公司发展前景的看法。对于东方通信的发展离不开从普天信息产业集团的整体视角去看其未来的定位与空间。伴随普天信息产业集团自身的国企改革、资产梳理、产业协同，东方通信的整体实力有借此带来较大提升的空间。

二是对于东方通信市值的看法。虽然按名义市值（参考 WIND 2014/8/8 的收盘数据）东方通信 144 亿市值；但由于东方通信 B 股（东信 B）的存在，东方通信的名义 PE 估值高估了约 20%。考虑东方通信实际分 A、B 股，分开各自的股本、价格进行市值加总，东方通信的实际市值仅 121 亿（无任何负债、帐面现金加委托贷款合计近 16 亿、远超自用需求的 500 亩东方产业园土地价值重估即达 30 亿元以上），与 144 亿相差 20%。从东方通信目前市值结构、业务价值的同业类比情况、潜在资产重估价值合计来看，仍是严重低估的。

估值与投资建议：

我们预计 2014~2016 年收入分别为 38.26 亿（+11.31%）、43.65 亿（+14.10%）、49.25 亿（+12.82%），更值得重视的是公司业务结构及其相应盈利能力的变化；归属于上市公司股东净利润预计分别为 3.08 亿（+59.17%）、4.97 亿（+61.17%）、6.39 亿（+28.66%），每股 EPS(按 A+B 股总股本 12.56 亿股计)分别为 0.25 元、0.40 元、0.51 元，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

- 集群专网、信息安全方面的重要订单；相关产业政策利好；
- 普天信息产业集团旗下专网通信、信息安全、网络规划及维护类资产/业务的深入协同。

主要风险因素：

1、业绩的季节性波动，金融电子行业、国内 PDT/TERA 专网招标如果放缓可能带来全年业绩低于预期的情况。

目 录

一、普天集团大视角下的东方通信发展格局	1
(一) 普天集团产业概述	1
(二) 普天集团产业梳理角度，看东方通信未来发展格局	2
普天集团旗下上市公司未来定位预测与展望	2
东方通信、普天信息技术、首信股份，业务相近、具深入协同空间	3
东方通信旗下东信网络技术、普天信息产业旗下北京通信规划设计院，业务也趋相近	4
东信 B 股问题的解决，关注监管政策、决心、时机	4
(三) 上市 18 年、完成首次股权激励计划，未来期待借力国企改革东风、完善治理结构	5
二、金融电子、专网通信、信息安全，三大业务鼎立发展	6
(一) 东方通信的金融电子、数字集群、信息安全的三大核心业务布局的发展历程	6
主业变迁历程	6
(二) 金融电子业务：行业稳健成长，受益国产化及外延拓展	8
国内 ATM 机市场稳健成长、惠农政策下的涉农金融系统采购贡献大	9
ATM 机行业中期受益 VTM（虚拟柜员机）带来的新成长蓝海	11
ATM 外资占比 60%，面临国内技术进步、金融安全双因素驱动的国产化契机	13
收购银星金融、外延补齐产品线	14
技术深厚积淀，东方通信领先 TETRA 国产化、PDT 市场位居前列	15
社会安全应急需求与行业标准模转数驱动，公安 PDT 专网等市场预期迎来快速发展期	16
轨道交通（Tetra 集群专网）市场迎来国产化契机	17
(四) 信息安全业务：积极转型布局	18
移动增值业务团队的技术积累，奠定转型信息安全基础	18
三、业绩与估值	20
(一) 主营业务预测	20
(二) 相对估值	22
四、投资建议	23
五、催化剂	23
六、风险提示	23
插图目录	25
表格目录	26

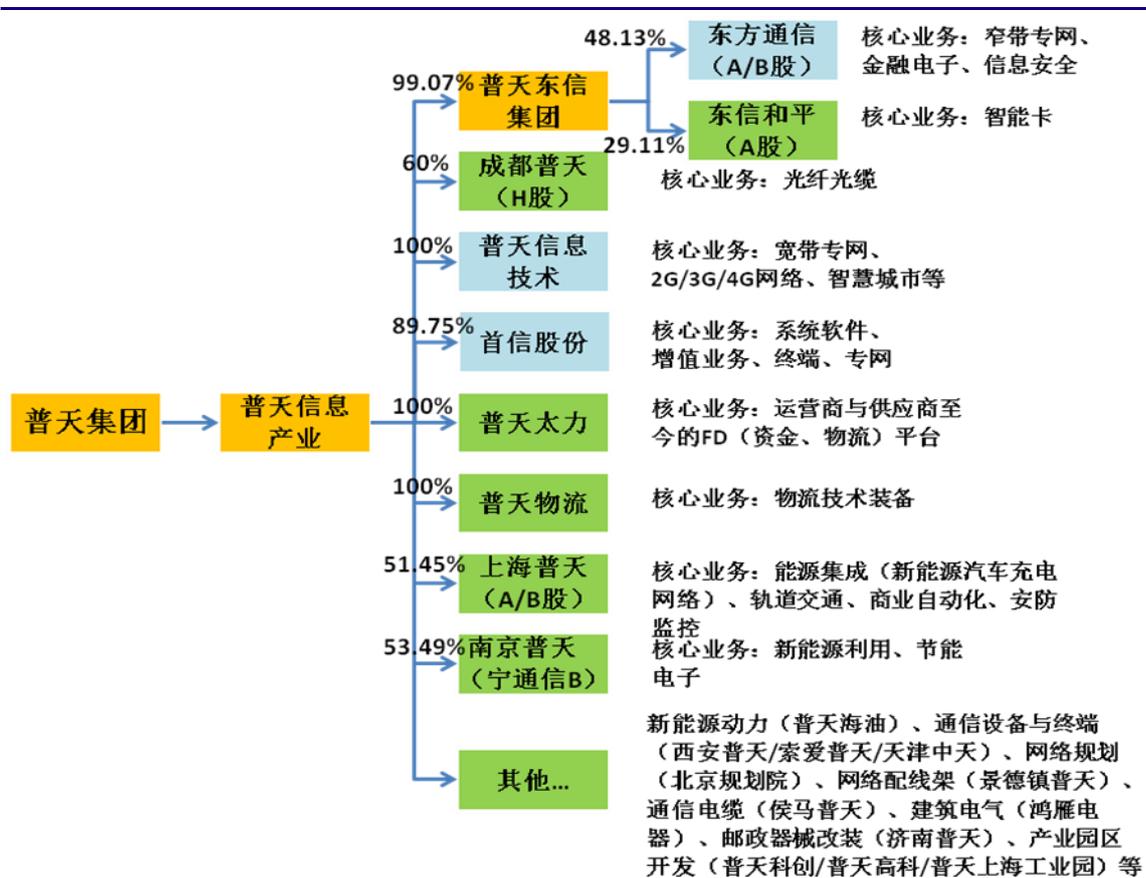
一、普天集团大视角下的东方通信发展格局

(一) 普天集团产业概述

中国普天集团前身为中国邮电工业总公司(PTIC)，可追溯到 1980 年以前的邮电部工业局，历史可上溯到 1941 年，目前拥有 5 家上市公司，净资产超过 100 亿元。自 2003 年，现任董事长邢炜空降到普天集团，经过系列的班子调整、产业梳理，发展迈入正轨。目前设有通信、广电、行业电子、国际事业本部，全资企业 21 家、控股企业 12 家、参股企业 14 家，普天集团委托管理企业 8 家。东方通信 1996 年上市（募资 4.32 亿）、2001 年公开增发融资 14.14 亿。

基于普天集团的年度企业负责人会议公开资料，2013 年中国普天集团实现超过 500 亿元的营业收入（其中定位资金/物流平台的普天太力占比近半，收入过 200 亿），增长 34%，预计 2014 年超过 700 亿元收入，但业务相近、资源分散问题也积累较多，导致整体盈利能力较低，分析中国普天产业结构，未来无疑需要进一步的资产梳理、业务协调。

图 1：中国普天集团旗下主要公司及其产业分布



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 中国普天信息产业/普天东信集团经营情况 (2011~2013)

	2011 年	2012 年	2013 年
普天东信集团	——	营业收入 60.33 亿元, 实现利润总额 4.77 亿元, 实现净利润 4.30 万元, 归属母公司净利润 2.81 亿元。	实现营业收入 62.57 亿元, 实现利润总额 4.80 亿元。
普天信息产业集团	净资产 104.04 亿元, 实现营业收入 369.37 亿元, 利润总额 6.18 亿元, 现金流量净额 20.88 亿元。	净资产 108.37 亿元, 营业总收入 457.50 亿元, 利润总额 7.00 亿元, 现金流量净额 2.78 亿元。	——

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

虽然旗下公司庞杂, 但考察中国普天业务核心, 仍是围绕通信 (核心是宽/窄带专网、公网电信设备及智慧城市等系列解决方案)、行业电子 (主要是金融电子类, 如 ATM 机、售票机、POS 机等)、物流装备与产业园区 (普天物流/普天科创等)、新能源应用 (立足上海普天, 近年积极布局中) 四大关键板块。

(二) 普天集团产业梳理角度, 看东方通信未来发展格局

普天集团旗下上市公司未来定位预测与展望

表 2: 中国普天旗下上市公司 (单位: 亿元 RMB/亿股; 股价: A 股, RMB; B 股, 美元; H 股, 港元)

证券简称	总股本	流通 B 股	股价	总市值	大股东持股	13 年营业收入	13 年归属~净利润	13 年净资产收益率%	主营业务
东方通信(A/B)	12.56	3.00	11.50/ (\$0.607)	144.00	48.13%	34.37	1.94	7.19%	金融电子、集群专网、电子代工等
东信和平 (A)	2.89	——	12.70	40.66	29.11%	11.68	0.44	6.30%	智能卡等
上海普天(A/B)	3.82	1.25	18.17/ (\$0.783)	72.15	51.45%	17.26	0.16	1.15%	能源集成、轨道交通、商业自动化等
宁通信 B	2.15	1.00	\$4.19	54.05	53.49%	24.29	0.05	1.29%	通信类、电气类
成都普天电缆 (1202.HK)	4.00	——	1.72	5.06	60.00%	4.95	-0.98	-0.05%	通信光缆/电缆

资料来源: WIND (8.8), 中国银河证券研究部

结合我们对于普天旗下上市公司目前的股权结构、产业分布来看, 展望未来, 我们预测:

1) 东方通信 (600776.SH, 聚焦通信、行业电子、信息安全)、上海普天 (600680.SH, 聚焦电动汽车充电网络等) 将成为中国普天旗下通信/行业电子类、新能源应用类产业二次梳

理最重要的平台；

2) **成都普天电缆** (1202.HK)、**东信和平** (002017.SZ, 普天东方通信集团持股 29.11%, 2014 年为近 5 年首次减持 0.51%), 从二者主营业务或从控股比例看, 对于普天集团的未来产业布局和发展价值有限, 或更在于其资本市场平台或用于未来旗下其他关键战略业务的资本运营。例如, 已具有较强竞争力的物流装备业务 (普天物流) 需要借助资本市场获得更大发展。

3) **南京普天** (200468, 宁通信 B) 业已失去再融资功能, 上市公司平台已意义很小;

东方通信、普天信息技术、首信股份, 业务相近、具深入协同空间

普天信息技术 (原“普天研究院”, 12 年装入市场职能), 注册资本 2 亿元, 由普天信息产业 100% 持股, 有员工近千人, 研发队伍中博士, 硕士人员占 66%), 目前形成公网、政务网、企业网、移动互联网和信息安全五大核心产品和解决方案。该公司国内首家、全球第十五家通过 CMMI 5 级评估认证企业, 具有商用密码产品生产、销售定点单位和安防工程一级企业的资质; 普天技术拥有专利近千件, 覆盖 TD-SCDMA、TD-LTE、宽带集群、存储卡、输入法、网络电话等诸多领域, 资产结构中无形资产占较高比重。

表 3: 普天信息技术与东方通信业务结构高度相似, 首信股份侧重信息安全

普天信息技术	东方通信	首信股份
无线网络产业:	无线集群产业:	无线网络接入认证管理产品
TD-SCDMA 公网解决方案	政府与公共安全解决方案	无线网络接入优化管理产品
TD-SCDMA 煤矿通信解决方案	公用事业解决方案	无线网络接入策略控制产品
TD-LTE 公网解决方案	交通运输解决方案	无线网络接入安全解决方案
政务网产品解决方案		行业产品与方案
企业网产品解决方案		
超短波宽带通信解决方案		
其他:	其他:	
移动支付解决方案	金融电子产业	
电子渠道建设解决方案	信息安全产业 (布局中)	
信息安全产品解决方案	电子制造服务	
	通信服务产业	
	移动增值业务	

资料来源: 相关公司网站, 中国银河证券研究部

首信股份, 由普天信息产业控股 89.75% 的北京首信科技有限公司于 2009 年 12 月 31 日依法整体变更设立, 注册资本 4500 万元; 拥有发明专利 5 项, 主要为电信、铁路、电力等行

业客户及各级政府部门提供无线网络接入管理整体解决方案，尤其此前为中国电信 CDMA2000 网络数据域提供系列安全认证、计费等解决方案。

从强化竞争力角度，东方通信（杭州）、普天信息技术（北京）、首信股份（北京）三者作为普天集团旗下控股或全资企业，具有非常大的资产/业务深入协同的潜力。

东方通信旗下东信网络技术、普天信息产业旗下北京通信规划设计院，业务也趋相近

东方通信旗下全资控股的东信网络技术有限公司，注册资本 5000 万元人民币，是国内国内规模较大的网络规划、优化与维护服务提供商之一，2013 年收入 2.29 亿元，净利润 2284 万元。“东信网络技术”主要从事移动通信网络设计、频率规划、工程督导、系统集成、网络评估与维护优化、提供室内覆盖解决方案、工具软件开发、技术培训等，覆盖 2G/3G/4G/传输等领域。

“东信网络技术”早期侧重移动网络的维护优化，但随着业务链条完善、积极步入网络规划设计领域，与普天信息产业北京通信规划设计院的业务日趋相近，未来如能实现深入的资产/业务协同、无疑是最佳路径。

东信 B 股问题的解决，关注监管政策、决心、时机

普天旗下的三个在 B 股上市的东信 B、沪普天 B、宁通信 B，考虑 B 股平台融资能力丧失、估值相对 A 股大幅偏低，未来解决 B 股问题，是迟早的事情，不存在意愿问题，主要看决心、监管政策和合适的方案。

目前两市共有 107 家 B 股公司，其中上证 B 股 54 家、深证 B 股 53 家。在 107 家 B 股公司中，有 84 家为“A+B”公司，各家 B 股公司均寻求适合自己的 B 股改革道路。

从目前已披露或已实施的 B 股问题解决方案，主要归为三类：1) “B 转 H”，典型代表为中集集团、万科、丽珠集团三家；2) 纯 B 股（仅 B 股上市的公司）转 A 股，典型代表为东电 B；3) 回购 B 股注销、增厚每股净资产与 EPS，典型代表为上柴股份。

而上海自贸区的成立（解决人民币资本项目下的自由兑换、内外资不同股东法律地位差异的问题），未来或为 B 股问题的解决开辟新的路径。

(三) 上市 18 年、完成首次股权激励计划，未来期待借力国企改革东风、完善治理结构

东方通信于 2013 年 6 月 18 日完成其上市后首期股权激励计划的授予。

公司通过向激励对象定向发行 A 股股票作为计划的股票来源，首期股票期权激励计划授予期权总量不超过公司总股本的 1%，即 1,256 万份股票期权，授予人数 97 人，有效期为自股票期权激励计划股票期权授予日起的五年时间。激励对象可以自授予日起满 24 个月后开始行权。首期授予的股票期权的行权价格为 3.95 元。

按照 2015 年第一个行权期的条件和公司 2012~2013 年的业绩情况，2014 年公司净利润增速需满足不低于 49.4%（对应 EPS 不低于 0.23 元）。

表 4：东方通信股权激励计划行权时间与条件

	行权时间	行权条件
第一个行权期	2015 年 6 月 19 日	2014 年加权平均 ROE 不低于 6%；2012~2014 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2014 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第二个行权期	2016 年 6 月 19 日	2015 年加权平均 ROE 不低于 7.3%；2013~2015 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2015 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 95%。
第三个行权期	2017 年 6 月 19 日	2016 年加权平均 ROE 不低于 8.5%；2014~2016 年净利润复合增长率不低于 15.5%；2016 年主营业务收入占营业收入的比例不低于 96%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、金融电子、专网通信、信息安全，三大业务鼎立发展

（一）东方通信的金融电子、数字集群、信息安全的三大核心业务布局的发展历程

主业变迁历程

近7年的主要业务发展路线变化。公司在2007年切入金融电子业务（07~08年亏损，08年收购东信金融技术、09年盈亏平衡、2010年实现开始较好盈利）；2010年对旗下杭州东信移动电话有限公司（东方通信控股51%，Motorola中国持有49%）进行业务调整（从生产制造手机业务逐步转移为专注于生产宽带及移动网络业务的产品，对当年销售额产生较大影响，但对利润无显著影响）；2010年推出自主的Tetra数字集群系统、进入专网领域；2014年交换网络事业部（移动增值业务）转型拓展行业应用信息安全领域。

东方通信目前逐步形成金融电子、数字集群、信息安全（布局中，原移动增值业务逐步收缩，相关技术团队逐步转向信息安全业务）三大核心业务，通信电子制造（代工；制造事业部）、通信工程服务（全资子公司“东信网络技术”）两大辅助业务的发展格局。

表5：东方通信收入结构变迁（2012年~2016E）

收入占比结构	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
通信电子制造（代工）	34.10%	29.64%	25.62%	22.31%	19.95%
通信电子制造（数字集群）	3.12%	1.08%	8.80%	13.14%	15.28%
通信电子制造(原交换传输网络：移动增值业务、网络工程及维护)	7.76%	7.90%	6.15%	4.82%	3.88%
信息安全	0.00%	0.00%	0.75%	1.75%	2.94%
金融电子	22.04%	25.19%	27.43%	29.26%	31.40%
其他业务及贸易	32.97%	36.19%	31.25%	28.71%	26.55%

资料来源：相关公司网站，中国银河证券研究部

表6：东方通信毛利贡献占比结构变迁（2012年~2016E）

毛利占比结构	2012年	2013年	2014E	2015E	2016E
通信电子制造（代工）	0.19%	1.17%	2.14%	1.48%	0.77%
通信电子制造（数字集群）	11.74%	4.30%	25.81%	31.85%	34.98%
通信电子制造(原交换传输网络：移动增值业务、网络工程及维护)	22.22%	23.97%	13.73%	8.89%	6.76%
信息安全	0.00%	0.00%	2.21%	4.25%	6.73%
金融电子	49.10%	54.12%	45.48%	45.43%	43.97%

其他业务及贸易 16.75% 16.43% 10.63% 8.11% 6.79%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 7：业务发展—金融电子、数字集群、移动增值业务（转型信息安全）、通信电子制造、通信工程业务

业务群	2010 年	2011	2012	2013	2014 年
金融电子 (金融电子事业部、100% 持股的东信金融技术公司)	入围中国工商银行，实现销售收入。自主研发产品系列研制、测试及相关软件开发顺利，形成金融产业设备和服务两大板块的互相支撑。(东信金融技术：净利润 3975 万)	在巩固邮储银行、工商银行等原有市场基础上，成功入围中国银行。全年签订 ATM 合同台数有所增长，其中，自主品牌产品获得较好增长。(东信金融技术：净利润 7363 万)	稳固工商银行市场，有效突破中国银行，获实质订单。同时，自主研发一体机成功进入中国邮储银行。海外市场实现了较快增长。金融电子行业销售 ATM 机具 6000 余台 (含代理)，同比增长 16%。(东信金融技术：收入 1.54 亿，净利润 8914 万)	快速切入金融服务蓝海领域，并切入清分、加钞、选点、金融便利店等新兴领域。以智能终端系统为载体，率先在业内建立系统平台化、管理个性化、标杆行业化的 APP 智能终端金融服务管理系统。在现有 ATM 产品系列的基础上，成功开发双屏循环机、双屏 ATM 机及具有冠字号功能的产品等项目。并积极参与国密国家标准的制订。金融电子业务实现销售收入同比增长 19%，实现利润同比增长 23%。(东信金融技术：收入 1.97 亿，净利润 1.07 亿)	受益国产化及外延拓展
数字集群 (无线集群事业部)	明确了无线集群通信设备的产品路线。成功推出自主知识产权的 TETRA 数字集群系统，顺利通过工信部的 350M TETRA 和 800M TETRA 系统型号核准测试，取得频率核准证。	中标沈阳公安地铁二号线无线集群通信系统，取得商业合同，实现零的突破。积极推进各地 Tetra/PDT 试验网项目。	杭州数字集群无线政务专网、沈阳公安 350M 数字集群网络、杭州地铁一号线专用无线通信系统成功开通。在政府、公安、轨道交通、军队等市场领域实现突破，获签商用合同 13,573 万元，实现销售收入 10,292 万元，同比增长 659%。	政府及公安市场，为“十二运”实施完美保障；中标武汉、温州、呼和浩特等 6 个地市模拟网升级改造及数字化项目，并首次实现现役模拟集群系统向 PDT 数字集群系统平滑过渡的商用方案；企业网市场，2013 年公司的无线集群系统首次在港口、机场、厂矿等行业实现商用。但受公安市场启动推迟、项目复杂、周期长等市场因素的影响，实现收入 3,706 万元，同比下降 64%。	受益专网加快模转数
移动增值业务 (交换网络事业部)	面对运营商投资下降、行业客户规模效益下滑的局面。	面对传统通信市场下滑之困局。	划小经营单位，推行业绩激励与创收挂钩，增值业务发展局面实现成功扭转。	信令网关和媒体网关均通过贝尔测试，有望在 4G 移动网上使用；突破传统产业定势，积极探索信息消费安全领域，结构调整初现端倪。	进一步收缩现有传统业务，优化资源配置， 全力拓展行业应用信息安全市场领域。
通信电子制造 (制造事业部)	面对制造代工业务下降和成本上升的双重压力，以开源	从订单管理目标着手，从产品成本倒推法着力	成功导入金融生产，实现制造业务从电子行业向金融机具行业的跨越，为金融电子	13 年用工成本压力倍增，一方面确保金融电子和无线集群的业务需求，另一方面积极探索产业结构	——

<p>为本，深化节流。</p> <p>在综合代维和网络优化业务继续突破，大力提升专业软件业务能力，软件业务收入及毛利率均有较大的提高。净利润1219万元。</p>	<p>产业发展提供有力保障。利用剩余生产资源紧抓外部市场订单，实现由纯代工业务模式向综合外包服务业务跨越。</p> <p>调整模式。</p>	<p>积极拓展网络设计新业务，营业收入(2.29亿)和净利润(2284万)均有所增长。</p>
<p>通信工程业务 (100%持股的东信网络)</p>	<p>净利润 1576 万元</p>	<p>净利润 (2284 万) (受益 4G)</p>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 金融电子业务：行业稳健成长，受益国产化及外延拓展

东方通信 2007 年切入金融电子业务 (07~08 年亏损)，2008 年收购东信金融技术、09 年盈亏平衡、2010 年实现开始较好盈利；2008~13 年已连续保持多年较快成长。

就普天东方通信集团的金融电子业务而言，发展历史很久，早在 1996 年就与德利多富 (德国) 签订 ATM 技术转让合同，97 年开始贴牌代销德利多富 ATM 机业务 (但只允许向四大行之外的商业银行、农村信用社等销售，限制公司的市场开拓)，但普天东信集团一直在代销的同时坚持自主研发。直到 2007~2008 年，普天东方通信集团的 ATM 机研发、销售业务主体转移至东方通信，自主品牌的 POTEVIO 8100 ATM 机于 2008 年也得到了量产。现在则包括 ATM 机 (POTEVIO8500(R)等 POTEVIO 系列)，存取款一体机 (CINEO C4060 等 ProCash 系列) 等。

2013 年，东方通信收购银星金融，将其对公业务整合到目前针对个人金融电子设备业务中，随着机器替代人工的趋势，对公业务未来需求很大；结合东方通信渠道，整合研发实力较强、渠道能力偏弱的金融电子企业，也是东方通信加快做大金融电子业务的战略思路。

表 8: 金融电子业务自 07 年切入 (08 年收购东信金融技术), 08~13 年连续保持较快成长

单位: 亿元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	493.80	654.51	727.08	865.99	1090.39	1335.83	1602.99
收入增幅%	39.65%	32.55%	11.09%	19.11%	25.91%	22.51%	20.00%
营业成本	299.79	418.68	511.86	632.56	782.05	932.19	1118.63
毛利	194.01	235.83	215.22	233.43	308.34	403.64	484.37
毛利增幅%	36.44%	21.56%	-8.74%	8.46%	32.09%	30.91%	20.00%
毛利率	39.29%	36.03%	29.60%	26.96%	28.28%	32.03%	30.58%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

国内 ATM 机市场稳健成长、惠农政策下的涉农金融系统采购贡献大

根据央行 2014 年 2 月发布的《2013 年全年支付体系运行总体情况》，我国 ATM 行业在 2013 年仍延续了黄金发展时期，联网 ATM 数量增长创历史新高。截至 2013 年末，全国共有联网 ATM 设备 52 万台，较 2012 年末的 41.56 万台增加了 10.44 万台，同比增长 25.12%，相较 2012 年 24.21% 的同比增长率略有提升，ATM 市场增长势头稳健。

图 2: 国内联网 ATM 机近三年单季发展 (联网机数: 万台)



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

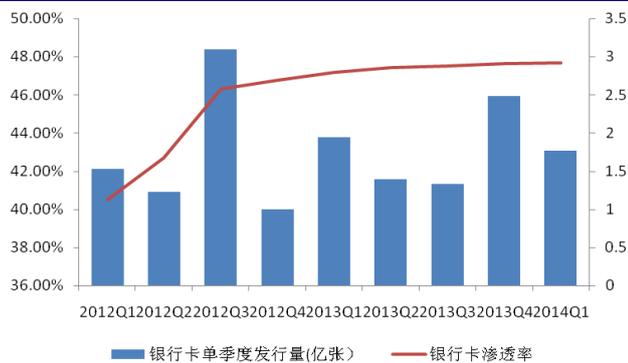
图 3: 国内 ATM 机近十余年发展情况 (联网机数: 万台)



资料来源: 中国人民银行, 中国银河证券研究部

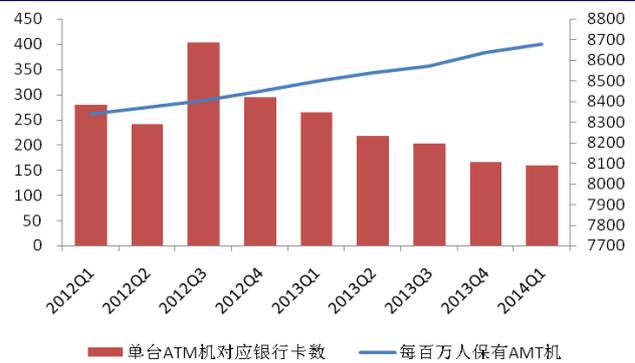
根据全球知名的 ATM 市场研究机构 RBR2013 年发布的《全球 ATM 市场趋势预测 2013-2018》报告，包括中国、印度及印尼在内的亚太地区，未来几年仍是全球主要的 ATM 增量市场。其中，中国地区的增长将占据绝大部分份额。2013 年末，全国联网的 ATM 机已达 52 万台，超越美国，成为全球最大的 ATM 市场。

图 4：国内银行卡发行/渗透率提升步入平稳期



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

图 5：单台 ATM 机对应银行卡数/每百万人保有 ATM 机数



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究部

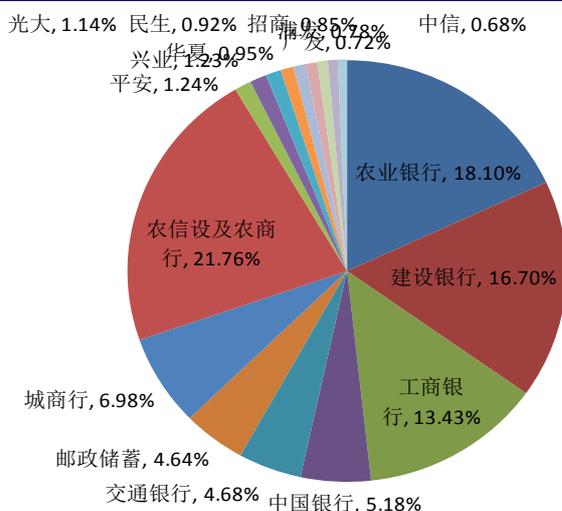
从国内银行卡发行和银行卡渗透率提升幅度看，已进入平稳期；只是截至 2014 年 1 季度末，每台 ATM 机对应 8090 张银行卡的累计发行量，ATM 机市场未来仍有翻倍的增长空间。

在人均 ATM 保有量上，按 2013 年官方发布的全国总人口 13.54 亿人计算，2014 年 1 季度末的我国 ATM 设备百万人保有量为 401 台，较之 2012 年 1 季度末的 261 台/百万人的保有水平，提升了 50% 以上。目前 401 台/百万人的保有量数据，已超过全球 346 台/百万人的平均水平；但距离西欧国家 786 台/百万人、美国 1376 台/百万人的发达国家水平，依然有较大的差距。同时，国内 ATM 机市场距离行业增速最高峰的 2008 年（36.2%）已过 5 年，随着国内联网 ATM 机保有存量也已达 52 万台（2014Q1），换机需求占比将越来越大。

从 2013 年各大银行的全年采购占比来看，五大国有银行（工、农、中、建、交）仍然是当之无愧的主力军，约占全年 ATM 市场采购量的 58.1%，但五大行 2012 年 64% 的占比相比有所下降。随着连续多年的大量采购，五大行的 ATM 保有量已经进入相对稳定状态，将进入 ATM 换机周期，新增采购量增长会继续保持稳健。

但除此之外，农信社及农商行系统以 21.76% 的采购占比取代 2012 年的农业银行，位居采购量占比首位。涉农金融系统在自助服务渠道建设中延续强劲的活力；农信社及农商行系统加上以农业银行（占 18.1%）、邮储银行（占 4.64%）为代表的泛农金融系统，2013 年合计已占 ATM 机采购市场的 44.50%，对 ATM 市场的增长贡献明显。这也反映近几年来国家着力发展和扶持农村金融的政策显示出了一定的成效，以及城镇化的推进。

图 6: 2013 年各银行 ATM 采购占比



资料来源: 中国金融自助设备网, 中国银河证券研究部

ATM 机行业中期受益 VTM (虚拟柜员机) 带来的新成长蓝海

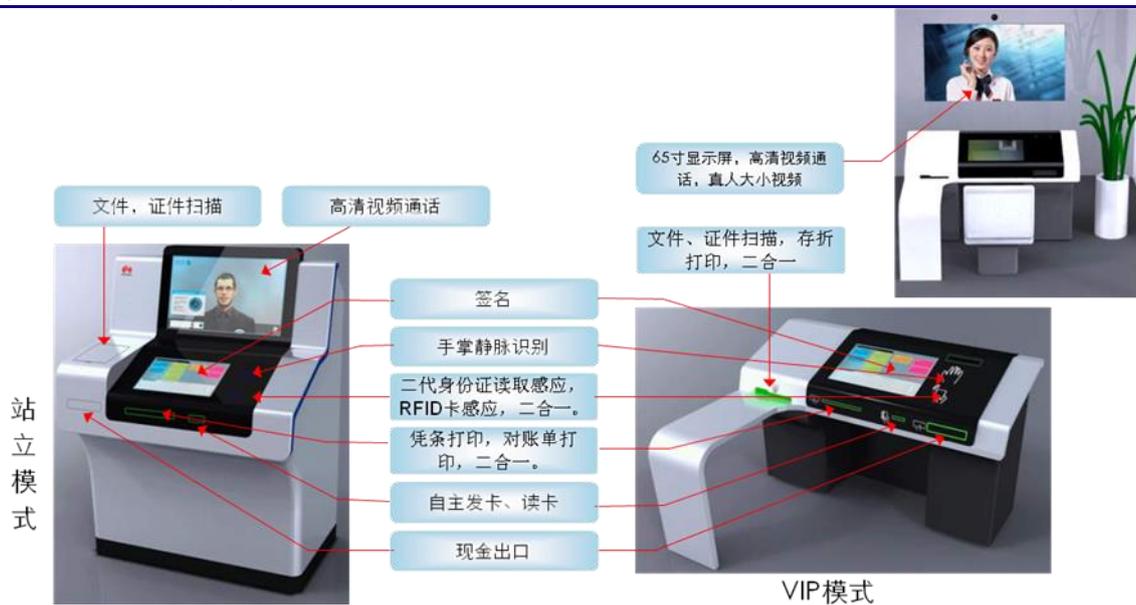
可以有效减少银行网点投入的 VTM 机 (虚拟柜员机) 在广发、光大等银行的逐步式商用成熟, 可能拉动 VTM 市场在 2015 年出现爆发式成长, 给 ATM 机厂商带来新的成长蓝海, 其市场空间未来可能比肩乃至超过传统 ATM 机; 东方通信也已完成相关产品储备并积极推进试点。

图 7: VTM 整体解决方案



资料来源: 华为, 中国银河证券研究部

图 8: VTM 自助终端外观感知



资料来源: 华为, 中国银河证券研究部

表 9: 银行柜面服务与 VTM 服务综合成本比较 (单位, RMB; VTM 模式 3 年可节省 30% 成本)

柜面服务					
描述				基础投入	
服务窗口	网点面积 (平米)	人员数量		场地装修	IT 投资
10	300	15		1,500,000	600,000
每年运维成本					
人工费用	场地租金	设备维护	通讯费用	宽带租金	水电
1,500,000	1,800,000	7,500	18,000	5,000	54,000
3 年合计: 12,253,500					
VTM 服务					
描述				基础投入	
服务窗口	网点面积 (平米)	人员数量		场地装修	IT 投资
10	100	10		500,000	3,000,000
每年运维成本					
人工费用	场地租金	设备维护	通讯费用	宽带租金	水电
1,000,000	600,000	15,000	1,000	50,000	31,000
3 年合计: 8,591,000					

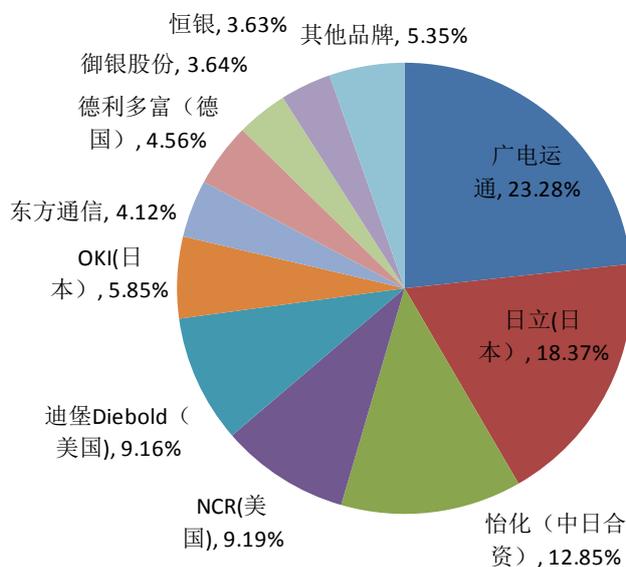
VTM 由于场地占用少、业务集中维护管理、服务集中化, VTM 的 TCO 较柜面服务成本具有明显优势, 3 年可以节省 30% 左右成本。

资料来源: 华为, 中国银河证券研究部

ATM 外资占比 60%，面临国内技术进步、金融安全双因素驱动的国产化契机

目前，我国市场上主要的 ATM 供应商分为外资品牌（含合资，包括日立、怡化、NCR、迪堡、OKI、德利多富，合计占有 2013 年 60% 的市场份额）、本土品牌（广电运通、东方通信、御银股份、天津恒银等，合计占有 34.67% 的市场份额）以及其他。外资又包括美资（NCR、迪堡，合计占有 2013 年 18.35% 市场份额）、日资（日立、怡化、OKI，合计占有 37.07% 的市场份额）、德资（德利多富，4.56% 的份额）。

图 9：2013 年度各主要 ATM 供应商在中国市场的销售占有率



资料来源：中国金融自助设备网，中国银河证券研究部

根据 2013 年度各厂商的 ATM 市场销量占比，前五位分别为广电运通、日立、怡化、NCR、迪堡，前五大品牌销售量占据全市场总量的 72.85%，市场相对集中。其中，广电运通连续六年位居国内 ATM 市场销量第一，占比约 23.28%；日立、怡化、NCR、迪堡、OKI、德利多富分居第 2~第 7 名，东方通信则位居第八名（占 4.12% 的市场份额）。

从两个方面而言，ATM 行业将迎来国产化进程的加速。一方面，从产业技术趋势上，随着国内存取款一体机市场的扩大，自主循环核心技术对市场格局影响更为深刻，广电运通、东方通信等国内厂商依托自主技术积极争夺国内市场，同时随着互联网金融浪潮和移动支付爆发增长的冲击，国内企业利用自身优势，如广电运通涉足移动支付、御银股份参股村镇银行等，加快行业的整合升级与转型速度。另一方面，随着 2014 年中央网络安全和信息化领导小组的成立，中日、中美间的政治局势与国内对金融安全的加强重视对金融电子行业的市场格局带来深远影响，以及海关对进口循环机芯的税率调整、农村金融 ATM 市场比重加大等多重因素影

响，国产化替代也将进一步扩大。

收购银星金融、外延补齐产品线

东方通信 2013 年 12 月 2 日公告，通过设立 100% 控股的持股公司投资 4000 万元人民币增资入股银星金融，占银星金融 51% 股权。银星金融是一家专业提供银行对公自助设备系统解决方案的企业；东方通信投资并控股银星金融后，有助形成为银行提供从对私到对公业务一系列的综合解决方案，为公司整体部署下一代自助银行产品创造条件。未来几年银行渠道变革将促使社区银行、智能银行、金融便利店等银行新型网点迎来较好的发展期；同时，银行在自助设备的多样性上也提出了较高的要求以适用网点变革。

从东方通信收购银星金融及后续对东方通信的持续跟踪调研，通过外延补其金融电子业务产品线，结合自身的渠道优势，抓住国产化替代和银行金融电子方面的转型变革机会，是其未来发展的整体思路。

（三）数字集群业务：积淀深厚，行业寡头格局、迎市场发展春天

集群通信经历了从简单对讲系统到单基站小系统，再到大容量多区域系统的发展历程；广义而言，无线对讲系统在内的具有调度通信功能的各种无线通信系统均可纳入集群通信系统范畴。

表 10：集群通信专网和公众蜂窝移动通信网的比较

比较项目	集群通信专网	蜂窝移动通信系统
用途	指挥调度	无线通话/移动数据业务
网络种类	专用网（主要大区制）	公用网（小区制）
工作频段	组网以 800/350MHz 频段为主及少量 450MHz 等频段， 非组网民用 150/400MHz	900/1800MHz（GSM），800MHz （CDMA）……
工作方式	单工、半双工，少量全双工	全双工
联网方式	本地网为主，也可全国逐步联网和连接公网	全国覆盖，互联互通
系统组合	集体（群组）为主、个人；有级别优先及其他功能	个人
用户	各行业（团体）、公、检、法、交通、军队	个人
接入延时要求	高，300ms-500ms	低，10s 左右
调度功能	要求高，如群呼、组呼、优先、强拆、强插、广域调度	弱，无调度、组呼和群呼功能
终端类别	手持台、车载台（占 50%）	主要是手机
用户费用	高	低
加密等级	高	一般安全通信

资料来源：数字移动集群通信系统（第 3 版），中国银河证券研究部

目前全球数字集群主要制式标准包括六类：系统类（四种，TETRA、P25、iDEN、PDT，其中TETRA、P25、PDT地位更为突出）、简单对讲机类（DMR、dPMR，面向工商业市场为主，DMR日益主流）。

从不同发展阶段的国家、不同应用领域的专网通信发展进程来看，P25仍是北美的主流数字集群通信标准，而TETRA标准在政府安全和公用事业领域获得了更广泛的全球认可；国内市场由于安全因素和地域广阔因素，PDT标准在政府安全、公用事业领域预期会逐步占主导，但TETRA在轨道交通领域优势稳固，同时PDT标准未来在部分发展中国家凭借大区制的技术优势、性价比和政治安全因素，也有望获得一席之地。而DMR、dPMR在全球的工商业应用群体中，预计会占据主导地位。

技术深厚积淀，东方通信领先TETRA国产化、PDT市场位居前列

东方通信作为普天集团旗下通信产业核心企业之一，其前身邮电部杭州通信设备厂创立于1958年，也是通信领域的老牌企业，在网络、终端、芯片领域技术积淀深厚。公司2010年最先成功推出自主知识产权的国产TETRA数字集群系统，在国产TETRA系统的轨道交通、港口运输、政务/安全等领域的商业化应用方面，也居于领先地位。

基于TETRA集群系统方面的技术积累，东方通信在PDT领域的综合优势也位居行业前列（东方通信、海能达、收购四川承联/科立讯的海格通信已初步形成寡头竞争的格局），尤其系统设备性能、小型化等方面居于行业领先地位，也推出PDT D8000系列等多款自主终端。

表 11：东方通信数字集群业务发展历程

业务群	2010年	2011	2012	2013	2014年
数字集群 (无线集群事业部)	明确了无线集群通信设备的产品路标。成功推出自主知识产权的TETRA数字集群系统，顺利通过工信部的350M TETRA和800M TETRA系统型号核准测试，取得频率核准证。	中标沈阳公安地铁二号线无线集群通信系统，取得商业合同，实现零的突破。积极推进各地Tetra/PDT试验网项目。	杭州数字集群无线政务专网、沈阳公安350M数字集群网络、杭州地铁一号线专用无线通信系统成功开通。在政府、公安、轨道交通、军队等市场领域实现突破，获签商用合同13,573万元，实现销售收入10,292万元，同比增长659%。	政府及公安市场，为“十二运”实施完美保障；中标武汉、温州、呼和浩特等6个地市模拟网升级数字化项目，并首次实现现役模拟集群系统向PDT数字集群系统平滑过渡的商用方案；企业网市场，2013年公司的无线集群系统首次在港口、机场、厂矿等行业实现商用。但受公安市场启动推迟、项目复杂、周期长等市场因素的影响，实现收入3,706万元，同比下降64%。	受益专网加快模转数

资料来源：公司网站、公告，中国银河证券研究部

表 12: 东方通信数字集群主要案例（东北、华东市场是其目前案例的主要集中地）

政府与公共安全	公用事业	交通运输
内蒙古自治区公安模拟网改造及数字化工程项目	青海盐湖金属镁数字集群调度指挥系统	青岛机场数字集群调度指挥系统
辽宁沈阳公安/地铁/消防 350 兆数字集群通信系统		大连港 TETRA 数字集群通信系统建设项目
山东枣庄市公安 350 兆数字集群通信系统		杭州地铁 1 号线列调无线集群系统
浙江杭州市数字集群无线政务专网		广东湛江港数字集群指挥调度系统
温州市公安局 350 兆数字集群通信系统		
宁波公安模拟网改造工程		

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

社会安全应急需求与行业标准模转数驱动，公安 PDT 专网等市场预期迎来快速发展期

全球集群专网企业龙头美国 Motorola Solutions，2013 年 86.9 亿元美元的收入水平（其中北美市场收入 47 亿美元），受益美国 9-11 后十余年的安保应急措施强化带来的投入。一方面国内的暴力及反恐事件趋势日益严峻；另一方面，国内集群专网企业收入规模最高的海能达，目前来自国内的年收入仅 1 亿多美元，既反映国内在社会安全防护及应急、行业信息化方面的差距悬殊，也指明了行业的巨大发展空间。

就集群通信的市场规模而言，政府与公共安全部门：公用事业：工商业应用，国外一般为 40%：20%：40%，而在国内目前基本在 20%：25%：55%的水平；国内政府与公共安全部门的市场发展潜力很大。

图 10: 集群通信系统的演进



资料来源：公安部科技信息化局，中国银河证券研究部

图 11: 国内暴力及反恐事件趋势日益严峻



资料来源：互联网，中国银河证券研究部

国内工信部制定的模拟转数字指导目标的 666 号文件，对公安等安全部门而言虽然难有强制约性，但从 2011 年开始就大幅萎缩停滞的公安模拟专网系统投入，也挤压了较大的新增及更替的市场需求等待释放；通过 2011 年就停止的模拟对讲机型号核准，对于工商业及行业应用

市场，也加速了其数字对讲机的渗透进程。

表 13: 中/美/日关于集群通信模/数转换的政策规定

国家	政策制定单位	政策文件	集群通信模/数转换政策
美国	联邦通信委员会(FCC)	《专业无线通信窄带化白皮书》(2008)	从 2013 年 1 月 1 日起,将不再受理不能工作在 6.25kHz 通信带宽工作模式或等效模式的专业无线通信设备的型号核准申请,即停止模拟对讲机型号核准。
日本	总务省	《关于数字简易无线导入的频点再分配公告》(2003-2010)	简易无线电通信设备于 2012 年 11 月 30 日起向窄带数字方式过渡,并在 2022 年 11 月 30 日完成模拟产品向数字产品的过渡。
中国	工信部	666 号文件《关于 150MHz/400MHz 频段专用对讲机频率规划和使用管理有关事宜》(2009)	从 2011 年 1 月 1 日起停止核准新的 150MHz 和 400MHz(专业对讲机的使用频段)模拟对讲机型号,不对原有模拟设备进行型号延期,并于 2016 年 1 月 1 日完成模拟产品向数字产品的转换。

资料来源:互联网,中国银河证券研究部整理

表 14: 国内外专网通信发展进程对比

	发达国家	发展中国家	中国
政府与公共安全	1) 基本采用数字产品,主要集群通信网络已建设完成; 2) 欧洲以 TETRA 标准为主,北美以 P25 标准为主; 3) 开始向新一代宽带数字集群技术演进,但尚未商用。	1) 多数国家专业通信仍以常规应用为主,少数中心城市建有局部集群通信网络,部分新建网络开始应用数字技术; 2) 数字产品以 TETRA 为主,个别采用 P25 技术; 3) 由于投资预算紧张,普遍需要低成本的数字集群产品	1) 已建成覆盖大部分城市的警用集群网络,采用 MPT1327 模拟集群标准,个别大城市(北京、上海、深圳等地因为大型活动等原因)早前建成 TETRA 网络(PDT 成熟前)。 2) 公安部牵头制定国产 PDT 数字集群标准,以更新现有 1327 模拟集群系统。 3) 公安外的其他政府部门建网需求日益明确
公用事业	1) 高端用户已开始大规模使用数字集群产品,欧洲以 TETRA 为主,北美以 P25 为主,部分用户开始选用 NXDN。 2) 中低端用户仍以模拟产品为主; 3) 部分高端用户开始使用 DMR 数字产品,预计未来发展较快	1) 主要使用常规模拟产品,集群产品较少,部分行业如地铁应用数字标准; 2) 市场需求在相当长时间仍主要为模拟产品,且快速增长,行业内的领导厂商开始推广 DMR、NXDN 等数字产品	1) 处于基础设施大规模建设期,地铁、大型基础新建项目大多选用 TETRA 集群标准。 2) 铁路平调、港口、石油石化、林业等用户仍以常规模拟产品为主,其中高端用户开始建设小规模集群网,或使用 DMR/PDT 数字产品; 3) 由于政府政策推动,数字产品应用趋势明显
工商业	1) 主要使用常规模拟产品,少数高端用户已使用数字产品; 2) 目前已应用的数字产品中,欧洲主要以 DMR、dPMR 数字标准为主,北美采用 DMR、NXDN 数字标准,日本使用 DCR 标准。	1) 主要以常规模拟产品为主,极少数高端用户开始使用 DMR 数字产品; 2) 市场需求在相当长时间内仍主要为模拟产品且高速增长	1) 主要以常规模拟产品为主,少数高端用户开始尝试使用数字产品; 2) 有明确的模数转换期限要求,但考虑到用户对价格敏感性高,数字化进程预期主要集中在政府规定的临近期限。

资料来源:互联网,中国银河证券研究部

轨道交通 (Tetra 集群专网) 市场迎来国产化契机

目前国内地铁数字集群调度指挥网络年均市场投入在 30 亿元,基本为美国 Motorola

Solutions、欧洲 EADS 两家企业垄断（两家通过直销、代理，合计占有超过 90% 以上的份额）。国内目前已规划未来几年将建的地铁线路 335 条，按照每条平均保守 4000 万元的 Tetra 集群调度指挥系统专网投资，对应 130 多亿元的市场容量，比肩国内公安 PDT 市场。

东方通信通过自主研发、海能达通过 12 年收购德国 GmbH 公司，成为目前国内仅有的两家可提供自主 Tetra 数字集群系统的国内企业；未来无论国内地铁市场的国产化替代、还是海外市场的延伸，均给东方通信提供了比较好的发展空间。

中国目前已开通地铁城市 18 个，将开通地铁城市 30 个。而截至目前的内地行政区划，省会/直辖市 36 个，地级市 239 个，县级市 364 个，合计 639 个城市。地级市一般人口都在百万以上，如果简单以百万人口为建地铁的城市门槛，国内有 275 个城市达到条件；同时国内已开通地铁城市，地铁线路仍有巨大的增加空间。

表 15：国内已开通（18 个）/将开通（30 个）地铁城市

已开通	北京、上海、天津、重庆、南京、广州、佛山、深圳、西安、沈阳、成都、武汉、苏州、昆明、长春、大连、哈尔滨、杭州
将开通	南昌、长沙、无锡、郑州、福州、厦门、贵阳、宁波、合肥、太原、石家庄、南宁、济南、青岛、东莞、常州、兰州、呼和浩特、包头、鄂尔多斯、乌鲁木齐、温州、惠州、珠海、抚顺、南通、海口、泉州、扬州、洛阳

资料来源：互联网，中国银河证券研究部

（四）信息安全业务：积极转型布局

移动增值业务团队的技术积累，奠定转型信息安全基础

东方通信目前 200 人的移动增值业务技术团队，是其转型布局信息安全业务的技术核心，目前已有部分人员彻底转型信息安全系统产品的研发。

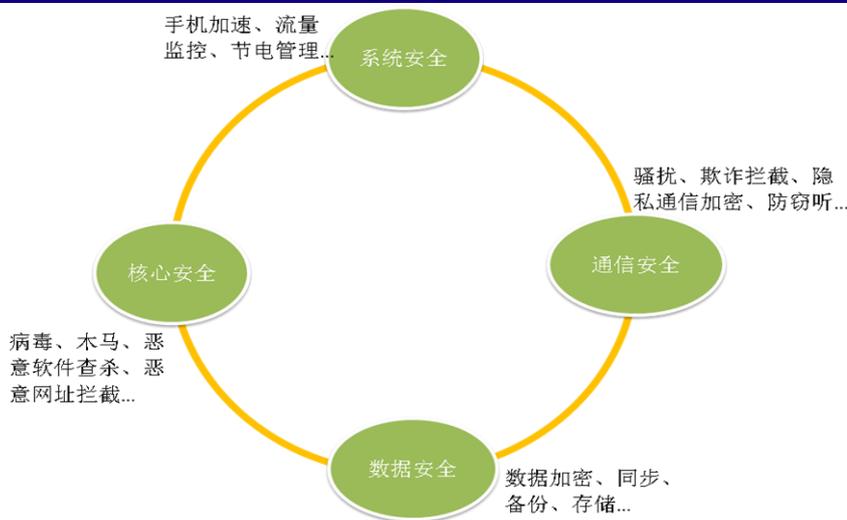
东方通信目前移动增值业务的核心是其 IPS（“综合可编程交换机”的缩写）平台，实际就是融合型多媒体增值业务接入平台。IPS 平台来源于大型移动核心网交换系统，提供从 2G 到 3G、从 TDM 到 IP、从媒体到信令、从网络接入到网络监控的全方位产品和服务，并支持面向 LTE 网络演进的融合型业务解决方案（规模应用于中国十余省份，且成功进入香港、印度等区域商用），覆盖使用用户群体超过 3 亿。因此，对各类网络协议的精通、对大流量数据的处理、对各类电信增值业务的理解，奠定公司转型信息安全的**技术基础。**

表 16: 移动互联网在网络、终端、业务三个层面的安全风险

安全纬度	安全风险
网络层面	IP 化的移动通信网：原有相对闭合的安全性质被削弱，破解空口协议不合法过访网络、对空口信息施行监听和窃取、对无线资源和设施的服务滥用攻击、针对 WiFi 无线网络标准中有线等效保密协议(WEP)加密易被破解的安全破绽等。
终端层面	移动通信网原有的终端问题—如无线干扰、SIM 卡克隆、机卡接口窃密等，叠加移动终端智能化带来的病毒、破绽、恶意攻击等
业务层面	如钓鱼软件、电商网站因连接中断造成的买卖商品失败、用户买卖商品诈骗等，以及特别安全风险（如短信交互风险带来的移动支付漏洞，可能空口传送时被盗取；短信重发带来的商品重复购买问题；隐私泄漏或滥用风险等）。

资料来源：中国银河证券研究部

图 12: 不同角度的移动互联网安全问题



资料来源：中国银河证券研究部

随着移动互联网的繁荣和通信电子技术的发展，各类骚扰欺诈、钓鱼软件、恶意攻击等日益成为社会安全和移动互联网发展的重要隐患，东方通信长期的运营商、公共安全等市场的积累，也为其快速拓展运营商、公安、互联网公司的信息安全市场，也提供了很好的支撑。

三、业绩与估值

(一) 主营业务预测

主营业务预测主要包括下面三个关键假设：

- 1)、**数字集群业务**：14~16年收入预测，基于市场招标规模、在手订单、同业比较及公司规划。
- 2)、**金融电子业务**：基于公司近三年增速、行业增速水平、公司外延整合的情况。
- 3)、**信息安全业务**：基于公司规划、预期业务合作情况、技术团队规模。

表 17：东方通信主营业务分拆预测

单位：百万人民币	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
1、通信电子制造						
营业收入	945.06	1483.60	1327.34	1613.15	1838.73	1996.76
收入增幅%	-36.08%	56.98%	-10.53%	21.53%	13.98%	8.59%
营业成本	912.33	1,333.89	1,200.36	1331.42	1441.30	1523.07
毛利	32.73	149.71	126.98	281.73	397.44	473.69
毛利增幅%	33.05%	357.41%	-15.18%	121.87%	41.07%	19.19%
毛利率	3.46%	10.09%	9.57%	17.46%	21.61%	23.72%
1) 数字集群专网						
营业收入	13.56	102.92	37.06	350.00	600.00	780.00
收入增幅%	n.a.	659.00%	-63.99%	844.41%	71.43%	30.00%
营业成本	8.14	51.46	18.53	175.00	300.00	390.00
毛利率	40.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
2) 通信电子制造(代工)						
营业收入	931.50	1125.13	1018.98	1018.98	1018.98	1018.98
收入增幅%	-37.00%	20.79%	-9.43%	0.00%	0.00%	0.00%
营业成本	904.19	1,124.18	1,013.83	1,005.21	1,005.21	1,010.59
毛利率	3.5%	0.1%	0.5%	1.4%	1.4%	0.8%
3) 交换传输网络(移动增值业务+网络工程服务)						
	2011年前单列					
营业收入	—	255.55	271.30	244.17	219.75	197.77
收入增幅%	—	6.16%	6.16%	-10.00%	-10.00%	-10.00%
营业成本	—	158.25	168.00	151.20	136.08	122.48
毛利率	—	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%
2、金融电子设备营业收入						
营业收入	654.51	727.08	865.99	1090.39	1335.83	1602.99
收入增幅%	32.55%	11.09%	19.11%	25.91%	22.51%	20.00%
营业成本	418.68	511.86	632.56	782.05	932.19	1118.63
毛利	235.83	215.22	233.43	308.34	403.64	484.37
毛利增幅%	21.56%	-8.74%	8.46%	32.09%	30.91%	20.00%

毛利率	36.03%	29.60%	26.96%	28.28%	30.22%	30.22%
3、交换传输网络—信息安全		12年取消“交换传输网络”分类		收缩传统移动增值业务，拓展信息安全		
营业收入	240.72			30.00	80.00	150.00
收入增幅%	6.16%			n.a.	166.67%	87.50%
营业成本	149.07			15.00	40.00	75.00
毛利	91.65			15.00	40.00	75.00
毛利增幅%	-12.69%			n.a.	166.67%	87.50%
毛利率	38.07%			50.00%	50.00%	50.00%
4、其他业务及贸易						
营业收入	1,335.67	1,185.96	1,319.76	1,320.24	1,394.96	1,434.69
收入增幅%	185.80%	-11.21%	11.28%	0.04%	5.66%	2.85%
营业成本	1,300.76	1,144.52	1,283.33	1,281.22	1,352.13	1,392.67
毛利	34.91	41.44	36.43	39.03	42.83	42.02
毛利增幅%	67.84%	18.71%	-12.09%	7.13%	9.74%	-1.89%
毛利率	2.61%	3.49%	2.76%	2.96%	3.07%	2.93%
5、内部抵消						
营业收入	-149.62	-156.85	-152.17	(152.88)	(153.97)	(153.01)
收入增幅%	—	—	—	—	—	—
营业成本	-140.50	-149.38	-143.48	(144.45)	(145.77)	(144.57)
毛利	(9.12)	(7.47)	(8.69)	(8.43)	(8.20)	(8.44)
毛利增幅%	0.00%	-18.09%	16.33%	-3.03%	-2.74%	2.95%
毛利率	—	—	—	—	—	—
6、其他						
其他收入	90.18	58.50	76.30	75.00	69.93	73.74
增幅%	48.13%	-35.13%	30.42%	-1.71%	-6.75%	5.45%
其他成本	52.49	19.07	33.16	33.56	28.16	31.58
毛利	37.69	39.43	43.14	41.43	41.77	42.16
毛利率%	41.79%	67.40%	56.54%	55.24%	59.73%	57.17%
合计：营业收入	3116.52	3298.29	3437.22	3975.90	4565.49	5105.18
收入增幅%	14.27%	5.83%	4.21%	15.67%	14.83%	11.82%
营业成本	2692.83	2859.96	3005.93	3298.80	3648.01	3996.38
毛利	423.69	438.33	431.29	677.11	917.48	1108.80
毛利增幅%	15.11%	3.46%	-1.61%	57.00%	35.50%	20.85%
毛利率	13.60%	13.29%	12.55%	17.03%	20.10%	21.72%

资料来源：中国银河证券研究部

表 18: 金融电子、集群专网、信息安全业务分子板块同类公司比较 (不考虑东方通信电子代工、移动增长与网络工程业务)

证券代码	证券简称	2013A	2014E	2015E	2016E	总市值 (亿元)	备注
金融电子业务							
002152.SZ	广电运通	2515.9	3128.9	3840.4	4652.3	165.95	
002177.SZ	御银股份	848.7	1003.7	1243.0	1530.0	45.89	
600776.SH	东方通信	866.0	1090.4	1335.8	1603.0	—	
集群专网业务		2013A	2014E	2015E	2016E	总市值 (亿元)	
002465.SZ	海格通信	9.5	40.0	480.0	720.0	—	含 20% 的集群专网军品业务
002583.SZ	海能达	1260.0	1690.0	2476.0	3092.0	73.11	收入中扣除收购的、短期难贡献盈利的德国 GmbH 和鹤壁电子。收入结构, 海外占 70%。
600776.SH	东方通信	37.1	200.0	400.0	600.0	—	
信息安全业务		2013A	2014E	2015E	2016E	总市值 (亿元)	
002439.SZ	启明星辰	948.4	1196.5	1506.7	1923.1	83.71	
300369.SZ	绿盟科技	623.1	813.9	1055.1	1370.0	82.71	
002268.SZ	卫士通	457.5	970.7	1359.1	1807.6	65.13	
600776.SH	东方通信	—	30.0	80.0	150.0	—	

资料来源: WIND 预期, 中国银河证券研究部

(二) 相对估值

对于东方通信的估值比较, 我们将其按名义、实际二种方式作了区别, 按名义市值 (参考 WIND 2014/8/8 的收盘数据) 东方通信 144 亿市值; 但考虑东方通信实际分 A、B 股, 分开各自的股本、价格进行市值加总, 东方通信的实际市值仅 121 亿, 相差 20%。

表 19: 集群专网、金融电子、信息安全三个子板块相对估值比较

证券代码	证券简称	收盘价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	第一大股东持股比例	EPS			PE		
						2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
002465.SZ	海格通信	15.30	9.98	152.69	18.25%	0.33	0.53	0.72	47	29	21
002583.SZ	海能达	26.30	2.78	73.11	59.51%	0.49	0.60	1.10	54	44	24
								平均	50	36	23
方式一 (名义)	东方通信	11.50	12.56	144.44	48.13%	0.15	0.25	0.40	75	46	29
方式二 (实际)	东方通信	11.50 (A 股) / \$0.611 (B 股)	9.56 (A 股) / 3.00 (B 股)	120.88 (A+B)	48.13%	0.15	0.25	0.40	63	39	24
									东方通信方式二, EPS 按总股本计, 但 PE 按真实市值计		
002152.SZ	广电运通	18.50	8.97	165.9450	47.70%	0.79	0.97	1.18	24	19	16
002177.SZ	御银股份	6.03	7.61	45.8883	33.15%	0.16	0.20	0.25	37	30	24

								平均	30	25	20
002439.SZ	启明星辰	20.17	4.15	83.7055	33.13%	0.29	0.41	0.58	68	49	35
300369.SZ	绿盟科技	61.27	1.35	82.7145	22.35%	0.82	1.07	1.38	75	57	45
002268.SZ	卫士通	37.65	1.73	65.1345	34.83%	0.23	0.61	0.89	167	62	42
								平均	104	56	41

资料来源: WIND 预期, 中国银河证券研究部

四、投资建议

从业务布局看, 公司规划聚焦的金融电子、数字集群专网、信息安全三大核心业务, 本身属于成长前景比较好的市场领域、市场竞争格局也较好。同时, 东方通信在金融电子、数字集群专网均已建立了本土企业中 NO.2 的行业地位, 布局中的信息安全业务则具备比较好的技术/市场资源积累, 我们对于公司未来业务的发展空间和潜力乐观。

对于东方通信的发展离不开从普天信息产业集团的整体视角去看其未来的定位与空间。伴随普天信息产业集团自身的国企改革、资产梳理、产业协同, 东方通信的整体实力有借此带来较大提升的空间。

我们预计公司 2014~2016 年收入分别为 38.26 亿 (+11.31%)、43.65 亿 (+14.10%)、49.25 亿 (+12.82%), 更值得重视的是公司业务结构及其相应盈利能力的变化; 归属于上市公司股东净利润预计分别为 3.08 亿 (+59.17%)、4.97 亿 (+61.17%)、6.39 亿 (+28.66%), 每股 EPS(按 A+B 股总股本 12.56 亿股计)分别为 0.25 元、0.40 元、0.51 元, 当前股价对应 PE 分别为 47、29、23 倍, 维持“推荐”评级。

五、催化剂

- 集群专网、信息安全方面的重要订单; 相关产业政策利好。
- 普天信息产业集团旗下专网通信、信息安全、网络规划及维护类资产的深入协同。

六、风险提示

- 业绩的季节性波动与金融电子行业、国内 PDT/TERA 专网招标如果放缓可能带来全年业绩低于预期的情况。

七、附表

表 20：东方通信财务报表

资产负债表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1225.1	956.9	1180.2	1282.3	1478.0	营业收入	3298.3	3437.2	3825.9	4365.4	4925.1
应收票据	23.3	15.7	17.4	19.9	22.5	营业成本	2860.0	3005.9	3222.9	3523.5	3900.2
应收账款	498.1	561.3	601.3	699.5	781.6	营业税金及附加	23.4	16.5	18.3	20.9	23.6
预付款项	4.3	16.9	18.1	19.9	22.0	销售费用	90.3	98.8	107.4	124.0	139.1
其他应收款	10.5	13.8	14.6	16.1	18.9	管理费用	287.0	255.3	284.2	349.3	394.1
存货	361.7	518.4	427.7	509.8	587.5	财务费用	-20.8	-23.9	-28.5	-31.7	-37.0
其他流动资产	272.9	627.6	627.6	627.6	627.6	资产减值损失	2.2	9.8	7.2	6.2	8.6
长期股权投资	510.4	294.2	294.2	294.2	294.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	289.3	227.1	205.2	185.9	169.7	投资收益	101.7	72.1	93.0	88.9	84.7
在建工程	17.5	21.4	19.4	20.4	19.9	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	158.0	146.8	307.4	462.2	581.2
无形资产	38.6	33.5	31.5	29.1	26.2	营业外收支净额	42.9	92.1	69.0	124.7	190.2
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	200.9	239.0	376.4	586.9	771.4
资产总计	3417.1	3439.8	3601.1	3870.5	4217.8	减：所得税	8.4	30.6	48.1	58.2	91.3
短期借款	0.0	18.2	12.3	0.0	0.0	净利润	192.5	208.4	328.3	528.7	680.1
应付票据						归属于母公司的净					
应付账款	16.6	13.2	16.5	16.8	19.3	利润	192.6	193.7	308.3	497.0	639.4
预收款项	266.0	240.9	259.4	284.1	315.0	少数股东损益	-0.1	14.7	19.9	31.7	40.8
应付职工薪酬	36.6	32.2	39.1	42.8	49.3	基本每股收益	0.15	0.15	0.25	0.40	0.51
应交税费	101.2	70.4	95.8	112.3	120.9	稀释每股收益	0.15	0.15	0.25	0.40	0.51
其他应付款	21.5	29.2	24.9	25.2	26.4	财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他流动负债	99.3	64.6	65.0	65.0	65.0	成长性					
长期借款	88.5	70.6	62.1	62.1	62.1	营收增长率	5.83%	4.21%	11.31%	14.10%	12.82%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	-8.57%	18.24%	114.85%	65.95%	30.71%
负债合计	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-0.72%	8.27%	57.51%	61.06%	28.65%
股东权益合计	639.8	550.1	586.2	619.3	669.2	盈利性					
现金流量表 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	销售毛利率	13.29%	12.55%	15.76%	19.29%	20.81%
净利润	192.5	208.4	308.3	497.0	639.4	销售净利率	5.84%	6.06%	8.58%	12.11%	13.81%
折旧与摊销	53.0	46.5	37.2	34.4	31.4	ROE	6.93%	6.70%	10.23%	15.29%	18.02%
经营活动现金流	-53.0	-189.6	318.6	277.6	441.6	ROIC	1.30%	1.82%	5.56%	9.64%	11.63%
投资活动现金流	215.0	20.8	-14.1	-14.6	-15.2	估值倍数					
融资活动现金流	-132.9	-103.3	-81.3	-160.9	-230.7	PE	75	75	47	29	23
现金净变动	47.2	-273.0	223.2	102.2	195.7	P/S	4.4	4.2	3.8	3.3	2.9
期初现金余额	1177.9	1225.1	956.9	1180.2	1282.3	P/B	5.2	5.0	5.1	4.7	4.3
期末现金余额	1225.1	952.0	1180.2	1282.3	1478.0	股息收益率	0.70%	0.52%	1.03%	1.60%	1.97%
						EV/EBITDA	56.6	34.1	26.1	21.0	17.2

资料来源：中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 中国普天集团旗下主要公司及其产业分布	4
图 2: 国内联网 ATM 机近三年单季发展 (联网机数: 万台)	10
图 3: 国内 ATM 机近十余年发展情况 (联网机数: 万台)	10
图 4: 北斗卫星导航系统覆盖范围 (2012)	13
图 5: 国内银行卡发行/渗透率提升步入平稳期	13
图 6: 单台 ATM 机对应银行卡数/每百万人保有 ATM 机数	15
图 7: 2013 年各银行 ATM 采购占比	15
图 8: VTM 整体解决方案	16
图 9: VTM 自助终端外观感知	17
图 10: 2013 年度各主要 ATM 供应商在中国市场的销售占有率	19
图 11: 集群通信系统的演进	19
图 12: 国内暴力及反恐事件趋势日益严峻	20
图 13: 不同角度的移动互联网安全问题	23

表格目录

图 1: 中国普天集团旗下主要公司及其产业分布	1
表 1: 中国普天信息产业/普天东信集团经营情况 (2011~2013)	2
表 2: 中国普天旗下上市公司 (单位: 亿元 RMB/亿股; 股价: A 股, RMB; B 股, 美元; H 股, 港元)	2
表 3: 普天信息技术与东方通信业务结构高度相似, 首信股份侧重信息安全	3
表 4: 东方通信股权激励计划行权时间与条件	5
表 5: 东方通信收入结构变迁 (2012 年~2016E)	6
表 6: 东方通信毛利贡献占比结构变迁 (2012 年~2016E)	6
表 7: 业务发展—金融电子、数字集群、移动增值业务 (转型信息安全)、通信电子制造、通信工程业务	7
表 8: 金融电子业务自 07 年切入 (08 年收购东信金融科技), 08~13 年连续保持较快成长	9
表 9: 银行柜面服务与 VTM 服务综合成本比较 (单位, RMB; VTM 模式 3 年可节省 30% 成本)	12
表 10: 集群通信专网和公众蜂窝移动通信网的比较	14
表 11: 东方通信数字集群业务发展历程	15
表 12: 东方通信数字集群主要案例 (东北、华东市场是其目前案例的主要集中地)	16
表 13: 中/美/日关于集群通信模/数转换的政策规定	17
表 14: 国内外专网通信发展进程对比	17
表 15: 国内已开通 (18 个) /将开通 (30 个) 地铁城市	18
表 16: 移动互联网在网络、终端、业务三个层面的安全风险	19
表 17: 东方通信主营业务分拆预测	20
表 18: 金融电子、集群专网、信息安全业务分子板块同类公司比较 (不考虑东方通信电子代工、移动增长与网络工程业务)	22
表 19: 集群专网、金融电子、信息安全三个子板块相对估值比较	22
表 20: 东方通信财务报表	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

朱劲松，通信行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：中国联通（600050.SH）、中兴通讯（000063.SZ）、鹏博士（600804.SH）、海格通信（002465.SZ）、东方通信（600776.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、海兰信（300065.SZ）、海能达（002583.SZ）、新世纪（002280.SZ）宜通世纪（300310.SZ）、高新兴（300098.SZ）、烽火通信（600498.SH）、科华恒盛（002335.SZ）、日海通讯（002313.SZ）、中创信测（600485.SH）、三维通信（002115.SZ）、大富科技（300134.SZ）、烽火电子（000561.SZ）、中天科技（600522.SH）、北纬通信（002148.SZ）、二六三（002467.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn