

IDC 扩张和移动支付硬件销售提升公司估值

投资要点

- **现有产品稳步放量。**1) POS 产品:EPOS 产品升级提价, 且销量出现恢复性增长, 2015 年预计将实现 40-50 万台的销量; 基于第三方支付的金融 POS 产品预计将在 2015 年集中放量, 预计 2015 年将实现 30 万台的销售量; 智能 POS 机售价较高, 2015 年预计会有 5 万台销售。2) 自助终端去年实现销售量 3 万台, 超出我们预期。伴随福彩中心订单量的实现, 以及海外中东、美国市场的进一步开辟, 这一块业务预计还有较大增长。
- **以 IDC 为首的新业务爆发勃勃生机。**1) 2014 年公司收购了广州云硕科技 70% 的股权, 后者主要资产就是互联网数据中心 (IDC)。云硕目前拥有 3680 个机柜, 公司计划在 3 年内利用融资租赁的方式增设机柜至 2-3 万个, 在建的有 6000 个, 预计将贡献 2.4-3.6 亿元净利润; 2) 农业银行外包服务提供商。3) 公司计划向地方中小银行提供 O2O 平台建设与维护服务, 由“硬”转“软”切入互联网金融业务。
- **移动支付硬件设备供应是公司提升估值的关键。**我们预计初期全国移动支付终端需求量应该在 2000-3000 万台, 各硬件提供商都在积极布局。假设商业银行和电商巨头不重复铺设移动支付终端, 市场有 2/3 份额被大型金融硬件制造商瓜分, 且各供应商势均力敌的情形下, 证通电子初期预计将获得 330-500 万台生产销售量, 对应 4.2 亿元-6.3 亿元净利润。
- **费用继续增长, 资产减值损失或大量冲回。**公司未来公司业务拓展快, 我们预计 2015 年公司的销售费用将继续上涨。此外, 由于 2014 年公司完成股权激励产生大量费用并从 2014 年开始摊销, 我们预计公司管理费用也将继续上升。公司去年计提了 1800 万资产减值损失, 通过我们对公司账龄的分析, 我们认为 2015 年大额冲回的概率大。
- **财务预测与评级:** 我们预计 2015-2017 年公司净利润为 1.2 亿元、2.2 亿元、3.4 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46 元、0.84 元、1.29 元, 对应市盈率分别为 92 倍、50 倍、32 倍。对应目标价为 50.40 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 订单或出现大幅下滑等风险。

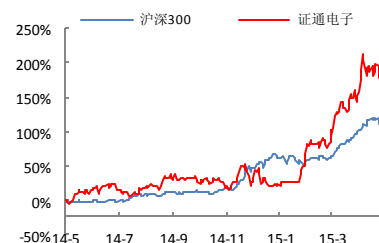
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	966.42	1370.56	2206.92	3075.71
增长率	22.27%	41.82%	61.02%	39.37%
归属母公司净利润(百万元)	62.68	122.10	225.69	346.40
增长率	13.72%	94.81%	84.85%	53.48%
每股收益 EPS(元)	0.23	0.46	0.84	1.29
净资产收益率 ROE	5.56%	9.94%	15.93%	20.45%
PE	151.55	92.23	50.5	32.89
PB	8.43	9.3	8.04	6.72

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉
 执业证号: S1250514080002
 电话: 023-63786278
 邮箱: xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.68
流通 A 股(亿股)	1.98
52 周内股价区间(元)	11.95-42.43
总市值(亿元)	113.69
总资产(亿元)	21.27
每股净资产(元)	4.24

相关研究

1. 证通电子(002197): 业绩略低于预期, 各类 POS 产品市场空间大 (2015-04-23)
2. 证通电子(002197): 金融 POS 支付为公司带来业绩提升 (2014-12-17)

通过与上市公司沟通，结合公司 2014 年新晋收购资产的未来发展，重新梳理了一下公司的大类产品结构。我们提炼出公司的三大看点：第一是公司现有产品的放量稳步进行。第二公司在新业务领域焕发勃勃生机，主要包括两块：一方面 IDC 业务将会成为公司未来主要盈利来源，另一方面公司预备切入软件市场，向金融企业客户提供“软”服务。第三市场份额最大的近场移动支付相关硬件产品的销售是公司未来三年盈利估值提升最重要的因素。

一、现有产品稳步放量

我们在《金融 POS 支付为公司带来业绩提升》报告中对公司的现有产品结构做过梳理。公司当前主要利润来源是 POS 机产品，但从去年年报看，自助终端的增长速度超预期；此外公司加密键盘以及能源等业务均保持稳定的增长。

POS 产品逐步放量

目前公司的 POS 产品包括传统的 EPOS，正在推广的以第三方支付为销售对象的金融 POS，还有一类是内嵌了 ERP 系统，可以做订单、库存和绩效管理的智能 POS，以及市场尚未开启但体量惊人的移动支付 POS 产品。

EPOS 产品升级提价，且销量出现恢复性增长。传统的 EPOS 产品并不能支持 IC 卡支付，功能比较单一，目前公司升级版的 EPOS 产品能适应更新的支付环境，订单量随之增长。目前公司 EPOS 产品售价较之前有 40% 的提价，产量方面公司现有产能约为 30 万台，2015 年预计将实现 40-50 万台的销量。

基于第三方支付的金融 POS 产品预计将在 2015 年集中放量。2014 年公司第三方支付 POS 由于价格原因交付情况未及预期。从目前公司订单情况看，预计 2015 年将实现 30 万台的销售量。

智能 POS 机由于售价较高，是各类 POS 产品里面毛利率较高的品种，这类 POS 产品广泛应用于连锁小超市，门店等，能够直接将销售和具体信息进行连接。2015 年预计会有 5 万台销售。

自助终端增长超预期

公司自助终端主要销售给国内的电力、彩票、银行、医院等主要客户，市场从国内开拓到了海外。这类产品单价一万元左右，去年实现销售量 3 万台，较 2013 年增长了 38%，超出我们预期。伴随福彩中心订单量的实现，以及海外中东、美国市场的进一步开辟，这一块业务预计还有较大增长。

加密键盘市场的领导者

证通电子是国内最大的密码键盘厂商，技术领先多年，特别是在国密算法领域。现在的加密键盘采用 PCI 认证，未来央行要求使用国密算法，兼容 PCI，国产化水平将会得到提升。

公司的加密键盘主要销售给海外的厂商，包括日立、NCR（全球最大 ATM 制造商）。从跟 NCR 的合作看，2014 年已经完成前期产品验证，后续将会不断有订单贡献。

加密键盘这块业务由于公司前期的市场占有率较高，后续增长速度可能会比之前的预期要缓慢一些。

能源项目

去年子公司定州市中标节能技术服务有限公司实现净利润 2837 万元，成为公司利润的又一重要来源。公司利用合同能源管理业务和分期收款销售业务模式，公司 LED 照明节能改造业务持续增长，成为除金融电子支付设备业务外的重要业务领域。2014 年河北省定州节能照明改造项目贡献了可观利润。

二、以 IDC 为首的新业务爆发勃勃生机

云硕科技的外延扩张

公司在 2014 年收购了广州云硕科技 70% 的股权，后者主要资产是刚刚落建的互联网数据中心（IDC）。云硕目前拥有 3680 个机柜，根据业内一个机柜 10 余万的年租金，一个完整年度该公司将获得 2 亿元收入（其余划拨电信运营商），对应完整年度的净利润约为 4500 万。

公司计划在 3 年内利用融资租赁的方式增设机柜至 2-3 万个，预计每年将贡献 2.4-3.6 亿元净利润，从建设情况看，目前筹划在建的有 6000 个。

农业银行外包服务提供商

农业银行是公司的长期合作客户，公司积极争取农业银行相关的外包服务。目前农行正在加快推进新一代的全功能电子商务支付平台、银联在线支付等电子商务平台落地工作。今年 4 月初，北京分行率先推出了“E 商管家”电子商务服务平台。为企业提供定制化商业金融综合服务。

E 商管家主要向生产型企业提供支付、订单管理、物流管理统计分析等内容。目前农业银行迫切想在各地推广这项产品，将前段销售和后端设备维护均外包出去。

证通电子凭借在硬件方面的多年积累，试图切入这一外包领域，增加公司硬件销售之外的新业务内容。

互联网金融平台构建

公司近年在硬件销售以外领域积极需求向软件服务的拓展。2014 年公司收购的广州佩博利思就是专门从事 O2O 平台开发和应用的—家公司。

“收购软件技术提供方”嫁接“公司现有商业银行客户关系”是公司从“硬”转“软”，切入互联网金融的重要布局。公司计划与地方商业银行合作开发 O2O 交易平台，将地方银行零散的客户资源导入 PC，手机等终端平台，由佩博利思专门负责平台维护和市场推介，后期双方共同分享流量、收单等环节的利润。

证通的定位是互联网金融平台的搭建以及维护者。平台的客户主要是个人消费者以及小微商家，通过一定折扣将线下客户导入手机客户端，流量的产生必然伴随相应移动支付，利润也就相应产生。

我们认为证通定位的这块业务市场空间巨大。证通定位给小型地方商业银行提供 O2O 服务平台，截至 2013 年底中国—共有 3949 家银行金融机构，其中有 468 家农村商业银行，

1803 家农村信用社，987 家村镇银行。这些地方性小银行中的大部分都有牌照，有需求开辟网络平台。

首先是这些主体是银监会核定的银行金融机构，拥有揽储放贷，支付等牌照；其次这些主体有开拓网络平台的需求。这些数千计的地方小银行缺乏经验又缺少专业人员，但是在各自所属区，他们又拥有独特的资源优势。这些银行都有建立网络平台，增加现有客户粘性的需求。我们认为证通电子精准定位这块市场做定制开发是大有前景的。

三、移动支付相关产品带来巨大盈利

证通电子在移动支付领域的布局

证通电子将移动支付类的金融支付产品归在 MPOS 产品类，公司在 NFC 和二维码移动支付领域均储备了相关技术，并且准备了两个技术团队对接不同客户需求。

从目前情况看，技术层面问题的解决已经步入尾声，只等国家相关监管政策的出台。

移动支付市场有多大？

我们要测算公司 MPOS 未来可能带来的利润有多大首先要测算出移动支付市场到底有多大规模。我们粗略地认为移动支付应该是针对中国每一个消费者而言的，就是 14 亿人，考虑智能手机和智能卡遍及的范围，我们认为至少有 8 亿人是移动支付的个人客户，遵循美国每一万人有 179 人拥有 POS 机的普及率（韩国每一万人有 625 人拥有 POS 机），我们计算出中国一共有 4400 万台终端需求；另一方面我们通过估算中小企业数量，测算支付终端需求量，我们认为至少有 2500 万台有效需求（不计算不同推广者重复铺设的情况），计算如下：

一方面是跟消费者“吃喝玩乐”最直接的小商家，他们的数量最大。首先是便利店这类数目众多的零售单位，国家统计局公布的我国 2012 年小微及个体零售经营单位就有 2352 万户；另一个佐证是 2014 年底大众点评公布，其收录的“有效”商户数量超过 1200 万家，这其中主要是餐饮、电影、住宿等小商户。

另一方面是与消费者出行等相关的“支付环境”。中国目前有加油站数量超过 10 万个，公交车保有量超过 60 万辆，2013 年全国出租车总数就突破 100 万辆。这些收费端未来都是优质的移动支付终端需求者。

最后，我们剔除相对偏远或者不规范的小商户，我们预计初期全国移动支付终端需求量应该在 2000-3000 万台，伴随我国智能产品的推广和政策的放开，未来这块市场还能继续扩大。

市场这么大，证通电子能拿多少份额？

移动支付领域的争夺我们已经在上一篇报告里面进行了详细阐述，主要是商业银行和电商巨头的争夺。针对不同的推广主体，有一群硬件供应商开发不同的产品迎合他们不同的需求。

目前市场上较大的移动支付硬件提供商主要有：证通电子，金融支付信息安全领域的行业领跑者，产品类型囊括了移动支付终端的各种应用形态，包括 NFC 和二维码应用形态；南天信息，公司的移动支付终端入围了移动集团采购；新大陆，之前为移动运营商和高速

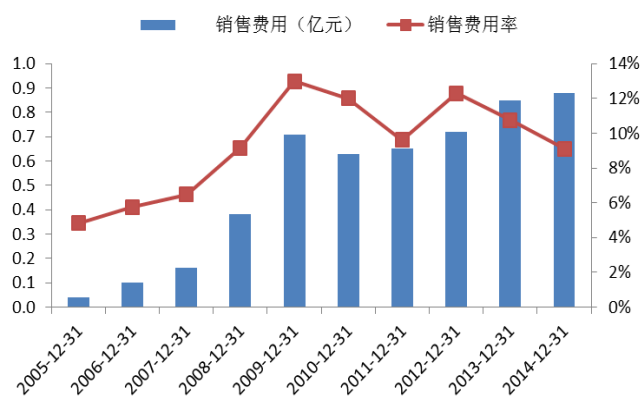
公路等交通领域提供信息化服务，目前也布局了二维码支付应用形态。新国都，在金融支付领域耕耘多年，在移动支付方面也有布局。

移动支付市场体量惊人，各家都在推广。我们了解到相关的几家硬件制造商也在多方位接洽各个推广主体。我们假设商业银行和电商巨头不重复铺设移动支付终端，市场有 2/3 份额被大型金融硬件制造商瓜分，且各供应商势均力敌的情形下，证通电子初期预计将获得 330-500 万台生产销售量，对应 4.2 亿元-6.3 亿元净利润。

四、费用分析

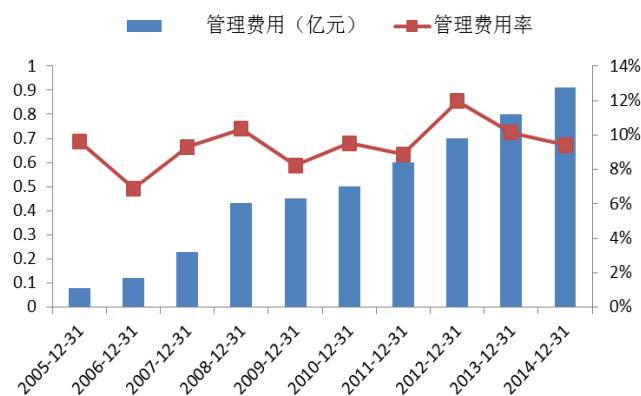
证通电子的费用占比相对较高，费用就成为分析公司利润的关键因素。2014 年公司销售费用为 8800 万元，管理费用为 9100 万元。公司各项新业务将集中在未来 2-3 年快速推广，将会产生较大的销售支出，我们预计 2015 年公司的销售费用将继续上涨。此外，由于 2014 年公司完成股权激励产生了数千万费用，从 2014 年开始摊销，我们预计公司管理费用下降的可能性小。

图 1: 公司销售费用变化



数据来源: 西南证券

图 2: 公司管理费用变化



数据来源: 西南证券

值得一提的是，公司在 2014 年计提了 1800 万资产减值损失，通过我们对公司账龄的分析，我们认为 2015 年大额冲回的概率大。因为公司采取了较为严格的坏账计提制度，而公司一年内的应收账款增长很快占比较大，对应计提准备比例是 5%，由于公司 2014 年没有更改坏账准备计提制度，进而产生大额坏账准备，但这部分账款预计将在 2015 年收回。

五、盈利预测与评级

通过实地调研，我们对公司产品结构以及未来盈利实现时间做了一些调整：产品方面，提高了 POS 产品和自助终端销售收入预测，在未来 3 年新增 IDC 数据存储盈利预测和移动支付业务可能带来的盈利预测；费用方面，提高公司未来三年费用增长速度，并在 2015 年冲回大额资产减值损失。

我们预计 2015-2017 年公司净利润为 1.2 亿元、2.2 亿元、3.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.46 元、0.84 元、1.29 元，对应市盈率分别为 92 倍、50 倍、32 倍。对应目标价为 50.40 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	966.42	1370.56	2206.92	3075.71	净利润	62.63	122.18	225.82	346.54
营业成本	685.39	981.50	1565.40	2186.54	折旧与摊销	20.82	31.27	34.76	37.93
营业税金及附加	6.64	9.42	15.17	21.14	财务费用	14.85	19.34	13.12	22.46
销售费用	88.41	121.57	171.26	215.61	资产减值损失	18.00	-15.00	6.10	7.90
管理费用	90.96	123.21	182.95	226.06	经营营运资本变动	10.67	-216.54	-474.82	-517.08
财务费用	14.85	19.34	13.12	22.46	其他	-38.91	11.60	-11.00	-12.15
资产减值损失	18.00	-15.00	6.10	7.90	经营活动现金流净额	88.07	-47.16	-206.01	-114.40
投资收益	5.54	4.35	4.69	4.20	资本支出	-70.56	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	26.87	54.31	4.69	4.20
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-43.69	24.31	-25.31	-25.80
营业利润	67.70	134.87	257.61	400.19	短期借款	165.70	15.50	0.00	233.78
其他非经营损益	7.30	8.19	7.82	7.86	长期借款	0.00	-200.00	0.00	0.00
利润总额	75.00	143.05	265.44	408.05	股权融资	50.75	0.00	0.00	0.00
所得税	12.36	20.88	39.62	61.51	支付股利	-16.98	-19.31	-37.61	-69.53
净利润	62.63	122.18	225.82	346.54	其他	-167.31	363.98	-13.12	-22.46
少数股东损益	-0.04	0.08	0.13	0.14	筹资活动现金流净额	32.16	160.17	-50.73	141.79
归属母公司股东净利润	62.68	122.10	225.69	346.40	现金流量净额	76.54	137.33	-282.06	1.59
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	450.71	588.03	305.98	307.57	成长能力				
应收和预付款项	614.99	893.27	1420.17	1987.77	销售收入增长率	22.27%	41.82%	61.02%	39.37%
存货	266.83	381.17	608.70	850.57	营业利润增长率	22.32%	99.22%	91.02%	55.35%
其他流动资产	56.58	9.39	15.11	21.06	净利润增长率	13.78%	95.07%	84.83%	53.46%
长期股权投资	24.69	24.69	24.69	24.69	EBITDA 增长率	2.25%	79.43%	64.71%	50.77%
投资性房地产	48.09	48.09	48.09	48.09	获利能力				
固定资产和在建工程	206.38	211.71	213.54	212.20	毛利率	29.08%	28.39%	29.07%	28.91%
无形资产和开发支出	92.39	85.82	79.26	72.69	三费率	20.10%	19.27%	16.64%	15.09%
其他非流动资产	176.20	176.17	176.14	176.11	净利率	6.48%	8.91%	10.23%	11.27%
资产总计	1936.87	2418.35	2891.69	3700.77	ROE	5.56%	9.94%	15.93%	20.45%
短期借款	384.50	400.00	400.00	633.78	ROA	3.32%	3.23%	5.05%	7.81%
应付和预收款项	307.08	484.15	763.93	1056.53	ROIC	7.90%	13.14%	16.37%	18.11%
长期借款	0.00	-200.00	-200.00	-200.00	EBITDA/销售收入	10.70%	13.53%	13.84%	14.97%
其他负债	118.49	504.52	509.87	515.57	营运能力				
负债合计	810.06	1188.67	1473.80	2005.87	总资产周转率	0.54	0.63	0.83	0.93
股本	267.95	267.95	267.95	267.95	固定资产周转率	6.04	8.28	12.55	17.14
资本公积	576.81	576.81	576.81	576.81	应收账款周转率	2.54	2.66	2.81	2.65
留存收益	334.24	437.03	625.11	901.98	存货周转率	2.41	3.02	3.16	2.99
归属母公司股东权益	1128.96	1231.75	1419.82	1696.70	销售商品/劳务收入/现金收入	98.33%	—	—	—
少数股东权益	-2.15	-2.07	-1.94	-1.80	资本结构				
股东权益合计	1126.81	1229.68	1417.88	1694.90	资产负债率	41.82%	49.15%	50.97%	54.20%
负债和股东权益合计	1936.87	2418.35	2891.69	3700.77	带息债务/总负债	47.47%	50.48%	40.71%	41.57%
					流动比率	1.94	1.45	1.49	1.50
					速动比率	1.57	1.15	1.10	1.10
					股利支付率	27.09%	15.81%	16.67%	20.07%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	103.37	185.47	305.50	460.58	每股收益	0.23	0.46	0.84	1.29
PE	151.55	92.23	50.5	32.89	每股净资产	4.21	4.59	5.29	6.33
PB	8.43	7.72	6.70	5.60	每股经营现金	0.33	-0.18	-0.77	-0.43
PS	9.83	6.93	4.30	3.09	每股股利	0.06	0.07	0.14	0.26
EV/EBITDA	88.32	49.55	31.01	21.07					
股息率	0.18%	0.20%	0.40%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn