



**买入** **32% ↑**  
目标价格: 人民币 18.80  
原目标价格: 人民币 19.50

# 广电运通

## 半年业绩点评

002152.CH

价格: 人民币 14.20

目标价格基础: 20倍 2012年预测市盈率

板块评级: 中立

### 本报告要点

- 公司 2012 年上半年收入同比增长 7.9%，净利润同比增长 11.1%，扣非后净利润同比增长 12.33%。整体业绩略低于预期
- 国内市场需求仍然旺盛，收入增长 47%。
- 海外需求疲软，来自海外市场收入下滑 80%

### 主要催化剂/事件

- 大银行中标公告。

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(9)	(4)	(10)	(39)
相对新华富时 A50 指数	(5)	2	3	(21)

发行股数(百万)	623
流通股(%)	95.8
流通股市值(人民币 百万)	8,475
3 个月日均交易额(人民币 百万)	41
净负债率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
广州无线电集团有限公司	47.7

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2012 年 8 月 27 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

科技: 计算机硬件

周中

(8621) 2032 8524

zhong.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070001

广电运通上半年实现营业收入 9.36 亿元, 同比增长 7.89%, 归属上市公司股东净利润 2.56 亿元, 同比增长 11.08%, 折合每股收益 0.41 元, 扣除非经常性损益后净利润达到 2.49 亿元, 同比增长 12.33%。略低于预期。我们小幅下调公司 2012 年的盈利预测, 预计 12-14 年每股收益分别为 0.94、1.20 和 1.54 元。我们给予公司 12 年 20 倍市盈率, 目标价下调为 18.80 元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 上半年公司主营业务收入 9.36 亿元, 增速放缓至 7.9%。净利润 2.56 亿元, 同比增长 11.1%, 每股收益 0.41 元, 略低于我们的预期。毛利率较去年上半年上升 4 个百分点至 49.6%, 其中 ATM 产品销售毛利率从去年同期的 47.2% 上升到 50.1%, 毛利率提升的主要原因是装配公司的自主机芯产品占总出货量的比重较去年上半年有较大幅度提高。
- 国内市场订单依然旺盛, 海外需求有所下滑。上半年公司来自国内市场收入大幅增长 47% 至 8.83 亿元, 创历史新高。国内业务收入占总收入比重达 94%。上半年国内业务中来自非四大行订单增速较快。国内 ATM 市场正在发生结构性变化, 四大行以外的中小型银行由于基础设施建设较为薄弱, 对自动化设备的投入正在不断加大。公司上半年国内业务收入高速增长一部分来自于去年年底留存的订单结算, 另外一部分来自于大量新增中小银行客户的需求。报告期内公司入围邮储银行, 同民生银行、福建农商行和厦门农信等客户签订了采购框架协议。报告期内由于受到欧洲金融危机的影响, 海外市场销售收入和新签合同金额均有所下降, 重点海外市场土耳其、伊朗等地无大型采购项目, 下半年将重点关注香港、伊朗、土耳其和印度等海外市场的开拓情况。
- 金融服务业务高速增长。上半年公司获得设备维护收入 0.83 亿元, 同比大幅增长 93%。上半年全资子公司深圳银通的维保服务市场快速增长, 截至 6 月 30 日, 深圳银通的服务网点净增 35 个, 总服务网点达到 393 个, 相应的 ATM 维保设备总量稳步增长。广州穗通的专业外包服务规模也在逐步扩大, 客户总数增至 12 家。我们认为公司的全外包服务业务正在得到越来越多银行的认同, 未来发展前景乐观。
- 管理层预测的 2012 年 1-9 月份经营业绩的变动区间为 -10%-20%。
- 费用率有所上升。公司上半年销售费用率和管理费用率分别为 14.3% 和 8.0%, 高于去年同期的 12.9% 和 5.9%, 显示公司并未刻意进行成本控制, 市场开拓和研发投入开支依然增长较快。

### 主要风险:

- 银行 IT 需求下滑; 海外需求进一步下滑。

### 估值:

- 我们小幅下调公司 2012 年的盈利预测, 预计 12-14 年每股收益分别为 0.94、1.20 和 1.54 元, 每股收益分别增长 16%、27% 和 29%。给予公司 12 年 20 倍市盈率, 目标价由 19.50 元下调为 18.80 元, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,724	2,089	2,303	2,850	3,488
变动(%)	16	21	10	24	22
净利润(人民币 百万)	475	507	588	747	962
全面摊薄每股收益(人民币)	0.76	0.81	0.94	1.20	1.54
变动(%)	22	7	16	27	29
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.98	1.16	1.40
调整幅度(%)	-	-	(3.7)	3.4	10.3
全面摊薄市盈率(倍)	19	17	15	12	9
每股现金流量(人民币)	(0.26)	0.50	0.81	0.75	1.00
价格/每股现金流量(倍)	(56)	29	18	19	14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19	17	16	12	9
每股股息(人民币)	0.02	0.04	0.09	0.12	0.15
股息率(%)	0.17	0.26	0.66	0.84	1.09

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	11年上半年	12年上半年	同比变动(%)	11年2季度	12年2季度	同比变动(%)
营业收入	868	936	7.9	484	506	4.6
减: 营业成本	472	472	0.0	272	248	(9.0)
营业毛利	396	465	17.3	212	258	21.9
减: 营业税费及附加	6	10	57.7	4	6	62.7
减: 销售费用	112	134	20.0	69	77	10.6
减: 管理费用	51	74	45.2	19	32	68.4
减: 财务费用	(8)	(3)	(66.6)	(2)	3	(220.2)
减: 资产减值损失	2	(0)		1	(1)	
加: 公允价值变动收益	0	0		0	0	
加: 投资收益	0	(5)		0	(2)	
加: 汇兑收益	0	0		0	0	
营业利润	232	245	5.2	121	139	15.0
加: 营业外收入	42	62	50.1	9	6	(34.7)
减: 营业外支出	0	1	36.5	0	0	42.3
利润总额	273	306	12.0	130	145	11.5
减: 所得税	42	49	16.3	20	21	9.1
净利润(含少数股东损益)	231	257	11.2	111	124	11.9
减: 少数股东损益	1	1		0	1	
净利润(不含少数股东损益)	231	256	11.1	110	123	11.5

资料来源: 公司公告

### 2012年上半年业绩低于预期, 毛利率提升是亮点

上半年公司主营业务收入 9.36 亿元, 增速放缓至 7.9%。净利润 2.56 亿元, 同比增长 11.1%, 每股收益 0.41 元, 扣非后净利润为 2.49 亿元, 整体业绩略低于我们的预期。

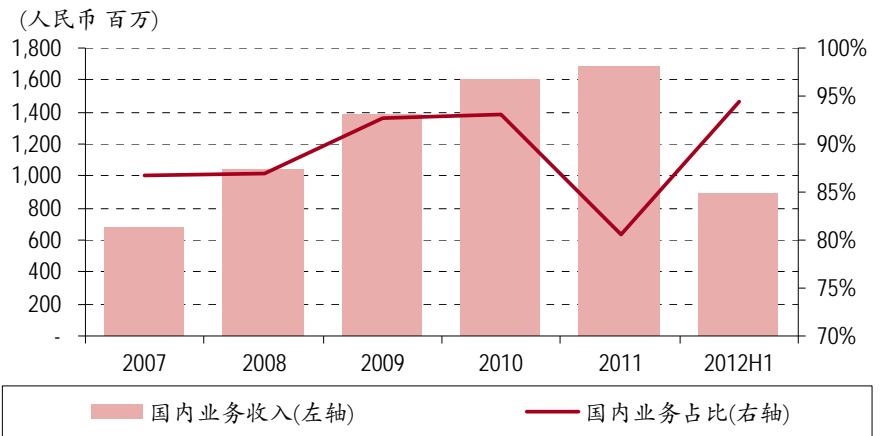
- 上半年综合毛利率较去年同期上升 4 个百分点至 49.6%, 其中 ATM 产品销售毛利率从去年同期的 47.2% 上升到 50.1%, 毛利率提升的主要原因是公司的自主机芯产品占比较去年上半年有较大幅度提高。公司自主机芯产品是从去年下半年开始批量供应客户, 由于机芯占整机成本较高, 公司自主机芯相比采购机芯成本下降较大, 公司上半年的毛利率出现了较大提升。我们预计随着公司的自主机芯占比提升, 特别是循环一体机芯替代进口机芯的逐步实现, 公司毛利率还有进一步上升的空间。
- 费用率有所上升。公司上半年销售费用率和管理费用率分别为 14.3% 和 8.0%, 高于去年同期的 12.9% 和 5.9%, 显示公司并未刻意进行成本控制, 市场开拓和研发投入开支依然增长较快。

### 国内市场需求依然旺盛, 金融服务业务增长迅猛; 海外市场订单下滑严重

**图表 2. 公司收入分产品情况**

(人民币, 百万)	收入			成本			毛利率 (%)		
	2011 上半年	2012 上半年	增速(%)	2011 上半年	2012 上半年	增速(%)	2011 上半年	2012 上半年	百分点变动
ATM 销售	707	799	13	373	399	7	47.2	50.1	2.9
AFC 销售	92	24	(74)	61	17	(72)	33.6	28.7	(4.9)
设备配件	16	20	27	8	10	32	49.5	47.5	(2.0)
设备维护	43	83	93	20	36	78	52.7	56.4	3.7
ATM 运营	11	11	(1)	9	9	0	15.9	14.9	(1.0)
合计	868	936	8	472	472	0	45.6	49.6	4.0

资料来源: 公司公告, 中银国际研究

**图表 3. 国内收入和占比变化**


资料来源 公司公告, 中银国际研究

- 国内市场订单依然旺盛, 海外需求有所下滑。上半年公司来自国内市场收入大幅增长 47%至 8.83 亿元, 创历史新高。国内业务收入占总收入比重达 94%。上半年国内业务中来自非四大行订单增速较快。国内 ATM 市场正在发生结构性变化, 四大行以外的中小型银行由于基础设施建设较为薄弱, 对自动化设备的投入正在不断加大。公司上半年国内业务收入高速增长一部分来自于去年年底留存的订单结算, 另外一部分来自于大量新增中小银行客户的需求。报告期内公司入围邮储银行, 同民生银行、福建农商行和厦门农信等客户签订了采购框架协议。
- 报告期内由于受到欧洲金融危机的影响, 海外市场销售收入和新签合同金额均有所下降, 重点海外市场土耳其、伊朗等地无大型采购项目, 下半年将重点关注香港、伊朗、土耳其和印度等海外市场的开拓情况。
- 金融服务业务高增长。上半年公司获得设备维护收入 8,281 万元, 同比大增 93%。上半年全资子公司深圳银通维保服务市场快速增长, 到 6 月 30 日, 深圳银通的服务网点净增 35 个, 总服务网点达到 393 个, 相应的 ATM 维保设备总量稳步增长。广州穗通的专业外包服务规模也在逐步扩大, 客户总数增至 12 家。
- 子公司龙源技术上半年投资损失 480 万, 全年投资损失可能超预期。上半年国家重点软件企业退税未到位, 预计下半年退税收入将增加。

### 盈利预期及评级

下半年重点关注四大行的招投标情况, 预计 9-10 月份开始招投标结果将陆续公告。公司在中行、建行、农行斩获大订单的可能性较大, 建议投资者重点关注。

我们小幅下调公司的盈利预测, 预计 12-14 年每股收益分别为 0.94、1.20 和 1.54 元, 每股收益分别增长 16%、27%和 29%。我们给予公司 12 年 20 倍市盈率, 目标价下调为 18.80 元。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,724	2,089	2,303	2,850	3,488
销售成本	(898)	(1,086)	(1,135)	(1,380)	(1,663)
经营费用	(342)	(466)	(620)	(754)	(905)
息税折旧前利润	484	537	547	716	920
折旧及摊销	(24)	(29)	0	0	0
经营利润(息税前利润)	459	508	547	716	920
净利息收入/(费用)	2	2	4	10	15
其他收益/(损失)	64	85	101	103	133
税前利润	526	595	653	830	1,069
所得税	(50)	(87)	(65)	(83)	(107)
少数股东权益	(1)	(1)	0	0	0
净利润	475	507	588	747	962
每股收益(人民币)	0.8	0.8	0.9	1.2	1.5
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
收入增长(%)	16	21	10	24	22
息税前利润增长(%)	37	11	8	31	29
息税折旧前利润增长(%)	36	11	2	31	29
每股收益增长(%)	22	7	16	27	29

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	526	595	653	830	1,069
折旧与摊销	24	29	(31)	(33)	(36)
净利息费用	(5)	(8)	(12)	(15)	(19)
运营资本变动	(384)	(49)	(33)	(183)	(213)
税金	(9)	(87)	(50)	(87)	(65)
其他经营现金流	(38)	15	46	70	31
经营活动产生的现金流	114	494	574	581	765
购买固定资产净值	(65)	(51)	(46)	(57)	(70)
投资减少/增加					
其他投资现金流	(2)	(169)	(12)	(14)	(17)
投资活动产生的现金流	(68)	(220)	(58)	(71)	(87)
净增权益	4	5	0	0	0
净增债务	0	(53)	0	0	0
支付股息	(137)	(62)	(23)	(59)	(75)
其他融资现金流	0	57	12	15	19
融资活动产生的现金流	(133)	(53)	(12)	(44)	(55)
现金变动	(87)	221	505	466	623
期初现金	1,086	999	1,320	1,825	2,291

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	999	1,320	1,825	2,291	2,914
应收帐款	1,000	859	1,036	1,282	1,570
库存	399	649	548	666	803
其他流动资产	23	27	24	29	36
流动资产总计	2,421	2,854	3,433	4,269	5,322
固定资产	301	298	314	340	376
无形资产	15	18	28	41	56
其他长期资产	37	208	208	208	208
长期资产总计	353	524	551	589	640
总资产	2,774	3,378	3,984	4,858	5,962
应付帐款	288	378	384	466	562
短期债务	167	108	108	108	108
其他流动负债	277	402	437	541	663
流动负债总计	731	887	929	1,115	1,332
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	17	29	29	29	29
股本	342	445	623	623	623
储备	1,666	1,992	2,379	3,067	3,954
股东权益	2,008	2,437	3,002	3,689	4,577
少数股东权益	18	24	24	24	24
总负债及权益	2,774	3,378	3,984	4,858	5,962
每股帐面价值(人民币)	6	5	5	6	7
每股有形资产(人民币)	8	8	6	8	9
每股净负债/(现金)(人民币)	(2)	(3)	(3)	(4)	(5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	28	26	24	25	26
息税前利润率(%)	27	24	24	25	26
税前利润率(%)	30	28	28	29	31
净利率(%)	28	24	26	26	28
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3	3	4	4	4
利息覆盖率(倍)	(242)	(347)	(123)	(70)	(59)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3	2	3	3	3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	19	17	15	12	9
市净率(倍)	2	3	3	2	2
价格/现金流(倍)	(56)	29	18	19	14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19	17	16	12	9
<b>周转率</b>					
存货周转天数	171	182	199	166	167
应收帐款周转天数	150	162	150	148	149
应付帐款周转天数	98	116	127	116	117
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	3	5	10	10	10
净资产收益率(%)	24	21	20	20	21
资产收益率(%)	17	15	15	15	16
已运用资本收益率(%)	26	22	20	21	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371