

研究所

证券分析师：马金良 S0350510120001

联系人：梁铮

0755-83707451 [liangz02@ghzq.com.cn](mailto:liangz02@ghzq.com.cn)

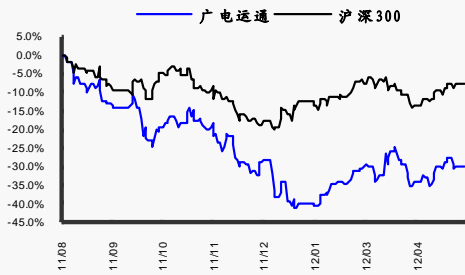
联系人：孔令峰

0755-23618502 [konglf@ghzq.com.cn](mailto:konglf@ghzq.com.cn)

## 行业维持良性，自主机芯提高盈利能力

### ——广电运通（002152）2012年中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
广电运通	-4.7	-11.8	-37.4
沪深300	-5.1	-8.1	-20.5

市场数据 2012-8-28

当前价格(元)	14.20
52周价格区间(元)	13.88-33.61
总市值(百万)	8842.31
流通市值(百万)	8480.61
总股本(万股)	62269.78
流通股(万股)	59722.63
日均成交额(百万)	41.33
近一月换手(%)	2.85

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

### 投资要点:

- 中报业绩符合预期** 报告期内，公司实现收入 9.36 亿元，同比增长 7.89%；营业利润 2.45 亿元，同比增长 5.24%，净利润为 2.56 亿元，同比增长 11.08%，基本符合我们预期。
- 自主机芯占比不断提升致毛利率上涨，营业外收入大幅增长** 上半年毛利率为 49.63%，高于去年同期的 45.65%，其中二季度毛利率为 51.06%，创下 08 年以来同期最高水平。根据公司过去四年的单季度毛利率来看，一般一二季度的毛利率是全年低点。自主机芯比例不断提升是 08 年以来毛利率呈现出稳步上涨的主要原因。目前公司在国内市场取款机自主机芯自给率达到 50% 以上，一体机自主机芯占比还非常低（主要是城商行等小行取得突破），出口国外市场的产品基本都实现了自主机芯。随着公司自主机芯尤其是一体机机芯在国内市场渗透率进一步提高，未来毛利率改善空间依然巨大。上半年营业外收入 6229.68 万元，同比增长 50.08%，主要是因为收取的软件产品退税款增加以及其他政府补贴增加而致。
- 人工成本和研发费用导致期间费用率上升** 报告期内公司销售费用和管理费用同比增长分别为 20.02% 和 45.23%，期间费用率由去年同期的 17.89% 大幅升至 21.99%。截止到上半年，公司员工数量为 4070 人，相比去年年底小幅增长 22 人，人工成本的上涨更多是因为薪酬水平的提高。公司现阶段正在准备清分机等其他新产品，研发投入加大也是导致管理费用大增的原因之一。我们认为，广电运通与国内同行最大的区别就是其自主机芯的研发突破，近三年来公司的研发投入均为一亿左右，一直维持在本土同行企业的 4 倍以上。正是这种持续不断的高研发投入使得公司能够保持掌握核心技术的竞争优势。
- 海外市场关键在于一体机自主机芯的测评率** 去年订单一共 26 亿，其中海外收入 4 亿多，土耳其最多，实现 1000

台约 2.3 亿元（包括配件）的收入，都是一体机，而且全是自主机芯；伊朗去年也是 1000 多台，越南市场还有一些订单，但是量不大，越南竞争非常激烈，价格降的也快。海外市场订单不是很稳定，去年已经实现 4 个多亿的收入，基数变大，今年预计难以有明显增长，但是海外市场对公司自主机芯一体机的测评至关重要，**四大行的自主机芯 ATM 机招标选型要求是必须有机芯测评率，这也是制约后起自主机芯厂商进入招标环节的最大因素**，公司目前海外销售的机器全部是自主机芯，相比国内而言，海外客户并不是很关注机芯是谁的，更关注性价比，而来自国外客户对公司机芯的测评率将对公司未来在国内四大行自主机芯产品的开拓起到至关重要的帮助。

- **三期机芯扩建项目彰显自主机芯产品的认可度 未来毛利率仍有 9%的提升空间** 公司用自有资金 1.96 亿元投资建设三期核心技术产业化升级扩建项目，预计 2013 年底达产，项目建成达产后具备年产 25000 套核心机芯模块的生产能力（其中 ATM 机芯模块 2.11 万套，TVM 机芯模块 0.39 万套）。我们预计公司去年 ATM 机出货量约为 2 万台左右，其中自主机芯机器大约在 6000 台左右。国内市场未来一体机增速将明显提升，公司目前一体机出货量占比 30%左右，国内市场去年新增量中有 40%的一体机，国外一体机占比更高（日本现在一体机占 70-80%），公司目前取款机自主机芯已经占到 50%以上，随着国外市场对公司自主机芯一体机的测评反馈，我们认为公司自主机芯一体机在国内市场出货量中的渗透率将不断提升，公司在这个时期投资扩产充分说明目前自主机芯产品已经获得市场高度认可，机芯占取款机成本 25%左右，占一体机成本比重更高。我们按照机芯 50%的毛利率测算，如果能够实现机芯完全自主生产，公司 ATM 机的毛利率仍有 9%左右的提升空间。
- **行业高增长过后依然保持良性，维持增持评级** 我们认为公司既属于金融专用设备细分领域，也属于高端精密制造领域，国内 ATM 机市场到 2016 年之前依然有望维持 20%以上的增速，行业竞争格局非常稳定，对比其他金融设备如 POS 机等领域，ATM 机的价格下降速度更为良性，这主要是因为前五大厂商占据了市场 70%以上的份额，并且只有一个是国内本土企业，与国外大厂竞争，价格战并不激烈，而国内的其他本土厂商由于缺乏机芯技术不得不对外采购，导致国内其他本土厂商难以发起价格战。ATM 机的核心之处在于机芯环节的高精密制造和软件环节，这种壁垒非常高，竞争对手难以在短期内复制。广电运通 2005 年实现自动取款机自主机芯技术，2010 年才实现一体机自主机芯技术，尤其是一体机机芯，研发了 8 年多才获得突破，未来随着自主机芯的进一步成熟，在国内的采购中自

给率将大幅提升,会明显提高公司的盈利能力和议价能力。公司所处的行业从增速上和竞争环境上均处良性,预计2012-2014年EPS分别为0.97元、1.22元和1.49元,对应当前股价PE分别为14.7、11.6和9.5倍,维持增持评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2089	2525	3161	3924
增长率(%)	21%	21%	25%	24%
净利润(百万元)	507	602	760	927
增长率(%)	7%	19%	26%	22%
摊薄每股收益(元)	0.81	0.97	1.22	1.49
ROE(%)	20.58%	20.14%	20.77%	20.72%

表 1、广电运通盈利预测

证券代码:	002152.sz				股票价格: 14.20	投资评级:	增持			日期:	2012-08-28
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	20.6%	20.1%	20.8%	20.7%	摊薄EPS	0.81	0.97	1.22	1.49		
毛利率	49.7%	49.1%	50.0%	50.1%	BVPS (最新股本)	3.91	4.76	5.83	7.14		
期间费率	25.3%	24.4%	24.6%	24.9%	<b>估值</b>						
销售净利率	24.2%	23.9%	24.0%	23.6%	P/E	17.5	14.7	11.6	9.5		
<b>成长能力</b>					P/B	3.6	3.0	2.4	2.0		
收入增长率	21.2%	20.8%	25.2%	24.1%	P/S	3.0	3.5	2.8	2.3		
利润增长率	6.6%	18.9%	26.2%	22.0%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
总资产周转率	0.62	0.62	0.64	0.66	营业收入	2089	2525	3161	3924		
应收账款周转率	2.42	2.14	2.42	2.14	营业成本	1051	1285	1579	1957		
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	35	42	53	66		
<b>偿债能力</b>					销售费用	293	357	448	558		
资产负债率	27.1%	26.6%	25.6%	24.8%	管理费用	203	254	320	399		
流动比	3.22	3.42	3.66	3.85	财务费用	(2)	(37)	(44)	(46)		
速动比	2.49	2.75	2.88	3.10	其他费用/(-收入)	(7)	(1)	(1)	(1)		
					<b>营业利润</b>	<b>503</b>	<b>623</b>	<b>803</b>	<b>990</b>		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业外净收支	92	82	81	85		
现金及现金等价物	1320	1683	2181	2588	<b>利润总额</b>	<b>595</b>	<b>705</b>	<b>885</b>	<b>1074</b>		
应收款项	864	1182	1307	1837	所得税费用	87	101	123	146		
存货净额	649	710	963	1082	<b>净利润</b>	<b>507</b>	<b>604</b>	<b>761</b>	<b>929</b>		
其他流动资产	22	29	46	61	少数股东损益	1	1	1	2		
<b>流动资产合计</b>	<b>2854</b>	<b>3604</b>	<b>4496</b>	<b>5567</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>507</b>	<b>602</b>	<b>760</b>	<b>927</b>		
固定资产	298	244	198	161							
在建工程	2	2	2	2	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>		
无形资产及其他	18	18	16	14	<b>经营活动现金流</b>	<b>498</b>	<b>444</b>	<b>595</b>	<b>524</b>		
长期股权投资	167	167	167	167	净利润	507	604	761	929		
<b>资产总计</b>	<b>3378</b>	<b>4073</b>	<b>4917</b>	<b>5951</b>	少数股东权益	1	1	1	2		
短期借款	108	108	108	108	折旧摊销	30	61	50	41		
应付款项	378	513	654	827	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	76	105	140	185	营运资金变动	(40)	(552)	(570)	(882)		
其他流动负债	326	326	326	326	<b>投资活动现金流</b>	<b>(220)</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>37</b>		
<b>流动负债合计</b>	<b>887</b>	<b>1052</b>	<b>1228</b>	<b>1446</b>	资本支出	2	55	46	37		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(167)	0	0	0		
其他长期负债	29	29	29	29	其他	(55)	0	0	0		
<b>长期负债合计</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>85</b>	<b>(73)</b>	<b>(93)</b>	<b>(113)</b>		
<b>负债合计</b>	<b>917</b>	<b>1082</b>	<b>1257</b>	<b>1475</b>	债务融资	(59)	0	0	0		
股本	445	623	623	623	权益融资	5	0	0	0		
股东权益	2461	2991	3660	4475	其它	139	(73)	(93)	(113)		
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3378</b>	<b>4073</b>	<b>4917</b>	<b>5950</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>363</b>	<b>426</b>	<b>548</b>	<b>448</b>		

资料来源: WIND、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

马金良，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【研究团队】

**梁 铮:** 分析师, 中国人民大学金融工程硕士, 华中科技大学通信工程&计算机双学士。7年电信行业工作经历(中国联通), 目前在国海证券从事通信行业研究。

**钱文礼:** 分析师, 西南财经大学金融工程硕士。曾任皓胜电子研发工程师, 3年证券行业电子行业研究经历, 目前在国海证券从事电子行业研究。

**杨鑫林:** 分析师, 北京航空航天大学精密仪器硕士。2年航空航天工作经历(航天科技集团航天五院研发工程师), 2年证券行业通信行业研究经历, 目前在国海证券从事通信行业研究。

**陈 宁:** 分析师, 北京大学传播学硕士, 北京师范大学工商管理学士。4年电信行业工作经历(中国联通, 中国移动研究院), 目前在国海证券从事传媒行业研究。

**孔令峰:** 分析师, 东北财经大学企业管理硕士。2年证券行业研究工作经历, 目前在国海证券从事计算机软件行业研究。

**李亚军:** 助理分析师, 中山大学财务与投资硕士。目前在国海证券从事通信行业研究。

## 【机构销售团队】

**北京区:** 北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦1509室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

**上海区:** 上海市浦东新区世纪大道787号5楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771-5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

**广深区:** 深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦3楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn