

UBS Investment Research

广电运通

新增长点逐步显现

■ 银行加速推广自动化设备，公司有望持续受益

今年以来，公司新产品推出速度在加快。装备自主出钞机芯/自主循环机芯的N系列产品全面进入大型银行批量采购单。新产品如：VTM、清分机、自助封包收纳机、高速现金收纳机和网点现金循环机都已经顺利渡过推广期并且实现销售。我们认为银行流程再造，大批引入自动化设备提高经营效率是市场发展的趋势，公司凭借技术优势和市场优势有望抓住这一历史性机遇。

■ 进军银行IT解决方案行业

公司公告成立广电运通信息科技有限公司，全面进军银行IT解决方案市场。广电科技在满足公司主业的软件配套业务前提下，面向外部市场提供软件开发服务，我们认为银行软件服务市场体量非常大，未来将成为公司新的增长点。

■ 营业外收入拉动Q3业绩高增长

广电运通Q3收入4.49亿元，同比增长4.6%；净利润1.03亿元，同比增长29%。1-3Q收入14.35亿元，同比增长5.1%；净利润3.82亿元，同比增长13.51%。公司3Q利润增长快于收入增长主要系营业外收入快速增长所致（同比增长635%）。公司预计全年业绩增长区间为0-30%。

■ 估值：买入评级，目标价18元

我们重新覆盖广电运通，预计公司13/14/15年EPS分别为0.92/1.16/1.31元，同比增速18.4%/26.5%/13.1%。我们基于瑞银证券VCAM绝对估值模型进行测算，得出目标价18元（WACC=8.9%）。给予买入评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	2,089	2,168	2,580	3,195	3,641
息税前利润 (UBS)	502	504	634	819	927
净利润 (UBS)	507	579	685	867	980
每股收益 (UBS, Rmb)	0.68	0.77	0.92	1.16	1.31
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.30	0.18	0.23	0.26

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
		值			
息税前利润率 (%)	23.9	23.2	24.6	25.6	25.4
ROIC (EBIT) %	-	53.2	64.5	65.7	65.1
EV/EBITDA (core) x	-	14.0	11.9	8.8	7.1
市盈率 (UBS) (x)	24.6	16.0	14.9	11.8	10.4
净股息收益率 (%)	1.8	2.4	1.3	1.7	1.9

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月30日17时26分的股价 (Rmb13.65) 得出。

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

全球证券研究报告

中国

电子元件与设备

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb18.00/US\$2.96

股价

Rmb13.65/US\$2.24

路透代码: 002152.SZ 彭博代码002152 CH

2013年10月31日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb16.21-9.62/US\$2.65-1.54

市值 Rmb10.2十亿/US\$1.67十亿

已发行股本 747百万 (ORDA)

流通股比例 97%

日均成交量 (千股) 6,769

日均成交额(Rmb 百万) Rmb99.1

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb3.59十亿

市净率 (UBS) 2.8x

净现金 (债务) Rmb2.31十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +31.9%

预测股息收益率 1.7%

预测股票回报率 +33.6%

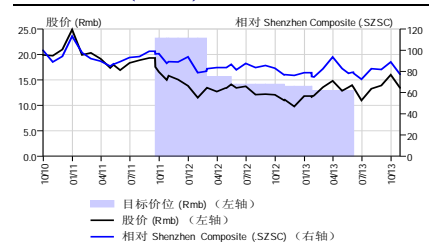
市场回报率假设 8.8%

预测超额回报率 +24.8%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12	12/12
	从	到市场预测		
Q1	-	0.18	0.18	0.18
Q2	-	0.19	0.23	0.16
Q3	-	0.14	0.11	0.11
Q4E	-	0.41	0.35	0.32
12/13E	-	0.92	0.90	
12/14E	-	1.16	1.04	

股价表现 (Rmb)



www.ubssecurities.com

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第 12 页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

2013/11/02 10:05

广电运通(SZ002152)

评级: 买入

投资主题

12个月目标价: Rmb18.0

投资案件

我们预计公司未来超预期的增长将主要来自国内新产品和海外业务。国内市场, 商业银行进行流程再造, 大量引入自动化设备提升经营效率, 为公司新产品推广创造良好的市场环境, 有望推动公司业务实现超预期增长。金融软件服务业务是公司转型的重要方向, 公司设立子公司进军该领域。海外市场, 随着海外市场的需求的恢复, 公司ATM产品在国外突出的性价比优势应能帮助公司海外销售重回快速增长的轨道。

我们认为公司加速成长的契机正在显现, 市场对此估计不足, 我们14/15年EPS预测分别高于市场一致预期5.5%/1.6%, 原因是我们认为公司清分机、VTM和软件服务业务增长将超市场预期。我们重新覆盖公司并给予买入评级, 目标价18元, 对应2014年15.5倍PE。

乐观情景

在乐观假设条件下, 我们假设公司ATM(含一体机)13-15年增速达15%/17%/12%, 则预计公司2013/14/15年EPS将达到1.00/1.25/1.44元, 每股估值至25元, 较目标价基准提高了38%。

悲观情景

在悲观假设条件下, 我们假设公司ATM设备(含一体机)13/14/15年增速为3%/7%/5%, 则我们预计公司2013/14/15年EPS将降低至0.85/1.09/1.30元, 每股估值下降至15.0元, 较目标价基准下降了17%。

近期催化剂

海外或国内大银行订单落地。

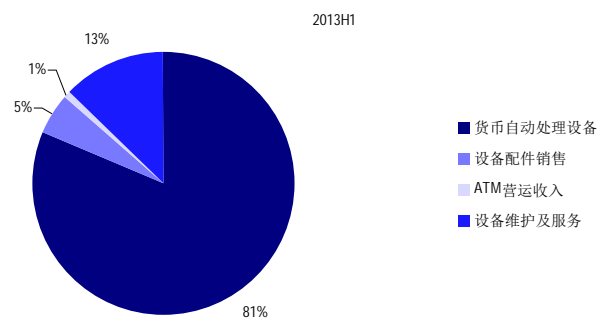
业务描述

公司主营业务是ATM和AFC的生产、销售以及ATM营运业务和为相关设备提供服务业务。近年来, 公司逐步开拓其他金融机具市场, 如清分机, VTM等。公司还向银行提供现金处理服务和软件产品。

行业展望

我们预计, 中国金融自助设备市场总体规模大约150亿左右, 未来3年复合增长速度将超过15%。行业获得快速持续成长的主要驱动力来自人力成本持续上升推动金融机构加快采购金融自动化处理设备替代人工。广电运通是国内市场份额第一的金融自动化机具供应商。

收入分析(%) (2013H1)



数据来源: 公司公告

各类产品的毛利

人民币: 百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币自动处理设备	869	944	1,119	1,400	1,596
设备配件	57	47	51	56	62
ATM运营	2	2	2	2	2
设备维护及服务	111	141	180	221	256
合计	1,039	1,134	1,353	1,679	1,916

数据来源: 公司公告、瑞银证券估算

营业外收入对Q3业绩贡献较大

广电运通Q3收入4.49亿元，同比增长4.6%；净利润1.03亿元，同比增长29%，主要原因是公司的营业外收入同比大幅增长635%。1-3Q收入14.35亿元，同比增长5.1%；净利润3.82亿元，同比增长13.51%。公司3Q利润增长快于收入增长主要系营业外收入快速增长所致（同比增长635%）。公司预计全年业绩增长区间为0-30%。

毛利率稳定。Q3毛利率53.7%，同比增长0.9个百分点，环比增长1.7个百分点，公司自主机芯占比提升是最主要因素。

费用率有所提升。公司3季度销售费用率较去年同期提升5.9个百分点，管理费用率提升4.9个百分点，销售费用和管理费用大幅增长的主要原因是公司加大了新产品的研发投入和市场投入，但是产品销售收入还未能确认，导致费用率攀升。

表1:3季度业绩概览

(人民币 百万)	3Q12	3Q13	Y-Y(%)	1-3Q12	1-3Q13	Y-Y(%)
营业收入	429	449	4.6%	1366	1435	5.1%
营业毛利	227	241	6.4%	691	756	9.3%
销售费用	75	105	39.9%	209	255	22.0%
管理费用	59	84	41.8%	134	164	22.7%
财务费用	(5)	(1)	-85.1%	(8)	(9)	23.1%
投资收益	(2)	7		(6)	4	
营业利润	88	55	-38.0%	333	342	2.8%
营业外收入	10	70	635.3%	72	84	17.4%
利润总额	97	125	28.4%	403	426	5.5%
所得税	16	20	21.7%	65	39	-40.7%
净利润	81	105	29.8%	338	387	14.4%
归属母公司股东净利润	80	103	29.0%	336	382	13.5%
财务比率	3Q12	3Q13	变动	1-3Q12	1-3Q13	变动
毛利率(%)	53%	54%	0.9%	51%	53%	2.0%
销售费用率(%)	18%	23%	5.9%	15%	18%	2.5%
管理费用率(%)	14%	19%	4.9%	10%	11%	1.6%
净利润率(%)	19%	23%	4.5%	25%	27%	2.2%

数据来源：公司数据

践行同心多元化战略，进军银行IT软件服务市场

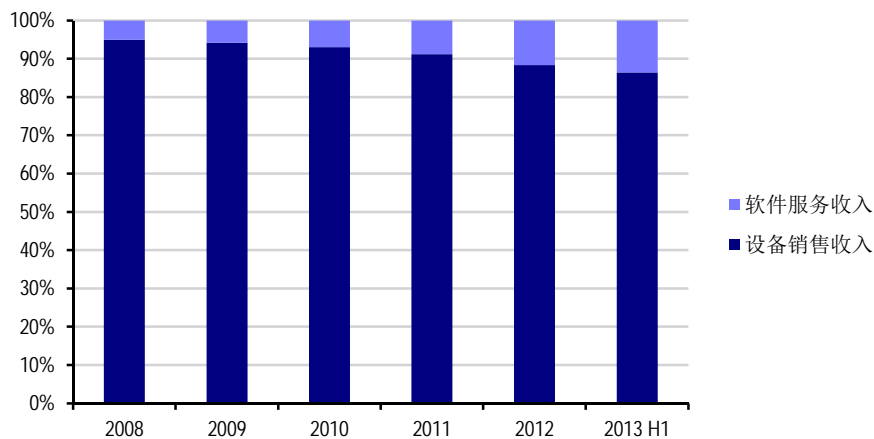
公司公告成立全资子公司广电运通信息科技股份有限公司（简称广电科技），进入银行软件服务领域。公司在银行市场具有较强的客户资源优势，面对银行客户IT解决方案市场快速增长的机遇，按照公司“高端制造+高端服务”的多元化发展战略，公司成立该子公司大力发展银行IT解决方案。

广电科技是在公司研究院下属的软件外包事业部的基础上成立的。一方面，该公司将继续承接公司ATM和AFC主业的软件配套业务；另一方面，将面向外部市场争取订单，逐步壮大公司软件业务的市场规模和市场竞争力。

我们认为，广电科技的成立有利于提升公司的技术研发综合实力及人才素质，快速做大做强公司的软件业务，增强公司的核心竞争力，进一步巩固和提升公司在银行IT行业的领先地位。

软件服务业务近年来成为广电运通发展的重点业务，在未来ATM整体销售增长速度可能放缓的背景之下，广电运通逐步加快向软件服务转型的步伐。我们认为，未来银行IT服务市场空间广阔，公司有望凭借渠道优势和执行力优势在市场上占据一席之地。

图1:软件服务收入占比持续提升



数据来源：公司数据

表2:13H1收入分析

	收入 (百万)	同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比 变动
货币自动处理设备	803.7	-2.30%	52.66%	+3.19%
-ATM	747.7	-6.40%	54.02%	+3.93%
-AFC	47.2	98.47%	33.37%	+4.64%
-清分机	8.8	NA	41.16%	NA
设备配件销售	48.5	145.16%	53.41%	+5.90%
ATM营运收入	7.9	-29.53%	-37.92%	-52.84%
设备维护及服务	125.9	52.07%	54.53%	-1.86%

数据来源：公司数据

新产品推广成效显著，未来增长亮点较多

13年1-3季度，公司在营销、研发密切配合，深挖客户需求，新产品推广成效显著。

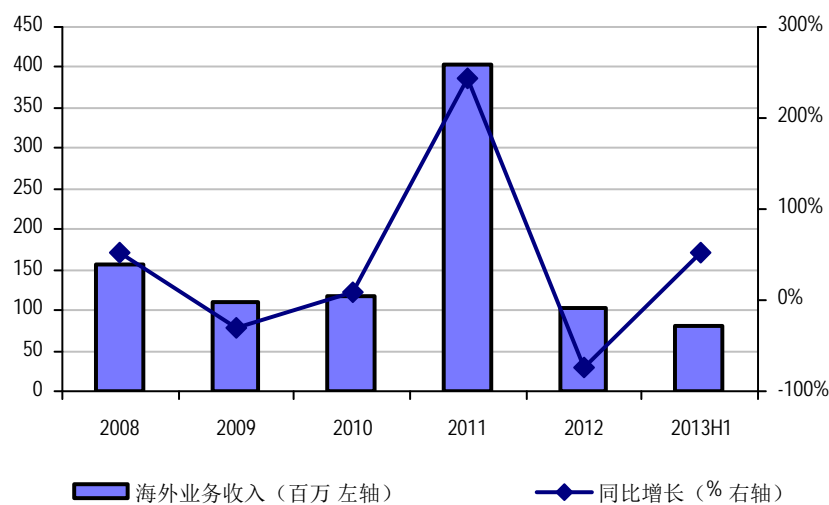
- 在核心技术的推广上，拥有自主出钞机芯、自主循环机芯的N系列产品全面推向市场，已在国有银行、股份制银行、农信社及地方商业银行等批量使用。
- 远程视频柜员机VTM发货近百台，在广发、交行实现批量销售，在汉口银行、兰州银行、民生银行实现销售；
- 清分机发货近300台，市场反应良好，已成功进入广发银行总行及部分省级农信联社的清分机选型，在部分股份制银行分行、部分城商行、农信及邮政储蓄银行省分行形成了批量销售，13H1已经确认销售收入882万元，有望成为公司未来新的利润增长点；
- 自助封包收纳机H90入围民生总行并签署框架协议；高速现金收纳机P2801在农行系统全面推广；网点现金循环机BCR5600在青岛工行获得订单。

海外业务重归增长

13H1海外业务实现收入0.81亿元，同比增长56%。11年是公司海外市场大幅增长的一年，实现销售4亿元，但是12年受到金融危机的影响，公司海外市场销售，特别是欧洲地区销售收入锐减。随后公司对其海外销售团队进行了调整，并且确立了以新兴市场为主要发展方向。

根据英国零售金融策略性研究和咨询公司RBR最新发布的《2012-2017全球ATM市场趋势预测》调研报告：到2017年全球安装的ATM总数将达350万台。预计未来几年，亚太地区、中东和非洲增长将明显快于其它地区，成为ATM数量增长和ATM取款量最高的市场，到2017年增长约90%。其中，亚太地区将继续领先，并对全球ATM的增长保持近六成的贡献率。

图2:海外销售收入和同比变化



数据来源：公司数据

估值

我们重新覆盖广电运通，预计公司13/14/15年EPS分别为0.92/1.16/1.31元，同比增速分别为18.4%/26.5%/13.1%。

表3: 收入预测明细

人民币：百万	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币自动处理设备收入	1782	1808	2145	2683	3059
同比增速 (%)		1.5%	18.6%	25.1%	14.0%
其中:ATM	1649	1777	1970	2246	2496
同比增速 (%)		7.7%	10.9%	14.0%	11.1%
AFC	133	31	175	437	563
同比增速 (%)		-76.4%	456.0%	150.0%	28.8%
设备配件收入	124	107	118	129	142
同比增速 (%)		-13.7%	10.0%	10.0%	10.0%
ATM运营收入	24	22	22	22	22
同比增速 (%)		-9.3%	0.8%	0.6%	0.6%

数据来源：瑞银证券预测

瑞银预期对比市场一致预期

我们对公司2013年EPS预测较市场一致预期低1.1%，14/15年EPS预测较市场一致预期高5.5%/1.6%，主要基于以下原因：

- 我们认为近两年银行采购一体机比重快速增加这对广电运通影响偏负面，因为公司ATM设备占比较高，其一体机业务竞争力弱于其ATM

机，这导致了公司12/13年增长慢于行业，因此我们测算的13年业绩略低于市场预期。

- 另一方面，我们认为市场可能低估了公司长期增长的潜力。（1）公司一体机的销售渠道正在打开；（2）新产品逐步开始贡献销售收入；（3）向软件服务提供商转型有望为公司长期发展打开空间，同时估值也有望提振。另外由于公司是国资委下属企业，我们认为公司也可能受益于国企改革，从而为长期业绩表现提供政策红利。

表4: 瑞银预测对比市场一致预期

	2013E	2014E	2015E
市场一致预期EPS (元)	0.92	1.10	1.29
瑞银预测EPS (元)	0.92	1.16	1.31
瑞银对比市场预期	-1.1%	5.5%	1.6%

数据来源: Wind, 瑞银证券估算

估值比较

■ 绝对估值:

我们基于瑞银证券VCAM绝对估值模型进行测算，得出目标价18.0元，（WACC=8.9%）。

■ 相对估值:

我们选取了金融IT设备领域的四家上市公司作为可比公司进行比较，分别是：
1) 聚龙股份：清分机龙头，也提供ATM等金融机具产品和服务；2) 御银股份：ATM设备提供商；3) 新北洋：打印设备龙头，已经进入金融机具市场；4) 证通电子：金融POS机提供商。

从表中我们可以看出，广电运通的估值水平显著低于行业可比公司的平均估值水平。公司估值折价较大的主要原因是市场认为公司的增长较慢，我们认为随着公司新产品的加速推广和海外市场的逐步复苏，公司的盈利增长有望超预期，估值水平有望逐步修复。我们的目标价18元对应2013/14/15年PE分别为20/16/14倍。

表5:可比公司估值比较

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				CAGR(%)
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E	
聚龙股份	sz300202	27.92	0.47	0.73	1.07	1.45	59.3	38.0	26.2	19.2	45.5
新北洋	sz002376	10.27	0.34	0.43	0.57	0.71	30.0	23.9	18.4	14.1	28.5
御银股份	sz002177	5.9	0.21	0.21	0.26	0.36	27.8	27.6	22.4	16.5	19.2
证通电子	sz002197	10.65	0.20	0.32	0.53	0.76	52.9	33.4	20.1	14.0	55.8
平均			0.3	0.4	0.6	0.8	42.5	30.7	21.8	16.0	37.3
广电运通	sz002152	13.65	0.78	0.92	1.16	1.31	17.5	14.8	11.8	10.4	18.9

数据来源: WIND, 瑞银证券估算; 股价为2013/10/30收盘价

注: 除新北洋和广电运通为瑞银证券估算, 其余皆采用市场一致预期

图3:广电运通UBS-VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	634	819	927	1,018	1,130	1,191	1,198	1,194	1,180	1,153
折旧及摊销*	31	40	51	62	53	57	62	66	70	75
资本支出	(36)	(45)	(51)	(56)	(61)	(62)	(67)	(71)	(76)	(81)
运营资本变动	(137)	(286)	(209)	(190)	(168)	(179)	(180)	(184)	(187)	(189)
所得税(营运)	(59)	(80)	(89)	(97)	(107)	(113)	(114)	(113)	(112)	(109)
其他	(12)	(18)	(13)	(12)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
自由现金流	420	431	615	724	836	884	888	880	863	837
增长		2.7%	42.8%	17.7%	15.4%	5.8%	0.5%	-0.9%	-1.9%	-3.0%

估值	
明计现金流现值	6,929
期末价值(第18年)现值	3,324
企业价值	10,253
占永续价值百分比	32%
联营公司及其他	133
-少数股东权益	26
现金盈余**	2,179
-债务***	2
权益价值	12,538
已发行股数[m]	747.2
每股权益价值(Rmb/股)	16.80
权益成本	8.9%
股息收益率	1.7%
1年期目标价(Rmb/股)	18.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.3%	4.9%	1.5%
息税前利润率	18.5%	16.0%	13.0%
资本支出/销售收入	1.3%	1.2%	1.2%
投资资本回报率	33.2%	28.3%	22.0%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	15.4x	11.9x	12.4x
企业价值 / 息税前利润	16.2x	12.5x	13.0x
自由现金流收益率	4.1%	4.2%	4.2%
市盈率(现值)	18.3x	14.5x	15.0x
市盈率(目标)	19.6x	15.5x	16.1x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.80%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.02
债务/权益比	0.4%
边际税率	19.8%
权益成本	8.9%
债务成本	5.6%
WACC	8.9%

期末假设值	
VCH(年数)	18
对应的自由现金流增长	1.3%
投资资本回报率增幅	9.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.4x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

广电运通

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	1,200	1,489	1,724	2,089	2,168	2,580	19.0	3,195	23.8	3,641	14.0
营业费用 (不含折旧)	(897)	(1,137)	(1,247)	(1,557)	(1,632)	(1,914)	17.3	(2,335)	22.0	(2,664)	14.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	303	352	477	532	537	665	23.9	860	29.2	978	13.7
折旧	(16)	(22)	(25)	(30)	(33)	(31)	-4.5	(40)	29.2	(51)	25.8
营业利润 (息税前利润, UBS)	287	330	452	502	504	634	25.8	819	29.2	927	13.1
其他盈利和联营公司盈利	67	85	72	91	132	109	-17.8	125	15.2	138	10.1
净利息	9	9	2	2	12	17	48.1	20	19.4	25	23.4
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	363	423	526	595	648	759	17.3	965	27.0	1,090	12.9
税项	(32)	(36)	(50)	(87)	(66)	(71)	7.5	(94)	31.8	(105)	12.0
税后利润	332	387	476	507	581	688	18.4	871	26.5	985	13.1
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	1	(1)	(1)	(3)	(3)	19.1	(4)	26.5	(5)	13.1
净利润 (本地会计准则)	332	388	475	507	579	685	18.4	867	26.5	980	13.1
净利润 (UBS)	332	388	475	507	579	685	18.4	867	26.5	980	13.1
税率 (%)	9	8	9	15	10	9	-8.3	10	3.7	10	-0.9
不计非正常项目税率 (%)	9	8	9	15	10	9	-8.3	10	3.7	10	-0.9
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.44	0.52	0.64	0.68	0.77	0.92	18.4	1.16	26.5	1.31	13.1
每股收益 (UBS)	0.44	0.52	0.64	0.68	0.77	0.92	18.4	1.16	26.5	1.31	13.1
每股股息净值	0.20	0.40	0.20	0.10	0.30	0.18	-38.9	0.23	26.5	0.26	13.1
每股现金收益	0.47	0.55	0.67	0.72	0.82	0.96	17.2	1.21	26.6	1.38	13.6
每股账面净值	1.78	2.22	2.69	3.26	3.97	4.81	21.0	5.78	20.3	6.86	18.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	191	252	302	300	293	298	1.7	302	1.5	303	0.1
无形固定资产净值	15	15	16	18	18	18	-2.1	17	-2.9	17	-4.2
净营运资本 (包括其他资产)	267	500	877	783	549	869	58.1	1,070	23.2	1,215	13.5
其他负债	(11)	(10)	(17)	(29)	(40)	(40)	0.0	(40)	0.0	(40)	0.0
运营投入资本	462	757	1,178	1,073	821	1,145	39.4	1,350	17.9	1,495	10.7
投资	0	0	16	177	171	171	0.0	171	0.0	171	0.0
运用资本总额	462	757	1,194	1,249	992	1,316	32.6	1,521	15.6	1,665	9.5
股东权益	1,330	1,661	2,008	2,437	2,968	3,592	21.0	4,322	20.3	5,129	18.7
少数股东权益	15	14	18	24	26	29	12.7	33	14.2	37	14.1
总股东权益	1,345	1,675	2,026	2,461	2,994	3,621	21.0	4,355	20.3	5,166	18.6
净债务 / (现金)	(883)	(918)	(832)	(1,212)	(2,002)	(2,305)	15.2	(2,834)	22.9	(3,501)	23.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	462	757	1,194	1,249	992	1,316	32.6	1,521	15.6	1,665	9.5
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	287	330	452	502	504	634	25.8	819	29.2	927	13.1
折旧	16	22	25	30	33	31	-4.5	40	29.2	51	25.8
营运资本变动净值	(47)	(156)	(393)	(56)	236	(159)	-	(220)	38.5	(158)	-28.3
其他 (经营性)	73	86	83	210	139	(69)	-	123	-	126	2.0
经营性现金流 (税前/息前)	329	282	167	687	912	438	-52.0	763	74.3	945	23.9
收到 / (支付) 利息净值	9	9	2	2	12	17	48.1	20	19.4	25	23.4
已付股息	(29)	(57)	(137)	(68)	(44)	(187)	320.0	(137)	-26.66	(173)	26.53
已缴付税项	(32)	(36)	(50)	(87)	(66)	(71)	7.5	(94)	31.8	(105)	12.0
资本支出	(103)	(92)	(66)	(54)	(17)	(36)	109.7	(45)	23.6	(51)	13.9
并购/处置净值	0	7	4	1	0	0	-	0	-	0	-
其他	-	0	(7)	(170)	(5)	142	-	20	-85.6	25	23.4
股份发行	15	0	0	0	589	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	190	113	(87)	310	1,380	302	-78.1	528	74.8	667	26.2
外汇/非现金项目	-	(77)	1	70	(590)	1	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	36	(86)	380	790	304	-61.6	528	74.1	667	26.2
核心息税折旧摊销前利润	303	352	477	532	537	665	23.9	860	29.2	978	13.7
维护资本支出	(10)	(9)	(7)	(5)	(2)	(4)	109.7	(4)	23.6	(5)	13.9
维护营运资本净支出	(5)	(16)	(39)	(6)	24	(16)	-	(22)	38.5	(16)	-28.3
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	289	327	431	522	559	646	15.6	833	29.0	957	14.8

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

全球证券研究报告

中国

电子元件与设备

广电运通

12个月评级

买入

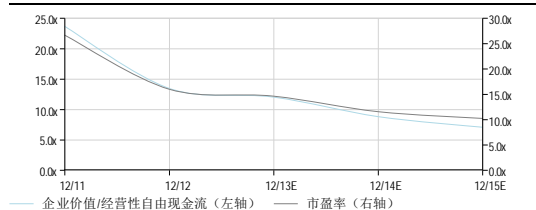
12个月目标价

Rmb18.00

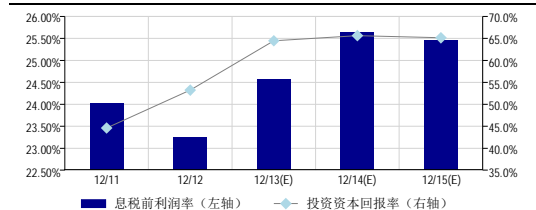
公司概况

广州广电运通金融电子股份有限公司主要从事 ATM 和 AFC 等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务以及 ATM 营运业务。公司是国内最大的 ATM 设备厂商，市场占有率雄踞榜首。同时，公司继续保持 AFC 设备在国内轨道交通市场的优势地位。

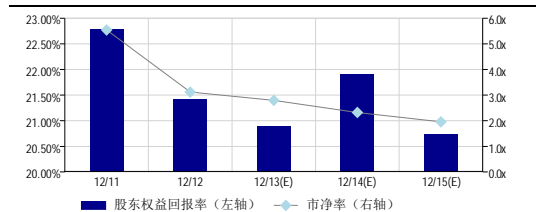
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



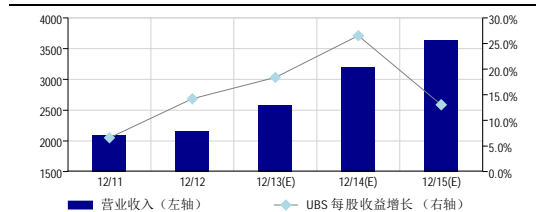
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	24.6	26.7	16.0	14.9	11.8	10.4
市盈率 (UBS)	24.6	26.7	16.0	14.9	11.8	10.4
股价/每股现金收益	23.4	25.2	15.1	14.2	11.2	9.9
净股息收益率 (%)	1.8	0.6	2.4	1.3	1.7	1.9
市净率	5.6	5.5	3.1	2.8	2.4	2.0
企业价值/营业收入 (核心)	-	5.9	3.5	3.1	2.4	1.9
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	23.2	14.0	11.9	8.8	7.1
企业价值/息税前利润 (核心)	-	24.6	14.9	12.5	9.2	7.5
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	23.7	13.5	12.3	9.0	7.3
企业价值/运营投入资本	-	NM	7.9	8.1	6.0	4.9

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	13,509	9,257	10,200	10,200	10,200
+ 少数股东权益	19	20	27	31	35
+ 平均净债务 (现金)	(1,022)	(1,607)	(2,154)	(2,570)	(3,167)
+ 养老金义务及其他	20	27	40	40	40
- 非核心资产价值	(177)	(171)	(171)	(171)	(171)
核心企业价值	12,350	7,526	7,942	7,530	6,937

增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	15.9	21.2	3.8	19.0	23.8	14.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	15.3	11.6	0.8	23.9	29.2	13.7
息税前利润 (UBS)	15.1	11.1	0.4	25.8	29.2	13.1
每股收益 (UBS)	14.9	6.6	14.2	18.4	26.5	13.1
每股现金收益	15.2	7.3	13.9	17.2	26.6	13.6
每股股息净值	10.7	-50.0	200.0	-38.9	26.5	13.1
每股账面净值	22.2	21.4	21.8	21.0	20.3	18.7

利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	25.4	25.5	24.8	25.8	26.9	26.8
息税前利润/营业收入	23.9	24.0	23.2	24.6	25.6	25.4
净利润 (UBS) /营业收入	26.4	24.2	26.7	26.6	27.1	26.9

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	44.6	53.2	64.5	65.7	65.1
税后投资资本回报率	-	38.1	47.8	58.4	59.3	58.9
净股东权益回报率	-	22.8	21.4	20.9	21.9	20.7

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	3.2	6.8	2.6	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	41.4	14.8	38.7	20.0	20.0	20.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	1.9	2.3	2.6	2.6	2.6
营业收入/固定资产	-	6.6	6.9	8.2	10.1	11.4
营业收入/净营运资本	-	2.6	3.4	3.8	3.4	3.3

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	3.8	2.6	0.8	1.4	1.4	1.4
资本支出/折旧	2.6	1.8	0.5	1.1	1.1	1.0

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(56.2)	(49.7)	(67.4)	(64.2)	(65.6)	(68.3)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	(98.9)	NM	NM	NM	NM
净债务 (核心) /企业价值	-	(8.3)	(21.4)	(27.1)	(34.1)	(45.7)

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年10月30日17时26分的股价 (Rmb13.65) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

■ 广电运通

广州广电运通金融电子股份有限公司主要从事ATM和AFC等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务以及ATM营运业务。公司是国内最大的ATM设备厂商，市场占有率雄踞榜首。同时，公司继续保持AFC设备在国内轨道交通市场的优势地位。

■ 风险声明

我们认为公司面临的下行风险包括：国内外关键客户在ATM设备的投资下降或公司技术投入市场不予认可，可能对公司业绩增长构成下行风险；人力成本上升、人才流失的风险。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	44%	32%
中性	持有/中性	46%	32%
卖出	卖出	10%	19%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	低于1%
卖出	卖出	低于1%	低于1%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年09月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 周中。

涉及报告中提及的公司的披露

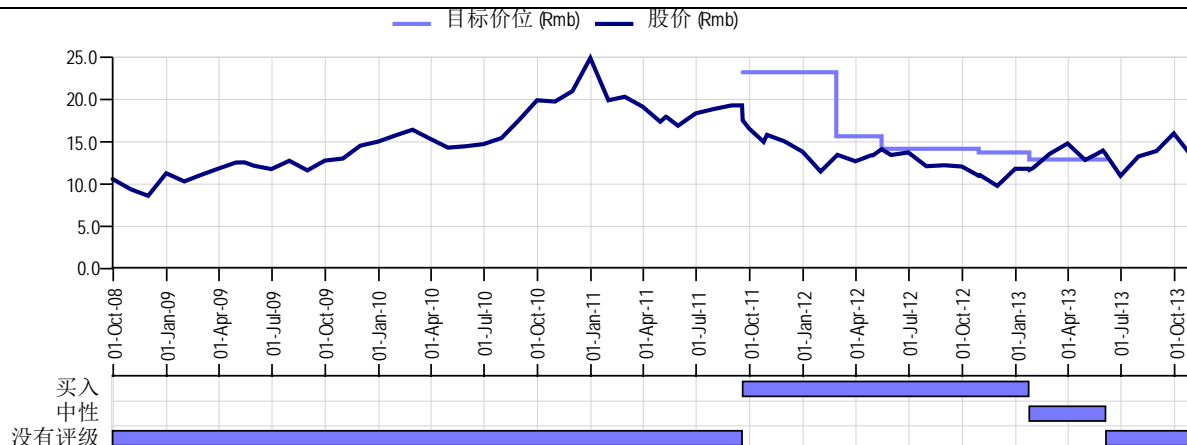
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
广电运通	002152.SZ	未予评级	不适用	Rmb13.43	2013年10月29日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

广电运通 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年10月29日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局(ACP)和金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:** 由 UBS Securities C.JSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A. 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:** 本文件由 UBS Limited 分发,UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的特准投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C)或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

