

# 广电运通

## 受益 IT 设备国产化趋势

### 信息安全日渐重要，金融 IT 设备国产化有望加速

“棱镜门”之后，过度依赖进口设备可能引发的安全问题越来越为政策制定者所重视。以 ATM/CRS 为代表的金融自动化设备进口替代空间逐步打开。广电运通是国内金融自助设备龙头企业，市场份额有望进一步提升。

### 2014 年新增长点值得期待

公司新产品推出速度加快。装备自主机芯的 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、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，大批引入国产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。此外，公司在银行 IT 软件和外包服务领域也开始发力，未来新增长点较多。

### 海外市场开始复苏

今年以来，公司海外收入中来自亚太、中东和非洲地区同比增长明显。我们认为随着海外市场复苏，特别是第三世界国家市场需求逐步趋好，公司海外收入将重新回到快速增长的轨道。

### 估值：上调长期盈利预测和目标价，维持“买入”评级

我们预计进口替代将对公司未来两年业绩有正面推动，我们上调公司 14/15 年 EPS 预测分别至 1.18 元/1.45 元（原 1.16/1.31 元），略下调 13 年 EPS 预测至 0.90 元（原 0.92 元）。我们基于瑞银证券 VCAM 绝对估值模型进行测算，得出目标价 20.4 元（WACC=9.4%，原目标价 18 元）。维持“买入”评级。

## Equities

中国  
电子元件与设备

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb20.40**  
之前: Rmb18.00

股价 **Rmb16.58**

路透代码: 002152.SZ 彭博代码 002152 CH

### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb18.53-10.80
市值	Rmb12.4 十亿/US\$2.04 十亿
已发行股本	747 百万 (ORDA)
流通股比例	97%
日均成交量(千股)	7,326
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb116.8
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb3.58 十亿
市净率 (12/13E)	3.5x
净债务 / EBITDA	NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.92	0.90	-2.07	0.90
12/14E	1.16	1.18	1.33	1.09
12/15E	1.31	1.45	10.42	1.26

周中

分析师

S1460513090004

zhong.zhou@ubssecurities.com

+86-213-866 8815

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,724	2,089	2,168	2,522	3,222	3,907	4,599	5,318
息税前利润(UBS)	452	502	504	610	832	1,041	1,253	1,513
净利润 (UBS)	475	507	579	671	878	1,082	1,291	1,546
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.64	0.68	0.77	0.90	1.18	1.45	1.73	2.07
每股股息 (Rmb)	0.20	0.10	0.30	0.18	0.24	0.29	0.41	0.41
净债务 / (现金)	832	1,212	2,002	2,311	2,825	3,510	4,363	5,407
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	26.2	24.0	23.2	24.2	25.8	26.6	27.2	28.4
ROIC (EBIT) (%)	46.7	44.6	53.2	62.7	67.0	70.7	73.7	78.0
EV/EBITDA(core)x	25.0	23.2	14.0	15.8	11.1	8.4	6.4	4.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	26.9	26.7	16.0	18.5	14.1	11.5	9.6	8.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.4	4.1	9.1	2.8	5.1	6.7	8.4	10.2
净股息收益率(%)	1.2	0.6	2.4	1.1	1.4	1.7	2.5	2.5

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 12 月 19 日 18 时 56 分的股价(Rmb16.58)得出；

# 投资主题

## 广电运通

### 投资理由

我们预计公司未来增长将主要来自（1）金融自助设备的进口替代；（2）国内新产品的加速推广；和（3）海外业务。随着金融行业对设备信息安全愈发重视，我们认为国产设备商将迎来良好的发展机遇。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，从而有望推动公司业务实现超预期增长。海外市场，随着海外市场的需求的恢复，公司 ATM 产品在海外突出的性价比优势有望帮助公司海外销售重回快速增长的轨道。我们认为公司的外部经营环境有了很大好转，给予“买入”评级。

### 乐观情景

如果 14 年 ATM 收入增长 25%（高于我们 17% 的中性预测），则我们预计 14 年 EPS 将达到 1.25 元，对应每股估值为 25 元。

### 悲观情景

如果 2014 年 ATM 收入增长为 13%（低于我们 17% 的中性预测），则我们预计 14 年 EPS 为 1.07 元，对应每股估值为 16 元。

### 近期催化剂

国家或进一步出台政策支持国产设备替代进口；  
大型商业银行采购订单；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb20.40

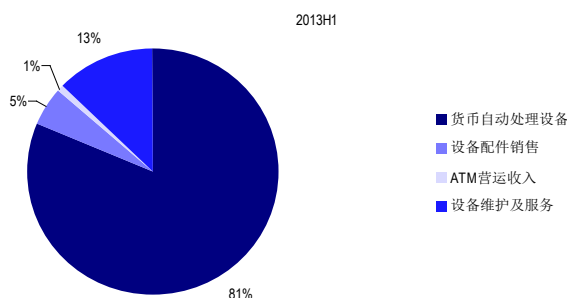
### 公司简介

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。

### 行业展望

中国金融自助设备市场总体规模大约 150 亿左右，未来 3 年复合增长速度有望超过 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。

### 收入分析 (2013 H1%)



来源:公司公告

### 各类业务毛利

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
设备	925.8	990.2	1,147.4	1,463.0	1,766.6
服务	111.3	141.4	180.3	238.8	301.9
运营	1.5	2.0	1.9	1.9	1.8
合计	1,038.7	1,133.6	1,329.7	1,703.6	2,070.3

数据来源:公司公告、瑞银证券估算

# 金融自助设备维持高景气度，进口替代浪潮兴起

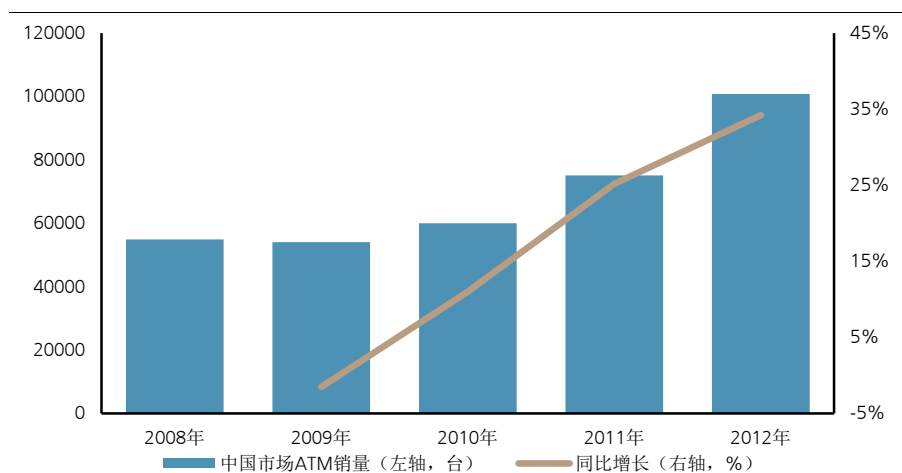
## 中国金融自助设备市场保持高速增长

中国目前是全球第二大 ATM 市场。根据中国人民银行发布的《2012 年支付体系运行总体情况》报告，截止 2012 年底，全国联网的 ATM 设备 41.56 万台，较 2011 年末 33.38 万台增加了 8.18 万台，增长率达到了 24.51%，与 2011 年的 23.17% 的增长率相比基本持平，预计 2013 年行业依然将维持 20% 以上的增长。而作为全球第一大市场的美国，目前 ATM 保有量约为 44.50 万台，由于其市场成熟已趋饱和，加之近年来各银行分支机构的破产、兼并等原因导致设备安装数量下降，增长率也低于全球 ATM 设备安装数量的平均水平。据此推测，2013 年中国将有望超越美国，成为全球的第一大 ATM 市场。细分来看，存取款循环一体机（CRS）增长迅速。2010-12 年，全国各大银行 CRS 采购量分别为 2.5 万台、3.7 万台和 6.08 万台，12 年增长 64%，增速远高于整个 ATM 行业的增长。

## 大型商业银行采购占据主导地位，但是小银行增长迅速

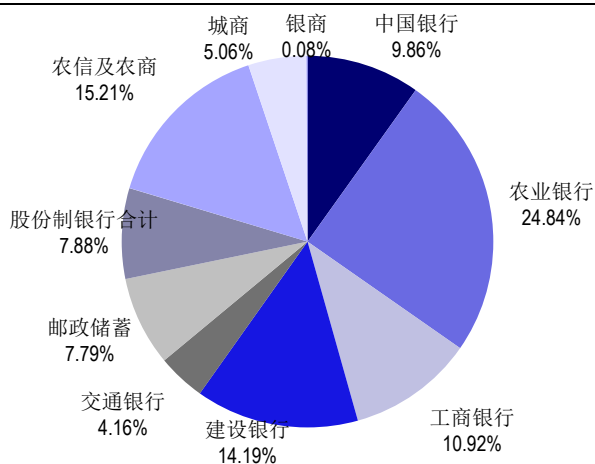
根据各大银行采购统计数据，国内金融机构 2012 年累计采购 ATM/CRS 设备共 10.07 万台，同比增长 35%。其中工农中建四大行合计采购 60%，是最大的采购客户。“涉农”银行成为最大的增长来源，农业银行全年采购 2.5 万台设备，占近 25% 的市场份额。农商行/农村信用社，邮储银行和城市商业银行在 ATM 网络建设的投入方面增长较快，全国各大城市商业银行 12 年累计采购 5100 台设备，较 11 年增长近 1 倍。

图片 1: 全国 ATM 设备销量



来源: 金融时报

图片 2: 2012 年各大银行 ATM/CRS 采购占比



来源: 2012 年中国 ATM 市场发展评述

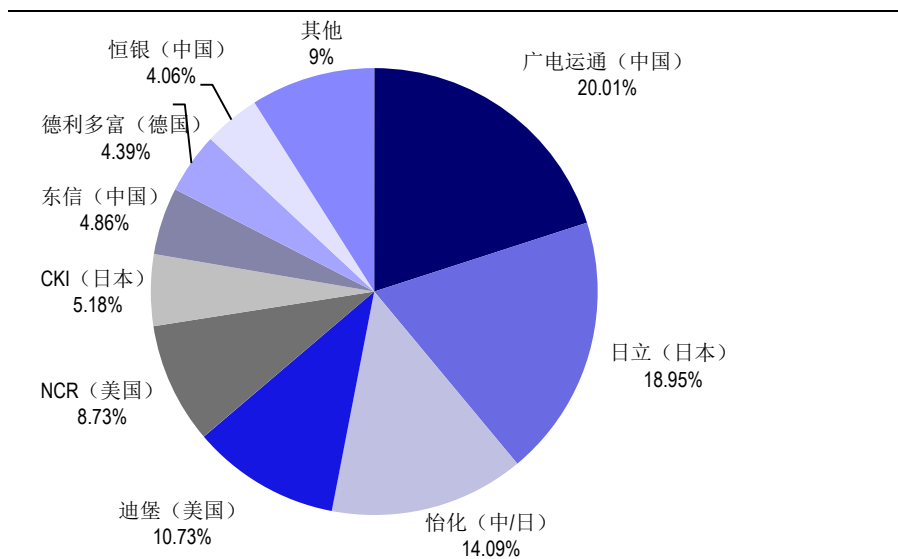
### 人均保有量还有提升空间

按照 2012 年官方发布的全国总人口 13.54 亿人计算，我国目前每百万人的 ATM 保有量约为 307 台，较 2011 年的每百万人 265 台有所上升，进一步接近全球每百万人 346 台的平均水平，但距西欧国家的每百万人 786 台和美国的每百万人 1376 台依然有较大差距。我们认为：（1）我国各地区 ATM 分布密度明显不均匀；（2）现金交易需求很大；（3）银行加大自助服务力度等因素推动之下，国内 ATM 市场的发展潜力依然非常大。

### 日系厂商市场份额最高，国内厂商份额增长较快

目前国内 ATM/CRS 市场各类品牌占比大约如下：日系品牌占比约 41%，国产品牌占比约 32%，欧美品牌占比约 27%。在增长尤为迅速的 CRS 市场中，日立和 OKI 两大日系品牌凭借技术和品牌上的先发优势，占据了主导地位，目前在国内十几万的 CRS 保有量中，日系品牌及使用日系品牌循环出钞机芯的设备占据了 80% 以上的市场份额。国内自主 CRS 品牌有广电运通、御银股份、恒银金融、东方通信和新达通五家，其中广电运通拥有自主一体机机芯的生产能力。

图片 3: 2012 年国内 ATM/CRS 市场份额



来源: 金融时报

### 广电运通有望进入新一轮快速发展轨道

广电运通目前占有 ATM/CRS 市场约 20% 的份额，过去几年由于战略重点在新技术导入（如推广自主机芯，研发新产品），公司并未大力提升其市场份额，市场份额一直保持稳定。经过 3-4 年的推广，公司自主循环机芯已经在国内逐步开始普及，未来市场份额有望进一步提升。

在经历了 10 年的高速增长之后，公司 11-12 年增长有所放缓。但是公司持续专注于金融自动化设备的研发和市场开拓工作，并且积极布局未来的新增长点，随着公司一系列新产品和新模式的推广，公司有望进入新一轮的快速增长通道。

(1) 自主机芯技术逐步成熟，产品竞争力进一步增强，自主装配比例提升也有助于公司利润率的提升。

(2) 研发实力雄厚，新产品储备丰富，未来 1-2 年清分机/VTM 订单有望快速增长。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。

(3) 公司成立广电运通信息科技有限公司，并将深圳全通营业范围扩大到银行 IT 外包领域，预示着公司进军银行 IT 服务和解决方案市场的步伐或将加快。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。银行软件服务市场体量非常大，未来有望成为公司新的增长点。

有利的外部环境：

(1) 国家层面重视信息安全，进口替代可以期待。“棱镜门”事件的爆发，使得过度依赖进口设备导致的国家信息安全问题成为社会关注的焦点。作为国家经济命脉的金融行业，已经把信息化建设的国产化列入重要工作，2012 年末中国银行业信息科技风险管理年会明确提出了“自主可控”的信息科技建设战略。我们认为未来各大商业银行加大国产设备的采购比重是大概率事件，特别在 CRS 领域，本土品牌自主机芯设备的进口替代空间更为广阔。

(2) 金融自动化设备市场渗透率较低, 提升空间依然较大。

(3) 金融外包服务业进入快速发展通道。

## 盈利预测和估值

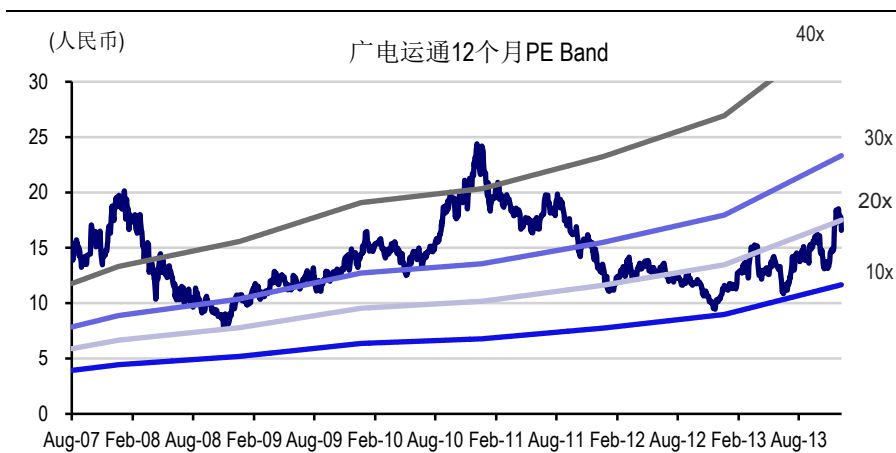
我们看好进口替代带来的市场空间, 广电运通作为国产金融信息设备龙头企业有望受益。我们上调公司 2014/15 年的盈利预测至 1.18/1.45 元 (原来为 1.16/1.31 元)。我们略微下调公司 13 年盈利预测至 0.90 元 (原来为 0.92 元), 主要因为公司的大客户中国银行 13 年全行采购量略低于我们的预期。我们上调公司目标价至 20.4 元 (从 18 元), 对应 2014 年 17 倍 PE, 略高于过去两年公司的平均估值水平 (14 倍左右), 因为我们认为公司未来业绩的加速增长将带来估值上的修复。

图片 4: 收入预测

人民币: 百万	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>金融自动化设备</b>	1,782	1,808	2,087	2,681	3,250
同比增长	16%	1%	15%	28%	21%
<b>ATM 服务</b>	160	232	296	391	495
同比增速 (%)	68%	45%	28%	32%	26%
<b>材料备件</b>	124	107	118	129	142
同比增速 (%)	90%	-14%	10%	10%	10%
<b>ATM 运营收入</b>	24	22	21	21	20
同比增速 (%)	1%	1%	1%	1%	1%

来源: 公司数据, 瑞银证券预测

图片 5: 广电运通 12 个月 PE Band



来源: Wind, 瑞银证券估算

图片 6: 盈利预测变化及同市场一致预期比较 (元)

	原先 EPS 预测	现在 EPS 预测	变动幅度 (%)	市场一致预期 (Wind)	瑞银同一预期期的差异
2013E	0.92	0.90	-2.2%	0.91	-1.1%
2014E	1.16	1.18	1.7%	1.1	7.3%
2015E	1.31	1.45	10.7%	1.3	11.5%

来源: Wind, 瑞银证券估算

图片 5: 广电运通 VACM 估值模型

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	610	832	1,041	1,253	1,513	1,407	1,443	1,470	1,486	1,492
折旧及摊销*	31	40	52	64	58	69	74	79	84	89
资本支出	(35)	(45)	(54)	(64)	(74)	(75)	(80)	(86)	(91)	(97)
运营资本变动	(111)	(324)	(317)	(321)	(329)	(183)	(223)	(227)	(229)	(229)
所得税(营运)	(57)	(81)	(101)	(121)	(145)	(134)	(137)	(140)	(141)	(142)
其他	(11)	(21)	(21)	(21)	(22)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)
自由现金流	428	401	599	791	1,001	1,072	1,064	1,084	1,096	1,101
增长		-6.3%	49.4%	31.9%	26.7%	7.0%	-0.7%	1.8%	1.1%	0.4%

估值	
明计现金流现值	8,051
期末价值(第 18 年)现值	3,700
<b>企业价值</b>	<b>11,752</b>
占永续价值百分比	31%
联营公司及其他	132
-少数股东权益	27
现金盈余**	2,228
-债务***	2
<b>权益价值</b>	<b>14,082</b>
已发行股数 [m]	747.2
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>18.80</b>
权益成本	9.4%
股息收益率	1.3%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>20.40</b>

相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	6.0%	5.0%	3.0%
息税前利润率	20.0%	17.0%	13.0%
资本支出/销售收入	1.3%	1.2%	1.2%
投资资本回报率	36.0%	30.1%	22.8%
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	18.3x	13.5x	13.6x
企业价值 / 息税前利润	19.3x	14.1x	14.2x
自由现金流收益率	3.6%	3.4%	3.4%
市盈率(现值)	21.0x	16.0x	16.1x
市盈率(目标)	22.7x	17.3x	17.4x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.30%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.02
债务/权益比	0.3%
边际税率	25.0%
权益成本	9.4%
债务成本	6.1%
<b>WACC</b>	<b>9.4%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	18
对应的自由现金流增长	1.4%
投资资本回报率增幅	10.2%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	8.9x

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

来源: UBS-VACM

# 广电运通 (002152.SZ)

	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	1,724	2,089	2,168	2,522	16.3	3,222	27.8	3,907	4,599	5,318
毛利	849	1,039	1,134	1,330	17.3	1,704	28.1	2,070	2,438	2,837
息税折旧摊销前利润(UBS)	477	532	537	641	19.5	872	36.0	1,092	1,317	1,571
折旧和摊销	(25)	(30)	(33)	(31)	-5.0	(40)	29.6	(52)	(64)	(58)
息税前利润(UBS)	452	502	504	610	21.1	832	36.3	1,041	1,253	1,513
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	72	91	132	116	-12.5	125	8.2	138	152	167
净利息	2	2	12	17	48.3	20	19.2	25	31	39
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	526	595	648	743	14.7	977	31.6	1,204	1,436	1,719
税项	(50)	(87)	(66)	(69)	-4.1	(95)	-37.9	(116)	(138)	(165)
税后利润	476	507	581	674	15.9	882	30.9	1,087	1,298	1,554
优先股股息及少数股权	(1)	(1)	(3)	(3)	-16.6	(4)	-30.9	(5)	(6)	(7)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	475	507	579	671	15.9	878	30.9	1,082	1,291	1,546
净利润(UBS)	475	507	579	671	15.9	878	30.9	1,082	1,291	1,546
税率(%)	9.5	14.7	10.2	9.3	-9.2	9.7	4.8	9.7	9.6	9.6
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.64	0.68	0.77	0.90	15.9	1.18	30.9	1.45	1.73	2.07
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.64	0.68	0.77	0.90	15.9	1.18	30.9	1.45	1.73	2.07
EPS(UBS, 基本)	0.64	0.68	0.77	0.90	15.9	1.18	30.9	1.45	1.73	2.07
每股股息净值(Rmb)	0.20	0.10	0.30	0.18	-40.2	0.24	30.9	0.29	0.41	0.41
每股账面价值	2.69	3.26	3.97	4.79	20.5	5.78	20.8	7.00	8.44	10.16
平均股数(稀释后)	747.24	747.24	747.24	747.24	0.0	747.24	0.0	747.24	747.24	747.24
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	999	1,320	2,004	2,313	15.4	2,827	22.2	3,511	4,365	5,409
其他流动资产	1,422	1,534	1,497	1,669	11.5	2,130	27.6	2,580	3,035	3,499
流动资产总额	2,421	2,854	3,501	3,982	13.8	4,957	24.5	6,091	7,400	8,907
有形固定资产净值	302	300	293	297	1.5	302	1.6	305	305	321
无形固定资产净值	16	18	18	18	-2.2	17	-2.8	17	17	16
投资/其他资产	35	205	208	208	0.1	209	0.1	209	209	209
总资产	2,774	3,378	4,020	4,506	12.1	5,485	21.7	6,622	7,931	9,454
应付账款和其他短期负债	564	780	985	858	-12.9	1,089	26.9	1,314	1,542	1,769
短期债务	167	108	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	731	887	985	858	-12.9	1,089	26.9	1,314	1,542	1,769
长期债务	0	0	2	2	0.0	2	0.0	2	2	2
其它长期负债	17	29	40	40	0.0	40	0.0	40	40	40
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	748	917	1,027	899	-12.4	1,130	25.7	1,356	1,584	1,811
普通股股东权益	2,008	2,437	2,968	3,578	20.5	4,322	20.8	5,228	6,304	7,592
少数股东权益	18	24	26	29	12.4	33	14.4	38	44	51
负债和权益总计	2,774	3,378	4,020	4,506	12.1	5,485	21.7	6,622	7,931	9,454
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	475	507	579	671	15.9	878	30.9	1,082	1,291	1,546
折旧和摊销	25	30	33	31	-5.0	40	29.6	52	64	58
营运资本变动净值	(393)	(56)	236	(138)	-	(251)	-82.6	(246)	(249)	(259)
其他营业性现金流	12	120	10	(183)	-	5	-	1	(4)	(9)
经营性现金流	119	602	857	382	-55.5	673	76.3	889	1,102	1,337
有形资本支出	(65)	(51)	(17)	(35)	-105.1	(45)	-27.5	(54)	(64)	(74)
无形资本支出	(1)	(3)	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	4	1	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(7)	(170)	(5)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(69)	(223)	(22)	(35)	-62.0	(45)	-27.5	(54)	(64)	(74)
已付股息	(137)	(68)	(44)	(187)	-320.0	(134)	28.2	(176)	(216)	(258)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	142	-	20	-85.56	25	31	39
债务及优先股变化	0	4	(3)	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(137)	(64)	(47)	(45)	4.1	(114)	-152.1	(150)	(185)	(219)
现金流量中现金的增加/(减少)	(87)	314	788	301	-61.8	514	70.6	684	853	1,044
外汇/非现金项目	0	6	(104)	8	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(87)	321	684	309	-54.8	514	66.1	684	853	1,044

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。



## 广电运通 (002152.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	26.9	26.7	16.0	18.5	14.1	11.5	9.6	8.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.9	26.7	16.0	18.5	14.1	11.5	9.6	8.0
股价/每股现金收益	25.5	25.2	15.1	17.6	13.5	10.9	9.1	7.7
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.4	4.1	9.1	2.8	5.1	6.7	8.4	10.2
净股息收益率(%)	1.2	0.6	2.4	1.1	1.4	1.7	2.5	2.5
市净率	6.4	5.5	3.1	3.5	2.9	2.4	2.0	1.6
企业价值/营业收入(核心)	6.9	5.9	3.5	4.0	3.0	2.3	1.8	1.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	25.0	23.2	14.0	15.8	11.1	8.4	6.4	4.7
企业价值/息税前利润(核心)	26.4	24.6	14.9	16.6	11.7	8.8	6.7	4.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	27.6	23.7	13.5	16.2	11.5	8.6	6.5	4.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.9	NM	7.8	6.2	4.9	3.8
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	12,769	13,509	9,257	12,389	12,389	12,389	12,389	12,389
净债务 (现金)	(875)	(1,022)	(1,607)	(2,157)	(2,568)	(3,168)	(3,937)	(4,885)
少数股东权益	16	19	20	27	31	35	41	51
养老金拨备/其他	13	20	27	40	40	40	40	40
<b>企业价值总额</b>	<b>11,924</b>	<b>12,526</b>	<b>7,696</b>	<b>10,299</b>	<b>9,891</b>	<b>9,297</b>	<b>8,533</b>	<b>7,595</b>
- 非核心资产	(16)	(177)	(171)	(171)	(171)	(171)	(171)	(171)
<b>核心企业价值</b>	<b>11,908</b>	<b>12,350</b>	<b>7,526</b>	<b>10,129</b>	<b>9,721</b>	<b>9,126</b>	<b>8,363</b>	<b>7,424</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	15.8	21.2	3.8	16.3	27.8	21.3	17.7	15.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	35.8	11.6	0.8	19.5	36.0	25.2	20.6	19.3
息税前利润(UBS)	37.0	11.1	0.4	21.1	36.3	25.1	20.4	20.7
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	6.6	14.2	15.9	30.9	23.2	19.4	19.7
每股股息净值	-50.0	-50.0	200.0	-40.2	30.9	23.2	42.9	0.0
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	49.3	49.7	52.3	52.7	52.9	53.0	53.0	53.4
息税折旧摊销前利润率	27.7	25.5	24.8	25.4	27.1	28.0	28.6	29.5
息税前利润率	26.2	24.0	23.2	24.2	25.8	26.6	27.2	28.4
净利率 (UBS) 率	27.6	24.2	26.7	26.6	27.3	27.7	28.1	29.1
ROIC (EBIT)	46.7	44.6	53.2	62.7	67.0	70.7	73.7	78.0
税后投资资本回报率	42.3	38.1	47.8	56.9	60.5	63.8	66.6	70.5
净股东权益回报率(UBS)	25.9	22.8	21.4	20.5	22.2	22.7	22.4	22.3
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(41.1)	(49.2)	(66.9)	(64.1)	(64.9)	(66.6)	(68.7)	(70.7)
净债务/(净债务 + 权益)	(69.7)	(97.0)	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(7.0)	(9.8)	(26.6)	(22.8)	(29.1)	(38.5)	(52.2)	(72.8)
资本支出 / 折旧 %	NM	174.5	55.5	117.7	115.6	109.5	102.5	130.5
资本支出/营业收入(%)	3.8	2.5	0.8	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	3.2	6.8	2.6	5.0	5.0	5.0	4.2	5.0
股息支付率 (UBS) %	31.5	14.8	38.7	20.0	20.0	20.0	23.9	20.0
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	1,724	2,089	2,168	2,522	3,222	3,907	4,599	5,318
<b>总计</b>	<b>1,724</b>	<b>2,089</b>	<b>2,168</b>	<b>2,522</b>	<b>3,222</b>	<b>3,907</b>	<b>4,599</b>	<b>5,318</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	452	502	504	610	832	1,041	1,253	1,513
<b>总计</b>	<b>452</b>	<b>502</b>	<b>504</b>	<b>610</b>	<b>832</b>	<b>1,041</b>	<b>1,253</b>	<b>1,513</b>

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。

## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+23.0%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+24.4%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+15.1%

---

## 风险声明

新产品推广不及预期；人力成本上升的风险；进口替代不及预期。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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](http://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。

**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。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

**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

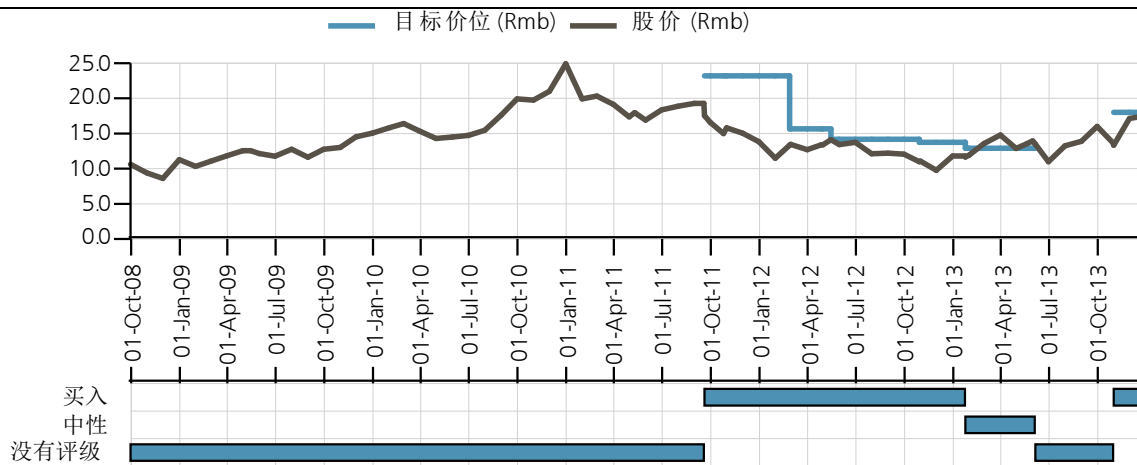
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
广电运通	002152.SZ	买入	不适用	Rmb17.37	2013 年 12 月 18 日

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 12 月 18 日

www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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很高的风险,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而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表述的观点不一致。

**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(CNMMV)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,在未经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 CJSC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)监管的持牌投资推介商。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公司的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and 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.对通过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) 107/09/2013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(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号: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对象或元素。© 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。

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对象或元素。© 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。

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对象或元素。© 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。

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对象或元素。© 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。

