

广电运通(002152)

成长天花板尚远，新业务值得憧憬

强烈推荐 (上调)

现价：18.86元

主要数据

行业	平安计算机
公司网址	www.grgbanking.com
大股东/持股	广州无线电集团有限公司 /47.70%
实际控制人/持股	广州市国资委/47.70%
总股本(百万股)	747
流通A股(百万股)	719
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	140.93
流通A股市值(亿元)	135.60
每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	20.9

行情走势图



相关研究报告

《新模式，新增长》

证券分析师

符健
投资咨询资格编号
S1060513060002
010-59730720
fujian296@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 国内 ATM 行业的绝对龙头企业

广电运通是一家专业从事 ATM 等货币自动处理设备的高新技术企业。连续五年中国 ATM 市场占有率第一，国际竞争力也一路飙升，市场占有率已居世界前 6 强。公司已发展成我国 ATM 行业经营规模最大、技术实力最强的龙头企业。

■ ATM 已拔国内头筹，未来市场空间离天花板尚远

中国 ATM 保有量离天花板尚远。尽管近年我国 ATM 市场持续高速增长，每百万人均 ATM 平均数量从 02 年的 38 台增长到 12 年的 307 台，增长了 8 倍。但仍低于全球平均每百万人拥有 346 台 ATM 的覆盖率，更远低于发达国家每百万人 1376 台的拥有量。同时中国 ATM 发展也要显著落后于国内银行卡的发展。

外企在中国占据绝对主导地位，未来进口替代将是一个长期过程。中国 ATM 市场前五名其中仅有广电运通为国内厂商，目前外企占国内 ATM 市场份额甚至要超过 60%。随着政府对于银行业自主可控的强调逐年提升，进口替代有望释放 3 倍份额空间，国产 ATM 厂商有望迎来板块性的全面增长机会。

■ 三大新兴业务打开成长空间，未来业绩快速增长可期

公司高端服务战略持续发力，公司提供服务主要包括设备维护及外包业务。根据每台设备 7200 元的维护利润估算，外包服务市场仅利润规模每年就有 35 亿元，且该利润空间随着 ATM 市场规模扩大还在进一步上行，公司服务收入近年一直保持 50% 以上的高增长率，长期来看，服务的价值要高于设备销售的价值。

高速成长的清分机市场公司有望获得更大突破。从 07 年开始，国内清分机市场规模年增长率均超过 60%，公司清分机业务已在 12 年底成功起步，我们估计 13 年公司在没有大行突破的情况下即有望获得约 6,000 万元营收，随着 14 年国内清分机进入大行选型周期，公司清分机业务 14 年有望获得进一步的跃升。

VTM 是一个数千亿元的大市场。VTM 能够革命性的创新银行柜台服务，有望替代 95% 以上的柜台业务，VTM 市场仅国内存量空间即超过 3,000 亿元，如果再结合民营银行放开和社区银行数量的增加，VTM 未来市场前景将极其乐观。公司作为 VTM 的先行者，未来极有可能成为 VTM 市场游戏规则制定者，随着 VTM 市场的进一步成熟，公司未来有望分到 VTM 市场最大一块蛋糕。

■ “强烈推荐”评级，目标价 30.0 元

公司 14 年 PE 不足 16 倍，显著低于行业平均水平，我们认为市场对于公司长期成长性，尤其是新业务的高速成长性存在严重认识不足，公司目前股价低估明显。我们上调公司评级至“强烈推荐”，目标价 30 元。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,089	2,168	2,516	3,116	3,888
YoY(%)	21.2	3.8	16.0	23.9	24.8
净利润(百万元)	507	579	692	897	1,168
YoY(%)	6.6	14.2	19.5	29.6	30.3
毛利率(%)	49.7	52.3	54.2	54.8	54.5
净利率(%)	24.2	26.7	27.5	28.8	30.0
ROE(%)	20.8	19.5	19.9	21.7	23.4
EPS(摊薄/元)	0.68	0.77	0.93	1.20	1.56
P/E(倍)	27.8	24.4	20.4	15.7	12.1
P/B(倍)	5.8	4.7	4.1	3.4	2.8

正文目录

一、国内 ATM 行业的绝对龙头企业	4
1.1、广电运通是中国规模最大的 ATM 产品及系统解决方案提供商	4
1.2、认准主业，开拓创新，三大新产品市场反应良好	5
1.3、公司营业收入不断增长，毛利率水平稳中有升	5
二、ATM：已拔国内头筹，未来市场空间离天花板尚远	6
2.1 中国 ATM 市场仍有很大空间，结构变化将导致金额增速快于出货量增速	6
2.2 受棱镜门事件影响，未来国内 ATM 进口替代将会显著加速	9
2.3 受益于“中国芯”，公司毛利率有望持续不断上升	10
2.4 海外市场有望成公司 ATM 业务未来重大看点	12
三、三大新兴业务打开长期空间，未来业绩快速增长可期	14
3.1、高端服务战略持续发力	14
3.2、高速成长的清分机市场未来有望获更大突破	15
3.3、数千亿的市场容量，VTM 未来想象空间巨大	17
四、国企改革助力公司二次腾飞	20
五、上调至“强烈推荐”评级，目标价 30.0 元	21
5.1 关键假设	21
5.2 盈利预测：未来净利增速将逐年提升	21
5.3 相对估值：估值显著低于行业平均水平，未来估值水平提升空间巨大	22
5.4 重申“强烈推荐”评级，目标价 30.0 元	23
5.5 股价驱动因素	23
六、风险提示	23

图表目录

图表 1: 公司经营的产品与服务	4
图表 2: 2008-2012 年全球主要 ATM 品牌在中国市场的销售量、市场占有率及排名情况	4
图表 3: 2012 年公司营业收入构成	5
图表 4: 2013 年上半年公司营业收入构成	5
图表 5: 公司营业收入和归属母公司净利润状况 (单位: 亿元)	5
图表 6: 公司毛利率水平	6
图表 7: 2002-2012 年中国 ATM 机保有量及年增长率	6
图表 8: 中国每百万人 ATM 拥有量显著低于发达国家水平	7
图表 9: 2002-2012 年中国每台 ATM 对应银行卡数量 (张)	7
图表 10: 2003 年-2012 年中国 ATM 机增量在 07、08 年出现一个明显跃升	8
图表 11: 中国 ATM 机采购中存款机与存取款机占比	8
图表 12: 2012 年度各主要 ATM 供应商在中国市场的销售占有率	9
图表 13: 棱镜门以来政府政策鼓励国产化设备发展, 强调自主可控	9
图表 14: 可比公司研发支出比较 (单位: 万元)	10
图表 15: 可比公司研发投入占营业收入比例	10
图表 16: “中国芯”使得公司 ATM 成本下降	11
图表 17: 2007 年-2013.6 公司 ATM 毛利率	11
图表 18: 13 年 12 月存取款一体机机芯关税上调逾 10 倍, 显著利好拥有“中国芯”的广电运通	12
图表 19: 2013 年 6 月公司海外市场营业收入已明显改善 (单位: 万元)	12
图表 20: 全球 2012 年各区域 ATM 安装份额	13
图表 21: 广电运通的竞争优势	14
图表 22: 公司自助渠道运营管理服务外包整体解决方案	15
图表 23: 2006-2012 年公司设备维护及服务营业收入及增长率	15
图表 24: 清分机市场规模	16
图表 25: 政策驱动国内清分机市场发展	17
图表 26: 银行员工平均薪酬 (单位: 万元)	18
图表 27: 多功能的 VTM 机	18
图表 28: VTM 机运营状况	19
图表 29: VTM 使得社区银行概念变为可能	19
图表 30: 广东国资着力打造国企不同层次的功能平台	20
图表 31: 广电运通盈利预测 (亿元)	22
图表 32: 可比公司 PE 比较	22

一、国内ATM行业的绝对龙头企业

1.1 广电运通是中国规模最大的ATM产品及系统解决方案提供商

广电运通是一家专业从事银行自动柜员机（ATM）等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务的高新技术企业。公司历史上的主要产品为银行自动柜员机（ATM）及相关系统软件和地铁、轻轨、铁道等轨道交通票卡处理设备（AFC）及相关系统软件两大类，同时公司下属全资子公司深圳银通还提供货币自动处理设备维护和ATM营运两类服务。

图表1：公司经营的产品与服务



资料来源：公司官网，平安证券研究所

在中国，广电运通是规模最大的ATM（银行自动柜员机）产品及系统解决方案供应商，ATM产品及解决方案已经广泛应用于中国各大主流金融机构，连续五年中国ATM市场占有率第一。在全球ATM市场的激烈竞争中，广电运通稳健快速成长，国际竞争力一路飙升。2007年跻身世界前8强，2009年市场占有率已居世界前6强。目前，公司已发展成为我国ATM行业经营规模最大、技术实力最强的龙头企业，并成功跻身全球ATM供应商前列。

图表2：全球主要ATM品牌在中国市场的市场占有率显示广电运通已连续五年获得市场第一

厂商	2008年			2009年			2010年			2011年			2012年		
	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次
广电运通（中国）	11800	21.50%	1	12000	22.20%	1	13200	22%	1	17500	23.30%	1	20170	20.01%	1
日立（日本）	8300	15.10%	3	8500	15.70%	3	10000	16.70%	2	14000	18.70%	2	19100	18.95%	2
怡化	5700	10.00%	6	6900	13%	5	7600	12.70%	4	8200	10.90%	4	14200	14.09%	3
迪堡（美国）	6800	12.40%	5	7000	13.00%	4	7200	12%	5	6000	8%	5	10820	10.73%	4
NCR（美国）	10500	19.10%	2	9500	17.60%	2	8800	14.70%	3	12000	16%	3	8800	8.73%	5
德利多富（德国）	6880	12.50%	4	6000	11.10%	6	3500	5.80%	6	3500	4.70%	8	4420	4.39%	8

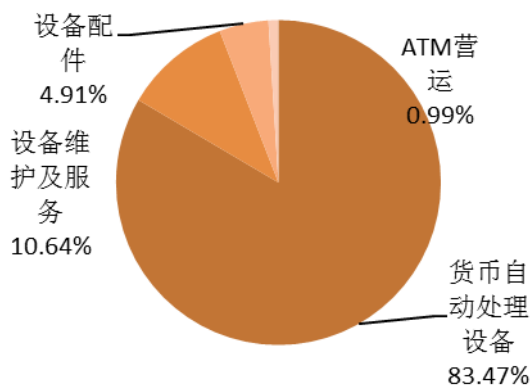
资料来源：根据《金融时报》历年中国ATM市场报告、平安证券研究所

1.2 认准主业，开拓创新，三大新产品市场反应良好

广电运通作为国内ATM市场领军品牌，从来不乏创新精神。公司一直坚持“**高端制造，高端服务**”的战略定位，公司传统的高端制造业每年都在稳步发展，公司在认准主业的基础上顺应信息化时代发展趋势，在金融高端服务领域不断拓展和布局。目前，公司货币自动处理设备制造业传统产品ATM保持着稳定的增长；AFC继续保持整机设备在国内轨道交通市场上的优势地位。

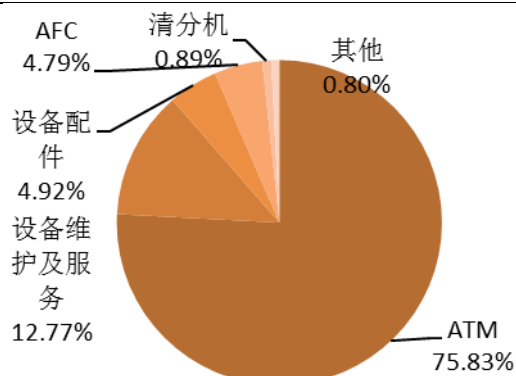
同时公司三大新产品持续推进，有效保障了公司未来的长期成长空间。公司服务板块的设备维护及金融服务外包业务增长态势强劲；新产品清分机13年已实现了批量销售，市场反应良好；全新的VTM设备目前已经分布于国内30多个省、自治区和直辖市，也已进入海外市场。

图表3：公司目前营收仍以货币自动处理设备为主



资料来源：同花顺Find，平安证券研究所，2012

图表4：具体产品显示ATM仍是公司最主要收入来源

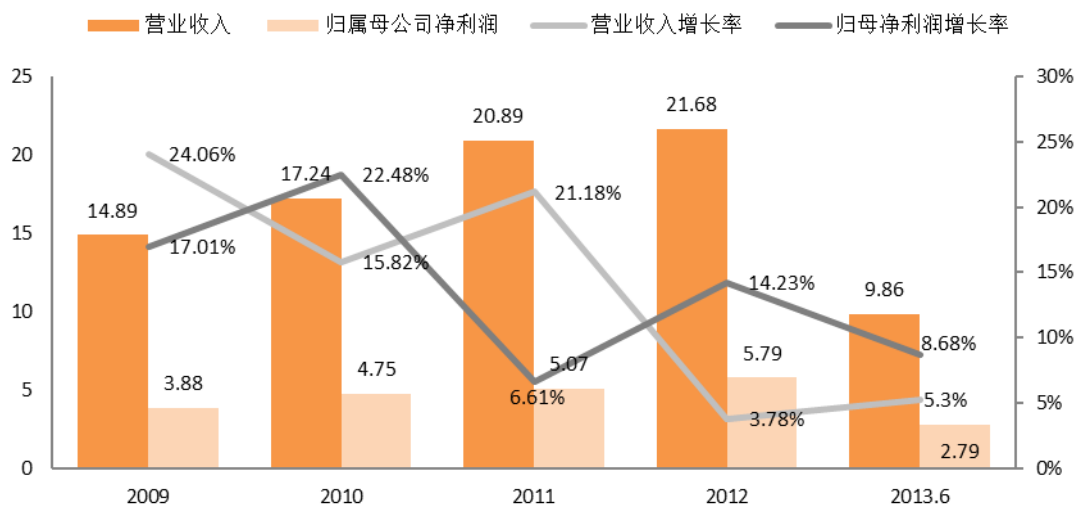


资料来源：同花顺Find，平安证券研究所，2013.6

1.3 公司营业收入不断增长，毛利率水平稳中有升

公司营业收入持续保持增长，增速略有回升。2013年上半年，公司实现营业收入9.86亿元，与去年同期相比增长5.3%，增速略有上升，主要是设备配件和服务收入的增长所致。同期，公司取得归属母公司净利润2.79亿元，与去年同期相比增长8.68%。

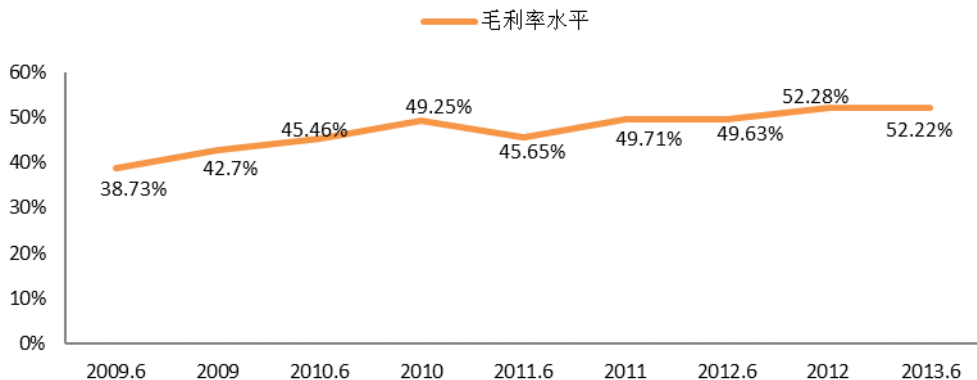
图表5：公司营收已出现反弹征兆（亿元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司近年营业成本控制较好，毛利率水平稳中有升。2013年上半年，公司毛利率为52.22%，与2012年年底大致持平。总体来看，公司近年毛利率水平不断提升，从2009年上半年的38.73%增长到2013年上半年的52.22%。稳定提升的毛利率水平确保公司盈利水平不断提升。

图表6：公司毛利率水平持续保持稳定提升



资料来源：公司年报、平安证券研究所

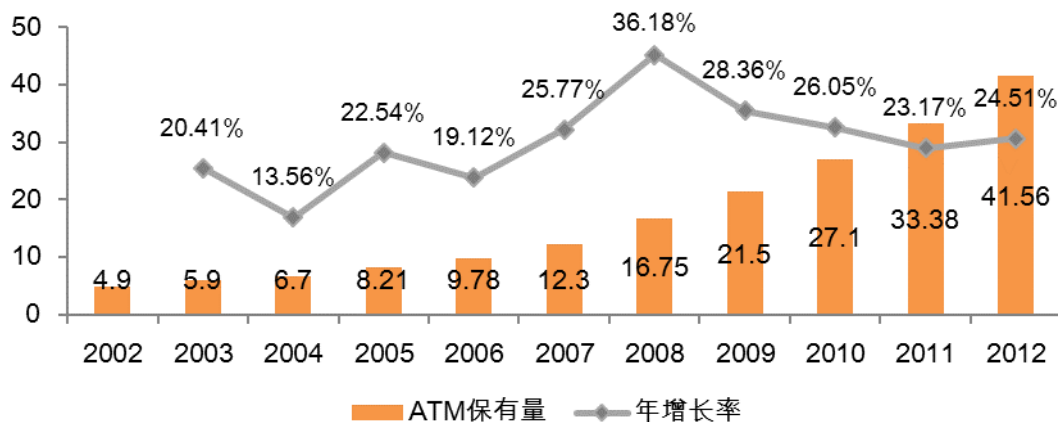
二、ATM：已拔国内头筹，未来市场空间离天花板尚远

2.1 中国ATM市场仍有很大空间，结构变化将导致金额增速快于出货量增速

中国ATM市场发展强劲，目前高速增长趋势依旧。自1985年第一台ATM在中国布放以来，ATM安装总量每年以两位数，甚至三位数的增长率在增加。对快速、方便的现金存款和取款的强烈需求，激发着中国银行卡发行的增加和ATM的迅速扩张，ATM24小时的客户服务、良好的现金循环功能，令其成为商业银行的得力助手。

截至2010年底，中国联网ATM机保有量已经达到27.10万台，取代日本成为全球第二大ATM市场，排在美国之后。根据中国人民银行发布的《2012年支付体系运行总体情况》，截至2012年末，中国国内有ATM机41.56万台，较上年增长8.18万台，增长率达到了24.51%，成为全球ATM机装机增速最快的国家。截止到2013年第三季度底，中国ATM保有量规模已经达到了48.4万台，目前来看，国内ATM保有量高速增长趋势依旧。

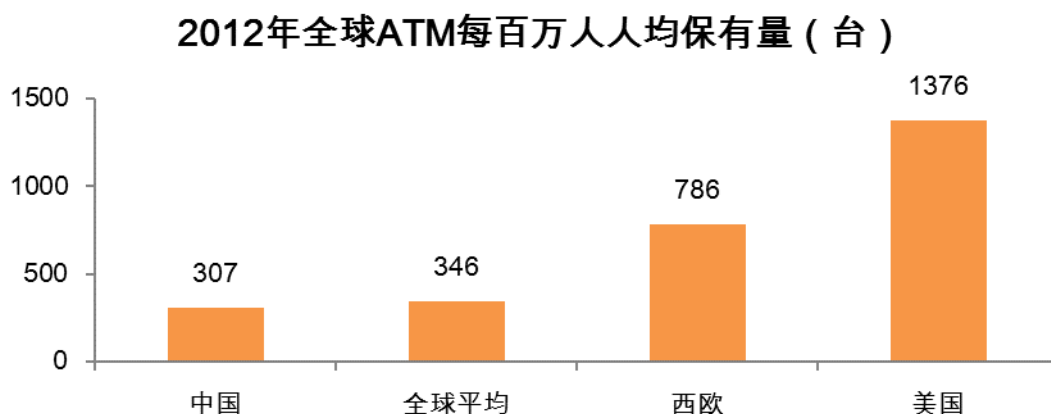
图表7：2002-2012年中国ATM机保有量及年增长率显示中国市场仍然增长强劲



资料来源：中国人民银行、平安证券研究所

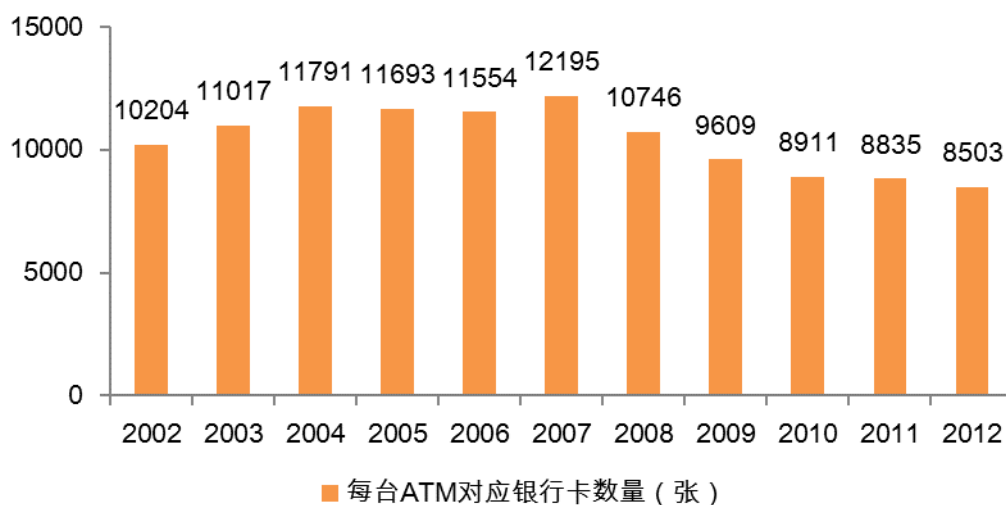
中国ATM市场空间仍然很大，保有量离天花板尚远。尽管近几年来我国ATM市场持续高速增长，每百万人均ATM平均数量从2002年的38台增长到2012年的307台，增长了8倍。但是较之于世界平均水平，中国与全球平均每百万人均拥有346台ATM的覆盖率相比仍然有较大差距，更远低于发达国家每百万人1376台的拥有量。另外，每台ATM对应的银行卡数量在2012年底为8503张，仍远高于每台ATM支持4000张银行卡的国际标准配置水平，很显然中国ATM发展要显著落后于国内银行卡的发展。

图表8：中国每百万人ATM拥有量显著低于发达国家水平



资料来源：中国人民银行，金融时报

图表9：中国每台ATM对应银行卡数量虽有所改善，但仍显著高于国际水平（张）

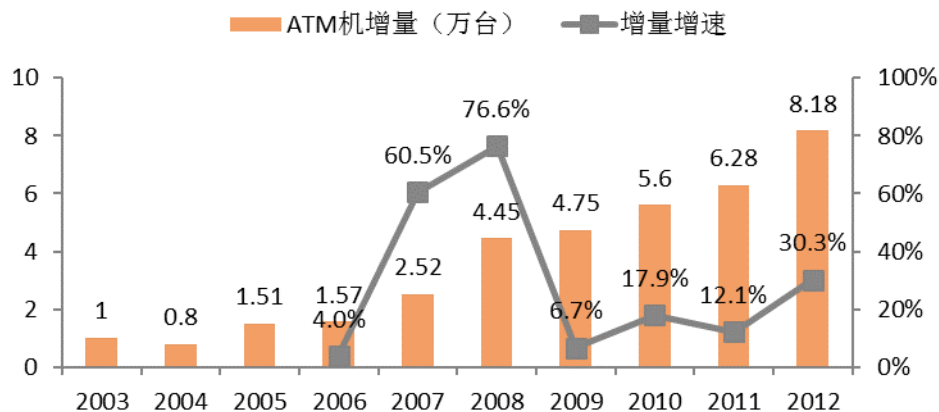


资料来源：中国人民银行

中国ATM机大规模出货主要在2007年之后开始。分析历史数据我们可以看到，在2007年以前，中国ATM机的增量规模并不大。而到2007年、2008年，中国ATM机开始有了成规模的铺设。而如今ATM机每年增量大致为8-10万台/年。根据中国人民银行发布的《2013年第三季度支付体系运行总体情况》的报告显示，在2013年第三季度中国ATM机的保有量达到了48.4万台。根据我们之前的分析，未来增量的空间依旧巨大。

受限ATM生命周期限制，中国ATM大规模换机潮即将涌现。通常情况下，ATM的生命周期一般为5-8年，而银行的折旧时间一般为5年，ATM换机时并不是一个更新部分零部件的过程，而是整个机器的更新。前期在2007年及以后铺设的机器将在最近几年迎来更新机器的需求，这样的替换需求将在未来年间逐渐释放出来。而根据增加量的速度可以推测最近几年ATM机换机的需求会逐渐加快。

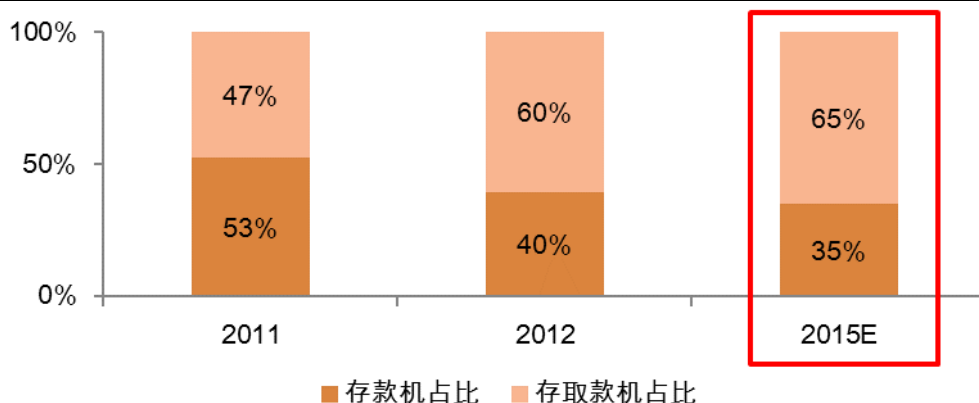
图表10: 2003年-2012年中国ATM机增量在07、08年出现一个明显跃升



资料来源: 中国人民银行, 平安证券研究所

由于结构的原因，未来ATM销售额的增速会要明显快于出货量。由于ATM机是个行业准入门槛较高的行业，行业认可度尤其重要，而现阶段国内外厂商的竞争格局已基本成型，ATM价格已经趋于稳定，未来大规模下降的可能性已经不大。ATM出货量主要由取款机(6-7万/台)和存取款机(14-15万/台)组成，根据2012年各大银行的ATM采购数据，全年各大银行共采购存取款一体机约6.08万台，占总设备采购量约60.38%，相比2011年的47.31%有非常明显的上升，已突破50%的临界线。虽然目前行业的出货量比例大概是4:6，现在大行已经做到了1:9，未来行业存取款机比重肯定会向大行靠拢，由于存取款机单机售价显著高于取款机，未来由于ATM出货量结构的变化，ATM销售额增速将会比出货量更快。据RBR预测，到2015年，中国存取款一体机销售量将占到所有ATM中的65%，约有4.5万台的市场需求量。存取款一体机将成为未来ATM市场的主流，也将成为各大ATM供应商占据市场竞争优势的关键因素。未来中国存取款一体机销售比重将会持续提升，到2015年，中国存取款一体机销售量将占到所有ATM中的65%，其趋势判断与我们基本一致，但是我们认为RBR的估计还是略显保守，未来国内存取款机占比提升速度有望显著超越RBR的预测值。

图表11: 中国ATM机采购中存取款机占比持续提升

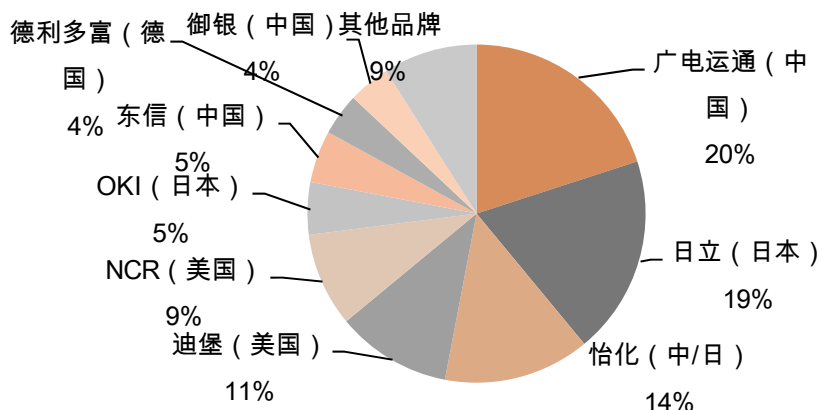


资料来源: 金融时报, RBR

2.2 受棱镜门事件影响，未来国内ATM进口替代将会显著加速

目前国内ATM机市场仍是外企占据绝对主导地位。ATM机市场是一个市场认同感强，准入门槛高，具有高度垄断竞争格局的行业，在国内ATM机市场上，占比排名前五的厂商占据了70%的市场份额。在此种垄断竞争格局中，国外厂商在市场中仍然占据主导地位。2012年度广电运通、日立、怡化、迪堡、NCR占据中国ATM市场的前五名，其中仅有广电运通为国内厂商，占据20.01%的市场份额，而其余四家外国厂商就占据了国内ATM机市场份额的52.5%，如果再考虑后续的OKI、德利多富等其他外企，外企占国内ATM市场份额甚至要超过60%。目前国内各类银行机构约为500家左右，而在银行业的众多供给领域，ATM机、CRS机（即存取款一体机）、清分机等产品国产占比还是非常小的。

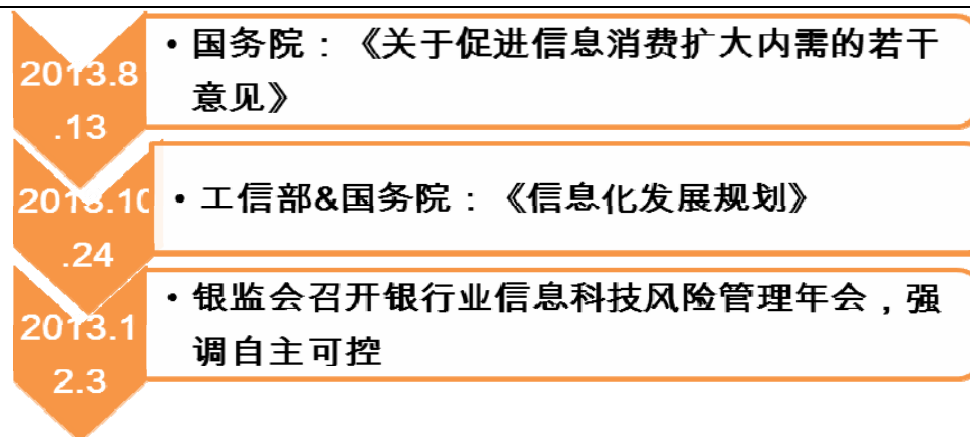
图表12:中国ATM市场仍以外企为主，本土厂商联合占比仅30%强



资料来源：《述评》，《金融时报》，2012

棱镜门事件持续发酵，银监会全面强调自主可控。自棱镜门事件发生以来，去IOE化便一直高烧不退，政府将信息消费提升到国家经济层面，强调自主可控，鼓励国产设备替代进口设备。从2013年8月13日，国务院发布《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》，意见提出鼓励信息消费来扩大内需，强调提高信息网络安全保障能力，建立促进信息消费持续稳定增长的长效机制。接着，工信部和国务院相关部门出台了《信息化发展规划》，强调加快推进我国信息化事业发展，促进工业领域信息化深度应用、加快推进服务业信息化、协力推进农业农村信息化等主要任务。而随着13年12月银监会的银行业信息科技风险管理年会的召开，银行业的自主可控主题也被提上议程。

图表13: 棱镜门以来政府政策鼓励国产化设备发展，强调自主可控



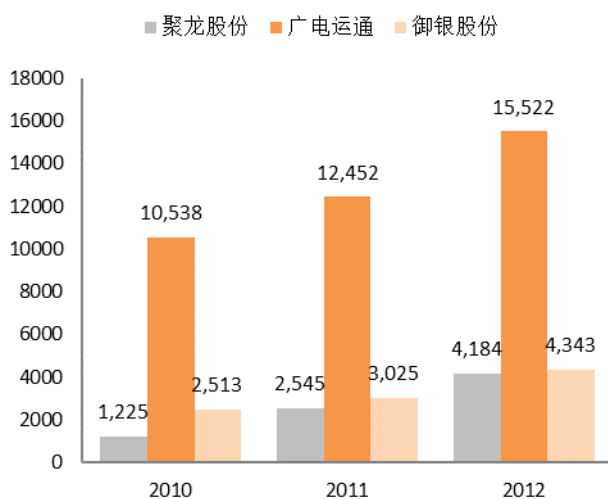
资料来源：新华网、平安证券研究所

进口替代将释放3倍份额空间，国产ATM厂商迎来板块性全面增长机会。截至12年，国产厂商ATM市场份额仅30%出头，未来如果能够全面国有化或者实现80%-90%的国有化替代，相较目前市场份额将有约3倍的增长空间，很显然将大量释放对国内ATM机、CRS机的需求，国内厂商将显著从中获益。目前，在高端金融机具市场上，国外厂商仍占据大较大的市场份额，由于高端金融机具技术壁垒高，产品毛利率水平较高，整个市场规模较为可观。如果金融机具市场国有化率得以提升，国产厂商将受益良多。

2.3 受益于“中国芯”，公司毛利率有望持续不断上升

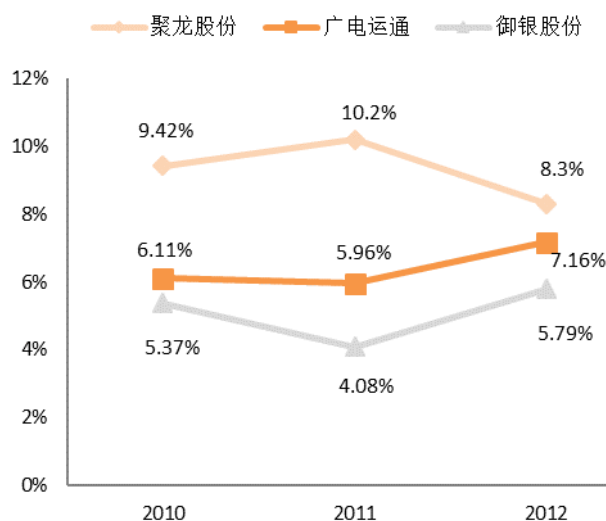
公司在国产循环机机芯生产上具备排他性竞争优势。2005年，公司完全自主知识产权的钞票识别模块（即俗称的ATM机芯）就顺利通过了由信息产业部、公安部、人民银行等组成的权威专家技术鉴定，最早宣告ATM“中国芯”的诞生。今年9月份，在工信部组织的关于中国高速钞票识别与处理技术成果的鉴定会上，广电运通的高速钞票识别与处理技术也顺利通过鉴定。同时在此核心技术基础上自主研发的、拥有数十项发明专利的循环机芯和多功能存取款一体机，被认定达到世界领先水平，成为业内获得此权威科学技术成果鉴定的唯一企业，结束了中国长达20年受制于国外品牌的垄断格局。公司一直不遗余力地重视技术研发，把研发放在战略高度，坚持研发高投入，以市场为导向，不断创新可信技术，升级产品结构，全面提升公司的综合竞争力。

图表14：可比公司研发支出比较（单位：万元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表15：可比公司研发投入占营业收入比例



资料来源：公司年报、平安证券研究所

ATM机芯是ATM机最为重要的核心部件。根据行业估计，ATM机芯成本占到ATM整机成本的比重达到近70%，而国内厂商苦于核心技术受限，一直采用进口机芯，使其在竞争中占据劣势。而广电运通自主研发的“中国芯”的推出，初期能达到30%甚至更高的成本节约，使得公司在日益严峻的市场竞争中毛利率不降反而持续上升。

图表16: “中国芯”使得公司ATM成本下降

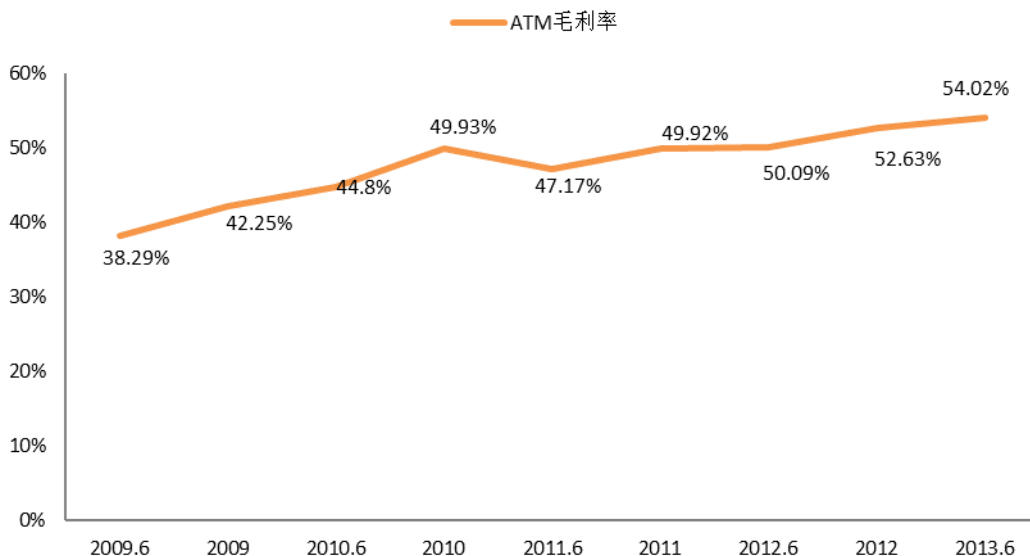


资料来源：上市公司调研数据

受益于自主研发的ATM机芯应用率不断上升的影响，公司09年之后ATM毛利率就呈现一个上升的趋势。并且一直保持着较快的提升。2009年6月份ATM机毛利率为38.29%，到2013年6月份毛利率上升至54.02%，上升了近16个百分点。

从公司自主机芯推出以来，公司自主机芯应用比例即不断提高，我们预计公司应用比例2013年有望达到50%以上，公司“ATM中国芯”正在越来越多地受到市场的认可。只要公司自主机芯的应用比例能继续提升，公司毛利率必定还会稳步提升。在如今信息安全主题高温不退的情况下，公司自主机芯应用的比例依然是一个上升的趋势，公司毛利率有望不断上升。

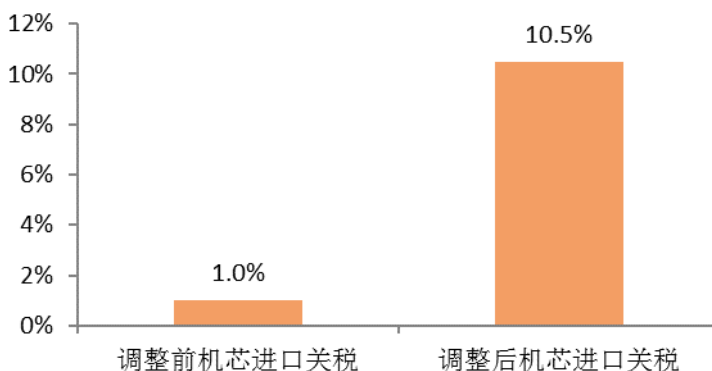
图表17: 2009.6-2013.6公司ATM毛利率改善非常明显，提升近16个百分点



资料来源：公司年报，半年报数据、平安证券研究所

存取款一体机机芯关税上调，显著利好拥有“中国芯”的广电运通。近期国家上调了存取款一体机机芯的进口关税，这显著利好广电运通。据北京海关商品归类办公室12月20日发布的通报，由于此前分类错误，现将存取款一体机的机芯进口关税从1%升至10.5%，相应公司应补交税差。对依靠进口机芯的小型厂商来说，由于机芯占其成本的50%~70%，进口关税的提高会明显加剧其成本压力，削弱其市场竞争力。从长远来看，关税提高会令行业集中度提高，也有利于机芯国产化的推进。而广电运通具备自主机芯的研发生产能力，产品已经受市场考验，未来必将受益于这一政策，市场份额继续提升将是大概率事件。

图表18: 13年12月存取款一体机机芯关税上调逾10倍，显著利好拥有“中国芯”的广电运通

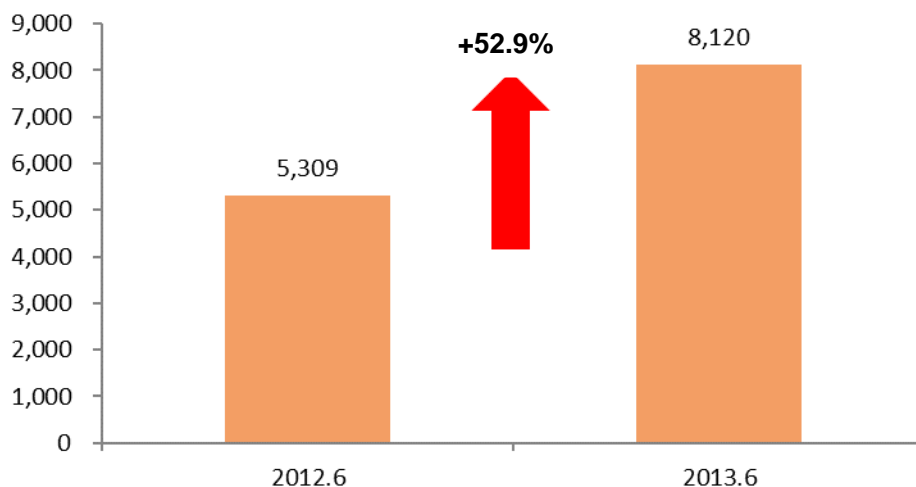


资料来源：北京海关

2.4 海外市场有望成公司ATM业务未来重大看点

公司重视海外市场的开拓，海外市场营收状况已明显好转。2012年，受全球经济低迷的影响，公司海外市场业务业绩不太乐观，主要是受到欧债危机的影响，再加上伊朗国际结算的限制，当地大型商业银行资本开支有所缩减，现金处理设备的采购需求也有所下降，公司国外重点市场土耳其、伊朗等地的销售额大幅下滑。2013年，在ATM海外市场上公司通过系统布局，认真落实“重点市场、重点投入、重点突破”的具体部署要求，集中优势资源，加大海外市场的开拓力度，上半年整体状况良好，较上年同期已有较大增长，其中，亚太、中东、非洲区同比增长显著，在伊朗、越南等国家也获批量订单。

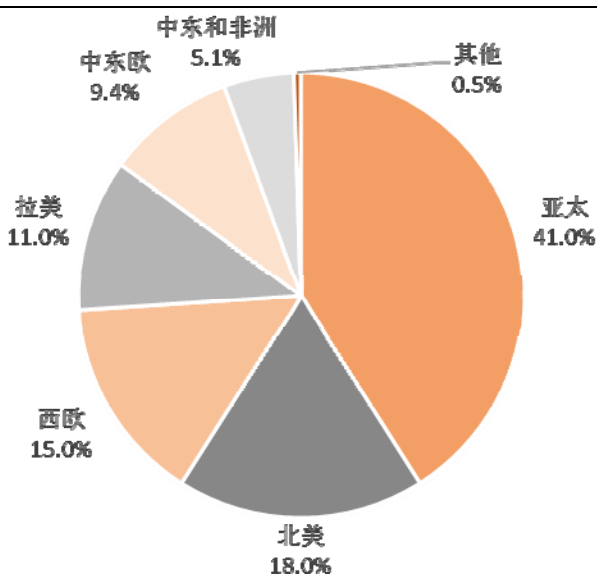
图表19: 2013年6月公司海外市场营业收入已明显改善（单位：万元）



资料来源：公司年报数据，平安证券研究所

全球ATM市场仍呈强劲增长，未来新兴市场潜力巨大。根据RBR最新研究报告《2013-2018全球ATM市场和预测》，全球ATM安装数量在2012年继续表现出强劲的增长，新增8%（近185,000台设备），达到260万台。增长最迅速的是亚太地区，安装数量增加13%，使总数达110万之巨。其他高速增长地区包括中东和非洲及中东欧。相比之下，北美的安装数量略有萎缩。其中亚太地区新增的安装数量中87%只来源于中国，印度和印尼。在2012全年，中国增加了76000台设备，同比增长22%。印度则增加了18499台ATM机，与2011年相比增加了21%。印尼在2012年新增了16771台设备。尽管经济增长迅速，这三个国家的ATM密度仍然很低。特别是中国和印度两国占了亚太地区39亿人口中约三分之二，但仍然有相当大的比例的人群在各自的银行体系之外。印度每百万人只有88台ATM机，其密度在世界上排倒数第六。亚太地区潜力仍然巨大。中东、非洲增加的安装数虽然没有亚太那么多，但仍然表现出强劲增长，在2012年分别增加12%和11%。到2018年，全球ATM装机量预计将增加一百一十多万，总数将达三百七十万台，与2012年底相比增加44%。亚太和中东及非洲预计将增长显著快于其他地区，分别为78%和76%。

图表20: 全球各区域ATM安装份额显示新兴市场已成为ATM主要市场



资料来源：RBR分析报告，2012

立足本土，开拓海外，公司未来海外业务有望获重大突破。广电运通作为中国ATM市场的领头羊，有着自主研发的核心技术，研发的“中国芯”打破了外国厂商垄断中国ATM机芯的格局。在中国国内有着强有力的市场认同感，具有领先的本土优势。而公司也是积极开拓海外市场，广电运通在国际市场上的成果大有可观：2010年8月，广电运通获得了伊朗1000台全功能自动柜员机的订单；9月，在紧张而激烈的角逐中，以一款拥有完全自主知识产权的存取款一体式循环ATM，击败了美国、日本和德国等老牌行业巨头，中标土耳其最大的银行Ziraat Bank（土耳其农行）约2亿元人民币的ATM订单，一举夺得欧美地区最大存取款一体机订单；2011年4月，广电运通的设备测试性能表现出色，最终Ziraat Bank循环机订单全部被广电运通拿下。

公司自2002年开始开拓海外市场，到2012年6月，广电运通已售出1.5万台ATM设备，广泛分布于欧洲、东南亚、中东等70多个海外国家和地区。在全球，广电运通近10多万台设备每天为1000多万人次提供便利的金融自助服务，其市场份额已跃居国内第一，全球市场占有率亦以6%而跻身前六。在公司的远景规划中希望未来ATM机海外收入和国内收入实现1比1的关系，虽然目前公司离此目标仍有较大差距，但我们相信未来在公司正确的海外市场战略引领下海外市场有望获得重大突破，假以时日，公司海外业务相对目前较低的营收贡献必将实现一个量的飞跃过程。

图表21: 广电运通的竞争优势



资料来源: 公司官网

三、三大新兴业务打开长期空间，未来业绩快速增长可期

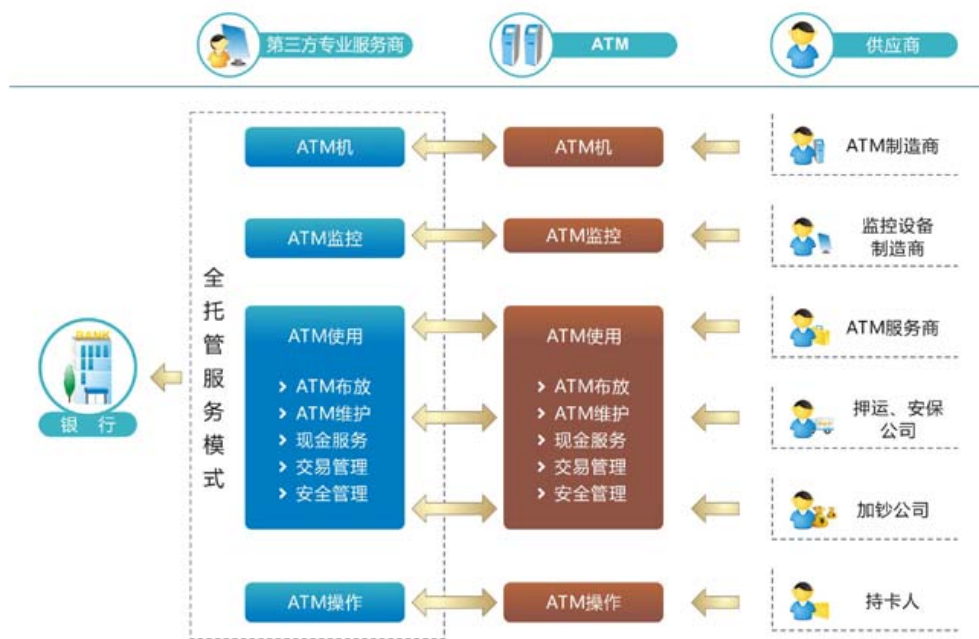
3.1 高端服务战略持续发力

公司有望在高端服务市场领域持续发力。截至2013年6月底，公司主营金融外包服务业务的子公司广州穗通累计服务设备约为2000台，根据公司半年报，广州穗通2013年上半年净利润为738.33万元，粗略估计，可得出每台设备上半年贡献利润大约3600元，全年计算大约7200元每台设备。凭借公司自身丰富的服务经验和完善的营销网络，未来公司有望在高端服务市场领域持续发力。

设备维护和外包市场的市场空间较为广阔。根据中国人民银行发布的《2013年第三季度支付体系运行总体情况》，截止到2013年第三季度，全国联网ATM机达到48.4万台，根据每台设备全年7200元的维护利润计算，粗略估计外包服务市场仅利润规模每年就有近35亿元，且该市场的利润空间随着ATM市场规模的扩大而逐渐上行。考虑到未来新进入市场的其他金融机具也需要设备维护服务，如VTM等，未来整个设备维护和外包市场的成长空间相当可观。

开展高端服务是公司未来发展战略之一。在高端服务领域，公司提供服务主要包括设备维护及外包业务，由全资子公司深圳银通及控股子公司广州穗通、深圳银通下属子公司开展。具体而言，设备维护服务是受银行委托对自动柜员机进行日常维护及管理，实际上是售后服务的延伸。外包业务涵盖从网点选址到设备报废整个生命周期，包括ATM调度指挥、清机加钞、现金清分、网点建设等多项服务。

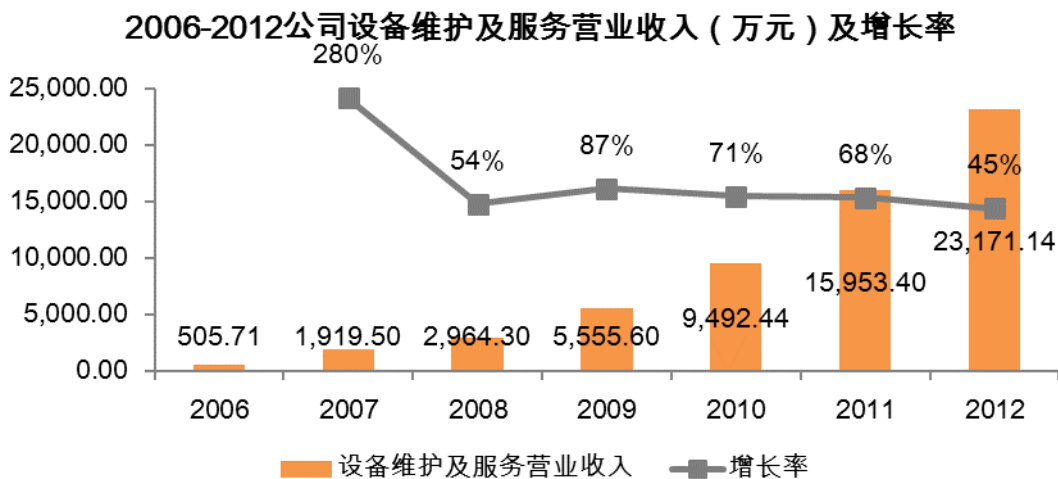
图表22: 公司自助渠道运营管理服务外包整体解决方案



资料来源: 公司官网

长期来看,服务的价值要高于设备销售的价值。一方面,设备销售是一次性的销售收入,而设备维护及服务是一个长期且不间断的过程,设备维护及服务能够为公司带来未来持续的现金流。另一方面,公司设备维护及服务收入成长性非常强劲,公司设备维护及服务营业收入近几年一直高速增长,近两年年增长率都在50%左右,2013年上半年,公司设备维护及服务营业收入12,593.11万元,较上年同期增长52.07%,我们认为市场对公司服务领域成长价值存在较为明显的忽视。

图表23: 2006-2012公司设备维护及服务营收增速持续快于50%



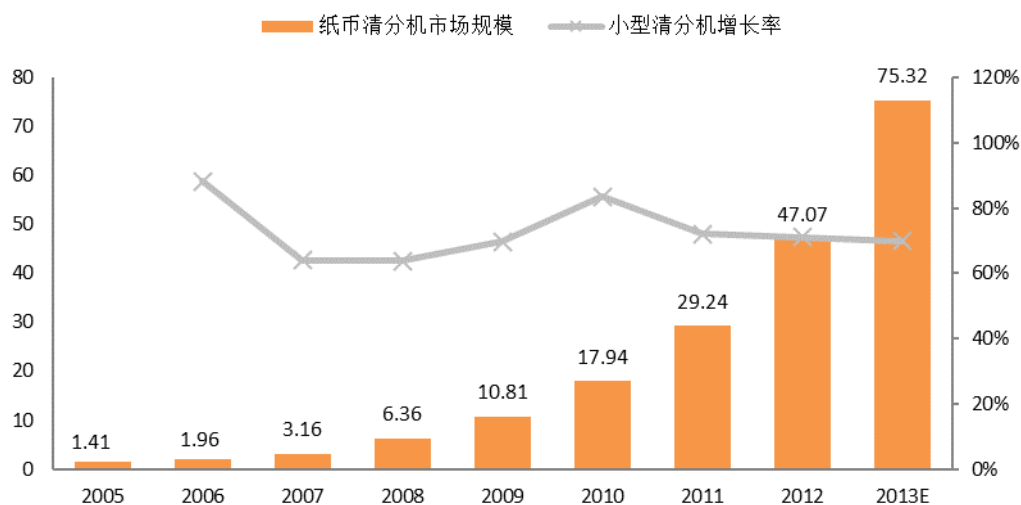
资料来源: 公司年报

3.2 高速成长的清分机市场未来有望获更大突破

我国清分机市场规模呈现快速增长态势，并极具增长潜力。银行需求的强劲拉动、央行政策的刺激、纸币清分机技术的成熟以及合理的价格是国内清分机市场目前快速增长的主要原因。从2007年开始，国内清分机市场规模年增长率均超过60%，预计2013年其市场规模可达到75.32亿元。

国内清分机市场空间巨大，远未触及天花板。纸币清分机分成三类：大型纸币清分机、中型纸币清分机以及小型纸币清分机。我国银行根据现金流量的大小对纸币清分机的需求不同，银行总行以大、中型纸币清分机为主，分行以中、小型纸币清分机为主，支行和基层营业网点则以小型纸币清分机为主。根据人民币的流通过程以及央行全额清分的政策，预计未来人民币的流通将构筑双层过滤，由“商行+人行”完成。第一层过滤由各商行的“网点柜台”和“现金中心”配合完成；第二层过滤由人民银行遍布全国的“钞票处理中心负责完成。”我们根据此假设对清分机的市场空间进行重估，中性情况下，中小型清分机市场空间超过230亿，可以说国内清分机市场远未触及天花板。

图表24: 清分机市场规模



资料来源：《中国金融机具行业应用发展及市场竞争研究专项报告》

公司清分机业务已成功起步，并在2013年崭露头角。公司于2012年12月成立了全资子公司中智融通，开展清分机业务。2013年上半年，广电运通清分机发货近300台，实现营业收入881.55万元，公司清分机产品已经成功进入广发银行总行以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也已经形成了批量销售。清分机市场是一个主要受政策驱动的市场，2011年国家出台新的识别标准，规定必须要带图像识别，致使当时现有清分机需要全部更换，许多大行也在12年启动了新一轮的清分机选型。由于公司主营清分机业务的全资子公司中智融通成立于12年12月，导致公司错过了很多大行的选型机会。按行业通常标准，两年或三年一选型来看，预计明后年就会有大行参与选型，公司明后年清分机市场有望获大行订单。

2012年下半年，人民银行提出了“假币零容忍”的总体目标，规定人民银行对银行业金融机构缴存的现金中夹带假币不予容忍，对银行业金融机构向公众误付假币不予容忍。2013年人民银行提出了“纸币全额清分”时间表，要求在2022年前，在全国范围内辐射到县区的银行网点和自助设备，对全面额纸币均需实现全额清分。我们预计受上述政策的影响，国内清分机市场有望持续高速增长。

公司清分机业务14年有望获得进一步的跃升。公司是掌握ATM核心技术的领先厂商，而清分机市场相对而言较为低端。公司在ATM市场的核心技术应用至清分机领域相对轻松，而清分机机芯和出钞机芯、循环机芯之间上的技术基本通用，公司采用自主研发的机芯，能使得成本有效控制，在清分机市场上也能保持核心技术优势。公司12年底推出清分机，13年在没有任何大行突破的情况下

即有望获得数千万收入，14年公司优势客户交行、中行都有望进行清分机招标选型，我们预计公司清分机今明两年会有非常明显的跃升，未来清分机市场有望成为公司最主要的利润增长点之一。

图表25: 政策驱动国内清分机市场发展



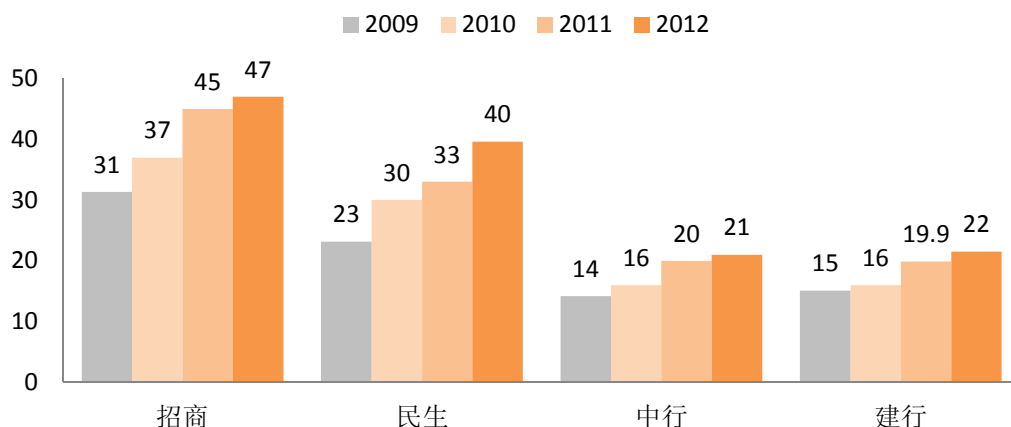
资料来源: 媒体公司数据搜集

3.3 数千亿的市场容量，VTM未来想象空间巨大

VTM远程银行，是一种全新的金融服务模式。VTM即Video Teller Machine，虚拟柜员机，又称远程柜员机、视频柜员机等。VTM集成了高清视频板块、多点触控屏幕、高清扫描器、单据打印/盖章/智能回收模块、现金循环模块等，通过实时视频交互方式为终端用户提供更多的金融服务。VTM设备可以帮助用户实现对公对私、国际国内、本外币、金融理财等全方位金融服务，个人可以自助完成95%以上的金融业务；此外，像身份信息采集、资料扫描、票据收纳、回单打印盖章等等，都可以通过VTM自动化引导流程帮助用户完成。

银行传统网点渠道建设成本高昂，如何削减成本已成银行迫切需求。银行网点不仅建设成本高，而且报备、审批等流程也比较繁琐，银行每新建一个传统网点前后历经的周期相对较长。另外，由于近年国内房价迅速蹿升，新建立的银行网点租金也持续攀高。除了昂贵的租金以外，日益增长的人力成本也使得新网点建设和运维成本不断飙升。从2009年至2012年，银行员工的平均薪酬不断提升，与其他行业相比，银行人力成本攀升尤为明显，未来如何消减人力成本开支对银行来说较为迫切。

图表26: 银行员工平均薪酬今年上涨极其明显(单位: 万元)



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

VTM能够革命性的创新银行柜台服务。VTM在功能上可以提供面对面的柜台服务体验, 延伸银行网点的覆盖空间, 延长银行网点的服务时间, 可以替代95%以上的柜台业务, 对银行来说这些特点大大降低了银行网点部署成本、减轻柜台压力, VTM通过集成网点柜台、自助渠道、电子渠道的优势, 形成了一种创新的金融服务模式。这种模式不仅可以发挥银行柜台的特点为客户提供全面的业务办理平台, 并能够全天候地办理业务, 更能扩展到不同环境和区域。最大程度地提高银行服务效率, 降低服务成本。

图表27: 多功能的VTM机



资料来源: 平安证券研究所

VTM在技术上已具备大规模推广的基础。根据某厂商在中国银行投放的VTM运营状况来看, VTM机办理业务成功率较高, 维持在98%以上, 对柜台的替代效应明显。目前VTM机的业务主要集中在远程开卡, 随着市场对VTM机认可度的提升, 未来业务范围将进一步扩大, 对柜台业务的分流和替代效应将会更加明显。

图表28: VTM机运营状况良好, 成功率接近100%

VTM 终端编号	交易总数	成功率	远程开卡	电话银行签约	短信定制	借记卡激活	业务咨询
3	3983	99%	96%	0.10%	0.20%	0.10%	3.60%
6	2924	98.80%	81%	2%	5%	10%	2%
12	1225	98.50%	85%	0.90%	6%	8%	0.10%
18	2820	98%	85%	1.10%	4.50%	8.70%	0.70%
20	1918	99.10%	95%	1.20%	0	3%	0.80%
23	1273	97.60%	87.50%	1.60%	0.50%	9.90%	0.50%
24	1430	98%	87%	2.60%	0	9.60%	0.80%
26	1017	99.40%	36%	1.80%	1.50%	54%	6.70%
27	1596	98.90%	86%	0.30%	0.10%	12.90%	0.70%

资料来源: 互联网公开资料、平安证券研究所

VTM将助力银行互联网金融业务的蓬勃发展。随着互联网金融大潮的深入, 银行布放更多网点、降低成本成为其与线上互联网企业竞争的重要手段。传统金融机构纷纷布局社区银行、金融网点, 而传统的人工网点因其地租、人力成本高昂而让大部分金融机构望而却步, 成本劣势明显。而VTM以其较之传统银行网点大规模成本下降的优势, 辅之全方位的功能使得社区银行的概念变为现实。柜员将由白天直面客户转变为24小时一对一的全天候视频服务人工智能网点。一个智能化、自动化、高效率、低成本、客户满意度提升, 与互联网金融强强互补的崭新的银行体系即将到来。

图表29: VTM使得社区银行概念变为可能



资料来源: 公司网站

粗略估计, VTM市场空间超过3000亿元, 前景广阔。中国目前应该有大约20万个银行网点, 一个

网点平均4个柜台，如果未来低成本的解决方案VTM对物理柜台实现全替代，也就是说VTM未来潜在需求有80万台，考虑到一台VTM大约40万，这是一个3200亿的超大市场，如果再结合民营银行放开和社区银行数量的增加，未来市场对于VTM的潜在需求量将远远不止80万台，VTM未来市场前景极其乐观。

公司已占据VTM市场先机，未来有望分到最大一块蛋糕。目前VTM在国内尚处于初步试用阶段，而广电运通作为国内第一家推出VTM、同时也是VTM推广应用情况最良好的厂商，依靠强大的研发及集成能力，还有丰富的项目运作经验，迅速获得各大银行的青睐。自2012年7月交通银行、广发银行在国内率先推出视频银行服务以来，广电运通作为项目参与方积极投身项目建设，积累了丰富的渠道拓展经验。目前，广电运通的VTM设备已分布于国内30多个省、自治区及直辖市，广电运通凭借过硬技术，产品已走出国门，并远销海外多个国家，获得海外市场的认可。2013年年底，广电运通获得德国商业银行的订单，为其提供VTM产品，助力德国商业银行网点升级换代。在VTM市场，广电运通是占据先机的新进入者，未来作为VTM行业的领路人，公司有望分到最大一块蛋糕。

四、国企改革助力公司二次腾飞

广东国资委将推动国企进行中长期激励试点,公司有望受益于激励机制改善。广东国资委将着眼激发企业经营管理活动、完善中长期激励机制，在国有企业进行中长期激励试点、推动科技型企业分红权、增量资产奖励、期股试点等试点工作。广东省国资委副主任表示，明年将整合已有的政策资源，出台激发企业活力、促进机制创新、推动股权多元化的操作层面的制度框架，指导每家省属企业选择2—3家二三级企业试点，培育一批有核心竞争力、有发展前景、有资本价值、代表广东水平的优势企业。

广东国资将着力打造国有企业不同层次的功能平台。一是做大要素平台，以产权交易集团为载体，构建金融、产权交易、药品交易等要素整合平台。二是打造省级资本运营和融资平台，整合省属保险、期货、银行股权、产权交易等资产，着力培育省国资金融资产板块。三是根据省属大型企业规模实力的现状，研究整合设计、规划、融资、建设、服务、管理等资源，创新城镇、园区建设解决方案综合服务商业态，助推城镇化发展，打造城市建设综合服务平台。

图表30: 广东国资着力打造国企不同层次的功能平台



资料来源：广东省人民政府国有资产监督管理委员会，平安证券研究所

公司发展活力有望获得显著激发。过去市场认为公司作为国企对员工激励不足，企业发展活力不够。但随着国企改革的深入，公司作为竞争性国企，绩效考核和企业激励约束机制改革力度可能较

大,企业活力有望得到进一步激发。国企股权多元化改革一方面将推动公司治理结构改善;另一方面将消除公司积极利用资本市场的障碍,助推企业发展。随着国企改革的推进,公司有望进入二次腾飞。

五、上调至“强烈推荐”评级,目标价30.0元

5.1 关键假设

综合前文所述,我们认为对于公司未来的预测重在把握传统ATM业务的增长,以及高端服务业务、清分机业务和VTM三大新兴业务未来的开拓节奏和市场空间。我们的主要假设如下:

- 1、由于ATM换机潮的到来、存取款一体机比重的增加、政策扶持下的进口替代和积极的海外市场开拓,公司传统ATM业务未来空间离天花板尚远,即使忽视其他增长因素影响,仅考虑进口替代未来ATM业务即有望释放3倍的份额空间。
- 2、看好公司高端服务业务、清分机业务和VTM三大新兴业务长期空间,未来将成公司业绩快速增长主要引擎:
 - a) 公司高端服务战略将持续发力,未来公司设备维护及服务收入仍将维持50%左右的高增速。
 - b) 清分机受下游银行招标节奏的影响,公司14年清分机业务有望出现一轮爆发式增长,后续将分享清分机行业自身的高成长增长。
 - c) 仅考虑存量市场,VTM即有望实现逾3000亿的市场增量,如果再加上民营银行、社区银行等增量市场和海外市场,未来VTM的市场空降将极其诱人,公司作为VTM行业的领路人,未来有望分到最大一块蛋糕。
- 3、毛利率方面,公司ATM产品市场价格已经相对稳定,由于公司自主机芯应用比重的持续提升,未来公司整体毛利率有望进一步攀高。
- 4、暂时不考虑公司潜在股权激励的影响,公司费用结构应该不会产生比较明显的变化,由于公司在13年开始投放清分机、VTM等全新产品,公司13、14年销售费用与管理费用压力相对较大,而后会开始进入一个相对较快下降通道。
- 5、公司目前享受的政府补贴和税收优惠政策仍会持续。

5.2 盈利预测:未来净利增速将逐年提升

受益于传统ATM产品进口替代带来的市场份额提升,以及公司高端服务业务、清分机业务和VTM三大新兴业务在13年开始打开的全新增长空间,我们判断公司营业收入从14年开始逐年提升将是一个大概率事件,考虑到13年12月存取款机芯关税上调对于公司的利好,我们适当上修公司营收增速,暂时估计13-15年公司收入增速将分别达到16.0%、23.9%和24.8%。

由于公司清分机、VTM等新产品主要从13年开始进行市场投放,因此我们预计公司13年费用率可能会达到一个峰值,未来由于费用率的下降和高毛利业务收入占比的提升,公司盈利能力也将逐年走高。根据以上假设和盈利分析,对公司盈利略作调整后,我们预计公司2013-2015年的EPS分别为0.93元、1.20元和1.56元,公司未来三年年化复合增速将提高到26.4%,公司将进入新一轮的业绩快速增长期。

图表31：广电运通盈利预测（亿元）

	2012A	2013E	2014E	2015E
收入				
货币自动处理设备	18.08	19.97	23.64	28.69
ATM	17.77	18.66	20.52	22.58
清分机	N/A	0.60	1.20	1.80
VTM	N/A	0.40	1.60	4.00
AFC	0.31	0.31	0.31	0.31
设备维护及服务	2.32	3.48	5.21	7.04
营运收入	0.22	0.22	0.22	0.22
设备配件	1.07	1.50	2.09	2.93
YoY				
货币自动处理设备	1.5%	10.4%	18.4%	21.4%
ATM	7.7%	5.0%	10.0%	10.0%
清分机		N/A	100.0%	50.0%
VTM		N/A	300.0%	150.0%
AFC	-76.4%	0.0%	0.0%	0.0%
设备维护及服务	45.2%	50.0%	50.0%	35.0%
营运收入	-9.3%	0.0%	0.0%	0.0%
设备配件	-13.7%	40.0%	40.0%	40.0%
总收入	21.68	25.16	31.16	38.88
YoY	3.8%	16.0%	23.9%	24.8%
净利润	5.79	6.92	8.97	11.68
利润率	26.7%	27.5%	28.8%	30.0%
EPS	0.77	0.93	1.20	1.56

资料来源：wind，平安证券研究所

5.3相对估值：估值显著低于行业平均水平，未来估值水平提升空间巨大

公司作为一家专注于货币自动处理设备行业的龙头企业，其相对估值应参照A股其他类似的金融设备厂商，如生产ATM的御银股份、东方通信；生产VTM的长城信息、证通电子；生产清分机的新北洋、聚龙股份等金融设备公司。

图表32：可比公司PE比较

公司名称	收盘价		EPS			PE			CAGR	PEG	市值	
	1-9	12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E	-3/2012	-2012	亿元
御银股份	6.39	0.16	0.22	0.27	0.34	39.2	29.0	24.1	19.1	27.1%	1.44	48.6
东方通信	5.85	0.15	0.17	0.25	0.39	38.2	35.5	23.4	15.1	36.3%	1.05	73.5
长城信息	19.62	0.18	0.30	0.41	0.68	109.6	65.4	47.9	28.9	56.0%	1.96	73.7
证通电子	11.90	0.16	0.27	0.44	0.59	73.6	44.1	27.4	20.2	53.9%	1.36	31.1
新北洋	11.47	0.34	0.43	0.56	0.73	33.5	26.7	20.5	15.8	28.4%	1.18	68.8
聚龙股份	38.00	0.47	0.73	1.07	1.48	80.7	52.1	35.7	25.7	46.5%	1.74	116.0
新大陆	16.09	0.16	0.44	0.59	0.80	102.3	36.6	27.3	20.1	72.0%	1.42	82.1

	收盘价		EPS				PE			CAGR	PEG	市值
三泰电子	19.03	0.15	0.23	0.31	0.42	124.2	84.6	62.4	45.9	39.4%	3.15	70.4
信雅达	16.24	0.35	0.50	0.67	0.85	46.9	32.8	24.4	19.1	34.9%	1.34	32.9
平均值		0.24	0.36	0.51	0.70	72.0	45.2	32.5	23.3	43.8%	1.63	
广电运通	18.88	0.77	0.93	1.20	1.56	24.4	20.3	15.7	12.1	26.4%	0.93	141.1

资料来源: wind, 平安证券研究所

根据Wind一致预期,公司不仅PE估值水平显著低于行业平均水平,公司PEG也是行业最低值,我们认为公司目前的估值折价主要源于市场对于公司ATM业务印象过于深刻,而对公司13年才开始贡献业绩的清分机和VTM等新业务业绩贡献节奏和未来市场空间严重认识不足。随着后续定期报告逐渐确认公司新业务的高成长性,市场有望重新认识公司的成长能力和成长空间。

公司目前对应2014年的PE估值不足16倍,考虑到估值切换影响,我们认为未来6个月公司估值逐渐向14年行业PE估值水平靠拢当是一件大概率事件,按照1倍PEG估值水平,我们暂时给予公司25倍14年估值,得出公司相对估值合理股价应为30.0元。

5.4 上调评级至“强烈推荐”,目标价30.0元

我们认为公司合理价值应为30.0元,对应2014年P/E约为25倍,目前公司股价对应2014年动态P/E不足16倍。结合我们此前分析,公司未来受益ATM国产替代和三大新业务持续放量增长,公司利润增速逐步加快将是一个大概率事件,公司目前估值水平显著低于行业平均水平,我们认为市场对于公司长期成长性,尤其是新业务的高速成长性存在严重认识不足,公司目前股价低估明显。我们对于公司目前股价充满信心,上调公司评级至“强烈推荐”,强烈建议投资者买入。

5.5 股价驱动因素

ATM: 扶持政策进一步落地;公司CRS取得大行重大突破;公司市场份额提升获得持续验证。

高端服务: 服务收入高速增长获得定期报告后续验证。

清分机: 14年实现大行招标选型入围。

VTM: VTM设备在标志性大行获得应用与推广;行业标准出台等。

六、风险提示

市场竞争风险: 货币自动处理设备行业虽然存在较高的进入壁垒,但ATM、清分机等各专业厂商各自独立经营的状态正在被逐渐打破,企业之间的相互渗透不排除未来可能存在市场竞争加剧的风险。

技术变革风险: 由于互联网金融等新模式和新技术的冲击,金融机具如货币自动处理设备行业创新不断,如果公司未来不能及时跟上行业技术发展的步伐,在产品、技术和服务创新方面不能适应客户和市场需求,则有可能造成公司竞争力下降的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
流动资产	3501	3515	4233	5159	
现金	2004	1976	2342	2792	
应收账款	644	642	795	991	
其他应收款	32	30	37	47	
预付账款	49	58	70	88	
存货	770	807	986	1237	
其他流动资产	2	3	3	4	
非流动资产	520	326	303	283	
长期投资	164	0	0	0	
固定资产	290	264	238	210	
无形资产	17	15	13	11	
其他非流动资产	48	46	52	61	
资产总计	4020	3840	4537	5442	
流动负债	985	299	338	387	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	272	23	28	35	
其他流动负债	713	276	310	352	
非流动负债	41	41	41	41	
长期借款	2	2	2	2	
其他非流动负债	40	40	40	40	
负债合计	1027	340	380	428	
少数股东权益	26	28	30	32	
股本	623	747	747	747	
资本公积	179	179	179	179	
留存收益	2168	2548	3203	4057	
归属母公司股东权益	2968	3473	4128	4982	
负债和股东权益	4020	3840	4537	5442	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
经营活动现金流	857	-22	592	735	
净利润	581	694	899	1170	
折旧摊销	33	30	30	31	
财务费用	-12	-12	-17	-29	
投资损失	8	0	0	0	
营运资金变动	245	-829	-341	-463	
其他经营现金流	1	94	20	27	
投资活动现金流	-22	170	-1	-1	
资本支出	17	0	0	0	
长期投资	-5	-171	0	0	
其他投资现金流	-9	-1	-1	-1	
筹资活动现金流	-48	-175	-225	-284	
短期借款	-108	0	0	0	
长期借款	2	0	0	0	
普通股增加	178	125	0	0	
资本公积增加	-180	0	0	0	
其他筹资现金流	60	-300	-225	-284	
现金净增加额	787	-27	366	450	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
营业收入	2168	2516	3116	3888	
营业成本	1035	1152	1409	1767	
营业税金及附加	40	48	59	74	
营业费用	333	403	483	575	
管理费用	258	309	371	435	
财务费用	-12	-12	-17	-29	
资产减值损失	-1	6	7	8	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-8	0	0	0	
营业利润	507	609	804	1057	
营业外收入	142	163	196	244	
营业外支出	1	2	2	2	
利润总额	648	771	998	1300	
所得税	66	77	100	130	
净利润	581	694	899	1170	
少数股东损益	3	2	2	2	
归属母公司净利润	579	692	897	1168	
EBITDA	529	628	818	1058	
EPS (元)	0.93	0.93	1.20	1.56	

主要财务比率

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	
成长能力					
营业收入(%)	3.8	16.0	23.9	24.8	
营业利润(%)	0.8	20.1	32.0	31.4	
归属于母公司净利润	14.2	19.5	29.6	30.3	
获利能力					
毛利率(%)	52.3	54.2	54.8	54.5	
净利率(%)	26.7	27.5	28.8	30.0	
ROE(%)	19.5	19.9	21.7	23.4	
ROIC(%)	53.7	35.2	39.2	42.0	
偿债能力					
资产负债率(%)	25.5	8.8	8.4	7.9	
净负债比率(%)	0.17	0.50	0.45	0.40	
流动比率	3.55	11.77	12.51	13.33	
速动比率	2.77	9.07	9.60	10.13	
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.64	0.74	0.78	
应收账款周转率	3	4	4	4	
应付账款周转率	4.09	7.81	55.00	55.65	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	0.93	1.20	1.56	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	-0.03	0.79	0.98	
每股净资产(最新摊薄)	3.97	4.65	5.52	6.67	
估值比率					
P/E	24.36	20.38	15.72	12.07	
P/B	4.75	4.06	3.41	2.83	
EV/EBITDA	23	19	15	11	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257