

# 广电运通

## 高速增长新起点

### 14年发展主线：产业与资本双轮驱动，服务与制造并驾齐驱

公司确定了14年的发展主线，将以产业和资本双轮驱动之下，大力发展制造业和金融服务业。我们认为在这一发展主题的指引下，公司的增长有望加速。传统业务增长上，公司主要立足于降低成本，提高效益，突破海外重点市场；新业务增长方面，公司的VTM业务有望取得突破，现金清分和移动支付业务也处于培育期，未来的业绩增长点有望不断涌现。

### 金融信息化大潮到来，广电运通有望受益

受到宏观经济环境的影响和竞争加剧，商业银行越来越重视利用自动化设备和服务外包的形式提升经营效率。广电运通作为国内领先的金融设备和服务供应商，有望大概率受益于行业大趋势。

### 金融支付业务蓄势待发，VTM发展态势良好

公司全资子公司广电汇通是公司开展金融支付业务的平台，目前公司正在申报第三方支付业务牌照。VTM产品2013年开始推广，目前正在工行、建行等大型银行得到应用，并且成功拓展了海外市场，我们认为14年VTM产品将会给公司带来较大收入增量。

### 估值：上调长期盈利预测和目标价

我们认为（1）商业银行竞争加剧将提升对ATM/CRM设备的采购需求；（2）VTM和清分机设备服务等新产品线将在14年开始加速获取市场份额。我们上调公司2015年及以后的盈利，根据瑞银VCAM模型，在WACC为8.6%的假设下得出公司目标价29元（原20.4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 **Rmb29.00**  
之前: **Rmb20.40**

股价 **Rmb21.84**

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 Rmb22.48-10.85

市值 Rmb16.3十亿/US\$2.69十亿

已发行股本 747百万 (ORDA)

流通股比例 97%

日均成交量(千股) 7,142

日均成交额(Rmb百万) Rmb129.6

普通股股东权益(12/13E) Rmb3.58十亿

市净率(12/13E) 4.6x

净债务/EBITDA NM

### 每股收益(UBS稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.90	0.90	0.53	0.93
12/14E	1.18	1.18	0.09	1.15
12/15E	1.45	1.49	2.68	1.40

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	2,555	3,298	4,104	4,917	5,743
息税前利润(UBS)	452	502	504	623	862	1,117	1,375	1,675
净利润(UBS)	475	507	579	674	879	1,111	1,348	1,623
每股收益(UBS稀释后)(Rmb)	0.64	0.68	0.77	0.90	1.18	1.49	1.80	2.17
每股股息 (Rmb)	0.20	0.10	0.30	0.18	0.24	0.30	0.36	0.43
净债务/(现金)	832	1,212	2,002	2,303	2,802	3,472	4,331	5,401
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	24.4	26.1	27.2	28.0	29.2
ROIC (EBIT) (%)	46.7	44.6	53.2	63.6	68.4	73.4	76.7	80.7
EV/EBITDA(core)x	25.0	23.2	14.0	21.5	15.1	11.2	8.6	6.6
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	26.9	26.7	16.0	24.2	18.6	14.7	12.1	10.1
权益FCF(UBS)收益率%	0.4	4.1	9.1	2.1	3.8	5.0	6.4	8.0
净股息收益率(%)	1.2	0.6	2.4	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0

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2014年02月13日16时56分的股价(Rmb21.84)得出。

# 投资主题

## 广电运通

### 投资理由

公司未来增长有望主要来自（1）金融自助设备的国产化替代；（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 产品在国外突出的性价比优势或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 2014 年 ATM 收入增长 25%（高于我们 17% 的基准预测），则我们预计 14 年 EPS 将达到 1.25 元，对应每股估值为 33 元。

### 悲观情景

如果 2014 年 ATM 收入增长为 13%（低于我们 17% 的基准预测），则我们预计 14 年 EPS 为 1.07 元，对应每股估值为 19 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；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb29.00

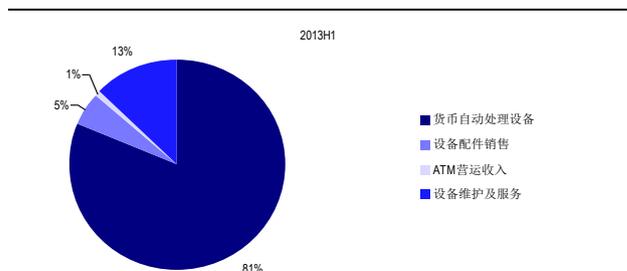
### 公司简介

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。

### 收入按业务分布，2013 H1 (%)



来源:公司公告

图片 1: 各类业务的毛利 (单位: 百万元)

	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

## 2014 年广电运通全新起航

2013 年年底广电运通确定了 2014 年的发展主题：“产业与资本双轮驱动，服务与制造并驾齐驱”。纵观广电运通 2004-2012 年的发展可以发现，公司实现了年复合 37% 的收入增长，其间主要依赖 ATM/CRM 单产品线的快速增长，同时商业模式更加侧重于制造业。公司目前的销售规模已经突破 20 亿人民币，管理层意识到未来进一步增长需要引入新的变量：加快新产品线的推广，大力发展服务业务和进行资本运作是公司未来数年加速增长的主要推动力量。

### 具备核心技术优势是广电运通的最主要投资价值

广电运通将紧紧围绕着核心技术，充分发挥同心多元化的优势，通过内延式发展和外延式扩张两种方式推动快速扩张：在传统业务增长上，重点突破，推进降成本、增效益的精益管理，加速 AFC 模块业务拓展，积极突破海外重点区域市场等工作；在新业务增长上，VTM 业务蓄势待发，现金清分、移动支付等新增业务也正在培育之中，公司并积极探索金融服务外包扩张模式，系统性推动公司全产业链条的升级与发展，有望在新一轮的全球市场激烈竞争中实现跨越式持续增长。

广电运通的主要产品线：金融自助设备（ATM，CRM 等）、AFC 自动检票设备、现金清分设备和服务、金融服务外包、移动支付和软件开发。这些业务的核心在于运通在金融信息化领域十余年的技术积累和市场积累。

图片 2: 金融信息化全产业链提供商



来源: 广电运通官方网站

# 新增长点有望不断涌现

## 增长点之一：VTM 产品开始放量

广电运通的 VTM 产品在 2013 年市场推广情况良好，一方面在中小及股份制银行实现了规模销售，另一方面在工行、建行等大型商业银行也开始推广应用，并且已成功开拓了海外市场。我们预计 14 年公司 VTM 销售将达到 600 台。公司在 VTM 市场的优势体现在：（1）掌握多项现金处理的核心技术和模块，产品质量过硬；（2）同主要的商业银行保持良好的市场关系，熟知客户对金融信息化产品的需求。

我们认为以 VTM 为代表的远程金融服务作为未来银行的重要服务渠道的发展前景广阔，将会改变未来银行的服务模式。

## 增长点之二：人民币清分业务或将成为公司业绩增长的重要推动力

清分服务外包业务市场空间广阔，公司于 2012 年 12 月成立全资子公司中智融通，全面进入人民币现金清分市场。

近年来，人民银行对‘假币零容忍’的态度坚决，并有计划、分步骤地推进银行对外支付现金的全额清分工作，最近尤其对现金清分、冠字号码等都提出了明确的严格要求。对银行来说，新购大量设备必将对人员、管理、成本都带来一定的挑战。初步估计，除去新增设备的一次性固定资产投资不计，后期对清分设备的操作和管理人员大量投入，或将给银行带来较大成本压力。同时，设备故障排除、设备备件更换、冠字号码管理、防范假币的升级等等也让银行面临较大的管理压力。通过业务外包的模式，中智融通能够有效为银行节约 15%-25% 的经营成本。通过业务的外包，银行可以与运营商一同分担运营过程中的操作风险、管理风险和技术风险。在自助服务领域，ATM 机的外包服务已经比较普遍，但是面向银行内部运营管理的全外包的服务模式目前还没有得到有效的推广，中智融通未来有望通过为客户提供更多定制化的服务获得市场份额。

## 增长点之三：金融第三方支付业务开始培育

公司于 2013 年上半年成立全资子公司广电汇通，切入金融支付服务领域，作为公司开展金融支付业务的平台，专业从事基于金融服务终端的支付业务。广电汇通正在积极向人民银行申报第三方支付业务许可资格，我们预计年内将实现对综合支付平台项目的整体构建。如能进入第三方支付市场对公司而言将是一次重大的战略突破，意味着公司业务范围将不仅仅局限在现金支付市场，将扩张到非现金支付市场。

# 盈利预测和估值

我们小幅上调了公司 2013-14 年的盈利预测，上调了公司 15 年之后的长期盈利预测。因为我们认为在金融信息化行业大趋势之下，银行势必加强对自动化设备和外包服务的需求，广电运通将长期受益于这一行业趋势。我们预计公司的市场份额还将继续扩张，从而推动公司未来盈利强劲增长。

图片 3: EPS 预测变化

	原先预测	最新预测	%	市场预测
12/13E	0.9	0.9	0.53	0.93
12/14E	1.18	1.18	0.09	1.15
12/15E	1.45	1.49	2.68	1.4

来源: Wind, 瑞银证券估算

我们认为 (1) 商业银行竞争加剧将提升对 ATM/CRM 设备的采购需求; (2) VTM 和清分机设备服务等新产品线将在 14 年开始加速获取市场份额。我们上调公司 2015 年及之后的盈利预测, 根据瑞银 VCAM 模型, 得出公司目标价 29 元, (WACC 为 8.6%), 维持“买入”评级, 对应 2014 年 25 倍市盈率。

对照广电运通的可比公司, 我们看到公司的相对估值显著低于行业平均水平, 我们认为公司的相对估值也有进一步提升的空间。

图片 4: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
新北洋	002376.SZ	13.6	0.40	0.54	0.71	34.00	25.19	19.15
聚龙股份	300202.SZ	41.6	0.80	1.19	1.66	51.93	34.83	25.05
御银股份	002177.SZ	6.9	0.19	0.28	0.36	37.20	24.28	19.14
中瑞思创	300078.SZ	31.5	0.54	0.78	0.99	57.99	40.29	31.66
行业平均						45.3	31.1	23.8
广电运通	002152.SZ	22.5	0.9	1.18	1.49	25.00	19.07	15.10

来源: Wind, 瑞银证券估算。数据截至 2014 年 2 月 12 日。其中广电运通、新北洋为瑞银证券估算, 其余公司为市场一致预期。

图片 5: 广电运通[002152]瑞银证券 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	862	1,117	1,375	1,675	1,579	1,737	1,835	1,926	2,008	2,080
折旧及摊销*	41	52	66	61	76	83	91	99	108	116
资本支出	(46)	(57)	(68)	(80)	(82)	(90)	(99)	(108)	(117)	(126)
运营资本变动	(344)	(373)	(378)	(379)	(218)	(288)	(319)	(331)	(342)	(349)
所得税 (营运)	(86)	(112)	(137)	(167)	(150)	(165)	(174)	(183)	(191)	(198)
其他	(22)	(24)	(24)	(25)	(17)	(19)	(20)	(20)	(21)	(21)
自由现金流	404	603	833	1,085	1,188	1,258	1,314	1,383	1,446	1,502
增长		49.2%	38.1%	30.3%	9.5%	5.9%	4.5%	5.2%	4.6%	3.9%

估值	
明计现金流现值	11,187
期末价值 (第 18 年) 现值	6,539
<b>企业价值</b>	<b>17,727</b>
占永续价值百分比	37%
联营公司及其他	131
少数股东权益	28
现金盈余 **	2,284
-债务***	2
权益价值	20,113
已发行股数 [ m ]	747.2
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>26.90</b>
权益成本	8.6%
股息收益率	1.1%
<b>1年目标价 (Rmb/股)</b>	<b>29.00</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	7.8%	6.0%	4.0%
息税前利润率	21.5%	19.0%	13.0%
资本支出 / 销售收入	1.3%	1.2%	1.2%
投资资本回报率	41.3%	35.8%	23.8%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	19.6x	15.2x	19.0x
企业价值 / 息税前利润	20.6x	15.9x	19.9x
自由现金流收益率	2.3%	3.4%	2.4%
市盈率 (现值)	22.8x	18.1x	22.1x
市盈率 (目标)	24.6x	19.5x	23.8x

加权平均资本成本	
无风险利	4.60%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.81
债务/权益比	0.2%
边际税率	25.0%
权益成本	8.6%
债务成本	6.4%
<b>WACC</b>	<b>8.6%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	18
对应的自由现金流增长	1.5%
回报率增幅	9.0%
企业价值息税折旧摊销前利	9.8x

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-VCAM

# 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	2,555	17.8	3,298	29.1	4,104	4,917	5,743
毛利	849	1,039	1,134	1,347	18.9	1,745	29.5	2,174	2,605	3,060
息税折旧摊销前利润(UBS)	477	532	537	654	21.9	903	38.0	1,169	1,441	1,736
折旧和摊销	(25)	(30)	(33)	(31)	-4.8	(41)	30.2	(52)	(66)	(61)
息税前利润(UBS)	452	502	504	623	23.6	862	38.4	1,117	1,375	1,675
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	109	-17.8	99	-9.2	99	99	99
净利息	2	2	12	17	48.0	20	18.7	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	749	15.6	981	31.1	1,240	1,504	1,812
税项	(50)	(87)	(66)	(71)	-7.4	(98)	-38.0	(124)	(150)	(181)
税后利润	476	507	581	678	16.5	883	30.3	1,116	1,354	1,631
优先股股息及少数股权	(1)	(1)	(3)	(3)	-17.2	(4)	-30.3	(5)	(6)	(8)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	475	507	579	674	16.5	879	30.3	1,111	1,348	1,623
净利润(UBS)	475	507	579	674	16.5	879	30.3	1,111	1,348	1,623
税率(%)	9.5	14.7	10.2	9.5	-7.1	10.0	5.3	10.0	10.0	10.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.64	0.68	0.77	0.90	16.5	1.18	30.3	1.49	1.80	2.17
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.64	0.68	0.77	0.90	16.5	1.18	30.3	1.49	1.80	2.17
EPS(UBS, 基本)	0.64	0.68	0.77	0.90	16.5	1.18	30.3	1.49	1.80	2.17
每股股息净值(Rmb)	0.20	0.10	0.30	0.18	-39.8	0.24	30.3	0.30	0.36	0.43
每股账面价值	2.69	3.26	3.97	4.79	20.7	5.79	20.8	7.04	8.55	10.36
平均股数(稀释后)	747.23	747.23	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	2,305	15.0	2,804	21.6	3,473	4,333	5,403
其他流动资产	1,422	1,534	1,497	1,691	12.9	2,180	28.9	2,710	3,246	3,781
流动资产总额	2,421	2,854	3,501	3,996	14.1	4,983	24.7	6,183	7,579	9,184
有形固定资产净值	302	300	293	298	1.6	303	1.9	308	311	329
无形固定资产净值	16	18	18	18	-2.2	17	-2.8	17	17	17
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	4,520	12.4	5,512	22.0	6,717	8,116	9,738
应付账款和其他短期负债	564	780	985	868	-11.9	1,112	28.1	1,377	1,644	1,905
短期债务	167	108	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	731	887	985	868	-11.9	1,112	28.1	1,377	1,644	1,905
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	910	-11.4	1,154	26.9	1,418	1,685	1,946
普通股股东权益	2,008	2,437	2,968	3,582	20.7	4,326	20.8	5,261	6,386	7,740
少数股东权益	18	24	26	29	12.5	33	14.5	38	44	52
负债和权益总计	2,774	3,378	4,020	4,520	12.4	5,512	22.0	6,717	8,116	9,738
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	475	507	579	674	16.5	879	30.3	1,111	1,348	1,623
折旧和摊销	25	30	33	31	-4.8	41	30.2	52	66	61
营运资本变动净值	(393)	(56)	236	(150)	-	(268)	-78.3	(291)	(295)	(299)
其他营业性现金流	12	120	10	(175)	-	7	-	5	0	(5)
经营性现金流	119	602	857	381	-55.6	659	73.0	878	1,119	1,380
有形资本支出	(65)	(51)	(17)	(36)	-107.7	(46)	-28.9	(57)	(68)	(80)
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)	(36)	-64.1	(46)	-28.9	(57)	(68)	(80)
已付股息	(137)	(68)	(44)	(187)	-320.0	(135)	27.8	(176)	(222)	(270)
股份发行/回购	4	5	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	0	143	-	20	-85.77	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	(133)	(59)	(47)	(44)	6.7	(115)	-160.9	(151)	(191)	(231)
现金流量中现金的增加(减少)	(83)	319	788	301	-61.8	499	65.5	670	859	1,070
外汇/非现金项目	(4)	2	(104)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	(87)	321	684	301	-55.9	499	65.5	670	859	1,070

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	24.2	18.6	14.7	12.1	10.1
市盈率 (UBS, 稀释后)	26.9	26.7	16.0	24.2	18.6	14.7	12.1	10.1
股价/每股现金收益	25.5	25.2	15.1	23.1	17.7	14.0	11.5	9.7
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.4	4.1	9.1	2.1	3.8	5.0	6.4	8.0
净股息收益率(%)	1.2	0.6	2.4	0.8	1.1	1.4	1.7	2.0
市净率	6.4	5.5	3.1	4.6	3.8	3.1	2.6	2.1
企业价值/营业收入(核心)	6.9	5.9	3.5	5.5	4.1	3.2	2.5	2.0
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	25.0	23.2	14.0	21.5	15.1	11.2	8.6	6.6
企业价值/息税前利润(核心)	26.4	24.6	14.9	22.6	15.8	11.7	9.0	6.8
企业价值/经营性自由现金流(核心)	27.6	23.7	13.5	22.1	15.7	11.5	8.8	6.7
企业价值/运营投入资本	NM	NM	7.9	NM	NM	8.6	6.9	5.5
<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	16,320	16,320	16,320	16,320	16,320
净债务 (现金)	(875)	(1,022)	(1,607)	(2,153)	(2,552)	(3,137)	(3,901)	(4,866)
少数股东权益	16	19	20	27	31	35	41	52
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>14,234</b>	<b>13,838</b>	<b>13,258</b>	<b>12,499</b>	<b>11,545</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>14,063</b>	<b>13,667</b>	<b>13,087</b>	<b>12,329</b>	<b>11,375</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	17.8	29.1	24.4	19.8	16.8
息税折旧摊销前利润(UBS)	35.8	11.6	0.8	21.9	38.0	29.5	23.2	20.5
息税前利润(UBS)	37.0	11.1	0.4	23.6	38.4	29.5	23.1	21.8
每股收益(UBS 稀释后)	22.5	6.6	14.2	16.5	30.3	26.4	21.3	20.5
每股股息净值	-50.0	-50.0	200.0	-39.8	30.3	26.4	21.3	20.5
<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	53.3
息税折旧摊销前利润率	27.7	25.5	24.8	25.6	27.4	28.5	29.3	30.2
息税前利润率	26.2	24.0	23.2	24.4	26.1	27.2	28.0	29.2
净利率 (UBS) 率	27.6	24.2	26.7	26.4	26.6	27.1	27.4	28.3
ROIC (EBIT)	46.7	44.6	53.2	63.6	68.4	73.4	76.7	80.7
税后投资资本回报率	42.3	38.1	47.8	57.6	61.5	66.1	69.0	72.7
净股东权益回报率(UBS)	25.9	22.8	21.4	20.6	22.2	23.2	23.1	23.0
<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)	(63.8)	(64.3)	(65.5)	(67.4)	(69.3)
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)	(16.4)	(20.5)	(26.5)	(35.1)	(47.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	174.5	55.5	118.9	117.4	113.1	106.6	134.1
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	5.0	5.0
股息支付率 (UBS) %	31.5	14.8	38.7	20.0	20.0	20.0	20.0	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	2,555	3,298	4,104	4,917	5,743
<b>总计</b>	<b>1,724</b>	<b>2,089</b>	<b>2,168</b>	<b>2,555</b>	<b>3,298</b>	<b>4,104</b>	<b>4,917</b>	<b>5,743</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	623	862	1,117	1,375	1,675
<b>总计</b>	<b>452</b>	<b>502</b>	<b>504</b>	<b>623</b>	<b>862</b>	<b>1,117</b>	<b>1,375</b>	<b>1,675</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	+32.8%
预测股息收益率	1.1%
预测股票回报率	+33.9%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+24.3%

---

## 风险声明

公司主要下行风险包括：新产品推广不及预期；人力成本上升的风险；国产化替代不及预期。

## 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%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
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 12 月 31 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

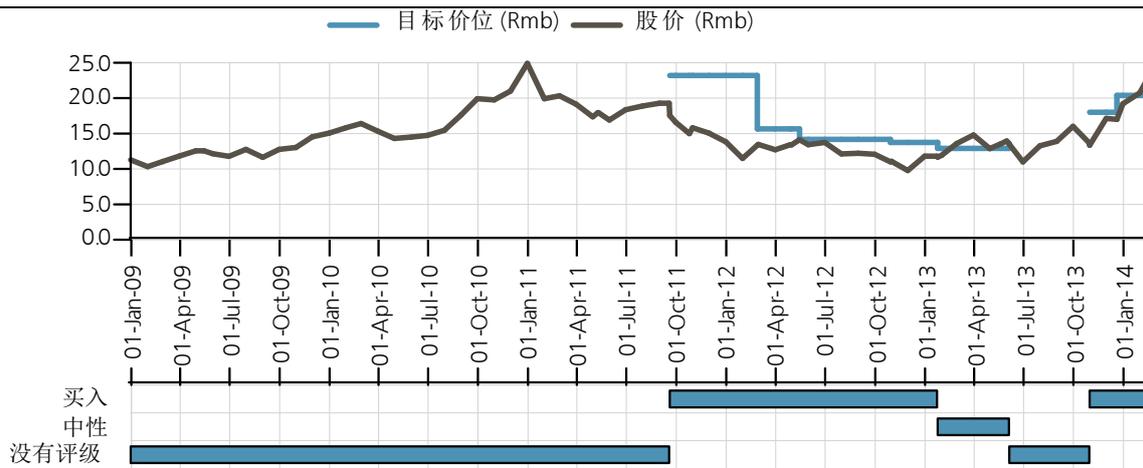
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
广电运通	002152.SZ	暂停评级	不适用	Rmb22.46	2014 年 02 月 12 日

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 2014 年 2 月 12 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

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方沟通。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。瑞银可能进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(ACPR)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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce分发。**俄罗斯:** 由UBS Securities CJSC (俄罗斯)分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:** 由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的公司,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。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd(mica (p) 107/09/2013 and 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,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。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** 1) 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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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象或元素。© UBS 2014 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。

