

广电运通 (002152)

强烈推荐

行业：计算机设备

## 二次成长正在开启，持续推荐

近来我们发表了公司的深度报告《被低估的成长空间：近有业绩，远可憧憬》，在此我们强调“公司进入二次成长期”是我们强推公司的最主要逻辑，并就交流中大家关注的焦点问题阐述如下。

### 投资要点：

◇ **公司的二次成长期正在开启。**公司的 ATM 产品销售率先在大行取得突破，从农行开始并逐步进入了中行、交行为及邮政邮储几大行，对应着则是公司在 06-09 年的业绩高速增长。而 10-12 年，尽管公司中、交两大行的市占率已在 30% 以上，但在建、工、农三大行的进展并不顺利（目前一体机只进了中行和交行，相当于近 40% 的 ATM 市场尚未进入），导致业绩增速明显趋缓。加之市场担心 ATM 行业的天花板，所以公司的低估值也就顺理成章。

但情况在 13 年出现了变化。由于利率市场化的推进导致中小银行抢客户的动力空前，加之三四线城市及农村地区信息化程度的进一步普及，农信城商行（公司的优势市场）布设网点、购置 ATM 的需求剧增，13 年公司来自农信城商行的订单占收入比重已达 50%。同时，我们预计，得益于国家鼓励购置国产金融机具的政策，公司在建、工等大行有望在今明两年取得突破，如此，公司的 ATM 业务将迎来增速回升的阶段，未来三年复合增速有望在 20% 左右。

在此基础上，ATM 现金全外包服务及 VTM 业务的爆发将促使公司的二次成长逐步开启，我们预计公司未来三年的业绩复合增速在 25% 以上。

◇ **ATM 业务看点：业绩增速重新回升。**（1）14 亿元订单大部分有望在上半年实现结算，中报业绩预期在 25% 左右，有望超越市场预期；（2）大行订单突破+行业的换机高峰期到来，未来公司的 ATM 业务的增速有望重归 20% 以上；

◇ **ATM 现金全外包服务及 VTM 业务是长期亮点。**（1）外包服务：公司的原厂商优势明显，同时服务网络覆盖领先对手，1-3 年保修期后取得运维或外包服务订单为大概率。以现有 12 万台 ATM 测算，利润空间约 6 亿元。并且公司的服务工程师的员工人数从 12 年的 2609 人扩张到 13 年的 4083 人，显示该业务的增长速度迅猛；（2）VTM：市场空间 800 亿元，预计 15 年以后以来爆发式增长。其中，13 年 VTM 市场开始小幅放量，行业整体实现销售 300 多台，而公司的市占率超 50%；

◇ **维持“强烈推荐”评级，建议买入。**预计 14-16 年 EPS 0.98/1.23/1.56 元，对应当前股价 16.4/13.0/10.3 倍。考虑到公司的短期业绩有支撑，长期成长性仍然突出，给予目标价 23.52 元，对应 14 年 EPS 24 倍。

◇ **风险提示：**宏观经济低迷影响银行的采购意愿、公司的新品营销及服务网络扩张可能导致费用超预期、ATM 的降价风险、ATM 外包服务及 VTM 销售可能低于预期。

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2516	3318	4222	5226
收入同比(%)	16%	32%	27%	24%
归属母公司净利润	705	879	1107	1403
净利润同比(%)	22%	25%	26%	27%
毛利率(%)	54.6%	54.4%	54.3%	54.5%
ROE(%)	20.2%	20.9%	21.8%	22.5%
每股收益(元)	0.79	0.98	1.23	1.56
P/E	20.40	16.36	12.99	10.25
P/B	4.13	3.41	2.83	2.31
EV/EBITDA	20	16	12	9

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

署名：熊丹

S0960513120001

0755-82026849

xiongdan@china-invs.cn

6-12个月目标价： 23.52

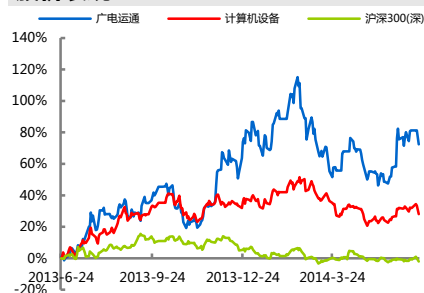
当前股价： 15.79

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	897
流通股本(百万股)	863
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	136
成交量(百万股)	3.79
成交额(百万元)	59.56

### 股价表现



### 相关报告

《广电运通-深度报告-被低估的成长空间：近有业绩，远可憧憬》2014-05-29

## 焦点问题：

### Q1：一季报业绩低增长的原因？怎么判断上半年的业绩增速？

**A1：**(1) 上半年银行的人员调整比往年频繁，导致了 ATM 机签收的进展低于往年是一季报业绩低增长的主要原因；

(2) 一般而言，银行要完成上一年的 ATM 签收方可进行当年的采购预算，而当年的采购从预算设计到最后公告中标的供应商，大致需要半年的时间，因此从银行的操作经验来看，上半年基本需要把上一年留下来的订单完成签收。如此我们判断去年留到今年的 14 亿元订单在上半年完成签收将是大概率，相应的业绩增速约在 25% 左右。

### Q2：大行的订单突破进展如何？

**A2：**(1) 五大国有行的一体机采购中，目前公司仅进入了中、交两行；

(2) 我们预计公司今年有望在建行取得突破，明年有可能在工行（工行在 13 年进行了选型，一般选型周期为 2~3 年，故下一次选型预计在 15 年）。

### Q3：ATM 业务的增速为什么能重新回升？

**A3：**由于利率市场化的推进导致中小银行抢客户的动力空前，加之三四线城市及农村地区信息化程度的进一步普及，农信城商行（公司的优势市场）布设网点、购置 ATM 的需求剧增，13 年公司来自农信城商行的订单占收入比重已达 50%。同时，我们预计，得益于国家鼓励购置国产金融机具的政策，公司在建、工等大行有望在今明两年取得突破，如此，公司的 ATM 业务将迎来增速回升的阶段，未来三年复合增速有望在 20% 左右。

### Q4：VTM 产品在近 10 年以前已提出，为什么最近才开始放量？VTM 市场的爆发时点预计什么时候到来？

**A4：**(1) 如同网上银行在上世纪 90 年代已提出一样，网上银行的普及也只是近几年的事情。VTM 产品不仅涉及到视频技术、网络带宽等硬件条件（对稳定性和安全性要求高），而且更涉及到银行业务流程的重新梳理，后者的改造难度更大，故也是在近年随着人力成本的提升以及社区银行的推进的基础上才得以开始放量；

(2) 由于银行对 VTM 产品的采用尚需针对银行后台的进行相应改造与对接、对员工进行培训、建设呼叫中心等，因此我们预计 13、14 年是 VTM 的产品导入期，15 年开始将迎来爆发式增长，其发展增速可借鉴清分机行业及聚龙股份的历史经验。

### Q5：清分机业务能否成为公司重要的利润增长点？

**A5：**(1) 目前国内的清分机企业主要集中在小型清分机市场，该市场目前的渗透率已到 30% 左右。尽管还将维持较快的增速，但甜蜜期已过，其它厂家开始进入，价格战开始兴起；

(2) 得益于良好的技术储备和完善的服务网络, 作为后来者公司在清分机市场的竞争力依然突出, 我们看好公司清分机业务在未来 2~3 年的放量, 但考虑到价格战开始激烈, 我们预计公司的策略以抢占市场份额为主, 预计 16 年销售规模可到 6 亿元左右 (13 年为 7400 万);

(3) 相比之下, ATM 的现金全外包服务及 VTM 业务对公司的重要性更为突出;

**Q6 :ATM 现金全外包业务如何能实现与当地安保公司的合作? 远景是怎么样? 能达到怎样一个规模?**

**A6 :**(1) 目前, 全国的钞票押运基本由当地的安保公司负责 (持枪牌照属于垄断经营), 而涉及 ATM 的现金清分、加钞等则由银行网点自行负责, 公司现在的策略则是跟当地的安保公司通过股权合作 (公司一般持股 51~80%) 的方式进入当地市场。对安保公司而言, 与广电运通的合作是一起把蛋糕做大了, 并没有损害已有利益, 故很多地区对公司的接受积极性也比较高。目前公司已在广州、深圳、江苏、湖北、河北、云南等地区成立了子公司;

(2) 我们看好公司的制造和服务业务未来能实现 1:1 的格局。当前我国有 52 万台联网的 ATM, 我们预计未来可能去到 100 万台左右 (详细预测见深度报告), 以 30% 的市占率策略, 属于广电运通品牌的 ATM 保有量可达 30 万台左右。如此, 以每台 ATM 现金全外包服务的净利润约 5000 元测算, 当中的利润空间约 15 亿元, 即使考虑少数股东权益的摊薄, 再造一个广电运通亦可以。

附：

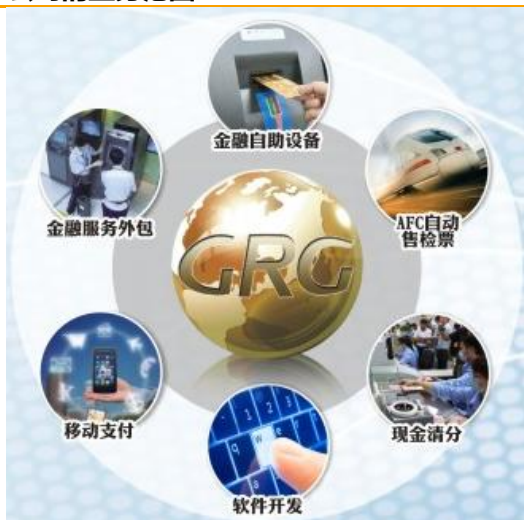
## 公司简介：ATM 绝对龙头，从高端制造向高端服务延伸

### 1.1 拥有自主芯的国产 ATM 龙头，连续六年市占率第一

公司是全球领先的货币处理设备及系统解决方案提供商，是中国规模最大的 ATM<sup>1</sup>（自动柜员机）产品及系统解决方案供应商、实力最雄厚的 AFC（自动售检票系统）设备及核心模块提供商，产品及服务覆盖金融电子、轨道交通两大领域。自 2008 年以来，公司的 ATM 产品在国内的市场占有率连续 6 年第一，其中 2013 年的市占率为 23.3%。

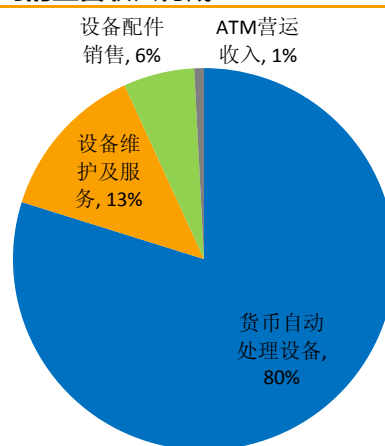
自成立以来，公司一直致力于核心技术的自主研发，是国内唯一一家掌握循环机核心技术的厂家，其中拥有自主出钞机芯、自主循环机芯的 N 系列产品的发货量已超过公司 ATM 全年总发货量的 90%。

图 1 公司的业务范围



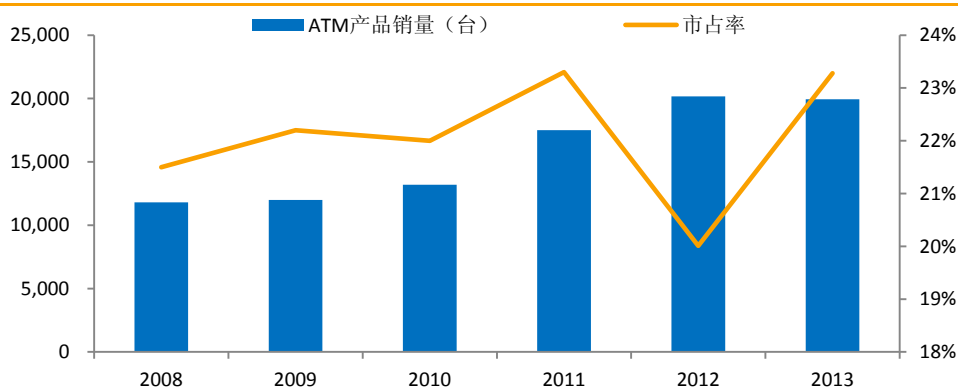
资料来源：公司网站、中投证券研究所

图 2 公司的主营收入构成



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 3 公司的 ATM 产品销量在国内的市占率连续 6 年第一



资料来源：《金融时报》、中投证券研究所

<sup>1</sup> 主要产品分别为单取款机（以下简称“取款机”）、存取款一体机（以下简称“一体机”或 CRS）。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

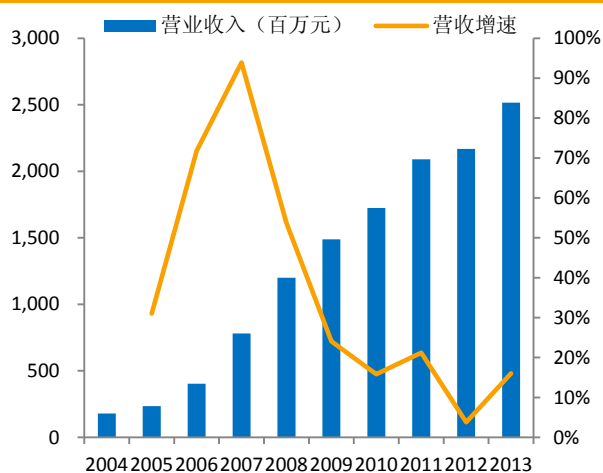
## 1.2 新挑战：进军高端服务，新一轮增长开启

上市至今，公司的收入及利润均保持增长态势，但近年来随着 ATM 设备在国内的保有量逐步上升，行业的销量增速有所放缓，因此公司的业绩增速亦随之放缓。

对此，公司在制造领域将继续打造新的增长点，VTM、清分机等新产品在 13 年开始在市场放量，同时以设备维保及金融服务外包为主导的高端服务业务保持高速增长。相应地，过去两年公司的收入及业绩增速均出现了触底反弹。

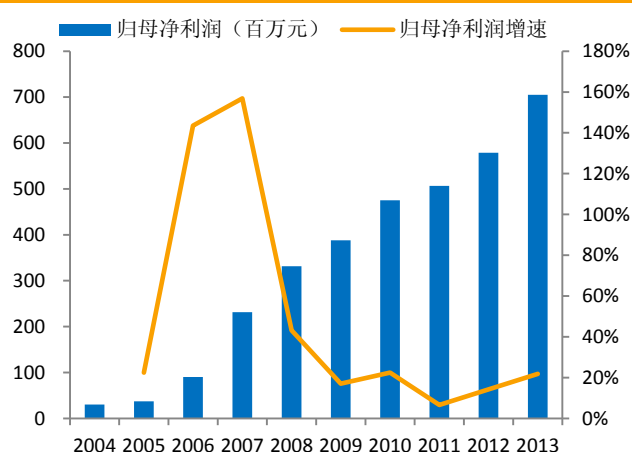
根据公司的规划，未来高端制造及高端服务在公司的收入及利润构成中将形成 1:1 的格局，公司新一轮的增长正在开启。

**图 4 公司的收入增速反弹回升 (07-13CAGR≈22%)**



资料来源：Wind、中投证券研究所

**图 5 公司的利润增速反弹回升 (07-13CAGR≈20%)**



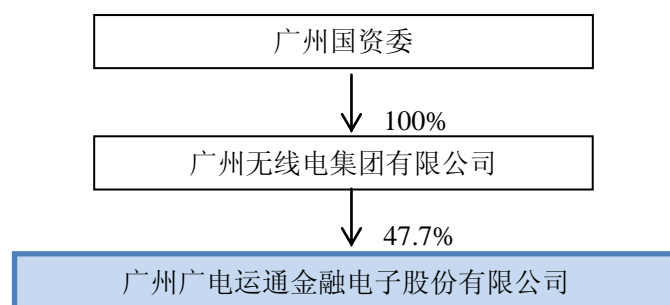
资料来源：Wind、中投证券研究所

## 1.3 股权结构：国资委是实际控制人，国企改革值得期待

公司前身是广州广电运通金融电子有限公司，1999 年广州无线电集团在广州市政府的支持下投资金融电子领域，高起点组建了“自主创新型”高科技企业——广电运通，开始生产自主知识产权的 ATM。

当前，公司的大股东为广州无线电集团有限公司，持股 47.7%，广州国资委为实际控制人。随着国企改革大潮的推进，公司有望受益国企改革。

**图 6 公司的实际控制人为广州国资委，持股比例为 47.7%**



资料来源：公司公告、中投证券研究所



**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4456	5381	6604	8077
现金	1645	2556	3167	3973
应收账款	714	939	1196	1479
其它应收款	50	60	79	97
预付账款	130	91	116	143
存货	1171	1134	1446	1783
其他	747	602	601	602
<b>非流动资产</b>	599	620	676	723
长期投资	65	70	80	90
固定资产	389	447	495	534
无形资产	17	16	15	15
其他	128	87	86	84
<b>资产总计</b>	5055	6001	7280	8800
<b>流动负债</b>	1388	1600	1995	2365
短期借款	0	0	0	0
应付账款	399	484	636	777
其他	989	1116	1359	1588
<b>非流动负债</b>	47	43	45	44
长期借款	0	0	0	0
其他	47	43	45	44
<b>负债合计</b>	1434	1643	2040	2408
少数股东权益	135	143	153	166
股本	747	897	897	897
资本公积	177	177	177	177
留存收益	2562	3142	4014	5152
归属母公司股东权益	3485	4215	5087	6225
<b>负债和股东权益</b>	5055	6001	7280	8800

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	715	1098	919	1137
净利润	711	887	1117	1416
折旧摊销	41	44	54	63
财务费用	-10	-21	-28	-36
投资损失	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-27	193	-222	-304
其它	10	5	8	7
<b>投资活动现金流</b>	-886	-58	-101	-101
资本支出	154	100	100	100
长期投资	-807	-34	10	10
其他	-1539	9	9	9
<b>筹资活动现金流</b>	-186	-129	-207	-230
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	125	149	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他	-307	-278	-207	-230
<b>现金净增加额</b>	-359	912	611	806

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	2516	3318	4222	5226
营业成本	1142	1512	1928	2378
营业税金及附加	35	54	63	81
营业费用	439	581	718	836
管理费用	307	406	507	601
财务费用	-10	-21	-28	-36
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10
<b>营业利润</b>	613	796	1045	1375
营业外收入	164	180	198	218
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	776	975	1241	1591
所得税	65	88	124	175
<b>净利润</b>	711	887	1117	1416
少数股东损益	6	8	10	13
<b>归属母公司净利润</b>	705	879	1107	1403
EBITDA	644	819	1070	1403
EPS (元)	0.94	0.98	1.23	1.56

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.0%	31.9%	27.2%	23.8%
营业利润	20.9%	29.8%	31.2%	31.6%
归属于母公司净利润	21.9%	24.7%	25.9%	26.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	54.6%	54.4%	54.3%	54.5%
净利率	28.0%	26.5%	26.2%	26.8%
ROE	20.2%	20.9%	21.8%	22.5%
ROIC	29.3%	40.5%	45.7%	51.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	28.4%	27.4%	28.0%	27.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.21	3.36	3.31	3.42
速动比率	2.37	2.65	2.59	2.66
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.65
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.41	3.42	3.44	3.37
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.98	1.23	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.22	1.02	1.27
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.70	5.67	6.94
<b>估值比率</b>				
P/E	20.40	16.36	12.99	10.25
P/B	4.13	3.41	2.83	2.31
EV/EBITDA	20	16	12	9

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

观富钦,计算机行业分析师,中山大学信息与计算科学理学学士、财务与投资系管理学硕士。

熊丹,中投证券研究所计算机行业分析师,清华大学电子科学与技术专业硕士

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434