

2014年6月30日
公司研究
评级：买入

研究所

 证券分析师：孔令峰 S0350512090003
 010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn
 助理分析师：田庚
 010-88576936-809 tiang@ghzq.com.cn

传统业务稳定增长，现金服务空间巨大

——广电运通(002152)深度报告

投资要点：

- **目前主业货币自动处理设备业务仍能维持稳定增长** 目前货币自动处理设备业务占到公司收入 80%以上，我们认为该主业未来仍能够维持稳定增长态势。(1)，虽然 2013 年中国已经超越美国，成为全球最大的 ATM 市场，但从人均 ATM 保有量来看，目前我国 ATM 设备每百万人保有量达到 382 台，距离发达国家仍然有较大的差距；(2)，我国 07-08 年出现了 ATM 采购的第一个高峰，国内 ATM 使用寿命 6-7 年，第一个换机高峰期将在 2013 至 2014 年来临。预计未来五年内，更新换代平均每年将带来 5.4 万台的市场空间；(3)，社区银行建设离不开 ATM，社区银行的发展将长期带动 ATM 销售；(4)，存取款一体机渗透率提高成为支持整个 ATM 市场增长的主要动力之一；(5)，国产化浪潮下，以及受益“自动柜员机用出钞器和循环出钞器的进口关税由原来的 1%提高到 5%”政策利好，公司有望通过抢占 NCR、迪堡、日立等外企厂商的份额，公司存款机在工行，一体机在工行、建行、农行有望获得突破；(6)，清分机、VTM 等新产品的快速增长，能够维持公司货币自动处理设备业务的稳定增长。
- **现金服务外包千亿市场打破公司增长天花板，公司价值有望获得重估** 长期以来，市场普遍认为公司主业 ATM 机经历了 2007-2010 年的高速普及之后，行业高速增长不再，且 ATM 设备市场每年 100 亿左右的市场空间，公司目前已经获得了 20 多亿收入，市场份额已经第一，未来成长空间面临天花板问题，这也是公司近几年估值持续较低的主要原因。参考国外厂商 NCR、迪堡等发展路径，公司将现金服务外包业务作为未来长期发展的重要业务，根据我们测算，该业务每年市场空间高达千亿，并且市场壁垒极高（当地唯一的安保押运业务是贯穿整个现金服务外包业务的重要载体），毛利率高达 50%以上，公司先发优势最为明显，因此我们认为随着公司金融服务外包业务收入占比的快速提升，公司由 100 亿的设备市场切入到优势更明显、空间更大的千亿级现金服务外包领域，长期发展的价值有望获得重估，公司存在估值修复预期。
- **受益安保脱钩政策，公司近期着手全国圈地行为，现金服务外包业务未来三年加速增长** 安保押运的业务模式单一和当地经营特点决定了安保押运公司难以做大做强，通过与金融服务外包公司合作，做深整个现金服务产业链能够达到安保公司、金融服务外包公司和银行三方共赢局面。2009 年以前，安保押运公司由公安部绝对控股，金融服务外包企业与安保押运分离，成为制约现金服务外包业务做大的最大障碍。2012 年 12 月公安部发布《关于加快推进公安机关保安企业脱钩改制工作的通知》，为安保脱钩划定期限：要求普通保安企业脱钩改制在 2013 年 6 月底前完成，提供武装守护押运服务的保安企业脱钩改制工作在 2013 年年底前完成。安保脱钩给予金融服务外包企业发展现金外包业务的重要良机。截止到 2013 年，广电运通已经与 7 个城市的安保公司成立了合资公司，并且于今年 3 月份成立了安保投资公司，负责全国各地武装押运公司的投资活动，我们认为这一行为将加快公司在全国各地通过参股安保押运公司来发展现金服务外包业务的圈地进程，未来广州穗通模式的全国复制有望给公司业绩提供快速发展预期。我们预计未来三年，公司该业务将获得加速增长，五年后服务外包业务有望占到公司收入比重一半左右。

- **看好现金服务外包业务为公司带来的估值与业绩的提升, 给予“买入”评级** 预计公司 2014-2016 年的净利润 8.92 亿、10.8 亿、13.2 亿, 每股收益分别为 1 元、1.21 元、1.47 元, 对应当前股价 PE 分别为 17.1 倍、14.1 倍、11.6 倍。我们认为随着公司今年起在全国各地安保股权投资的进展, 以及金融服务外包业务的快速增长, 公司长期增长的巨大空间有望获得价值重估, 给予“买入”评级, 目标价 25 元, 对应 2014 年 25 倍 PE。
- **风险提示** 传统业务 ATM 机市场竞争加剧风险; 公司在金融外包服务市场的进展不达预期; 清分机、VTM 新产品推广低于预期等。

预测指标	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	2516	2943	3630	4926
增长率(%)	16%	17%	23%	36%
净利润 (百万元)	705	892	1081	1315
增长率(%)	22%	26%	21%	22%
摊薄每股收益 (元)	0.79	1.00	1.21	1.47
ROE(%)	19.47%	20.84%	21.28%	21.73%

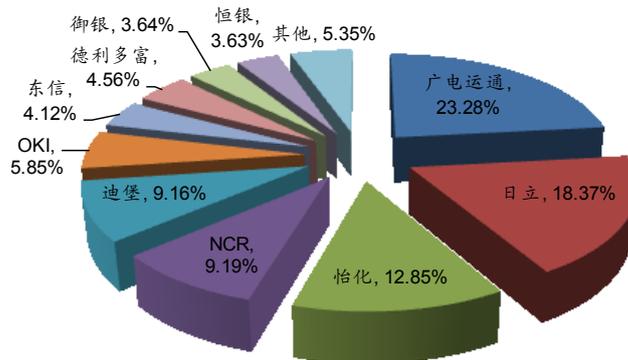
目 录

1、公司传统业务 ATM 机设备仍能维持稳定增长态势	4
1.1、我国人均 ATM 保有量仍与发达国家有显著差距	4
1.2、更新替代将带来每年 5.4 万台的市场空间	5
1.3、社区银行的发展将为 ATM 带来长期增长契机	5
1.4、存取款一体机份额加大，拥有核心技术厂商占据行业制高点	7
1.5、新的大型银行客户值得期待	7
2、清分机、VTM 等新产品高速增长	8
2.1、政策驱动清分机市场规模急剧扩大，公司凭借客户资源有望收获大量订单	8
2.2、VTM 市场占据先机，800 亿空间值得期待	9
3、现金服务外包千亿市场给公司提供长期成长空间	10
3.1、ATM 外包为银行节约大量成本	10
3.2、银行网点与 ATM 设备的现金服务外包市场高达千亿	11
4、政策支持，安保脱钩提供现金服务外包发展良机	11
4.1、安保押运业务单一，模式亟需升级	11
4.2、安保押运业务对现金服务外包作用重大	12
4.3、安保押运与金融服务外包完美结合	13
4.4、安保脱钩为现金服务外包商提供良机	14
5、广电运通金融外包业务进展迅速	14
6、广电运通金融外包服务优势分析	16
6.1、股东背景和资质优势	16
6.2、由维修保养切入全外包服务更具可行性	17
6.3、ATM 过程监控实现一体化管理	19
7、盈利预测和评级	20
8、风险提示	21

1、公司传统业务 ATM 机设备仍能维持稳定增长态势

市场给予广电运通较低估值的原因之一是 ATM 采购高峰期已过，广电运通作为目前 ATM 市场占有率第一的企业，成长的天花板已经可以看到。但我们认为国内的 ATM 市场仍有较大增长空间，特别是在社区银行发展以及金融设备国产化替代的背景下，广电运通将显著受益。

图 1、2013 年主要 ATM 供应商在中国市场销售占有率

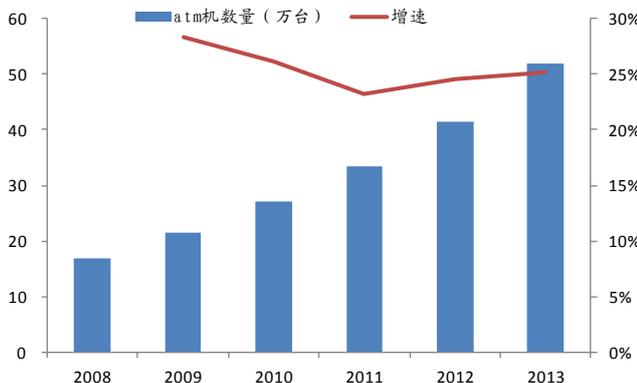


资料来源：根据各大银行采购数据统计，国海证券研究所

1.1、我国人均 ATM 保有量仍与发达国家有显著差距

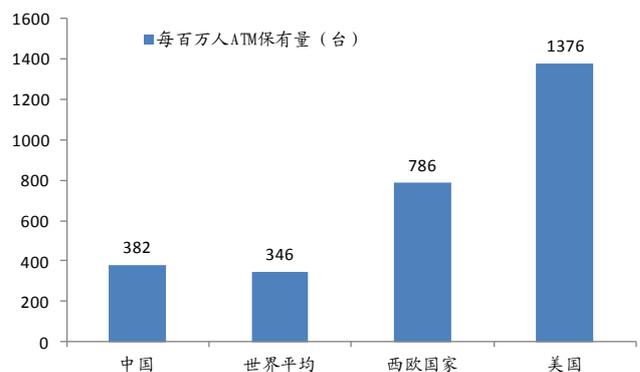
根据央行 2 月份发布的《2013 年全年支付体系运行总体情况》报告，截止 2013 年末，全国共有联网 ATM 设备 52 万台，较 2012 年的 41.56 万台增长 25.12%。中国已经超越美国，成为全球最大的 ATM 市场。但从人均 ATM 保有量来看，目前我国 ATM 设备每百万人保有量达到 382 台，距离西欧国家每百万人 786 台和美国每百万人 1376 台仍然有较大的差距。

图 2、全国联网 ATM 设备数量



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、人均 ATM 保有量

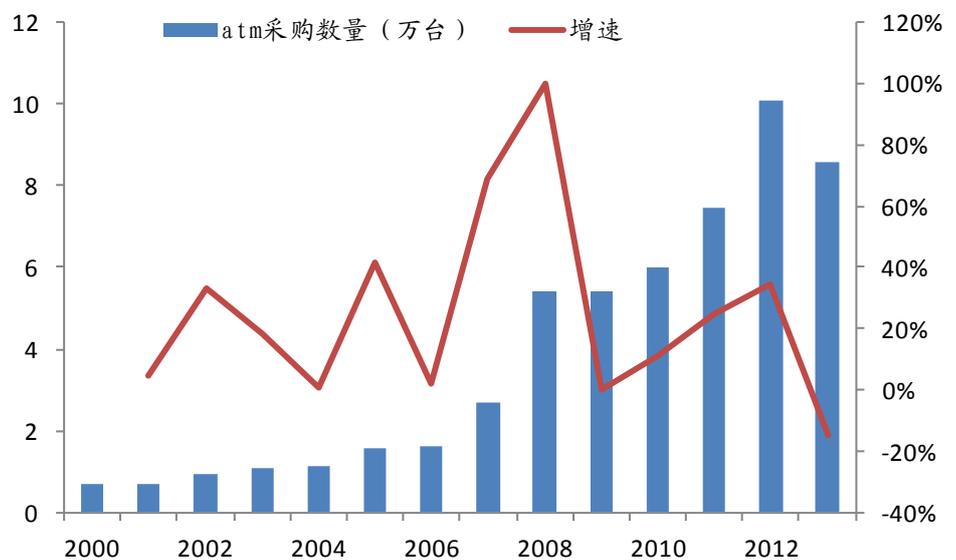


资料来源：WIND、国海证券研究所

1.2、更新替代将带来每年 5.4 万台的市场空间

2003 年银联成立之后，银行间统一网络平台的建立，进一步加快了我国 ATM 行业市场化运作的进程，2003 年国内的 ATM 采购数量首次突破 1 万台。07-08 年出现了 ATM 采购的第一个高峰，这两年的 ATM 采购数量分别为 2.7 万台、5.4 万台，同比增速分别达到 68.7%和 100%。ATM 的平均寿命为 8 年，国内银行由于使用频率更加频繁，寿命会短一些。假如按 6-7 年计算，ATM 的第一个换机高峰期将在 2013 至 2014 年来临。未来五年内，更新换代平均每年将带来 5.4 万台的市场空间。

图 4、我国 ATM 采购数量



资料来源：根据各大银行采购数据统计，国海证券研究所

（注：2012 年农行约 2.5 万台大规模采购，对整个 ATM 市场产生较大影响）

1.3、社区银行的发展将为 ATM 带来长期增长契机

我国城市化进程的加快，增大了城市社区的个人金融服务发展空间。城市社区内存在大量的金融需求，社区银行以便民服务为基础，相比大型银行在便捷性、收费、客户粘性方面都有独特的优势。特别是 2013 年以来，互联网金融的发展使银行对于抢占线上线下用户入口的重视程度日益提升。银行渠道下沉，掌握社区金融入口，兴建社区银行的做法开始被广泛推广。2013 年 12 月 5 日银监会下发了《中国银监会办公厅关于中小商业银行设立社区支行、小微支行有关事项的通知》，指导社区银行走向更加规范的发展道路。民生银行提出要在 2015 年以前在全国设立超过一万家金融便利店，拥有地域优势的地方性银行，如上海农商行、上海银行、南京银行等也开设了社区银行网点。股份制银行如浦发、中信、平安、华夏等也采取积极态度切入社区银行。

2014 年 6 月，社区银行牌照开闸，发放对象不仅包括民生银行、光大银行、兴业银行、浦发银行等多家股份制银行，还包括了多家城商行，其中民生银行获得社区银行牌照最多，超过 700 家。

表 1、国内部分银行社区银行发展规划

银行	规划数量	备注
民生银行	三年内突破10000家	可办理开电子账户、购买理财产品、申请贷款等业务
兴业银行	目前已经有70余家，集中在福建，重庆计划设立15家	办理诸多个人金融服务，也可为企业主办理部分业务
上海农商行	已在上海开设100家	
广发银行	今年投放不超过20台VTM，后续推出轻型网点	区别于其他社区金融，VTM提供24小时远程人工服务
平安银行	可依托集团已有的2400多家保险门店，经简单改造为社区银行	一站式金融服务，银行和保险、理财、信托产品均可受理
徽商银行		万科入股8%，意在社区银行

资料来源：根据各大银行采购数据统计，国海证券研究所

民间资本进入银行业或将成为社区银行发展的催化因素。2010年5月7日，国务院印发《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，鼓励民间资本进入金融服务领域，支持民间资本发起或参与设立村镇银行、贷款公司、农村资金互助社等金融机构，放宽村镇银行或社区银行中法人银行最低出资比例的限制。2012年5月26日，银监会发布了《关于鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见》，为民间资本进入银行业提供了更加详细的政策支持。2014年3月，银监会主席尚福林表示，首批民营银行试点名单确定，包括阿里巴巴、万向、腾讯、复星等民营资本参与试点工作。“有差异化的市场定位和特定战略，坚持服务小微企业和社区民众的市场定位”，正是银监会选择试点方案的标准之一。其中，阿里巴巴与万向中国控股有限公司将联合申请民营银行牌照，采用“小存小贷”的模式，并提出其所要建立的民营银行将主要服务于社区居民。

社区银行的运营模式主要有三种：社区支行模式、无人自助银行模式和社区轻型网店模式，在每一种模式下，ATM机都是社区银行的核心部分。根据民政部统计，我国共有社区超过60万个，假设未来社区银行覆盖率达到10%，每个社区银行布置两台ATM计算，市场空间可达12万台。

表 2、国内部分银行社区银行发展规划

社区银行运营模式	特点	标准配置
社区支行模式	提供常规银行网点提供的一些基本金融服务，以及为社区客户提供各种代缴费便民服务、门禁卡服务和物流配送送终端服务、社区管家服务等	3-5人银行员工、办公设备、ATM及存取款一体机、监控室、资料室等配套设施，营业面积几十到几百平方米
无人自助银行模式	在社区内建立以电子机具为主的无人自助银行，扩展服务范围，提高银行形象，减少经营成本	包括普通的无人自助银行和以视频多功能一体化自动柜员机（VTM）为主的智慧银行两种，配置台数视租赁面积而定
社区轻型网店模式	自助银行+人工辅助服务，为客户提供业务咨询、帮助解决办理业务过程中出现的问题、受理业务申请表	1-2名银行员工，ATM和VTM机

资料来源：国海证券研究所

1.4、存取款一体机份额加大，拥有核心技术厂商占据行业制高点

基于便利、效率、客户体验与成本等多种因素的综合考虑，存取款一体机（CRS）占银行自助设备采购的占比逐年提升。数据显示，2007年，自动取款机占银行自助设备采购量的63.1%，到2013年，存取款一体机取代了自动取款机取款机的主体地位，占总采购量的62.1%。根据PBR（零售银行研究）的预测，到2015年，我国存取款一体机销售量将占总自助设备的65%。

循环机芯是存取款一体机的核心部件，随着存取款一体机市场的扩大，循环核心技术对于市场格局的影响更加深刻。广电运通是目前国内唯一能够自主生产循环机芯的厂商，2013年公司拥有自主出钞机芯、自主循环机芯的N系列产品发货量超过公司ATM全年发货量的90%。自2014年7月1日起，自动柜员机用出钞器和循环出钞器的进口关税由原来的1%提高到5%，也体现了国家促进金融机具国产化的方向。循环出钞器的成本占存取款一体机总成本的50%以上，本次关税调整对于进口商家净利率的影响巨大。广电运通凭借成本优势，在存取款一体机市场的份额有望持续加大。

1.5、新的大型银行客户值得期待

五大行自助设备采购占比高，工行、建行、农行是广电运通存取款一体机产品潜在的大客户。五大国有行是自助设备采购的主力军，历年采购数量占比都在50%以上，2013年五大行采购量约占ATM市场总采购量的58.1%。目前广电运通已经在中行和交行的招标中取得一定优势，在其它三大行则稍显薄弱。御银股份年初入围工商银行自动取款机供应商，这也是国内厂商首次进入工商银行的ATM采购体系。我们认为国内ATM厂商关键技术的进步、品牌形象的树立以及国产化政策的引导，将促使国产品牌在大型商业银行份额的进一步提升，广电运通在工行、建行和农行的一体机采购中可能有所突破。

2、清分机、VTM 等新产品高速增长

2012 年 12 月广电运通成立全资子公司广州中智融通金融科技有限公司，主营纸币清分机的生产销售，并为客户提供清分服务。在远程智慧银行（VTM）市场，公司的 VTM 设备已实现包括交通银行、广发银行在内的多家银行全国铺设，并成功入围工行、建行等市场，市场占有率超过 50%。

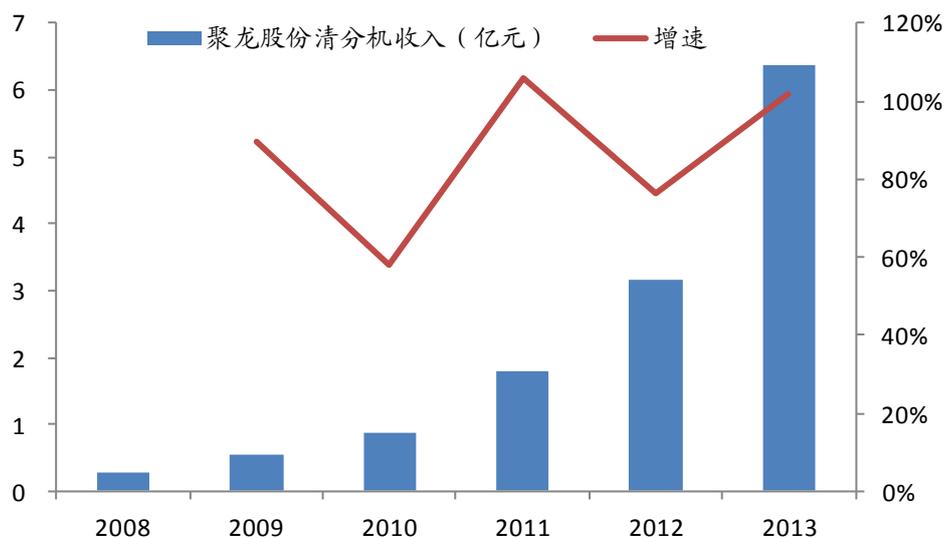
2.1、政策驱动清分机市场规模急剧扩大，公司凭借客户资源有望收获大量订单

我国银行对纸币清分机的应用呈现普及化趋势。银行业信息化和自助化程度的不断加深，进一步打开了纸币清分机的发展空间。人民银行颁布的《不宜流通人民币挑剔标准》明确了流通中人民币的残损、污渍、防伪标准，直接刺激了银行增加纸币清分机在基层网点的投放。目前我国银行纸币清分机装备率不到 10%，且主要集中于总行、分行等现金流量大的网点，在未装备纸币清分机的网点中以支行及基层营业网点居多，这些主要是小型纸币清分机的潜在市场。目前金库集中清分模式逐渐被商业银行采纳接受，清分机的使用逐步扩大。集中清分能够适应金融机构内部中心金库集中式、扁平化管理改革的需求，使中心金库业务成为现金储备中心、现金调剂中心、现金调运中心、整点清分中心、流动服务中心，最终达到货币业务集约化经营的目的。清分也减省了现金处理成本，提高金库的工作效率。自助银行的商业模式也增大了银行对于清分设备的需求，自助银行所包含的自动柜员机、现金存款机、柜员现金出钞机等自动化现金处理机器的普及，客观上极大增加了流通钞票的清点工作。

2012 年下半年，央行提出了“假币零容忍”和“纸币全额清分”的两项政策，直接刺激清分机行业的发展。特别是纸币全额清分政策给出了明确的时间表：2015 年 100、50 元普及到省会和大中城市；2017 年普及到县级以上城市；2022 年所有面值所有网点要全额清分。按全国 20 万银行网点，每个网点配备 4 台小型清分机，每台清分机 1.5 万元计算，银行网点的清分机市场为 120 亿元。现金清分中心的清分机渗透率大约 15%左右，市场空间与银行网点相当，我们估计整个小型清分机的市场空间在 200 亿元以上。

聚龙股份是我国小型清分机行业龙头，其清分机产品收入的快速增长，也反映了清分机市场发展的良好态势。

图 5、聚龙股份清分机产品收入



资料来源：聚龙股份年报，国海证券研究所

由于纸币清分机的下游客户仍然是银行，因此广电运通作为 ATM 市场占有率多年保持第一的厂家，在清分机的销售渠道上有天然的优势。2013 年，公司成功进入兴业银行总行、广发银行总行、中信银行总行以及中国邮政和部分省级农信联社的清分机选型入围，并在部分银行实现批量销售。2014 年 4 月公司收到中国电子进出口总公司发出的《入围通知书》，确定公司为中国邮政集团公司清分机设备的入围供应商。我们认为公司凭借在 ATM 市场积累的客户资源优势，有望获得大量清分机订单，短期内清分机业务将迅速增长。

2.2、VTM 市场占据先机，800 亿空间值得期待

VTM（虚拟柜员机）不仅能够实现 ATM 所具备的查询、存取和转账功能，而且能够进行发卡、销户、挂失、存款证明开具等传统的银行柜面业务。

图 6、广电运通为兰州银行提供的 VTM



资料来源：网络，国海证券研究所

自 2012 年 7 月广发银行投放首台 VTM 以来，交通银行、中国银行、广发银行、民生银行和光大银行等多家银行开始小批量投放 VTM。2013 年，各银行 VTM 投放速度明显加快。VTM 有望替代 95% 以上的柜台业务，VTM 价格大约 20 万元/台，若按全国 20 万网点、每个网点铺设两台计算，市场容量超过 800 亿元。

广电运通是国内首家推出 VTM 产品的企业，目前的国内市场占有率超过 50%，在国外，其 VTM 产品在土耳其农行、德国商业银行等多家银行试用，市场反馈良好。公司凭借良好的客户资源以及钞票处理核心技术优势，未来成国内 VTM 行业的领先企业将是大概率事件，将最大程度受益于 VTM 市场的崛起。

3、现金服务外包千亿市场给公司提供长期成长空间

现金服务外包是银行缩减成本，提高竞争力的必要途径。广电运通坚持高端制造与高端服务相结合的战略定位，将服务业务由传统的设备维保拓展到金融外包，围绕自助设备，开发出包括现金清分、清机加钞、驻点营销、大堂经理、单据递送等多种业务，极大程度丰富了服务业务的内涵，并由此带来巨大的成长空间。对于公司而言，由传统的 ATM 机设备每年 100 亿的市场进入到近千亿的服务外包市场，打开了长期成长空间，也解除了困扰公司已久的成长天花板问题。

3.1、ATM 外包为银行节约大量成本

我国 ATM 机保有量的逐渐增加，使得 ATM 机的布放，现金清分，加钞，以及日常维护给银行带来巨大的负担。银行由于成本控制的需要，大量补充 ATM 运营管理岗位人员可能性不大。很多银行对这块业务仍然采取粗放式的管理模式，难以保证服务效率，相关人员的薪酬、绩效考核、流程、培训、安全等问题也是银行需要慎重考虑的问题。

2010 年 6 月，中国银监会出台了《银行业金融机构外包风险指引》，从政策上支持鼓励商业银行在风险可控的前提下，将 ATM 等非核心业务通过外包方式进行运营。已经有越来越多的银行将 ATM 业务外包给专业的运营服务商，通过外包服务，ATM 的开机率得到提升，同时保证了银行有效的降低人力和运营成本。以中国银行深圳分行为例进行成本分析，自 2006 年 1 月，中国银行深圳分行在全市率先将 ATM 机外包给威豹公司运营。通过威豹公司的外包服务，可以使银行的 ATM 机运营总费用降低 62%，每台设备降低 2.41 万元。

表 3、威豹公司外包服务为银行节约大量成本

	银行运营（万元/每年每台）	威豹公司（万元/每年每台）	节约（%）
押运费	1.17	包含在加钞费用中	-
清机费用	0.98	0.5	49%
加钞费用	1.76	1	-
总费用	3.91	1.5	62%

资料来源：《深圳市自助银行外包模式的可行性分析》

国外的 ATM 机外包运营有较为成熟的发展。最早兴起在欧美银行业中，随着自助设备的保有量迅速增多，银行的运营管理压力增大。北美的一些小银行，陆续一些大银行开始进行外包的尝试，如加拿大皇家银行已经将其所拥有的 ATM 服务设备的运行维护工作全部外包给了 NCR 公司，由 NCR 公司负责每日现钞补给、卡钞废钞的处理等业务。在钞票的完整生命周期里，澳大利亚的钞票处理成本大概占 10%，在中国占到 18%，银行是现金管理成本的主要承担者。从国外的经验来看，通过 ATM 机外包，可以为银行节约经营成本约 15%到 25%。在日本，有三分之一的 ATM 设备由日本 ATM 株式会社监控运营、三分之一由银行自行管理，三分之一由硬件厂商管理，大部分银行已经将 ATM 设备外包出去。

表 4、NCR 外包服务为银行节约大量成本

	Large Bank Off-Premise ATMs: Cost/Month	Third Party Managed Services Provider: Cost/Month	Savings/Month	%
Armoured services	\$ 208.00	\$ 172.00	\$ 36.00	17.3%
First/Second level maintenance	\$ 165.00	\$ 90.00	\$ 75.00	45.5%
Communications	\$ 150.00	\$ 50.00	\$ 100.00	66.7%
Cash/cash management	--	\$ 115.51	(\$ 115.51)	n/a
Processing	\$ 85.56	\$ 64.17	\$ 21.39	25.0%
Total	\$ 608.56	\$ 491.68	\$ 116.88	19.2%

资料来源：Dove Capital Partners，国海证券研究所

3.2、银行网点与 ATM 设备的现金服务外包市场高达千亿

围绕金融机具开展的全外包服务每年有数倍于机具销售的市场空间。全外包服务不仅包括机具的选址和维修保养，还涵盖了与现金相关的加钞、清机押运、清分等服务。据测算，如果银行将一台 ATM 机整体外包给其他厂家，每年需要支付 8-10 万元的费用。2013 年底全社会联网 ATM52 万台，如果全部外包，每年将存在 400-500 亿的市场空间，4-5 倍于现有的 ATM 机具销售市场。

此外，现金服务外包除了 ATM 机之外，银行网点的现金业务同样存在服务外包的需求，按照我国目前有 20 多万个网点计算，保守估计，网点现金业务外包市场空间不低于 ATM 机市场，因此我们估计，国内整个银行网点和 ATM 设备的现金相关的业务服务外包市场空间高达千亿每年。

4、政策支持，安保脱钩提供现金服务外包发展良机

4.1、安保押运业务单一，模式亟需升级

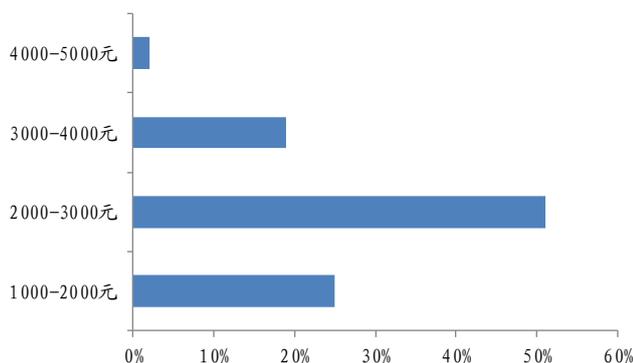
本地经营，业务单一：目前国内大多数押运服务公司业务仅局限于金融机构，服务区域

仅限于本地,有的县级市的保安服务公司甚至只有几辆车,二三十名押运员,押运调度、枪支管理等保障人员是标配,刚性成本较高,业务模式和本地经营模式导致难以形成规模发展效益和可持续发展性。

管理效率低下: 目前国内的金融押运市场一直是在公安机关的直接控制下,押运公司存在着强烈的行政色彩,组织模式多半是靠行政拖动,市场化程度较低。而金融押运本质上是一种特殊领域的物流,物流的关键在于高效率的管理,因此目前行业的体制下,押运公司的经营效果难以好转。

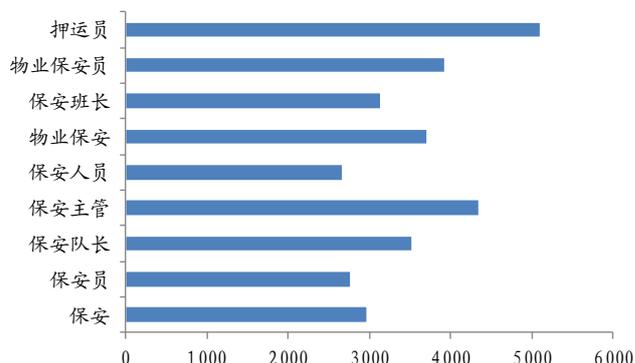
现有业务模式下,员工收入难以提升: 根据广州某招聘机构统计,2013年底广州保安月收入在2000-3000之间的人最多,而广州的银行押运员月薪为3100元左右。根据全国性的大型分招聘网站的信息,北京地区的银行押运员月薪在3500-4500元之间,上海的在3500-4000元之间,比同城保安薪酬至少高出500-1000元。在目前每个城市只有一家押运公司的情况下,员工们缺少了跳槽的机会,议价空间也就相对较小,而押运员的招聘条件相对简单,考虑到目前押运员的工资已经高于保安的平均水平,而二者工作性质相差不大,现有模式下,押运员工工资上涨的空间十分有限。

图 7、2013 年年底广州保安月收入在 2000 到 3000 之间的人最多



资料来源: 广州某招聘机构统计、国海证券研究所

图 8、北京银行押款员和其他保安群体工作三年后的收入对比图



资料来源: 国内某大型人力资源机构 2013 年的数据、国海证券研究所

我国各安保服务公司押运人员许多来自于退伍军人,他们具备一定的政治素质、纪律素养的同时,服务意识和专业领域的业务能力相对不强。由于大部分安保公司规模较小,押运实效性要求很高,留给公司培训学习的时间也相对有限,导致安保公司的业务很难向所服务行业的专业领域延伸。

4.2、安保押运业务对现金服务外包作用重大

现金涉及的服务大致包含银行网点的现金业务和 ATM 业务,我们以 ATM 服务外包为例:

(1) ATM 布放选址: ATM 布放前,估算布放后的收益情况,选址是否合理直接影响到银行自助设备的布放范围,降低固定资金的占用,提高资金利用率,所以银行需要专

业的运营商提供布放点的选址及工程实施等。

(2) 现金处理：所有用于 ATM 加钞的现金都必须进行现金清分、现金清点及 ATM 清机加钞，随着 ATM 数量的增加，现金清分清点、清机加钞数量增大，银行原有的模式完全依靠劳动力进行，必然带来人力成本的增加及管理成本的增加，现金处理的外包有助于银行降低人力资源成本及管理成本，提高服务水平，提升 ATM 资金利用率。

(3) 运行保障：ATM 运营期间，ATM 故障维修、运行保养、运行维护考核、备件供应等。

我们了解到，目前的分工是押运公司一般只负责银行现金的押送，银行人员负责现金清分，第三方或 ATM 原厂商来负责 ATM 的维修保养和选址等，如果将 ATM 的维护等服务与押运、清分结合起来，可以使得运钞车、清分设备等得到充分利用，节约社会成本，现金清分外包业务是按照行业规律，从提高社会和经济效益、节约费用、降低成本的角度去整合物流，而整合者三者的服务，无论是现金的押运，还是现金的清分，ATM 加钞、清机清点等业务，均离不开押运公司的服务，押运服务成为整合外包服务的重要载体，提高押运物流、规划押运效率也是整个外包服务降低成本的关键之处。

从另一个角度去分析，ATM 或者银行网点的加钞、清分、清点等业务，本质上就是一种特殊领域的物流，该物流角色由安保押运来承担，因此安保押运成为 ATM 和现金服务外包有效贯穿起来的重要载体。

图 9、安保押运成为构建整个现金服务外包的重要载体



资料来源：三泰电子官方网站，国海证券研究所

4.3、安保押运与金融服务外包完美结合

长期以来，随着 ATM 机数量的不断增长，银行耗费了大量的人力、物理和财力从事现金清分，不仅增加了银行的运营成本，而且一定程度上影响了银行主业发展，此外，各

个银行重复投入花费巨大，因为各为其主，清分设备及配套人员又常常因为业务不饱和而处于闲置状态，造成了极大的资源浪费。金融押运公司一般都只负责银行现金的押送，缺乏技术含量和发展盈利空间，如果将业务延伸至清分、假钞、清点、等环节，会使得整个公司的服务产业链向上延伸，将极大有利于整个现金处理业务的发展，提高和银行之间的相互依存度，提升自身竞争水平。押运企业也能够由此改变自身的角色定位，提升软硬件实力和业务水平。但目前受制于押运公司机制以及人员结构，进入专业技术要求更高的服务环节难度较高。

对于金融服务外包公司而言，如果能够将安保押运嵌入到整个服务流程中，将大幅提升服务效率，降低银行的现金处理业务成本。广州穗通目前已经与工行、中行、招行、浦发、花旗等多家银行开展了区域性合作，其承接的服务外包，提高了银行 ATM 服务质量和效率，并让银行总体的运营成本下降了 15%（国际上这一数据为 10%）。由此可见，将安保押运与金融服务外包相结合，能够给安保公司、第三方服务公司、银行三方带来共赢效果，二者属于完美结合。

4.4、安保脱钩为现金服务外包商提供良机

2009 年以前，各地的保安服务公司基本上都由当地公安部门参与组建，公安机关兼具经营和监管的身份，因此尽管国有资本和民营资本可以涉足安保行业，实际上处于绝对劣势地位。金融服务外包企业与安保押运分离，成为制约现金服务外包业务做大的最大障碍。

2009 年国务院发布的《保安服务管理条例》，限定公安部门不得直接或间接从事保安服务公司的经营活动，为其他机构开拓安保市场打开窗口。然而安保脱钩涉及多方利益，进展较为缓慢，“等、躲、拖”的现象非常普遍。2012 年 12 月公安部发布《关于加快推进公安机关保安企业脱钩改制工作的通知》，为安保脱钩划定期限：要求普通保安企业脱钩改制在 2013 年 6 月底前完成，提供武装守护押运服务的保安企业脱钩改制工作在 2013 年年底以前完成。公安部也将对各地保安企业脱钩改制情况进行检查，“对未按时完成脱钩改制任务或脱钩改制工作不符合要求的，予以通报批评”。各地保安企业脱钩改制进程有加速迹象，以武汉市为例，原隶属武汉市公安局领导的武汉市融威押运保安服务有限公司完成脱钩改制，由武汉经济发展投资集团公司领导管理；浙江省内国有保安公司资产已普遍由公安机关转移至国资委部门。

安保押运股权放开以后，给予广电运通此类金融服务外包业务的公司以发展良机，公司可以通过获得当地安保押运公司股权或者成立合资公司形式，将安保押运业务贯穿到整个现金服务外包业务中来，最大程度降低外包成本，现金服务外包业务得以顺利开展。

5、广电运通金融外包业务进展迅速

广电运通进行金融外包业务的载体是其子公司深圳银通和广州穗通。

广州穗通主要负责广州地区银行客户的开拓以及标杆性项目建设，目前已经与工商银行广州分行、浦发银行广州分行、光大银行广州分行、招商银行广州分行、中国银行广州

分行、华夏银行广州分行、民生银行广州分行、深发展银行广州分行等 16 家客户签订了自助设备托管服务项目，服务设备 2500 多台。2013 年广州穗通获得工行、民生银行在行式设备外包业务，改变了银行只限外包离行设备的概念。

图 10、广州穗通服务人员 ATM 进行维护



资料来源：公司网站，国海证券研究所

深圳银通 2006 年开始成为广电运通的全资子公司，成立之初主要从事自助设备的维护服务以及 ATM 营运业务，从 2009 年开始积极拓展金融服务全外包业务，通过在其他城市设立全资子公司，或者与当地知名押运公司合资等方式，在全国范围开展金融外包业务。2013 年，深圳银通服务网点总数已经达到 547 个，深圳银通及其子公司金融外包服务覆盖 38 个城市，累计承接外包服务设备近 4000 台。

表 5、深圳银通历年投资事件

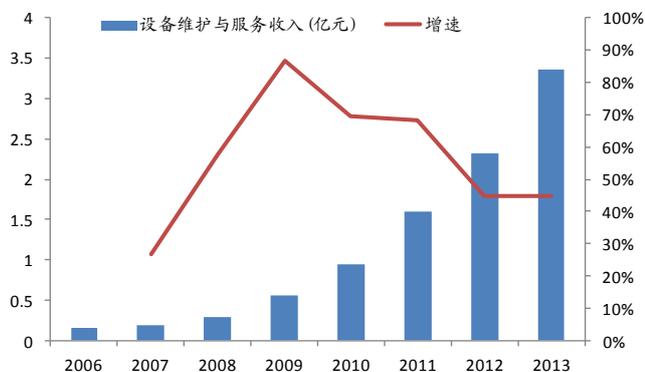
	事件	备注
2013	投资成立宜昌宜通金融服务有限公司（51%股权）	与宜昌金牛押运公司合资成立
2012	投资成立上海欣辰通金融电子科技有限公司；参股投资云南云通金融外包服务有限公司（49%股权）	云南云通系与云南普天保安服务公司合资成立
2011	投资成立石家庄银通金融服务有限公司（51%股权）；投资成立广州银通金融电子科技有限公司	石家庄银通系与石家庄市保安服务公司合资成立；广州银通2013年成为广电运通的全资子公司，2014年3月与控股股东广州无线电集团共同投资成立广州广电银通安保投资有限公司，广州银通占60%股权
2010	投资成立深圳鹏通金融服务有限公司（51%股权）；投资成立江苏保通金融服务有限公司（55%股权）	江苏保通2013年成为深圳银通的全资子公司

资料来源：公司年报，国海证券研究所

设备维护及服务收入和服务人员数量迅速提升。设备维护与服务收入从 2006 年的 1500 万元增长到 2013 年的 3.36 亿元，自 2008 年开始每年保持 45% 以上的增速，收入占

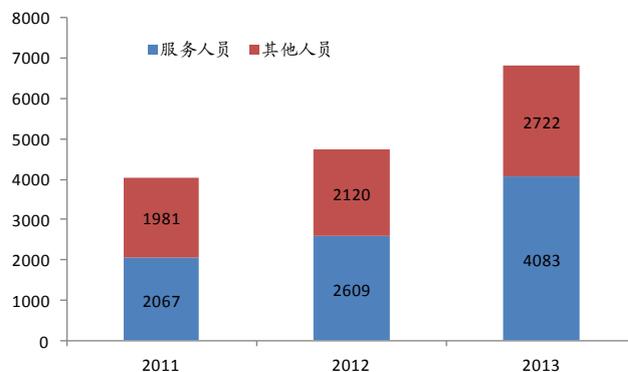
比 2013 年已经达到 13%。服务人员超过 4000 人，占公司总员工的 60%。随着广电运通投入市场的 ATM 机数量不断增加，以及全外包业务的快速拓展，我们预计未来 5 年内设备维护与服务收入有望占到公司总收入的 50%以上。

图 11、公司服务占比逐年提升



资料来源：公司年报、国海证券研究所

图 12、服务人员占比逐年增长



资料来源：公司年报、国海证券研究所

6、广电运通金融外包服务优势分析

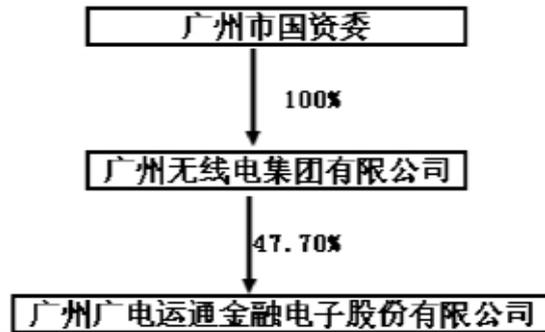
ATM 外包广阔的市场空间也吸引了众多公司加入竞争。除了广电运通之外，银联商务、三泰电子、深圳威豹、迪堡、中投科技、合荣欣业、G4S 等厂商都在 ATM 外包服务有所布局。我们认为，广电运通强大的技术管理优势、众多的自有品牌 ATM 保有量、大股东的国企背景等因素将帮助公司有效整合银行、武装押运等多方角色的优势资源，在 ATM 外包市场保持领先的市场地位。

6.1、股东背景和资质优势

自助设备外包项目投资规模大、实施周期长，而且外包项目是否稳定高效，直接影响银行的利益和形象，因此选择有强大经济实力和良好的商业信誉的外包服务商是银行与外包服务商合作的基础。武装安保押运是 ATM 外包的重要环节，安保脱钩后国有企业更有可能替代传统安保行业中公安机关的位置。

2010 年 6 月银监会颁布的《银行业金融机构外包风险管理指引》特别提出，银行业金融机构在进行外包活动时应该对服务提供商进行尽职调查，调查内容包括管理能力和行业地位、财务稳健性、经营声誉和企业文化、技术实力和服务质量、突发事件应对能力、对银行业的熟悉程度、对其他银行业金融机构提供服务的情况等。广电运通的大股东广州无线电集团是广州市国有独资企业，资金实力雄厚，商业信誉良好；广电运通自身作为业内领先的 ATM 制造商和服务商，银行与其合作的风险较低。

图 13、公司与实际控制人的产权关系



资料来源：公司年报，国海证券研究所

武装安保押运是 ATM 外包的重要环节，安保脱钩后国有企业更有可能替代传统安保行业中公安机关的位置。2009 年国务院发布的《保安服务管理条例》明确提出，从事武装守护押运服务的保安服务公司，国有独资或者国有资本必须占注册资本总额的 51% 以上，这就为国有企业进入安保行业提供了良好的机会。

国企背景为广电运通进入安保押运市场提供了良好条件，大股东注资广州银通安保投资公司强化国有资产在安保投资公司的控制地位。2014 年 3 月，公司董事会审议通过议案，同意全资子公司广州银通与控股股东广州无线电集团共同投资成立广州广电银通安保投资有限公司，在全国范围内开展金融武装押运业务的投资工作。安保投资公司的注册资本 5000 万元，其中广州无线电集团出资 2000 万元，国有资产在安保投资公司中占据绝对优势。

6.2、由维修保养切入全外包服务更具可行性

维修保养在 ATM 所有运行环节中具有最高的技术壁垒，由维修保养切入 ATM 全外包服务更具备可行性。广电运通在国内的 ATM 销量已经超过 10 万台，2013 年底全社会的联网 ATM 数量 52 万台。如果不考虑广电运通所卖出但已经被替换掉的 ATM，目前社会上约 20% 的 ATM 来自广电运通，而且这一比例在未来还将有所提升。公司拥有国内规模最大的金融自助设备服务团队，为自产的 ATM 机器提供维修保养服务。截止 2013 年 12 月，广电运通在全国 32 个省、自治区、直辖市设立了 500 多个服务站，服务保障网络业内覆盖最广、响应最快。

图 14、广电运通服务站覆盖全国



资料来源：公司网站，国海证券研究所

目前大多数银行ATM相关业务由不同角色完成：原厂商或者第三方负责ATM维修保养；押运公司负责现金押送；银行人员负责现金清分。这种分工不仅容易造成在业务交接环节责任不清、风险难以控制，而且由于不同角色之间对于ATM运行状态认识不一，ATM的使用效率会因此下降。我们认为将ATM业务整体外包给一家服务商，是银行提高ATM使用效率和现金周转效率的最佳选择。而现金的清分、押运以及ATM监控等环节技术含量不高，因此在ATM维修保养环节有优势的厂商更有可能成为ATM全外包服务的提供者。

广电运通提供的ATM全托管服务模式，包括了从ATM机制造到ATM机监控和使用的全套服务。银行只要和公司签订服务合同，其他全部由公司负责管理。

图 15、广电运通提供的ATM全托管服务模式



资料来源：公司网站

广州穗通由广电运通和广州市穗宝安全押运公司等四家股东共同投资组建，是广州市第一家专业的金融业务外包服务公司，提供的全托管外包服务主要包括现金清分服务、清机加钞服务、技术维护及监管服务、外部环境维护清理等四项内容。

表 6、广州穗通提供的 ATM 全托管外包服务

项目	服务内容	备注
现金清分服务	为银行提供包括清分中心托管在内的各类现金清点、新旧分成、鉴别剔残、扎把打捆、配钞、钞票编码及影像的记录和存储等工作。	基于对银行自助设备现金使用情况的分析，通过建立自助设备运行管理过程中现金利用率最大化的管理原则，在确保银行自助设备对外服务的最高开机率下，降低资金占用成本，提高运作效率
清机加钞服务	为银行提供的自助设备日常清机加钞服务，过程中，一并将设备的吞卡、卡钞/回钞及设备故障等进行现场处理，服务过程中的操作将严格遵循有关清机服务流程	通过监控调度室的 ATM 服务智能管理系统实时获取银行自助设备运行状态信息，当自助设备出现缺钞信息预警，系统自动生成清机计划，由清机员在武装护卫下前往计划网点完成清机加钞服务
技术维护及监管服务	针对设备的故障，根据故障类别进行及时处理，或协调服务商进行处理，服务过程中，监督服务商行为，保证银行和储户的利益不受侵害	银行无需浪费宝贵的时间和人力直接与服务商沟通，针对技术服务监管业务，穗通已经制定了一套成熟的监管和考评体系，避免技术服务商提供服务的过程中拷贝敏感信息
外部环境维护清理	为银行提供的增值服务，主要服务内容包包括：VI 维护、巡检服务、紧急服务以及其它专项服务等是为维护银行形象及保障 ATM 安全稳定运行而量身定制的个性化服务	可根据需求不断开发新的服务内容

资料来源：公司网站

6.3、ATM 过程监控实现一体化管理

如果把围绕 ATM 展开的现金周转看做是一种特殊的物流，系统的运转效率很大程度上取决于流程信息的可见程度。ATM 机、清分机、运钞车等个体只有经过统筹规划和一体化管理，才能最大程度发挥其效能，建立统一的运营管理平台十分必要。

图 16、现代化的金融服务商应具备多层次管理平台



资料来源：《广电运通》杂志，国海证券研究所

广电运通围绕自助渠道运营管理生命周期，研发出国内首个金融自助渠道运营管理系统平台，实现全流程信息的一体化管理。在系统中每个业务模块都有独立的子信息管理系统，由 AOC 系统对各业务模块的正常业务流程、故障处理流程和应急处理流程进行信

息化管理,为银行提供集计划、执行、监控和解决方案为一体的自助渠道运营管理服务。自 2011 年开始, AOC 平台已经在广发总行等 10 多家银行得到实施,开展 AOC 项目近 80 个,累计设备管理数量近 30000 台(数据来自于《广电运通》杂志),树立了金融外包与 IT 技术结合的标杆。

图 17、以 AOC 平台为核心的 ATM 运营管理系统



资料来源: 公司网站, 国海证券研究所

7、盈利预测和评级

金融机具制造方面,我们认为国内 ATM 市场仍将保持稳健增长,广电运通受益于金融机具国产化趋势,市场占有率将进一步提升,同时新的大行客户值得期待;短期内清分机业务由于良好的市场需求以及公司该业务较小的基数,将会高速增长;VTM 是长期的利润增长点,市场推广情况有待观察。

我们认为,广电运通目前较低的估值反映了市场对于 ATM 外包服务的市场空间以及公司在该领域的进展和优势的认识存在误读。公司目前的服务人数占总员工的 60%,设备维护和服务收入的快速提升,以及近几年子公司深圳银通、广州银通在外包服务领域的频繁动作,均表明公司正在快速向金融外包提供商的角色转变。金融外包市场空间数倍于传统的 ATM 机具销售,且属于较为蓝海的市場,广电运通作为该市场优势明显的领军企业,理应享受一定估值溢价。

预计公司 2014-2016 年的净利润 8.92 亿、10.8 亿、13.2 亿,每股收益分别为 1 元、1.21 元、1.47 元,对应当前股价 PE 分别为 17.1 倍、14.1 倍、11.6 倍。我们认为随着公司今年起在全国各地安保股权投资的进展,以及金融服务外包业务的快速增长,公司长期增长的巨大空间有望获得价值重估,给予“买入”评级,目标价 25 元,对应 2014 年 25 倍 PE。

8、风险提示

传统业务 ATM 机市场竞争加剧风险；

公司在金融外包服务市场的进展不达预期；

清分机、VTM 新产品推广低于预期等。

表 7、广电运通盈利预测

证券代码: 002152.sz		股票价格: 17.04		投资评级: 买入		日期: 2014-06-30			
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					每股指标				
ROE	19.5%	20.8%	21.3%	21.7%	摊薄EPS	0.79	1.00	1.21	1.47
毛利率	54.6%	58.0%	58.6%	56.8%	BVPS (最新股本)	3.89	4.62	5.50	6.57
期间费率	30.6%	29.5%	29.7%	30.2%	估值				
销售净利率	28.0%	30.3%	29.8%	26.7%	P/E	21.7	17.1	14.1	11.6
成长能力					P/B	4.4	3.7	3.1	2.6
收入增长率	16.0%	17.0%	23.4%	35.7%	P/S	5.1	5.2	4.2	3.1
利润增长率	21.9%	26.5%	21.2%	21.7%					
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
总资产周转率	0.50	0.50	0.52	0.58	营业收入	2516	2943	3630	4926
应收账款周转率	3.29	3.29	3.29	3.29	营业成本	1142	1237	1504	2131
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	35	41	50	68
偿债能力					销售费用	439	524	651	888
资产负债率	28.4%	27.5%	27.4%	29.2%	管理费用	307	354	437	593
流动比	3.21	3.41	3.50	3.32	财务费用	(10)	(52)	(61)	(64)
速动比	2.37	2.58	2.64	2.40	其他费用/(-收入)	10	(1)	1	3
					营业利润	613	838	1050	1313
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业外净收支	162	163	163	163
现金及现金等价物	1645	2147	2554	2646	利润总额	776	1001	1213	1476
应收款项	764	894	1103	1496	所得税费用	65	102	123	150
存货净额	1171	1310	1594	2255	净利润	711	899	1090	1327
其他流动资产	877	1028	1279	1741	少数股东损益	6	8	9	11
流动资产合计	4456	5379	6529	8138	归属于母公司净利润	705	892	1081	1315
固定资产	389	316	256	208					
在建工程	49	49	49	49	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
无形资产及其他	17	17	15	14	经营活动现金流	715	756	710	460
长期股权投资	65	65	65	65	净利润	711	899	1090	1327
资产总计	5055	5904	6993	8552	少数股东权益	6	8	9	11
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	40	80	65	53
应付款项	477	569	713	1027	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	481	579	724	996	营运资金变动	(42)	(609)	(1034)	(2102)
其他流动负债	430	430	430	430	投资活动现金流	(886)	73	60	48
流动负债合计	1388	1577	1867	2453	资本支出	(145)	73	60	48
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	99	0	0	0
其他长期负债	47	47	47	47	其他	(840)	0	0	0
长期负债合计	47	47	47	47	筹资活动现金流	673	(240)	(291)	(354)
负债合计	1434	1624	1914	2499	债务融资	(2)	0	0	0
股本	747	896	896	896	权益融资	11	0	0	0
股东权益	3621	4280	5079	6052	其它	664	(240)	(291)	(354)
负债和股东权益总计	5055	5904	6993	8552	现金净增加额	502	589	480	154

资料来源: 国海证券研究所, Wind

【TMT小组简介】

孔令峰：国海证券研究所副所长，东北财经大学硕士，2013年水晶球计算机行业公募排名第四名。
张广荣：主看传媒行业，山东经济学院经济学学士，北京大学软件工程硕士，2013年进入国海证券。
李响：主看通信行业，北京邮电大学硕士，两年半电子商务工作经验，2013年进入国海证券。
田庚：主看计算机行业，西安交通大学硕士，2012年进入国海证券。

【分析师承诺】

孔令峰，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。