

广电运通 (002152)

强烈推荐

行业：计算机设备

服务业务高增长持续，全年业绩无忧

近日我们走访了公司。得益于公司的股东背景、技术及资金等优势，我们持续看好未来公司在 ATM 现金全外包服务领域的高增长。此外，公司的 ATM 业务平稳增长仍在持续，而清分机及 VTM 业务有望在未来进一步增添增长动力，我们看好公司“高端制造+高端服务(1:1)”的战略推进，二次成长正在进行中。

投资要点：

◇ **安保改制受益最大，ATM 全外包服务高增长延续。**安保改制要求安保公司的收购方必须为国有绝对控股的企业，而当前行业的竞争者如三泰电子、聚龙股份、迪堡、NCR 等企业皆属于民企或者外企，公司的股东背景优势明显，加之技术、服务及资金等优势领先于业内，我们看好公司在 ATM 全外包服务的攻城掠地，上半年 60% 以上的增长则是明证，预计未来公司有望在全外包服务领域取得超越制造领域的市场份额 (23%)；

◇ **费用增速有望逐步回落。**上半年，为了扩大在服务领域的领先优势，同时公司在产品研发上保持高投入，导致管理费用及销售费用皆有较大的提升。从服务的角度来看，我们预计一个服务工程师覆盖的 ATM 台数在 20~30 台，因此以 25% 的份额 (约服务 12 万台 ATM) 测算，公司的服务工程师上限大致在 6000 人左右，对比当前近 5000 人的规模，公司未来的费用增速有望回落；

◇ **从存货、预收款看，未来整体业绩增速值得期待。**得益于农信城商行的需求发力，上半年公司的 ATM 新签订单仍保持良好增势，但由于银行对订单签收的管理更为严格，导致公司的订单签收有所滞后。需要注意的是，上半年大幅增加的存货 (16.8 亿 vs 去年同期 11.7 亿) 背后意味着潜在订单增加明显，同时预收款大增 (4.3 亿 VS 去年同期 1.9 亿元) 也是订单旺盛的佐证之一 (目前公司较少向国内银行征收预收款，预收款多来自国外订单)；

◇ **股权激励及收购扩张仍可期待。**(1) 8 月以来，广东国企改革动作频频，16 日出台《关于全面深化国有企业改革的意见》，近日又要求省属企业尽快制定二、三级企业改革实施方案，于 9 月底前报送省国资委。公司属于国资委控股且处于完全竞争市场，有望受益于制度红利释放；(2) 同时，若公司的改革能得到推动，加之管理层调整，未来管理层业绩释放动力将进一步加强，则公司的雄厚现金实力也将能得到充分的展示；

◇ **维持“强烈推荐”评级。**我们预计 14-16 年 EPS 0.98/1.23/1.56 元，对应当前股价 19/15/12 倍。公司的短期业绩有支撑，长期成长性仍然突出，目标价 23.52 元，当属当前计算机板块少有的稳健型的高性价比投资标的；

◇ **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	24.00	19.24	15.28	12.06
P/B	4.85	4.01	3.33	2.72
EV/EBITDA	24	19	14	11

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

6-12个月目标价： 23.52

当前股价： 18.87

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)	169
流通市值(亿元)	163
成交量(百万股)	8.91
成交额(百万元)	166.45

股价表现



相关报告

《广电运通-软硬兼顾，下半年会更好》

2014-08-26

《广电运通-跟踪报告：二次成长正在开启，持续推荐》2014-06-24

《广电运通-被低估的成长空间：近有业绩，远可憧憬》2014-05-29

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相关系统解决方案提供商，是中国规模最大的 ATM¹（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%。

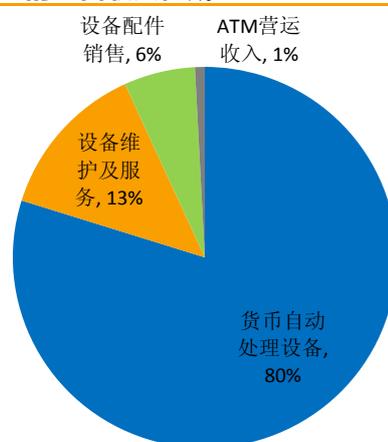
自成立以来，公司一直致力于核心技术的自主研发，是国内唯一一家掌握循环机核心技术的厂家，其中拥有自主出钞机芯、自主循环机芯的 N 系列产品的发货量已超过公司 ATM 全年总发货量的 90%。

图 1 公司的业务范围



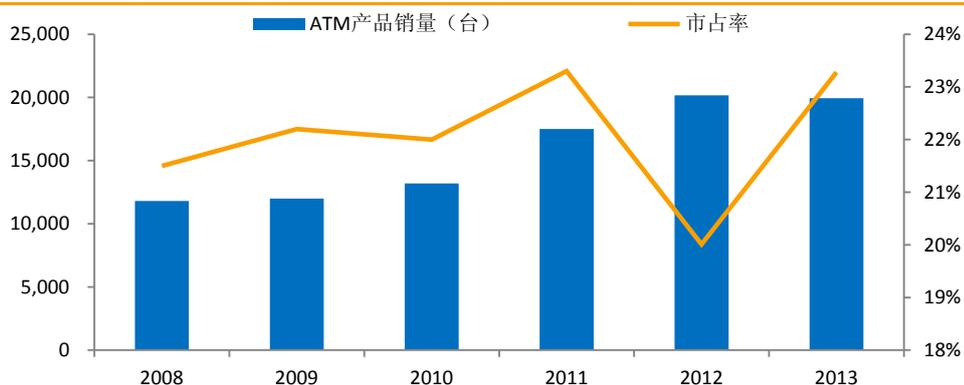
资料来源：公司网站、中投证券研究所

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

¹ 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）。

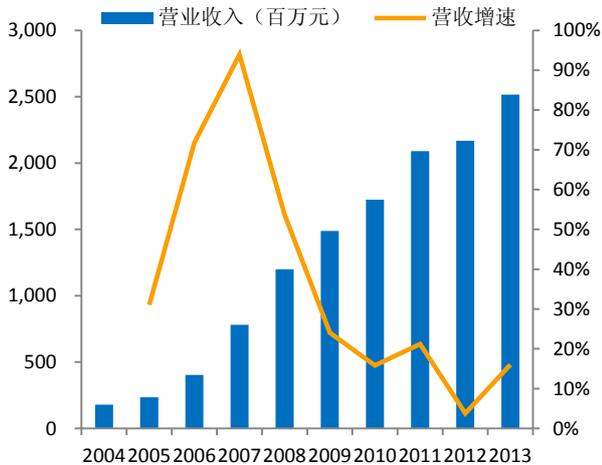
1.2 新挑战：进军高端服务，新一轮增长开启

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。

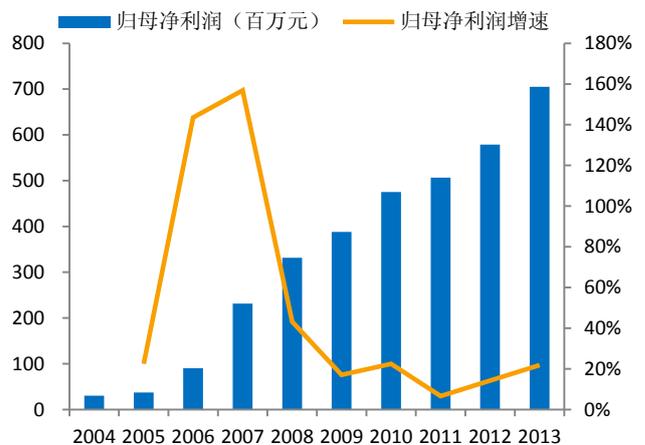
根据公司的规划，未来高端制造及高端服务在公司的收入及利润构成中将形成 1:1 的格局，公司新一轮的增长正在开启。

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%)



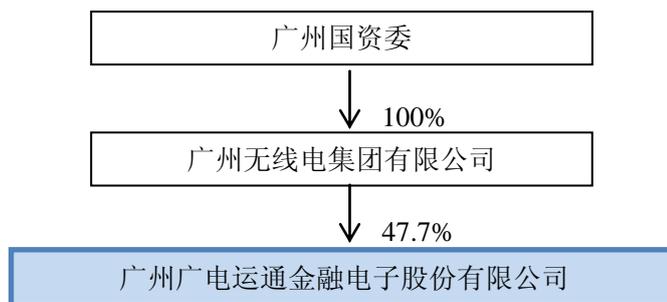
资料来源：Wind、中投证券研究所

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	5055	6001	7280	8800
流动负债	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
非流动负债	47	43	45	44
长期借款	0	0	0	0
其他	47	43	45	44
负债合计	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
负债和股东权益	5055	6001	7280	8800

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-359	912	611	806

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	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
营业利润	613	796	1045	1375
营业外收入	164	180	198	218
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	776	975	1241	1591
所得税	65	88	124	175
净利润	711	887	1117	1416
少数股东损益	6	8	10	13
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	24.00	19.24	15.28	12.06
P/B	4.85	4.01	3.33	2.72
EV/EBITDA	24	19	14	11

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学士、财务与投资管理硕士。

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

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

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

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