

2015年5月4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
证券分析师：田庚 S0350514110001
010-88576878-809 tiang@ghzq.com.cn

重点关注金融外包业务进展

——广电运通（002152）跟踪点评

事件：

广电运通 2015 年第一季度营业收入 6.97 亿元(+27.35%)，归属于上市公司股东净利润 1.7 亿元(+8.57%)。

点评：

1. 预计全年业绩稳健增长

公司近三年一季度营业收入、净利润占全年的比重均在 20%左右，一季报业绩或预示全年业绩稳健增长。净利润增速大幅低于营业收入增速的原因是营业成本和销售费用的提升，我们判断原因是收入结构变化所导致，ATM 产品毛利率尚无明显下滑趋势。2014 年底 ATM 产品订单 38.8 亿元，同比增长 34.4%，货币自动处理设备期末库存量 30994 台，同比增长 69.9%，产品销售预期良好。

2. 银行对于外包服务需求迫切，公司进展明显加速

高端服务布局正在加快。公司通过非公开发行募集资金 37.3 亿元，其中 19.6 亿元用于建设全国金融外包服务平台，17.7 亿元用于补充流动资金（主要是投资武装押运公司）。

一般银行投放自助设备，会涉及选点-选型-实施安装-调试-运维-现金服务-技术保障-后台运行指标监控等多个环节，自助设备在安装完成之后后续服务链条很长。在国外，ATM 机服务外包非常普及，比如日本 80%以上都是交给专业公司去做；老牌的货币自助设备制造商如 NCR、迪堡服务业务收入占比在 50%以上。银行如果自行实施这些环节，对银行的人力、物力、财力是极大的浪费，这并不符合社会精细化分工的趋势，银行需要专业公司在其非核心业务上提供专业服务。特别是一些中小银行，通过外包可以在较低成本的前提下实现网点的迅速布局。公司测算外包可以帮助银行降低成本 10-15%，效果非常明显。

从银行的角度来看，将业务外包最重要的是控制风险，所以会尽可能选择与资质好、信誉度高、有成熟模式和丰富经验的厂商合作。广电运通作为国内 ATM 产业龙头，不只是在销售的市场份额上遥遥领先，同时也构建了行业内覆盖面最广、响应速度最快的服务保障网络，已经在全国 32 个省市建立 700 多个服务站，具备全服务外包的基础和能力，技术+安全的模式给客户很强的信心。而且现在大多数公司只能从人力外包的角度去做金融外包，广电运通的层级显然更高，业务深入到银行现金流转的每一个环节。

根据定增项目规划，公司将在未来 3 年在 30 个城市投资建设金融外包服务平台，未来 2-3 年投资 20-30 家武装押运公司。虽然 09 年国务院就发布《保安服务管理条例》要求安保脱钩，2012 年 12 月公安部也曾发布《关于加快推进公安机关保安企业脱钩改制工作的通知》，要求在 2013 年 12 月之前完成改制，但由于安保脱钩涉及枪

支管理、人员分配等问题难度较大。据了解，近期公安系统多次电话会议强调安保脱钩问题，许多地方性质的安保公司股权也在产权交易中心出售，相信安保投资公司的股权收购动作会加快。

3. 有别于市场的认识

市场认为公司作为制造型企业，盈利还是主要来自自助设备销售，运营属性不强，并且“互联网+”布局不够明确。我们认为，公司“高端制造+高端服务”已经初见成效，设备维护及服务收入从2012年的2.3亿增长至2014年的5.7亿，占比从10.7%增长到18.2%，收入结构发生明显改变，而且服务占比还将不断提升，预计在三年内“高端服务”收入占比将达到50%以上，公司的主要收入来源从一次性销售设备转为可持续的服务性收费。而且ATM是线下天然的金融入口，可挖掘价值巨大，特别是在社区金融、农村金融等蓝海市场，ATM所承担的角色更为重要，公司已经占据极佳的卡位优势，申请支付牌照暗示向更深层次金融服务布局的可能。

市场短期过于关注银行卡清算牌照，且忽视广电运通的软件能力。我们认为，银行卡清算牌照放开有利于产业各方提供差异化、多样化服务，通过公开透明的市场竞争提升服务水平，利益再分配有利于新的入场者，但目前为止广电运通并未在公开场合披露申请银行卡清算牌照。需要关注的是，广电运通在软件产品方面有很强的技术储备，自主开发了银行终端、前置端及其主机系统软件，其中包括金融交易交换平台FEEL Switch，银行卡系统CardElite。FEEL Switch已服务超过50家海内外金融机构，管理近8000台ATM设备和20000台POS终端，在缅甸的23家银行中有9家银行在使用运通国际的支付清算系统。

市场低估国企改革为公司带来的实质性改变。公司的非公开发行对象之一为广州证券鲲鹏运通1号定向资产管理计划，该计划有广电运通部分董事、监事、高管及核心骨干员工认购。员工持股计划标志着公司的国企改革迈出重要一步。实际控制人广州市国资委在国企改革方面走在全国前列，控股上市公司白云山、广州浪奇、广州友谊等通过定增、引入战略投资者、员工持股完善公司治理结构，提高运作效率，不排除公司下一步深化国企改革的可能性。

4. 维持买入评级

考虑定增对股本的摊薄，预计2015-2017年每股收益0.96元、1.19元、1.58元，对应PE40.4倍、32.8倍、24.5倍，公司成长性被明显低估，维持“买入”评级。

风险提示：现金外包进展不达预期、新产品推广情况不达预期。

证券代码: 002152.sz 股票价格: 38.85 投资评级: 买入 日期: 2015-05-04

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	18.7%	20.4%	20.9%	22.7%	摊薄EPS	0.73	0.96	1.19	1.58
毛利率	54.8%	57.3%	56.4%	55.9%	BVPS (最新股本)	3.75	4.53	5.50	6.79
期间费率	34.1%	32.6%	32.9%	33.3%	估值				
销售净利率	25.6%	25.9%	24.0%	22.3%	P/E	53.2	40.4	32.8	24.5
成长能力					P/B	10.4	8.6	7.1	5.7
收入增长率	25.3%	30.2%	33.3%	43.6%	P/S	11.1	10.5	7.9	5.5
利润增长率	14.5%	31.7%	23.5%	33.6%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.47	0.51	0.55	0.61	营业收入	3152	4103	5468	7853
应收账款周转率	4.53	4.53	4.53	4.53	营业成本	1424	1753	2384	3461
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	48	62	83	119
偿债能力					销售费用	580	765	1025	1477
资产负债率	34.9%	35.7%	37.1%	39.8%	管理费用	451	583	776	1115
流动比	2.57	2.60	2.56	2.43	财务费用	(5)	(74)	(85)	(93)
速动比	1.78	1.80	1.72	1.55	其他费用/(-收入)	54	19	28	34
					营业利润	708	1033	1313	1809
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	209	163	163	163
现金及现金等价物	2492	3074	3558	3892	利润总额	917	1196	1476	1972
应收款项	696	906	1208	1735	所得税费用	99	120	148	197
存货净额	1786	2276	3092	4487	净利润	817	1076	1329	1775
其他流动资产	877	1146	1543	2224	少数股东损益	10	13	16	22
流动资产合计	5851	7402	9401	12338	归属于母公司净利润	807	1063	1313	1754
固定资产	544	440	355	287					
在建工程	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	85	85	77	68	经营活动现金流	1109	806	747	684
长期股权投资	66	66	66	66	净利润	817	1076	1329	1775
资产总计	6644	8092	9998	12858	少数股东权益	10	13	16	22
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	57	117	97	79
应付款项	551	752	1056	1562	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1142	1509	2026	2931	营运资金变动	224	(1537)	(2336)	(4014)
其他流动负债	586	586	586	586	投资活动现金流	(137)	104	85	68
流动负债合计	2279	2848	3668	5080	资本支出	(109)	104	85	68
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(1)	0	0	0
其他长期负债	38	38	38	38	其他	(27)	0	0	0
长期负债合计	38	38	38	38	筹资活动现金流	(390)	(197)	(244)	(326)
负债合计	2317	2885	3706	5117	债务融资	0	0	0	0
股本	897	1107	1107	1107	权益融资	27	0	0	0
股东权益	4327	5206	6291	7741	其它	(417)	(197)	(244)	(326)
负债和股东权益总计	6644	8091	9997	12858	现金净增加额	582	712	588	426

资料来源: Wind、国海证券研究所

【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，除法律规定的情况外，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%。