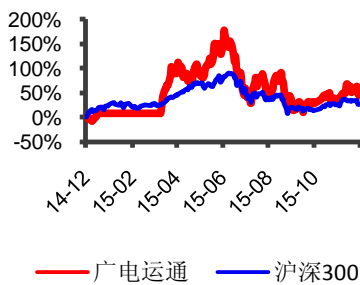


2015年11月26日

**——广电运通（002152.SZ）深度报告**

评级：推荐

**52周走势**

**报告作者**

分析师：牧原

执业证书编号：S0590515040002

**联系人**

钱栋彪

电话：0510-82832053

 Email: [qiandb@glsc.com.cn](mailto:qiandb@glsc.com.cn)
**独立性申明**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

➢ 公司是典型的互联网平台型企业。公司是全球领先的金融机具供应商和系统解决方案提供商，是国内市占份额最大的ATM机具制造商，同时也是国内轨道交通领域领先的AFC（自动售检票系统）设备供应商。2014年公司在国内ATM市场销售市占率达到26%，2010-2015年公司ATM设备销量CAGR达到15%以上。

➢ ATM保有量仍将快速成长，国产化进程确定。截止至2015年三季度，全国联网ATM设备达到84.08万台，2010-2015年5年CAGR达到22.14%，但是国内每百万人对应ATM数量382台，远低于西欧地区的786台/百万人以及北美地区的1376人/百万台，我们预计伴随着国内金融环境的持续改善，我国ATM设备保有量仍将处于快速提升态势。同时“棱镜门”事件后，金融机具国产化提速，公司作为国内唯一具备研发制造取款机和一体机出钞机芯的整机厂商，预计将分享国产化红利。

➢ 现金服务外包业务将成新蓝海。银行业服务外包已成明确趋势，伴随国内ATM设备保有量的快速提升，公司作为原始设备供应商，在获得设备维护保养订单方面具备天然优势。同时，受益于安保服务与地方公安机脱钩政策，国有背景将助力公司争夺现金押运市场份额，我们判断，公司通过整合武装押运、金库、清分中心等关键环节，有望为提升产业链整体效率。

➢ 给予“推荐”评级，目标价47元。预测公司2015-2017年每股收益1.01、1.19及1.40元。参考可比公司估值，同时考虑公司在ATM设备领域的龙头地位，以及金融机具国产化的明确趋势，我们给予公司2016年40倍PE，对应价格在47元，给予“推荐”评级。

➢ 风险提示：（1）ATM设备国产化推进不达预期；（2）ATM设备销售市场竞争激烈至公司市场份额丢失

	更新日期：	15/11/26	收盘价：	29.85
损益表预测	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	3,151.9	3,958.9	5,098.5	6,515.5
YOY(%)	25.3%	25.6%	28.8%	27.8%
归母净利润（百万元）	807.4	904.0	1,065.7	1,257.9
YOY(%)	14.5%	12.0%	17.9%	18.0%
EPS（元）	0.90	1.01	1.19	1.40

数据来源：国联证券研究所

## 目录

目录	2
1. 广电运通简介	3
1.1 ATM机具龙头，强势延伸机具服务市场	3
1.2 广州市国资背景，国企改革值得期待	4
2. 金融机具龙头，寡头地位贡献稳健业绩	4
2.1 ATM：寡头地位+自产机芯，上看国产化空间	4
2.2 重塑业务体系，VTM成必然趋势	8
3. 金融服务板块启动，再造一个“广电运通”	11
3.1 保有量提升，机具维保收入增长	11
3.2 现金服务外包市场成新蓝海	12
4. 盈利预测	13
5. 估值与评级	16
6. 风险提示	16

## 1. 广电运通简介

### 1.1 ATM 机具龙头，强势延伸机具服务市场

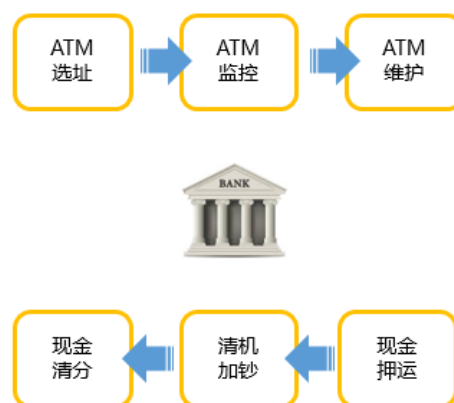
公司是全球领先的金融机具供应商和系统解决方案提供商，是国内市占份额最大的 ATM 机具制造商，同时也是国内轨道交通领域领先的 AFC（自动售检票系统）设备供应商。

图表 1: 公司业务范围



资料来源：公司公告 国联证券研究所

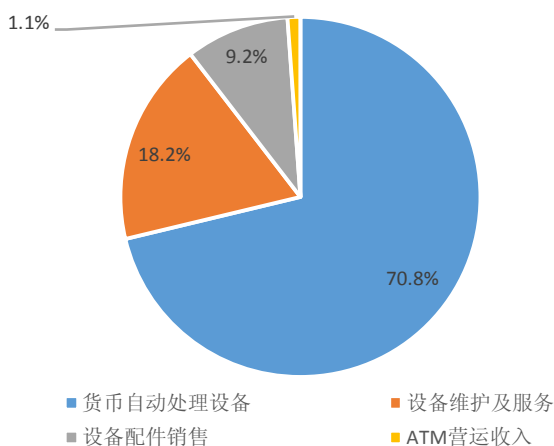
图表 2: 公司金融机具后服务产品



资料来源：公司公告国联证券研究所

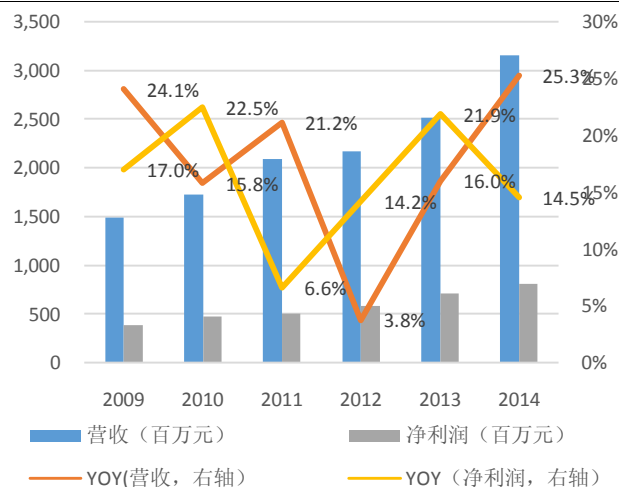
公司以金融机具龙头地位为基础，同时开拓围绕优势产品的设备维保及后续运营外包服务，参照公司规划，未来金融机具制造业及金融服务板块在公司收入及利润构成中将形成 1:1 格局，我们认为，伴随着 12-13 年公司金融服务业务的高速增长，公司新一轮高速增长正在开启。

图表 3: 2013 年公司主营构成



资料来源：公司公告 国联证券研究所

图表 4: 公司营收、利润增速重回上升轨道



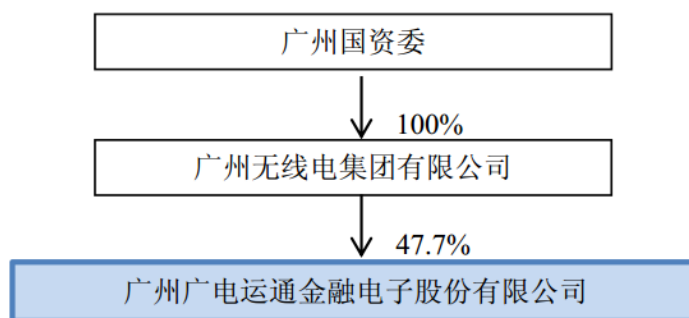
资料来源：公司公告国联证券研究所

## 1.2 广州市国资背景，国企改革值得期待

公司前身广州市广电运通金融电子有限公司，于1999年由广州市国资军工背景的广州无线电集团出资设立，后进行股份制改制并于2007年在中小板挂牌上市。

公司控股股东广州无线电集团有限公司，持股47.77%，实际控制人广州市国资委。2014年10月，同一控制人旗下的海格通信（002465.SZ）以向特定对象定向增发形式进行国企改革和员工持股试点，我们认为，在此背景下，伴随着广州市范围内竞争性领域国有企业改革的先行推进，公司有望分享政策红利。

图表 5: 公司股权结构图



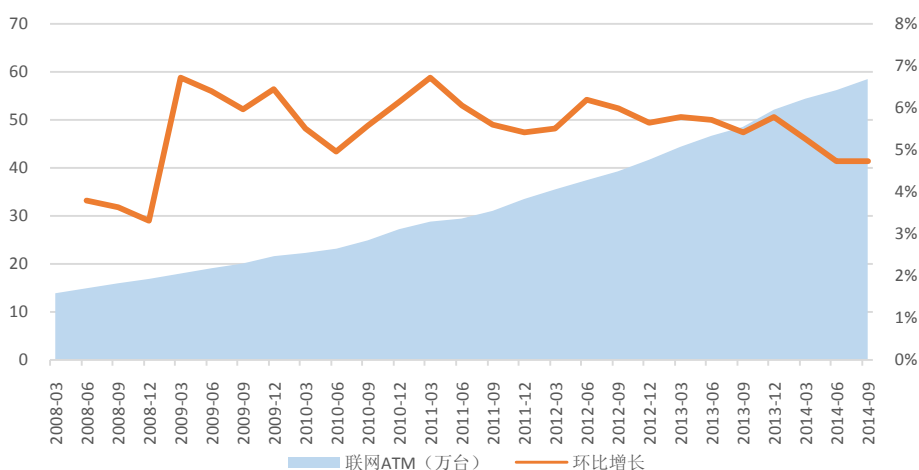
资料来源：公司公告国联证券研究所

## 2. 金融机具龙头，寡头地位贡献稳健业绩

### 2.1 ATM: 寡头地位+自产机芯，上看国产化空间

ATM 市场总体稳步增长，15 年换机高峰来临。截止至 2013 年底，我国联网 ATM 设备达到 52 万台，超过北美成为全球最大 ATM 市场。参考人行数据，自 2008 年以来，我国 ATM 保有量年均复合增长率超 25.7%，其中 2013 年年度联网 ATM 数量新增 10.44 万台，同比增长 27.6%。

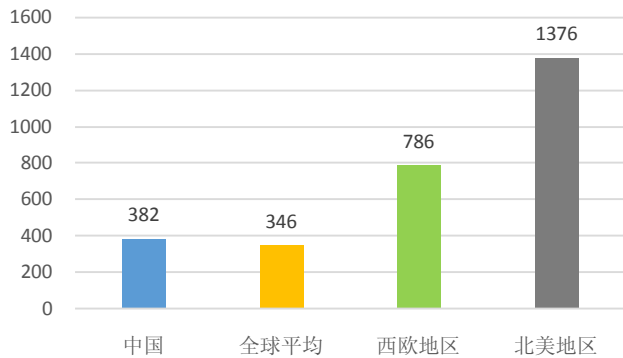
图表 6: 我国联网 ATM 机具稳步增长



资料来源：中国人民银行国联证券研究所

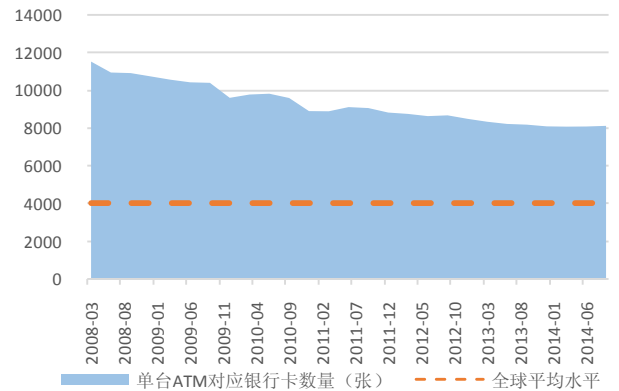
从人均保有量来看，2013年我国每百万人拥有ATM382台，距离西欧每百万人786台和北美每百万人1376台仍有较大差距；而单台ATM支持银行卡数量上，2013年国内单台ATM平均对应银行卡8104张，远高于4000张国际平均水平，以上两点，也从一个侧面反映出我国联网ATM市场仍有较大增长空间。

图表 7: 2013 年我国每百万人均 ATM 数量 (台)



资料来源: 中国人民银行国联证券研究所

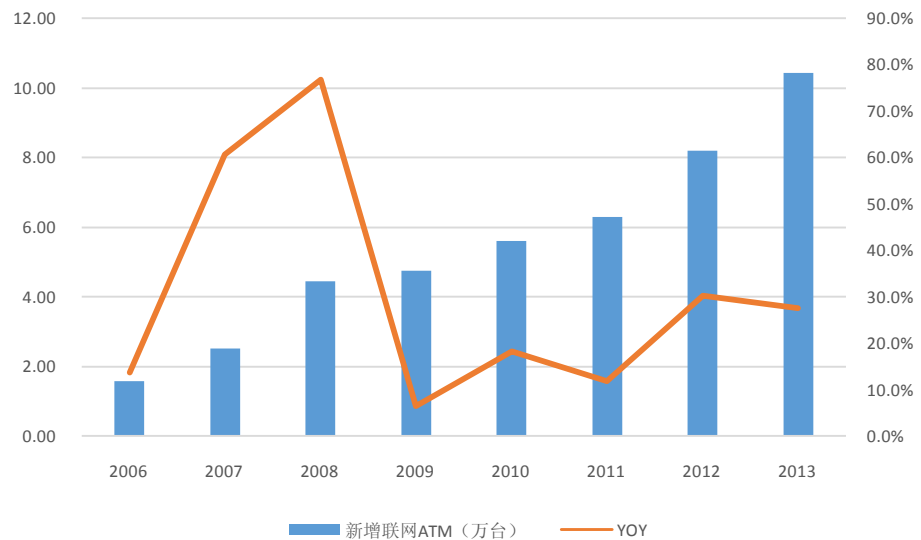
图表 8: 我国单台 ATM 对应银行卡数量 (张)



资料来源: 中国人民银行国联证券研究所

国内ATM市场在2007年进入爆发式增长阶段，随后在2009年增速下滑至6.5%，标志着这一轮快速增长周期的结束。按照ATM机具平均寿命在7-8年测算，国内ATM机具市场在2014-2016年间正在迎来换机需求的高峰，将带动行业增速维持在25%以上的增速。

图表 9: 2014-2015 年将迎来国内 ATM 机具换机高峰

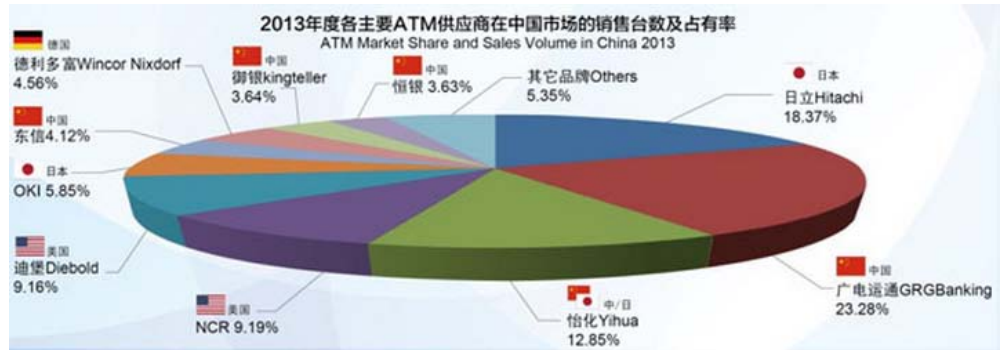


资料来源: 中国人民银行国联证券研究所

**公司占据国内ATM机具供应商龙头地位。**参考《金融时报》统计，我国市场上主要的ATM供应商仍为广电运通、日立、怡化、NCR、迪堡 (Diebold)、OKI、德利多富 (Wincor Nixdorf)、东方通信等几家。根据2013年度各厂商的市场销量显示，前五位排名分别为广电运通、日立、怡化、NCR、迪堡。其

中，广电运通以 19940 台的年度销售量，连续六年位居中国 ATM 市场销量第一名，占比约 23.28%。

图表 10: 2013 年度我国 ATM 供应商市占份额情况



资料来源：金融时报国联证券研究所

图表 11: 全球主要 ATM 品牌于中国市场销量及市占率情况

厂商	2008年			2009年			2010年			2011年			2012年			2013年		
	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次	台数	占比	名次
广电运通(中国)	11800	21.5%	1	12000	22.2%	1	13200	22.0%	1	17500	23.3%	1	20170	20.01%	1	19940	23.28%	1
NCR(美国)	10500	19.1%	2	9500	17.6%	2	8800	14.7%	3	12000	16.0%	3	8800	8.73%	5	7870	9.19%	4
日立(日本)	8300	15.1%	3	8500	15.7%	3	10000	16.7%	2	14000	18.7%	2	19100	18.95%	2	15740	18.37%	2
德利多富(德国)	6880	12.5%	4	6000	11.1%	6	3500	5.8%	6	3500	4.7%	8	4420	4.39%	8	4400	4.56%	7
迪堡(美国)	6800	12.4%	5	7000	13.0%	4	7200	12.0%	5	6000	8.0%	5	10820	10.73%	4	7850	9.16%	5
怡化(中/日)	5700	10.0%	6	6900	13.0%	5	7600	12.7%	4	8200	10.9%	4	14200	14.09%	3	11010	12.85%	3

资料来源：金融时报国联证券研究所

公司是唯一拥有自产机芯的国产厂商。ATM 机芯是 ATM 机最重要的核心部件，在高可靠性要求下，全球具备成熟的 ATM 机芯设计制造能力的企业仅富士通、日立、OKI、德利多富、NCR 等少数企业手中，国产厂商多采用进口机芯进行装配，外资企业的技术垄断也造成了进口机芯的价格常年居高不下，以国产 CRS 设备为例，进口自 Hitachi（日立）的存取款一体机芯的价格达到了整机成本的 70%。

图表 12: 国内主要 ATM 设备采购机芯情况

派系	公司	ATM	CRS	机芯	设备市场份额（截至 2013 年底）
国产系	广电运通	✓	✓	自主机芯	23.28%
	中钞科堡		✓	奥科堡	NA
	御银股份	✓	✓	富士通	3.64%
	恒银金融	✓	✓	日立	3.63%
	东方通信	✓	✓	德利多富（CRS）	4.12%
				自主机芯（ATM）	
深圳怡化		✓	OKI（CRS）	12.85%	
日韩系	OKI		✓	自主机芯（CRS）	5.85%
	日立		✓	自主机芯（CRS）	18.37%

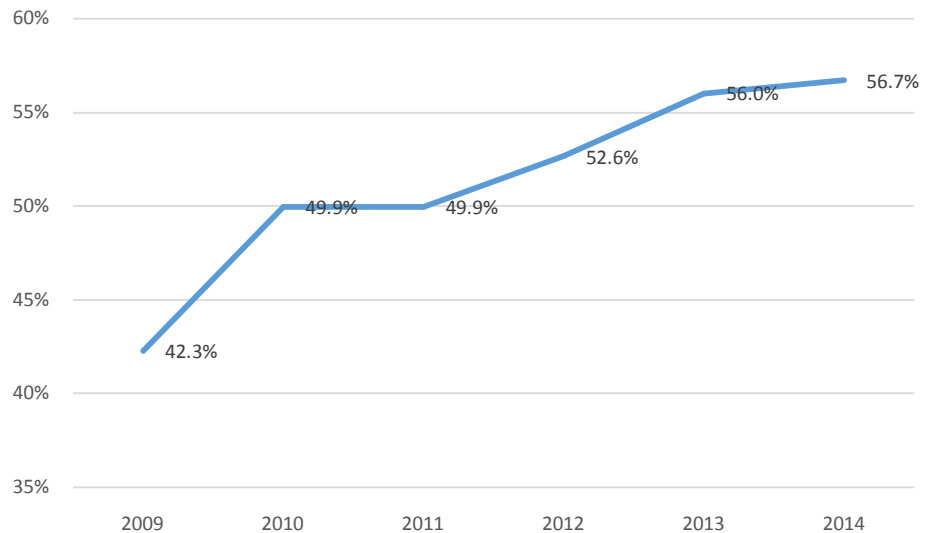
	晓星	✓	✓	自主机芯	NA
欧美系	NCR	✓	✓	自主机芯、富士通	9.19%
	迪堡	✓	✓	自主机芯	9.16%
	德利多富	✓	✓	自主机芯	4.56%

资料来源：金融时报国联证券研究所

至 2005 年,公司自主知识产权的现金识别模块(取款机机芯)通过信产部、公安部及人民银行认证,标志着 ATM “中国芯”的诞生。至 2013 年初,公司自主研发的循环机芯(存取款一体机机芯)通过工信部鉴定,至 2015 年,公司绝大部分取款机产品已搭载自产机芯出货,在存取款一体机方面,搭载了公司自产循环机芯的 CRS 产品向土耳其 Ziraat Bank (土耳其农行)的批量供货,成为一个标志性事件,显示了公司自主研发的循环机芯可靠性已经得到了客户的广泛认可。

**自主机芯带来公司毛利率水平的不断提升。**受益于自主机芯应用比率的不断提升,公司自 2009 年后 ATM 设备毛利率呈现持续上升趋势。参考公司公告,2009 年全年,公司 ATM 产品销售毛利率 42.3%,其后一路上扬,至 2014 年年末,毛利率水平达到 56.7%。我们认为,伴随着公司自主机芯在 CRS 产品中渗透率的继续提升,公司 ATM 类产品毛利率水平持续提升是必然趋势。

图表 13: 公司 ATM 类产品毛利率水平持续提升



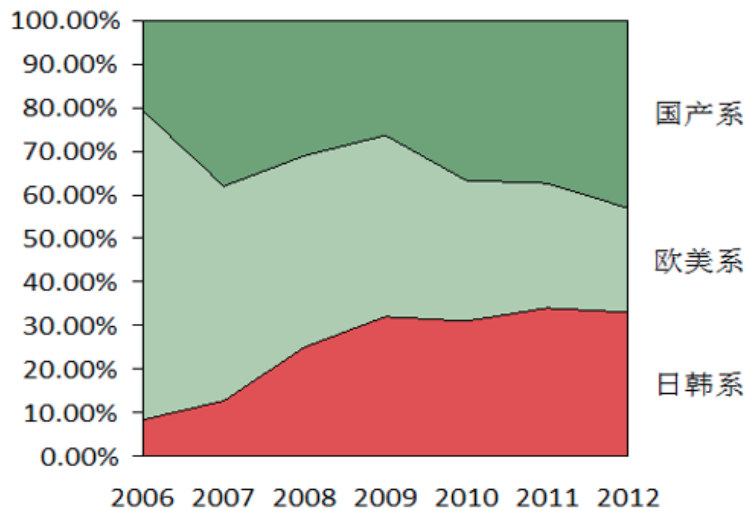
资料来源：公司公告国联证券研究所

**国产化趋势下行业龙头将成最大受益方。**自“棱镜门”事件发生以来,去 IOE 上升至国家战略层面,强调“自主可控”,鼓励国产设备实现进口替代,成为了上下最强烈呼声。2013 年十月,工信部联合国务院相关部委,出台《信息化发展规划》,强调加快推进我国信息化事业发展,促进工业领域信息设备国产化,2013 年 12 月银监会召开银行业信息科技风险管理年会,银行业自主可控提上议程。至 2014 年 9 月,银监会正式发文,要求各商业银行注重“信息化

设备的安全可控”，直指银行业严重的进口设备垄断带来的安全隐患。

从国内 ATM 市场来看，2006-2013 年，国产厂商市场份额始终位于 40% 以下，且作为核心部件的机芯多采用进口产品（仅广电运通实现自主机芯量产）。参考金融时报数据，2013 年我国 ATM 销量前五名合计占据 73% 市场份额，寡头格局日益显现，而其中国产厂商仅广电运通一家。

图表 14：我国 ATM 市场各系市占率演化情况



资料来源：金融时报国联证券研究所

**进口机芯关税调整，利好自主机芯厂商。**2014 年初，北京海关商品归类办公室公告，拟将应用于存取款一体机（CRS）设备的循环机芯进口关税由原先的 1% 上调至 10.5%，相应公司需补交税差。国内除广电运通外的 CRS 供应商都必须依赖进口循环机芯，机芯成本占据产品总成本的 60%-70%，以御银股份（002177.SZ）为例，年报显示 2014 年其 ATM 产品毛利率 41.05%，若终端产品销售价格不变，机芯进口关税的提高，将直接造成其整体 ATM 业务毛利率下滑 3.4-3.9 个百分点，这一数字对大多数中小型 ATM 设备制造商而言是不可接受的。我们认为，伴随着机芯关税的快速调整，对具备自主机芯制造能力的广电运通将形成长期利好。

## 2.2 重塑业务体系，VTM 成必然趋势

**VTM 系统实现服务体验、营业时间及柜台效率三重提升。**VTM（Virtual Teller Machine，虚拟柜员机）本质上是 ATM 机具的衍生，在具备存取款功能的基础上，集成远程视频、身份认证、电子签名及桌面共享系统，实现对公对私、国际国内、本外币、金融理财等全方位金融服务。此外，像身份采集、资料扫码、票据收纳、回单打印盖章等，均可经由 VTM 系统实现。从理论上讲，VTM 系统能够覆盖 95% 以上的传统柜台业务，提供 7\*24 小时不间断服务，实现柜台分类和客户分层服务，全方位提升银行业网点客户体验及服务效率。



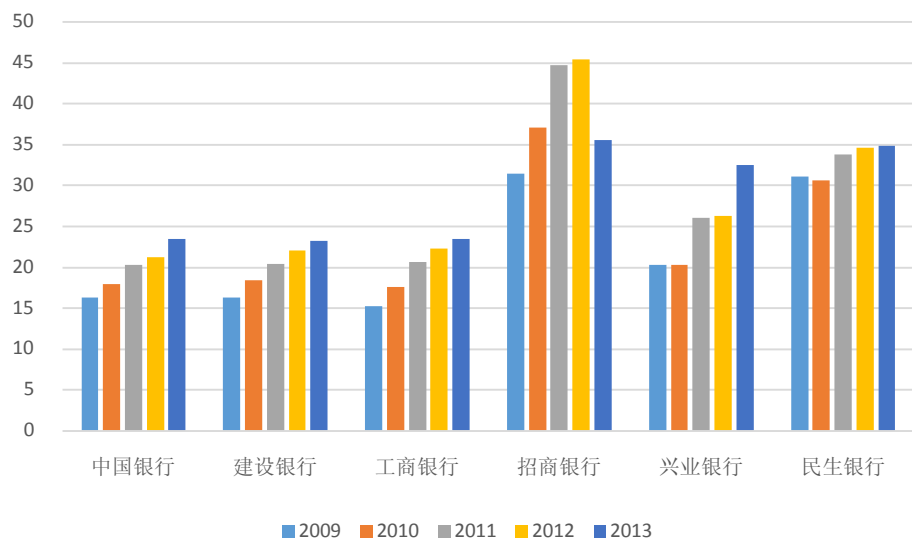
图表 15: 广电运通 VTM 终端应用实例



资料来源: 国联证券研究所

**VTM 系统成为银行网点低成本扩张的关键。**传统银行网点建设成本高、审批周期长,此外日益增长的人工及网点租金也在不断推升传统营业网点的运营成本。在此背景下,如何削减成本、实现网点的快速扩张,成为了银行业,尤其是大量中小银行的迫切需求。

图表 16: 国内主要银行人均薪酬持续增长



资料来源: 各公司公告国联证券研究所

从成本投入上看,VTM 相较于人工柜台优势显著。尽管当前具备现金存取功能的单台 VTM 报价在 40 万元人民币上下,但从长期看,一旦 VTM 系统实现规模推广,单台机具价格有望下探至 20-25 万元(略高于存取款一体机 15 万元/台),若参考 ATM 机具平均 7-8 年的使用寿命,则单台 VTM 每年折旧摊销

在 3 万元左右，仍较雇佣人工成本有较大优势，同时 VTM 系统具有占地面积小，且可以实现 7\*24 小时开机的特点，综合使用成本较人工柜台优势明显。

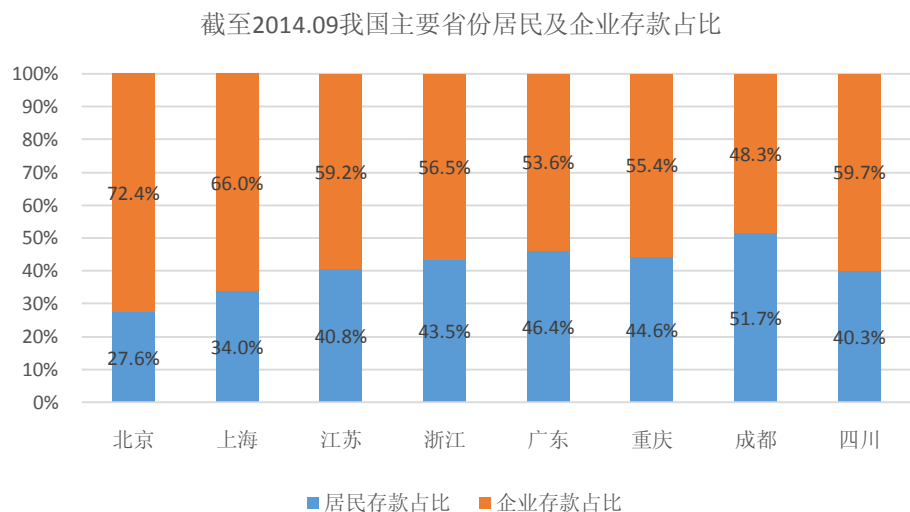
图表 17: VTM 运营网点较人工柜台有较大成本优势

	人工网点		VTM 网点
营业面积	300 平米 (10 窗口)		80 平米 (10 机具)
人员配备	主管领导 1 人	会计出纳 2 人	远程柜员 10 人 (8 小时倒班)
	大堂经理 2 人	理财销售 2 人	
	业务经理 1 人	柜员 10 人	
	合计 18 人 (8 小时工作)		
区域设置	现金区高柜、非现金区低柜、自助区、VIP 客户室、客户等候区、大堂柜台		远程柜员办公区 网点自助服务区
设施配备	IT: 办公电脑、点钞机、打印机、排队机、电子显示屏、自助设备、清分机具		IT: VTM*10、服务器、远程柜员电脑
	安防: 防弹玻璃、防盗门、监控系统、保险柜、消防设施		安防: 监控系统、消防设施
	运维: 水电气、办公耗材、现金押运		运维: 电力、现金押运
部署周期	6 个月		1-3 个月

资料来源: 华为 VTM-Solution 国联证券研究所

我们认为 VTM 的出现，所经历的正是银行业重塑业务流程、控制运营成本的大背景。借由 VTM 设备，银行业有望从传统的、繁琐的基础业务中解放出来，将更多的精力专注于高端零售业务及新型产品开发。同时 VTM 的出现使得中小银行有机会以较小的成本实现服务网络的快速扩张，甚至比肩四大行，实现对份额的抢占。

图表 18: 城乡居民储蓄存款构成了银行业存款余额的半壁江山



资料来源: 中国人民银行国联证券研究所

市场空间上，参照中国银行业协会数据，当前我国金融机构营业网点总数

超过 20 万家，保守假设若未来平均单个银行网点配备 VTM 机具 2.5 台，单台价格 20 万元人民币，则市场空间超过 1000 亿，若考虑 VTM 普及后社区银行及离行式网点的将有机会快速推广，则仅国内市场，VTM 机具市场空间远超过 1000 亿级别。

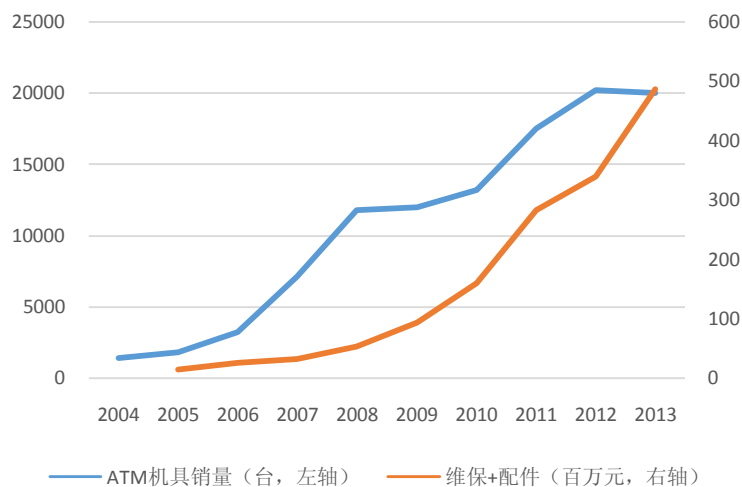
**公司占据 VTM 市场先机。**当前 VTM 设备在国内尚处于试用阶段，公司作为国内第一家推出 VTM 的厂商，研发能力强大，项目经验丰富，是国内 VTM 推广应用情况最良好的厂商之一。自 2012 年 7 月交通银行、广发银行在国内率先推出视频银行服务以来，广电运通作为项目参与方积极投身项目建设，积累了丰富的项目应用经验。目前公司 VTM 设备已分布于国内 30 多个省、自治区及直辖市，2013 年年底，公司获得德国商业银行及土耳其农行 VTM 设备订单，助力海外商业银行网点升级换代。我们认为在 VTM 市场，广电运通是占据先机的新进入者，未来作为 VTM 行业的领路人，公司有望分到最大一块蛋糕。

### 3. 金融服务板块启动，再造一个“广电运通”

#### 3.1 保有量提升，机具维保收入增长

ATM 机具属大型精密设备，且具有高使用频次的特点，为保障 7\*24 全天候工作，要求设备具备极高的可靠性，必须定期进行保养维护。国内 ATM 机具平均寿命在 8 年左右，考虑新设备销售后的 2-3 年由原厂商提供免费保修，ATM 机具在免费保修期结束后即进入 5-6 年的有偿维保阶段，在此过程中银行客户通常通过招投标确定维保服务供应商，作为原始设备厂商，此时将具有明显的竞争优势。

图表 19: 公司维保+配件收入与 ATM 机具销量关系

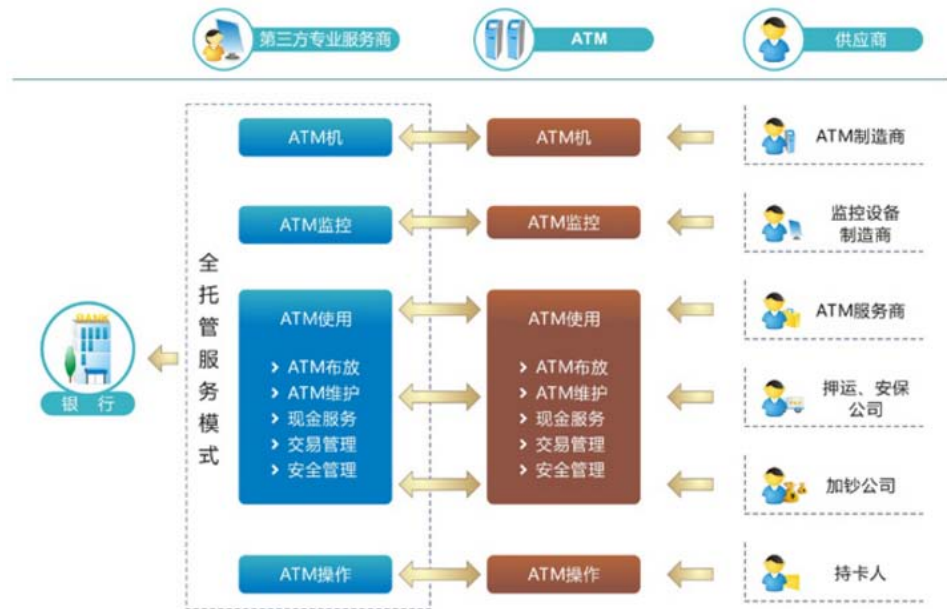


资料来源：公司公告国联证券研究所

### 3.2 现金服务外包市场成新蓝海

围绕金融机具的全外包服务正在成为主流趋势。除 3.2 节提到的 ATM 设备的选择布放及维修保养外，涉及相关设备的现金加钞、清机押运、现金清分等业务正在成为银行系统进行服务外包的主要选项。

图表 20: 银行服务外包成为趋势



资料来源：国联证券研究所

参考行业内统计，单台 ATM 设备外包，银行每年需支付 8-10 万元的外包服务费用，而银行业将彻底从大量分散的 ATM 设备的运营管理工作中解脱出来，获得了将更多资源投向核心业务的能力。参考金融时报数据，截止至 2014 年底，我国联网 ATM 设备 61.49 万台，仅此一项，服务外包市场规模即达到 600 亿元人民币。

2013 年起，公司提出“高端制造+高端服务”双轮战略，开始不断拓展面向银行的高端服务外包市场。2015 年初，公司宣布 37 亿元定增预案，面向控股股东广州无线电集团及员工持股公司募集资金，进一步加码金融服务外包市场。

**安保脱钩为公司切入外包服务市场提供良机。**当前现金武装押运业务具有强烈的区域性、垄断性性质，运营管理市场化程度较低，武装押运、金库、清分中心等关键环节独立运营各自为政，整体产业链呈片段化，运营效率低下。

2009 年国务院发布《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。由于安保脱钩涉及多方利益，此后进展缓慢，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 年年底完成。公安部同时对各地保安企业脱钩改制情况进

行监督巡视。至此各地保安企业脱钩改制进程加速，参考武汉地方经验，原武汉市公安局下辖的武汉市融威押运保安服务有限公司在完成脱钩改制后，由武汉经济发展投资集团公司领导管理，同一时期，浙江省内国有保安公司资产也已经完成由公安机关向当地国资委转移的工作。

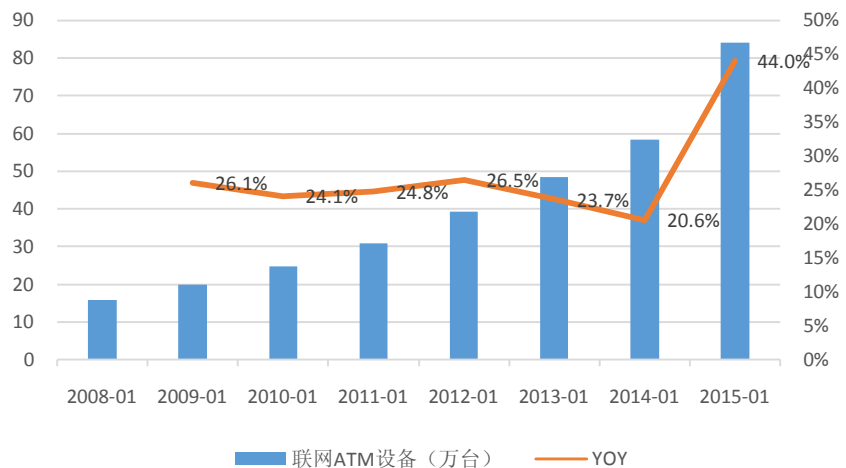
在此背景下，我们看到2014年8月，公司即以2200万元收购金牛押运100%的股权，正式切入武装押运服务市场。我们认为，安保押运股权放开后，给予广电运通此类金融服务外包业务的公司以发展良机，公司可以通过获得当地安保押运公司股权或者成立合资公司形式，将安保押运业务贯穿到整个现金服务外包业务中来，最大程度降低外包成本，现金服务外包业务得以顺利开展。

**国资背景成为安保市场开放最大优势。**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，而公司作为国内主要ATM设备供应商中唯一的国有企业，优势显著。

#### 4. 盈利预测

**金融机具国产化背景下，公司ATM设备有望迎来快速增长。**首先，国内单台ATM设备对应银行卡数量仍远高于国际平均水平，预计未来2-3年国内ATM设备保有量仍将维持快速提升态势。参考人民银行数据，截止至2015年三季度，全国联网ATM设备达到84.08万台，2010-2015年5年CAGR达到22.14%。

图表 21: 我国联网ATM设备数量持续提升



资料来源：人民银行国联证券研究所

其次在国产化大背景下，我们已经看到，自 2015 年初工商银行和建设银行金融机具招标中，针对取款机（ATM）及存取款一体机（CRS）设备，第一次专门设立了“国产化”组进行招标，我们认为，在当前整体国产 ATM 设备市场渗透率仅有三成的情况下，未来国产设备市场占有率的大幅提升是必然趋势。

基于上述考虑，我们假设 ATM 设备使用寿命 8 年，国内 ATM 设备保有量在未来三年以 22% 速度稳步提升，同时考虑国产化设备渗透率在 2015-2017 年各提升 5 个百分点，作为盈利预测假设条件。

图表 22: 2015-2017 年公司 ATM 设备销售业务预测

	2014	2015E	2016E	2017E
销量 (台)	25850	35041	47025	62586
销量 YOY	29.6%	35.6%	34.2%	33.1%
毛利率	56.7%	56.8%	56.9%	57.0%
单价 (万元/台)	8.63	7.76	7.38	7.01
营收 (百万元)	2,230.08	2720.70	3468.62	4385.59
营收 YOY	11.1%	22.0%	27.5%	26.4%

资料来源：国联证券研究所

**维保收入挂钩 ATM 设备出货量。**参考图表 19，我们发现公司维保收入与公司 ATM 设备销售数量显示出较大关联性，我们判断，新设备销售后的 2-3 年是由原厂商提供免费保养维修，在免费保修期结束后即进入 5-6 年的有偿维保阶段，可以认为公司当年维保收入与公司前 2-3 年所销售的 ATM 设备数量呈线性关系。基于前述 ATM 设备销量，我们预计公司 2015-2017 年设备维保收入增长率分别为

图表 23: 2015-2017 年公司 ATM 设备维保及配件销售业务预测

	2014	2015	2016	2017
维保+配件 (百万元)	863.70	1156.81	1520.01	1987.06
维保设备数量 (台)	65465	79710	95215	113156
维保设备增长率	28.1%	21.8%	19.5%	18.8%
营收 YOY	77.5%	33.9%	31.4%	30.7%

资料来源：国联证券研究所

由此我们预测，公司 2015-2017 年将实现营收 39.59、50.98 及 65.15 亿元，归属于母公司股东的净利润 9.04、10.65 及 12.57 亿元，相应 EPS 分别为 1.01、1.19 及 1.40 元。

图表 24：公司损益表预测结果

利润表 ( 百万元 )	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3151.91	3958.89	5098.50	6515.48
减：营业成本	1424.26	1761.10	2272.19	2908.34
营业税金及附加	47.70	59.91	77.15	98.60
营业费用	580.04	756.15	994.21	1296.58
管理费用	451.31	613.63	820.86	1075.05
财务费用	(5.19)	(28.26)	(41.14)	(54.08)
资产减值损失	(0.03)	(0.53)	(0.53)	(0.53)
加：投资收益	54.22	9.90	12.60	13.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	708.04	806.79	988.36	1204.52
加：其他非经营损益	208.83	209.01	209.01	209.01
利润总额	916.87	1015.81	1197.37	1413.53
减：所得税	99.45	100.59	118.48	140.05
净利润	817.42	915.22	1078.90	1273.48
减：少数股东损益	9.98	11.17	13.17	15.54
归属母公司股东净利润	807.45	904.05	1065.73	1257.93

资料来源：WIND 国联证券研究所

## 5. 估值与评级

公司 2015-2017 年每股收益 1.01、1.19 及 1.40 元,对应 11 月 27 日收盘价,市盈率分别为 29、25 及 21 倍。参考上述分业务营收预测,尤其是公司未来较为看重的现金服务业务未列入估算,考虑到公司在 ATM 设备领域的龙头地位,以及金融机具国产化的明确趋势,我们给予公司 2016 年 40 倍 PE,对应价格在 47 元,给予“推荐”评级。

**图表 25 : 可比公司估值比较**

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	17EPS	15PE	16PE	17PE
002197.SZ	证通电子	25.84	0.11	0.29	0.53	0.51	88.40	48.37	50.27
002177.SZ	御银股份	10.41	0.10	0.18	0.22	0.27	58.75	46.70	38.44
300202.SZ	聚龙股份	35.3	0.66	0.80	0.99	1.17	44.13	35.84	30.08
002376.SZ	新北洋	15.9	0.22	0.39	0.51	0.66	40.56	31.19	24.06
000997.SZ	新大陆	23.51	0.40	0.42	0.57	0.74	55.92	41.44	31.71
600571.SH	信雅达	62.8	0.51	0.64	0.78	0.97	97.56	80.50	64.66
600776.SH	东方通信	11.74	0.14	0.20	0.25	0.33	57.95	46.24	35.62
<b>行业平均</b>							<b>63.32</b>	<b>47.18</b>	<b>39.26</b>

资料来源 : WIND 国联证券研究所

## 6. 风险提示

- (1) ATM 设备国产化推进不达预期
- (2) ATM 设备销售市场竞争激烈至公司市场份额丢失



财务报表预测与财务指标单位：百万

更新日期： 2015/11/30

利润表					资产负债表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3151.9	3958.9	5098.5	6515.5	现金	2044.4	725.7	3263.6	1968.1
营业成本	1424.3	1761.1	2272.2	2908.3	应收款项净额	728.3	1699.5	1427.6	2569.0
营业税金及附加	47.7	59.9	77.2	98.6	存货	1785.5	1870.0	2846.4	3190.5
销售费用	580.0	756.1	994.2	1296.6	其他流动资产	843.4	843.4	843.4	843.4
管理费用	451.3	613.6	820.9	1075.1	<b>流动资产总额</b>	<b>5401.6</b>	<b>5138.6</b>	<b>8381.0</b>	<b>8571.0</b>
<b>EBIT</b>	<b>905.8</b>	<b>984.6</b>	<b>1152.5</b>	<b>1354.7</b>	固定资产	547.3	475.9	404.4	333.0
财务费用	(5.2)	(28.3)	(41.1)	(54.1)	无形资产	86.3	77.0	67.8	58.6
资产减值损失	(0.0)	(0.5)	(0.5)	(0.5)	长期股权投资	65.9	75.8	88.4	101.4
投资净收益	54.2	9.9	12.6	13.0	其他长期资产	8.1	6.4	4.8	4.8
<b>营业利润</b>	<b>708.0</b>	<b>806.8</b>	<b>988.4</b>	<b>1204.5</b>	<b>资产总额</b>	<b>6143.0</b>	<b>5803.9</b>	<b>8973.0</b>	<b>9091.7</b>
营业外净收入	208.8	209.0	209.0	209.0	短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>916.9</b>	<b>1015.8</b>	<b>1197.4</b>	<b>1413.5</b>	应付款项	1815.9	720.4	2478.4	1544.6
所得税	99.5	100.6	118.5	140.1	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>817.4</b>	<b>915.2</b>	<b>1078.9</b>	<b>1273.5</b>	<b>流动负债</b>	<b>1815.9</b>	<b>720.4</b>	<b>2478.4</b>	<b>1544.6</b>
少数股东损益	10.0	11.2	13.2	15.5	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>807.4</b>	<b>904.0</b>	<b>1065.7</b>	<b>1257.9</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
					<b>负债总额</b>	<b>1815.9</b>	<b>720.4</b>	<b>2478.4</b>	<b>1544.6</b>
					少数股东权益	179.7	190.9	204.1	219.6
					股东权益	4327.0	5083.5	6494.6	7547.1
					<b>负债和股东权益</b>	<b>6143.0</b>	<b>5803.9</b>	<b>8973.0</b>	<b>9091.7</b>
主要财务比率					现金流量表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>					税后利润	817.4	915.2	1078.9	1273.5
营业收入	25.28%	25.60%	28.79%	27.79%	加：少数股东损益	10.0	11.2	13.2	15.5
营业利润	15.42%	13.95%	22.50%	21.87%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	14.52%	11.96%	17.88%	18.04%	折旧和摊销	58.7	86.4	86.4	84.8
<b>获利能力</b>					营运资金的变动	238.4	(2380.8)	807.4	(2679.8)
毛利率(%)	54.81%	55.52%	55.43%	55.36%	<b>经营活动现金流</b>	<b>1114.5</b>	<b>(1379.2)</b>	<b>1972.7</b>	<b>(1321.5)</b>
净利率(%)	25.93%	23.12%	21.16%	19.55%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	19.47%	18.48%	16.94%	17.17%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	14.75%	16.97%	12.84%	14.90%	固定资产投资	(137.1)	188.1	188.1	188.1
<b>偿债能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>(137.1)</b>	<b>188.1</b>	<b>188.1</b>	<b>188.1</b>
流动比率	3.0	7.1	3.4	5.5	股权融资	27.5	0.0	519.4	0.0
速动比率	1.5	3.4	1.9	2.9	负债净变化	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	29.56%	12.41%	27.62%	16.99%	支付股利、利息	0.0	127.6	142.3	162.1
<b>营运能力</b>					其它融资产现金流	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	51.31%	68.21%	56.82%	71.66%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(122.5)</b>	<b>(127.6)</b>	<b>377.1</b>	<b>(162.1)</b>
应收账款周转率	5.0	2.7	4.2	2.9	<b>现金净变动额</b>	<b>852.7</b>	<b>(1318.7)</b>	<b>2537.9</b>	<b>(1295.5)</b>
存货周转率	0.8	0.9	0.8	0.9					
<b>每股收益</b>	<b>0.90</b>	<b>1.01</b>	<b>1.19</b>	<b>1.40</b>					
每股净资产	6.45	5.47	4.25	3.65					
<b>P/E</b>	<b>33.1</b>	<b>29.6</b>	<b>25.1</b>	<b>21.3</b>					
<b>P/B</b>	<b>4.6</b>	<b>5.5</b>	<b>7.0</b>	<b>8.2</b>					

数据来源：国联证券研究所

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。