广电运通（002152.SZ）

动态分析

金融服务收入推动中期增长

投资要点

◆ **公司动态：**

公司发布 2016 年中期业绩报告，上半年营业收入 16.73 亿元，同比增长 23.29%；归属于母公司净利润 3.56 亿元，同比增长 3.28%。公司在 ATM 机市场竞争压力持续增大的情况下，凭借自身的技术和渠道优势维持了相关业务的收入稳定成长，同时在金融外包服务领域方面持续开拓客户获得了显著的营收提升，市场竞争的压力使得公司盈利增长水平不及收入增速。

◆ **点评：**

- **国内市场需求稳步推进，海外市场盈利能力增加：**2016 上半年，公司在国内市场业务方面的销售收入实现了 27.7%的增长达到 15.0 亿元，在 ATM 类传统产品方面公司的收入有所下滑的情况下，凭借金融外包服务渠道拓展，实现了收入的增长。由于国内市场的价格竞争激烈，毛利率水平下降 6.7 个百分点为 46.8%。海外市场方面尽管销售额小幅下滑，但是随着公司产品的技术能力提升，毛利率水平出现了 3.5 个百分点的提升达到了 48.1%。
- **产品毛利率承压，经营费用率小幅下降：**公司 2016 年上半年整体毛利率水平同比下降 5.3 个百分点为 46.9%，从产品细分的毛利率看，包括 ATM、AFC 等产品的毛利率均出现了小幅下降，而金融外包服务则出现了比较明显的下降，使得整体毛利率水平有所下滑，我们看到市场价格竞争方面压力依然显著。公司上半年三项费用率水平同比下降 6.7 个百分点，显示了公司在经营管理方面的效率有所提升。
- **业绩指引显示公司前景向好：**公司预计在 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-10%~20%，与上半年基本持平，公司各项业务持续稳步推荐，产品方面的价格竞争压力是短期业绩的主要风险，但是从公司布局的服务业务和创新产品方面，公司中长期发展依然值得期待。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.57、0.66 和 0.73 元。净资产收益率分别为 12.3%、15.9%和 16.8%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 18.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 31.9、27.5、25.0 倍的动态市盈率。

风险提示：金融机具市场终端需求持续放缓；金融机具产品及服务业务竞争压力持续增大，影响公司盈利能力；海外市场业务拓展不及预期

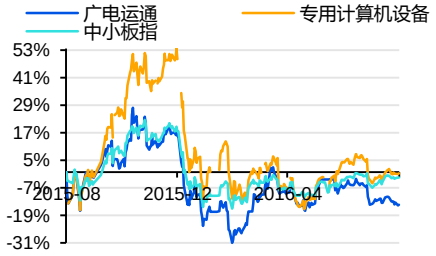
计算机 | 专用计算机设备 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	18.20 元
股价(2016-08-30)	15.17 元

交易数据

总市值（百万元）	24,564.13
流通市值（百万元）	19,517.97
总股本（百万股）	1,619.26
流通股本（百万股）	1,286.62
12 个月价格区间	14.83/35.99 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.29	-9.16	-12.49
绝对收益	0.13	-0.65	-16.97

分析师 谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人 蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3,151.9	3,972.9	4,792.3	5,950.3	7,368.8
同比增长(%)	25.3%	26.0%	20.6%	24.2%	23.8%
营业利润(百万元)	708.0	824.2	770.9	873.7	920.3
同比增长(%)	15.4%	16.4%	-6.5%	13.3%	5.3%
净利润(百万元)	807.4	898.5	925.3	1,071.3	1,177.4
同比增长(%)	14.5%	11.3%	3.0%	15.8%	9.9%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.57	0.66	0.73
PE	30.3	27.2	26.4	22.8	20.8
PB	5.9	5.4	2.7	2.5	2.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、季度业绩点评 **4**
二、经营状况点评 **5**
（一）国内业务收入稳定毛利率承压，海外市场收入放缓盈利改善 5
（二）金融服务收入快速增长，产品细分毛利率全面承压 5
（三）业绩指导：公司业务稳步推进 6
三、盈利预测及估值 **7**
四、风险提示 **7**

图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动 4
图 2：过往 12 个季度盈利变动 4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动 4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动 4
图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） 5
图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） 5
图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） 5
图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1） 5

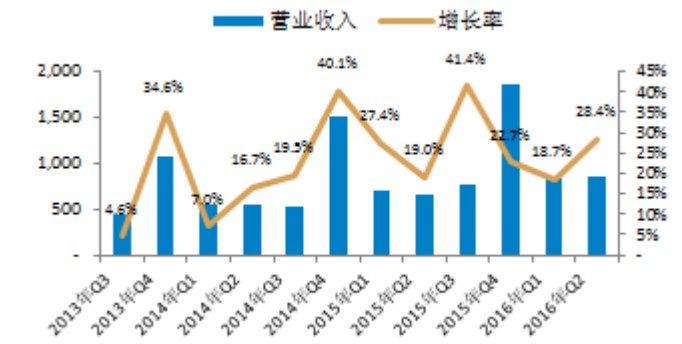
未找到图形项目表。

一、季度业绩点评

公司 2016 年上半年销售收入实现 16.73 亿元，同比上升 23.29%，其中第二季度销售收入为 8.45 亿元，同比上升 28.35%，上半年公司在传统 ATM 机业务受到较强市场竞争的压力情况下，仍然能够持续开拓新的用户市场。同时也积极推进金融服务外包业务与金融武装押运业务的全国范围拓展，获得了明显的成效，对公司收入增长产生了积极的推动作用。

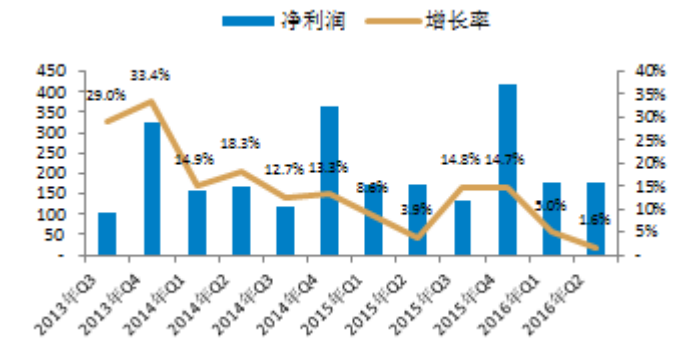
公司 2016 年上半年实现归属母公司净利润 3.56 亿元，同比上升 3.28%，其中第二季度的归属母公司净利润为 1.78 亿元，同比上升 1.62%，市场竞争力压力增加使得公司的盈利能力方面受到了挑战，净利润增长速度弱于收入增速。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

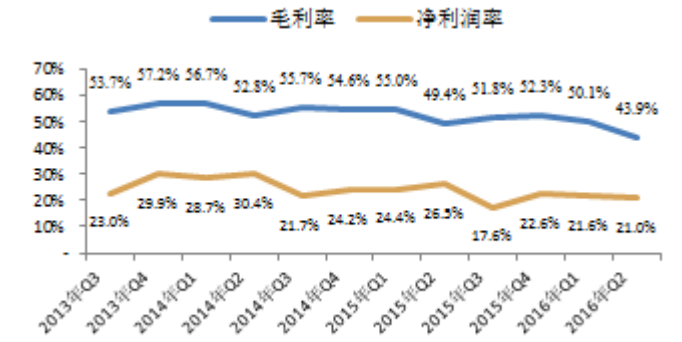
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

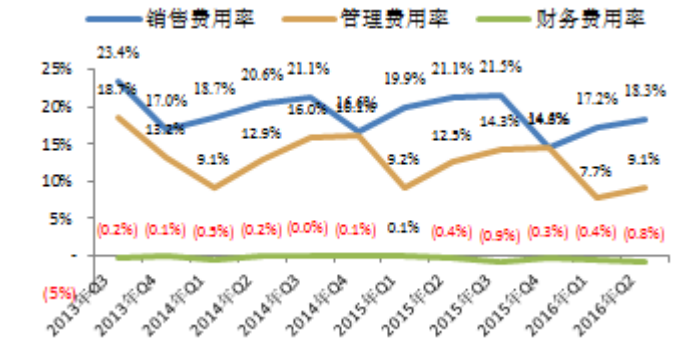
公司 2016 上半年主营业务毛利率为 46.9%，同比下降 5.3 个百分点，其中第二季度毛利率为 43.9%，同比下降 5.5 个百分点，市场竞争加剧带来的产品价格方面的压力使得公司盈利能力有所下降。经营费用方面，公司 2016 年上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 17.8%、8.4%、-0.6%，其中第二季度的分别为 18.3%、9.1%、-0.8%，尽管面临市场竞争压力较大，但是公司仍然能够在销售收入能够稳定增长和新产品研发持续推进的情况下，主要费用率水平均有所下降，显示了公司在经营管理方面的效率的提升。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



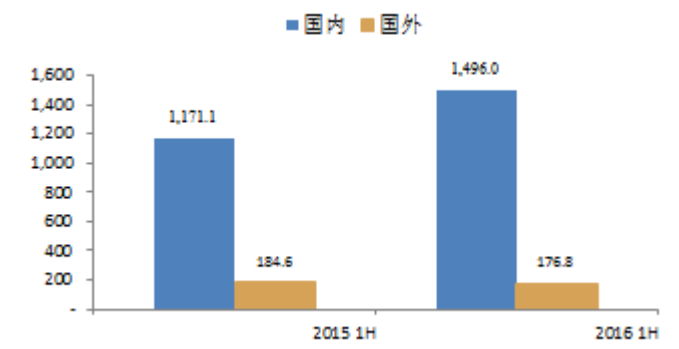
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、经营状况点评

（一）国内业务收入稳定毛利率承压，海外市场收入放缓盈利改善

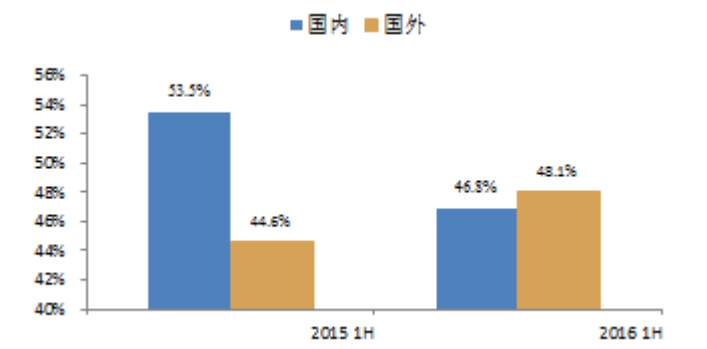
2016 上半年，公司国内市场销售收入 14.96 亿元，同比上升 27.7%，毛利率水平为 46.8%，同比减少 6.7 个百分点，国内市场方面公司在 ATM 机等硬件产品方面和金融服务方面开拓了新的客户进而获得了订单的增加，但是市场价格竞争压低了公司的盈利水平。海外市场销售收入 1.77 亿元，同比下降 4.2%，毛利率同比增加 3.5 个百分点达到 48.1%，海外市场产品服务的结构调整使得收入规模有所下滑，但是盈利能力却得到了改善。

图 5：收入按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



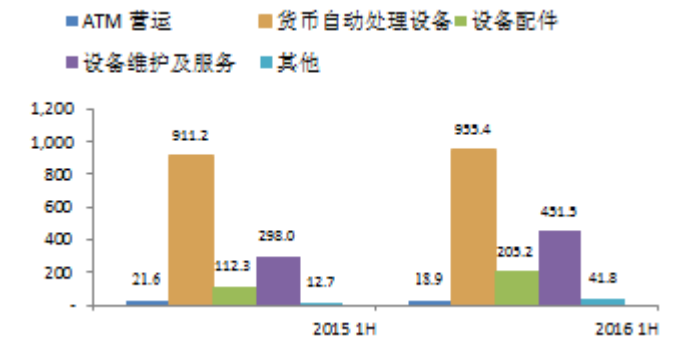
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）金融服务收入快速增长，产品细分毛利率全面承压

产品细分看，传统业务货币自动处理设备的销售收入同比获得 4.9%的增长为 9.55 亿元，其中 ATM 机产品仍然是收入的主要贡献。2016 年上半年公司在设备配件及设备维护服务方面分别获得了 87.2%和 51.5%的营收增长，显示公司的服务外包业务市场方面的持续推进。

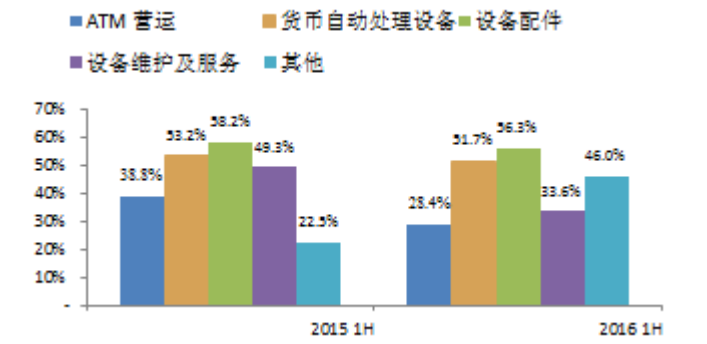
毛利率方面，市场竞争的全面加剧使得公司的各产品服务细分毛利率水平出现了不同程度的下滑，其中硬件产品货币制动处理设备和配件分别小幅下降 1.5 和 1.9 个百分点，而服务业务的 ATM 运营和设备维护分别显著下降 10.4 和 15.7 个百分点。

图 7：收入按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2016 H1 v.s. 2015 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）业绩指导：公司业务稳步推进

公司预计在 2016 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为-10%~20%，公司预计各项业务平稳推进，现有的三大主业业务领域包括传统 ATM 机业务向海外市场推广，金融外包服务业务的自助设备和武装押运持续开拓，以及拓展领域包含了清分机、AFC、VTM、金融 IT 外包业务等也在持续推进中。

三、盈利预测及估值

我们预测公司在 ATM 机方面的出货量仍然有提升的空间，价格竞争压力仍然存在。金融服务外包业务则是业绩增长的主要来源。

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.57、0.66 和 0.73 元。净资产收益率分别为 10.4%、11.0%和 11.0%，给予增持-A 评级，6 个月目标价为 18.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 31.9、27.5、25.0 倍的动态市盈率。

四、风险提示

金融机具市场终端需求持续放缓；

金融机具产品及服务业务竞争压力持续增大，影响公司盈利能力；

海外市场业务拓展不及预期；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,151.9	3,972.9	4,792.3	5,950.3	7,368.8
减:营业成本	1,424.3	1,899.4	2,567.4	3,258.0	4,196.5
营业税费	47.7	54.7	68.3	85.6	104.1
销售费用	580.0	711.4	858.8	1,075.6	1,324.0
管理费用	451.3	525.9	585.1	738.2	902.9
财务费用	-5.2	-14.8	-27.6	-43.2	-47.0
资产减值损失	-0.0	20.5	6.7	9.1	12.1
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	54.2	48.4	37.4	46.7	44.1
营业利润	708.0	824.2	770.9	873.7	920.3
加:营业外净收支	208.8	229.3	301.3	370.1	448.2
利润总额	916.9	1,053.5	1,072.3	1,243.8	1,368.5
减:所得税	99.5	135.9	134.0	155.5	171.1
净利润	807.4	898.5	925.3	1,071.3	1,177.4

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,491.8	2,494.7	6,187.7	7,366.6	7,370.1
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	673.2	866.2	731.2	1,252.3	1,204.0
应收票据	23.1	8.1	17.4	23.2	25.9
预付帐款	32.0	25.3	232.3	32.9	263.5
存货	1,785.5	2,143.5	2,857.5	3,758.7	4,700.4
其他流动资产	844.9	859.2	816.9	840.3	838.8
可供出售金融资产	4.8	5.4	5.2	5.1	5.2
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	65.9	65.9	65.9	65.9	65.9
投资性房地产	33.8	36.3	36.3	36.3	36.3
固定资产	543.7	578.1	525.3	471.5	416.5
在建工程	3.6	60.3	60.3	60.3	60.3
无形资产	85.3	99.1	94.8	90.6	86.4
其他非流动资产	56.7	458.3	338.4	357.9	382.0
资产总额	6,644.3	7,700.2	11,969.4	14,361.6	15,455.4
短期债务	-	5.0	-	-	-
应付帐款	564.0	627.7	1,177.3	1,074.7	1,753.3
应付票据	109.9	71.4	243.6	136.9	331.6
其他流动负债	1,605.6	2,161.2	1,305.0	3,030.8	2,283.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	37.8	71.7	52.0	53.9	59.2
负债总额	2,317.3	2,937.0	2,778.0	4,296.3	4,427.9
少数股东权益	179.7	253.3	266.2	283.2	303.3
股本	896.7	896.7	1,619.2	1,619.2	1,619.2
留存收益	3,251.4	3,611.8	7,305.9	8,162.9	9,105.0
股东权益	4,327.0	4,763.2	9,191.4	10,065.4	11,027.5

财务指标

（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年增长率					
营业收入增长率	25.3%	26.0%	20.6%	24.2%	23.8%
营业利润增长率	15.4%	16.4%	-6.5%	13.3%	5.3%
净利润增长率	14.5%	11.3%	3.0%	15.8%	9.9%
EBITDA 增长率	18.2%	15.4%	-7.6%	10.9%	4.9%
EBIT 增长率	16.6%	15.2%	-8.2%	11.7%	5.2%
NOPLAT 增长率	13.4%	12.5%	-7.7%	11.7%	5.2%
投资资本增长率	-8.3%	15.3%	42.4%	-11.4%	36.9%
净资产增长率	19.5%	10.1%	93.0%	9.5%	9.6%
盈利能力					
毛利率	54.8%	52.2%	46.4%	45.2%	43.1%
营业利润率	22.5%	20.7%	16.1%	14.7%	12.5%
净利润率	25.6%	22.6%	19.3%	18.0%	16.0%
EBITDA/营业收入	24.1%	22.1%	16.9%	15.1%	12.8%
EBIT/营业收入	22.3%	20.4%	15.5%	14.0%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	34.9%	38.1%	23.2%	29.9%	28.6%
负债权益比	53.6%	61.7%	30.2%	42.7%	40.2%
流动比率	2.57	2.23	3.98	3.13	3.30
速动比率	1.78	1.48	2.93	2.24	2.22
利息保障倍数	-135.43	-54.78	-26.94	-19.23	-18.60
营运能力					
固定资产周转天数	53	51	41	30	22
流动营业资本周转天数	143	96	112	109	106
流动资产周转天数	589	555	648	730	676
应收帐款周转天数	82	70	60	60	60
存货周转天数	169	178	188	200	207
总资产周转天数	668	650	739	797	728
投资资本周转天数	208	170	183	163	147
费用率					
销售费用率	18.4%	17.9%	17.9%	18.1%	18.0%
管理费用率	14.3%	13.2%	12.2%	12.4%	12.3%
财务费用率	-0.2%	-0.4%	-0.6%	-0.7%	-0.6%
三费/营业收入	32.6%	30.8%	29.6%	29.8%	29.6%
投资回报率					
ROE	19.5%	19.9%	10.4%	11.0%	11.0%
ROA	12.3%	11.9%	7.8%	7.6%	7.7%
ROIC	33.0%	40.5%	32.4%	25.4%	30.2%
分红指标					
DPS(元)	0.33	0.13	0.11	0.13	0.15
分红比率	66.6%	24.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	2.2%	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	817.4	917.6	925.3	1,071.3	1,177.4
加:折旧和摊销	58.7	70.1	67.0	68.1	69.2
资产减值准备	-0.0	20.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	2.2	-0.2	-27.6	-43.2	-47.0
投资损失	-54.2	-48.4	-37.4	-46.7	-44.1
少数股东损益	10.0	19.1	13.0	17.0	20.1
营运资金的变动	307.7	-67.6	-785.8	246.5	-1,018.0
经营活动产生现金流量	1,108.6	857.6	154.4	1,313.1	157.6
投资活动产生现金流量	-137.1	-319.2	27.5	36.7	34.0
融资活动产生现金流量	-122.5	-539.1	3,511.1	-170.9	-188.1

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.50	0.55	0.57	0.66	0.73
BVPS(元)	2.56	2.79	5.51	6.04	6.62
PE(X)	30.3	27.2	26.4	22.8	20.8
PB(X)	5.9	5.4	2.7	2.5	2.3
P/FCF	25.3	38.4	348.9	17.5	100.6
P/S	7.8	6.2	5.1	4.1	3.3
EV/EBITDA	23.0	28.8	22.7	19.1	18.2
CAGR(%)	10.0%	9.3%	9.7%	10.0%	9.3%
PEG	3.0	2.9	2.7	2.3	2.2
ROIC/WACC					

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示:

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn