

传统 ATM 龙头，新晋智能金融服务商

——广电运通 (002152) 深度报告

增持 (首次)

日期: 2020 年 02 月 07 日

公司简介: 广电运通是广州无线电集团旗下控股公司, 为国内 ATM 绝对龙头 (连续 11 年领跑)。2017 年以来公司推动智能化转型, 主攻银行网点智能升级机遇。2018 年智能设备逐步放量, 公司业绩拐点已经显现。

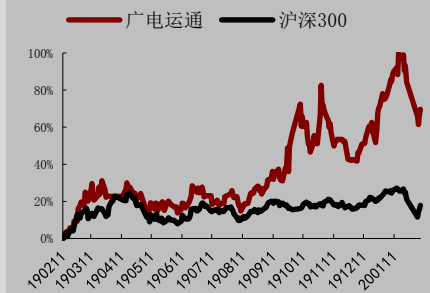
投资要点:

- **现金类金融机具困境拖累公司主营业务:** 近年来, 数字支付大规模普及导致现金结算被逐步取代, 银行线下网点及现金机具市场受到直接冲击。而公司作为上游的 ATM 龙头供应商, 业绩受到较大波及, 2017 年营收增速已下滑至 -0.9%, 随行业步入业绩低谷。
- **银行网点智能化大势所趋, 市场空间超千亿:** 行业趋势来看, 银行线下网点地位持续下滑, 但考虑到 (临柜) 监管等因素, 其存在仍是必然。因此, 以新型 (非现金) 智能化设备来实现网点升级是大势所趋。银行业协会数据显示, 近三年全国银行网点数量维持在 22.8 万个左右, 若单个网点的改造费用以 50 万元计算, 按全国 23 万个网点计算, 市场空间超过 1000 亿元, 新赛道红利正在释放。
- **外延并购叠加工业化实力, 凸显智能金融竞争力:** 面对机遇, 公司在 2017 年开启 AI 战略转型, 而后凭借多桩高科技子公司并购 (中科江南、信义科技) 快速获取 AI 技术基础, 同时依靠优异工业化实力 (国家级工业设计中心) 实现智能化设备量产, VTM 和 STM 逐步成为拳头产品。目前公司在现金类设备领域稳居龙头 (27.2%), 而在非现金设备领域也已入围农行、交行、邮储项目, 拓展兴业、浦发等项目, 扩张趋势明显, 份额暂居第四 (9.3%)。
- **多措并举提振业绩, 探索智能化场景打开长期空间:** 值得注意的是, 公司还抓住银行的非核心业务外包趋势, 大力发展设备维护及服务业务, 2015-2018 年实现业务营收 CAGR 30.8%, 2018 年占收比升至 36.4%, 有效提振业绩。智能金融崛起叠加运维服务对冲, 公司 2018 年营收回升至 24.5%, 2019Q3 延续升势 (25.1%), 拐点趋势明确。中长期来看, 公司正在深化智能化发展路径, 将智能模式由金融场景横向迁移至交通、安全、便民等场景, 未来成长空间巨大。
- **盈利预测:** 预计公司在 2019-2021 年实现营收 70.9/90.7/114.1 亿元, 实现净利润 8.8/11.5/14.7 亿元, 对应 EPS 为 0.37/0.48/0.61 元, 对应 PE 为 26.2/20.2/15.7 倍。首次覆盖, 予以 "增持" 评级。
- **风险因素:** 智能金融设备需求不及预期, 传统机具需求超预期放缓

基础数据

行业	计算机
公司网址	http://www.grgbank.com/cn/
大股东/持股	广州无线电集团有限公司/47.7%
实际控制人/持股	广州市国资委
总股本 (百万股)	2,408.99
流通 A 股 (百万股)	2,393.36
收盘价 (元)	9.33
总市值 (亿元)	224.76
流通 A 股市值 (亿元)	223.30

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所
数据截止日期: 2020 年 02 月 06 日

分析师: 王思敏

执业证书编号: S0270518060001

电话: 01056508508

邮箱: wangsm@wlzq.com.cn

研究助理: 孔文彬

电话: 075583220315

邮箱: kongwb@wlzq.com.cn

研究助理: 徐益彬

电话: 075583220315

邮箱: xuyb@wlzq.com.cn

	2017 年	2018 年	2019E	2020E
营业收入 (亿元)	43.84	54.59	70.92	90.72
增长比率 (%)	-0.91	24.53	29.92	27.91
净利润 (亿元)	8.99	6.70	8.84	11.47
增长比率 (%)	6.58	-25.48	31.88	29.76
每股收益 (元)	0.37	0.28	0.37	0.48
市盈率 (倍)	20.11	20.71	26.19	20.18

数据来源: WIND, 万联证券研究所

目录

1、背景：传统金融机具龙头，开启智能金融新赛道	4
1.1 背靠广州无线电集团，员工持股计划绑定核心骨干	4
1.2 三阶段发展，当前强势转型智能金融赛道	5
1.3 业务结构渐调，维护服务及非货币类设备贡献提升	6
2、基本面：新增智能金融设备支撑财务表现向好	7
2.1 营收重回高增长轨道，业绩整体呈现反转	7
2.2 毛利水平逐步企稳，费用控制整体向好	8
3、困境之下，多措并举驱动基本面反转	9
3.1 现金类金融机具困境拖累核心业务	9
3.2 银行网点智能化大势所趋，转型新赛道成效显著	12
3.2.1 行业层面：银行网点不可替代，智能化大势所趋	12
3.2.2 公司层面：外延并购叠加工业化实力，产品竞争力凸显	13
3.2.3 竞争：现金/非现金智能设备同步向好，公司占据先机	17
3.3 运维/软件业务快速增长对冲金融机具增长失速	18
3.4 积极开拓海外需求，国际化战略打开新空间	20
4、“智能银行 → 智能+”技术迁移打开多场景空间	21
4.1 智能交通：AFC+地铁闸机拓展顺利，大湾区先行先试	22
4.2 智能安全：借信义进军智能安防，扩展平安/智慧城市版图	23
4.3 智能便民：四大细分场景，拓展C端市场	24
5、盈利预测与估值	26
6、风险提示	27
图表 1：股权结构及主要子公司	4
图表 2：三阶段发展历程示意图	5
图表 3：公司 AI 转型的四方面构想	6
图表 4：智能化转型后的业务框架示意图	6
图表 5：近年公司各业务收入变化（亿元）	7
图表 6：公司各货币自动处理设备收入变化（亿元）	7
图表 7：2018 年公司业务结构（产品划分）	7
图表 8：2018 年货币自动处理设备的细分结构	7
图表 9：转型过后营收强势反转	8
图表 10：出清商誉风险造成 2018 年净利润低基数	8
图表 11：毛利率下行趋缓，逐步企稳	8
图表 12：ROE 同样呈现企稳趋势	8
图表 13：各细分业务营收变化（亿元）	8
图表 14：各细分业务毛利率变化	8
图表 15：期间费用率整体下行，销售费用率下滑明显	9
图表 16：中国手机网络支付用户规模及占比	10
图表 17：中国移动支付市场规模	10
图表 18：MO 增速快速下行	11
图表 19：近年来网点扩张速度持续放缓	11
图表 20：2015 年后 ATM 保有量增长快速放缓	12

图表 21: 2011-2017 年 ATM 保有量数据明细 (年度)	12
图表 22: 2018 年口径调整后, ATM 不改下行趋势	12
图表 23: 2018-2019 年 ATM 保有量数据明细 (季度)	12
图表 24: 2016-2018 年银行业平均离柜率逐年走高	13
图表 25: 智能网点基本形态	13
图表 26: 当前子公司中涵盖各类创新技术公司 (万元, %)	14
图表 27: 电子凭证库的分布式账本结构示意图	15
图表 28: 电子凭证库的三方对等部署示意图	15
图表 29: 近年公司取得的工业设计类奖项	16
图表 30: 公司新型银行网点智能设备 (部分)	16
图表 31: 近期部分智能金融订单	16
图表 32: 现金类设备市场销售份额变化趋势	17
图表 33: 2018 年现金类设备市场销售份额	18
图表 34: 2018 年智慧柜员机类设备市场销售份额	18
图表 35: 2018 年六大国有行 CRS 及 STM 入围情况	18
图表 36: 2012-2018 年设备维护及服务业务收入及占比	19
图表 37: 2012-2018 年设备维护及服务业务毛利率	19
图表 38: 平云小匠平台打通线上线下一体化	20
图表 39: 平云小匠整体流程实现快速响应	20
图表 40: 国内与海外营收情况 (亿元)	20
图表 41: 国内与海外毛利水平 (%)	20
图表 42: 公司海外业务推进情况	20
图表 43: 转型战略示意图	21
图表 44: 公司新型交运智能设备 (部分)	22
图表 45: 近期智能交通相关订单体	22
图表 46: 智能安全板块业务介绍	23
图表 47: 2010-2018 国内安防产业总收入及同比增速	24
图表 48: 智能便民板块细分介绍	24
图表 49: 智能文旅平台 (天马) 主要功能	25
图表 50: 智能政务平台架构展示	25
图表 51: 业务拆分与预测 (货币自动处理设备细分)	26
图表 52: 业务拆分与预测	27

1、背景：传统金融机具龙头，开启智能金融新赛道

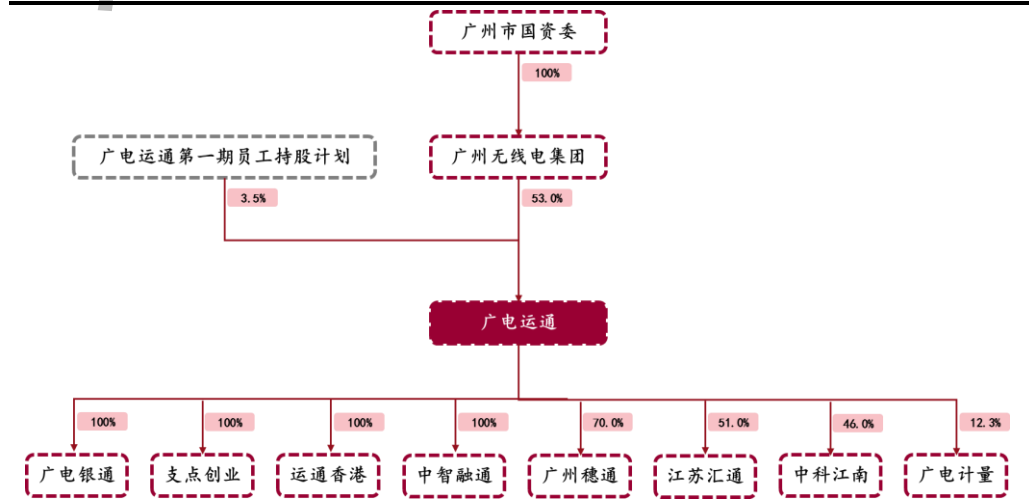
广电运通（002152.SZ）全称广州广电运通金融电子股份有限公司，创立于1999年，是广州无线电集团旗下控股公司。自创立以来，公司始终深耕硬件金融机具，逐步成长为国内ATM龙头，目前已连续11年蝉联ATM市占率首位。而随着传统金融机具市场增长趋缓，公司于2017年开启智能化转型，将主营业务切换至涵盖软硬件的智能金融解决方案，转型效果已初步显现。目前公司正进一步深化智能化发展路径，将智能模式由金融场景横向迁移至交通、安全、便民等场景，向全栈式智能服务厂商迈进。

1.1 背靠广州无线电集团，员工持股计划绑定核心骨干

公司的股权结构相对简单，大股东广州市国资委旗下的广州无线电集团，持股比例达到53.0%；公司员工持股计划位居第二，持股比例为3.5%；其余主要股东包括梅州敬基实业（2.1%）、香港中央结算（1.4%）、公司高管曾文（0.7%）和叶子瑜（0.7%）。

大股东实力雄厚，旗下拥有运通、海格、计量三家A股上市公司。大股东广州无线电集团的前身为广州无线电厂，是我国早期建立的军工企业，此后于1995年经历现代企业制度改制成为企业集团，目前已经成长为综合实力强劲的地方国资集团企业，位列中国大企业集团竞争力500强。集团旗下的三大支柱产业为无线通信导航、金融电子和房地产开发经营，相关的控股和参股的成员企业多达10家，其中包括2家国家重点软件企业、3家广东省软件企业和3家高新技术企业。就A股上市公司而言，集团旗下共有3家，除了本公司（002152）以外，还有2010年上市的海格通信（002465）和2019年上市的广电计量（002967）。值得注意的是，公司同时位列广电计量的第二大股东，持股比例达到9.3%。

图表1：股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告，万联证券研究所

仅罗列部分相对成熟的主要子公司，具体情况后文详述

国企深化改革驱动制度灵活化，员工持股先行先试利于绑定核心员工。作为集团旗下核心资产，公司在技术、人才和销售渠道等方面受益集团资源支持。此外，公司还是集团国企改革的试点单位，已经先行探索员工持股、优质资产分拆上市等举措。2015年公司就通过非公开发行的方式推行员工持股计划，积极发展混合所有制。就第一期员工持股计划来看，认购规模达到8.9亿元，锁定期为3年，参与人员包括曾文等11位高管及核心骨干。员工持股计划不但凸显了管理层对公司发展的信心，而且以激励约束机制绑定了核心骨干，稳固长期人才储备。2018年无线电集团入选国务院国资委

国企改革双百企业名单，预计随着国企改革的推进，股改、期权发放、混改等决策权限将进一步下放，全面打开公司的制度灵活性。

1.2 三阶段发展，当前强势转型智能金融赛道

自千禧年初以来，公司营收从不足2亿元大增至2018年的54.6亿元，CAGR为27.2%；归母净利润也从0.3亿元大增至2018年的6.7亿元，CAGR为24.8%，业绩增速可观。整体而言，公司前期业绩高增长主要是受益于金融机具行业的大发展，金融电子化风口带来相应扩张机遇；而后期业绩在波动后重回稳增长轨道，则主要是依赖管理层的战略调整决策，智能金融转型迅速弥补赛道劣势，显著提振业绩。

图表2：三阶段发展历程示意图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

具体而言，公司发展历程可一分为三，当前处于转型显效期：

1) 初创期 (1999-2005年)：逐步积累技术，凭借ATM中国芯打破国际品牌包围。公司前身是广州运通科技工程有限公司，始创于1989年，是国内第一家ATM类设备生产企业。1999年广州无线电集团在广州市政府的授意下投资金融电子领域，就此组建广电运通，首要任务就是生产自主创新型ATM。成立初期，公司核心技术几近于零，只能从组装自动取款机起步，同时代理国外品牌的核心部件。而随着不断引进国外核心部件和先进技术，公司技术能力持续提升，系列产品先后通过多方权威机构的质量认证并获得多项专利证书，并逐步实现核心器件的自主生产。2002年公司和日本日立公司合作签订第一份ATM合作生产协议；2003年后公司迅速通过EMV认证，成为国内第一家EMV认证的ATM厂商；2005年公司经历6年技术攻坚后成功研制出ATM中国芯，实现了自主核心能力的突围，从此打破国内ATM市场被国际品牌寡头垄断的局面。

2) 发展期 (2006-2016年)：市场份额扩张成为国内龙头，同时逐步开拓海外市场。2006年开始公司继续深化技术沉淀，对广电运通研发中心组织架构进行调整，相继成立了北京研发中心、上海研发中心，并形成“研发、生产、销售和服务”四大体系，同时持续加码研发投入。发展至2016年，公司已获得专利授权920余项，主导/参与制定国家标准19项，荣获“国家技术创新示范企业”、“国家智能制造试点示范企业”、“国家级工业设计中心”、“中国最佳全球品牌自主研发奖”等荣誉称号。这一时期是公司的快速发展期，技术成熟叠加本土厂商渠道优势，公司在国内ATM市场快速扩张，并在2008年以22%的市占率首次超越Diebold成为市场第一，并在此后数年间始终蝉联榜首。此外，公司也同步积极推动海外市场开拓，2007年驻越南办事处正式挂牌；2009年ATM产品获得澳大利亚APCA认证，获得澳大利亚市场的准入条件；2011年土耳其最大的私营银行及ATM布放商正式试用运通国际提供的全球首个专业的ATM智能选址决策方案。这一时期来看，公司在以ATM为代表的金融机具领域已经形成较强竞争优势，国内国外同步快速扩张。

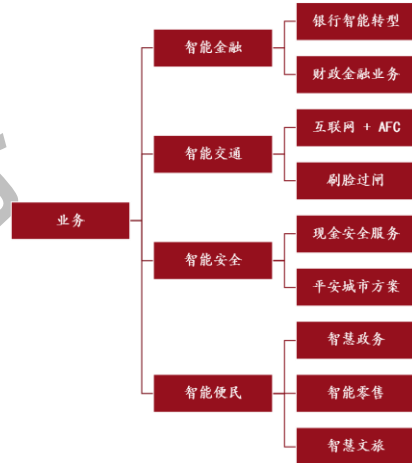
3) 转型期 (2017至今)：应对行业景气下行，大力转型开启新赛道。尽管公司已经

稳居国内ATM龙头，但赛道环境的变化却给公司发展带来较大掣肘。2015年以后，支付宝、微信等新兴移动支付工具迅速普及，日趋成熟的移动支付模式对现金流通领域构成较强冲击。随着银行网点及现金机具领域景气下行，下游需求开始滑坡。在此背景下公司积极求变，在2017年提出AI战略升级战略。凭借2017/2018年多桩高科技子公司并购，公司快速获取AI技术基础，并大刀阔斧推进业务框架变革，确立了智能金融、智能交通、智能安全和智能便民四大应用场景。当前来看，深耕多年的金融场景已经率先取得突破，智能金融解决方案逐步成功公司新的核心利润点。

图表3：公司AI转型的四方面构想



图表4：智能化转型后的业务框架示意图



资料来源：公司公告，万联证券研究所

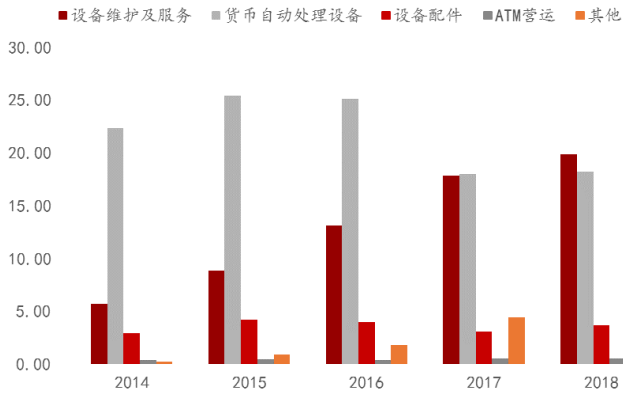
资料来源：公司官网，万联证券研究所

1.3 业务结构渐调，维护服务及非货币类设备贡献提升

从业务披露口径来看，公司主要业务为货币自动处理设备、设备维护及服务、设备配件、ATM运营和其他业务。当前业务体系的核心仍是货币自动处理设备（ATM、清分机和AFC），其他多项业务均是基于设备的配套业务，而其他业务中则包含了转型而来的新兴智能类业务，如非现金类智能金融设备以及其他AI+业务。

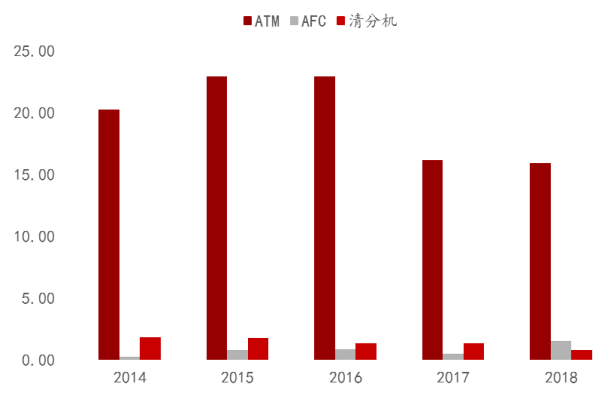
就近五年趋势而言，2014年公司货币自动处理设备营收为22.3亿元，占比高达70.8%，而2018年货币自动处理设备营收已经降至18.2亿元，占比也下滑至33.4%。细分之后可以发现，三类设备中ATM下滑明显，ATM营收贡献自2016年高点（22.9亿元）下行至2018年的15.9亿元，是拖累货币自动处理设备表现的主要原因。与此同时公司设备维护及服务业务增长明显，在营收中的比重由2014年的18.2%提升到2018年的36.4%，除了内生增长外，也是由于公司收购多家武装押运公司，升级相关配套服务。此外，其他业务的贡献占比也在快速上行，2017、2018两年的增长率分别为147.5%、181.3%，目前营收占比已经达到22.6%，快速崛起的主要原因是非货币类金融智能设备的增长，此外智能安全、智能便民两大新场景布局也是重要驱动因素。

图表5：近年公司各业务收入变化（亿元）



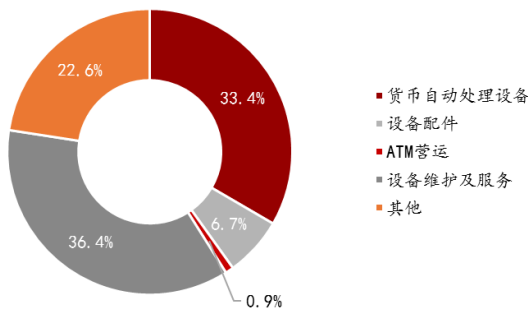
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表6：公司各货币自动处理设备收入变化（亿元）



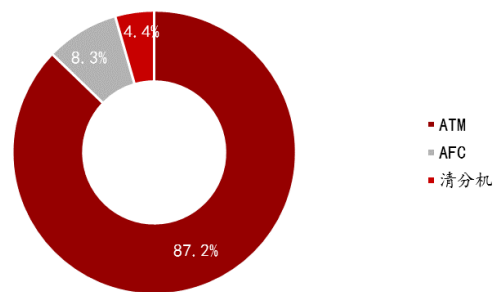
资料来源：wind, 万联证券研究所

图表7：2018年公司业务结构（产品划分）



资料来源：wind, 万联证券研究所

图表8：2018年货币自动处理设备的细分结构



资料来源：wind, 万联证券研究所

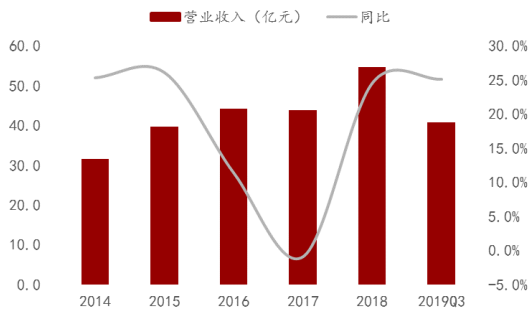
2、基本面：新增智能金融设备支撑财务表现向好

2.1 营收重回高增长轨道，业绩整体呈现反转

公司近年营收增长波动较大，整体呈现V型反转。2014-2015年间公司CAGR维持在25.7%。但2016年开始，随着传统现金流通领域全面萎缩，公司作为上游的核心金融机具供应商受到较大冲击，营收增速下滑至11.4%。2017年公司营收增速进一步下滑至底部，呈现-0.9%的负增长，同年公司坚决开启AI转型以应对市场变化，一方面积极收购系列智能科技公司的，另一方面也在内部大范围调整业务架构。2018年公司大力推广系列智能产品，取得卓越销售成果，整体营收增速迅速反转向上至24.5%。2019年公司升势延续，Q3营收同比增速为25.1%，重回高增长轨道。

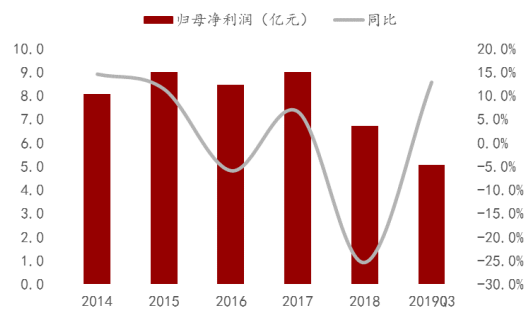
净利润表现与营收表现差异较大，投资及商誉项调整为主要原因。2016年进入净利润增速低点（-6.0%）后，公司在2017年净利润反而走高至6.5%，主要是受益投资收益增加，一方面是出售部分神州控股股票，另一方面是参股子公司广电计量会计核算方法变所致。而2018年公司净利润增速缩减至-25.5%，随行业整体释放商誉风险是主要原因。从2019Q3的财报数据来看，净利润增速回升至12.8%，此前两年经历的转型阵痛并未削弱公司实质经营能力，净利润已经随营收同步重回正轨。

图表9：转型过后营收强势反转



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：出清商誉风险造成2018年净利润低基数



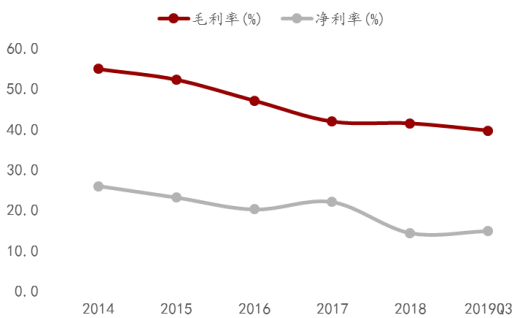
资料来源：wind，万联证券研究所

2.2 毛利水平逐步企稳，费用控制整体向好

两大因素助力毛利率呈现企稳趋势。近几年由于传统金融设备价格竞争激烈，公司毛利率随行业持续下行，由2014年的54.8%下滑到2017年的41.8%，但2018年公司转型成效初显，毛利率下滑企稳至41.4%。与此相对应，净利率和ROE也呈现企稳趋势，2019Q3分别保持在15%和8%水平。综合来看，两方面原因导致公司毛利水平改善向好：

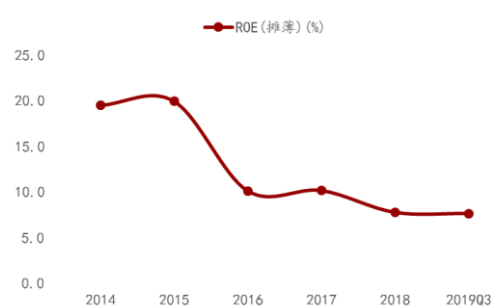
- 1) 产品业务结构改善：**传统金融设备业务综合毛利率为40%左右，其占比正在持续回落，而毛利率在50%以上的新兴智能设备以及软件集成业务占比则在持续提升，带动业务结构整体改善。
- 2) 运营服务毛利率稳步提升：**公司开展的ATM运营收入毛利率由2016年的20.8%恢复到2018年的24.2%，叠加高定制化的创新产品为公司运营服务带来议价能力提升，促进毛利率触底反弹。

图表11：毛利率下行趋缓，逐步企稳



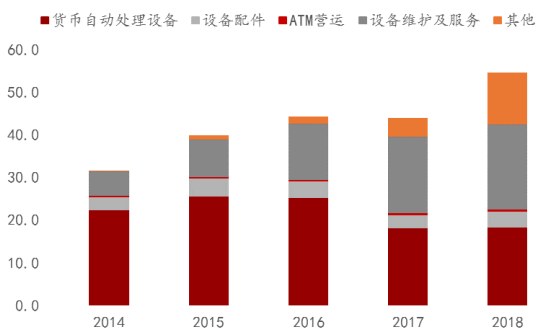
资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：ROE同样呈现企稳趋势



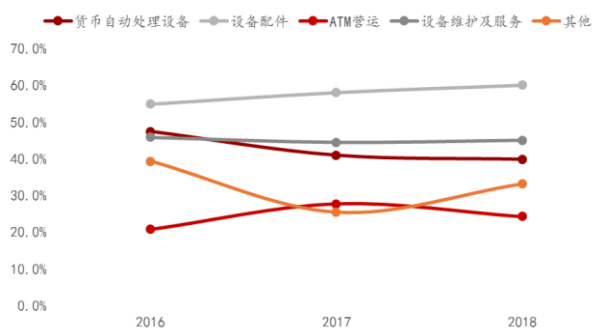
资料来源：wind，万联证券研究所

图表13：各细分业务营收变化 (亿元)



资料来源：wind，万联证券研究所

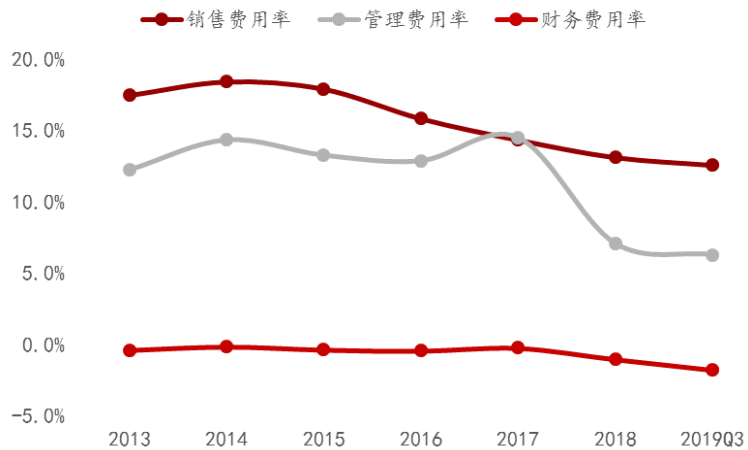
图表14：各细分业务毛利率变化



资料来源：wind，万联证券研究所

期间费用率下行，支撑业绩表现。近年来公司期间费用率整体稳步下行，管理费用率自口径调整后（剔除研发费用）呈企稳趋势，2018、2019Q3分别为7.1%和6.3%。而单就研发费用来看，公司2018年和2019Q3的研发投入占收比分别为6.6%和7.5%，有小幅提升趋势。此外，2016年至今销售费用率也下降3.3个百分点，市占率稳固的情况下公司主动降低部分宣传推广费，控费成效显著。整体来看，公司期间费用率由2016年的28.2%降至2018年的24.5%，费用端改善超预期也是支撑业绩回暖的重要因素。

图表15：期间费用率整体下行，销售费用率下滑明显



资料来源：wind，万联证券研究所

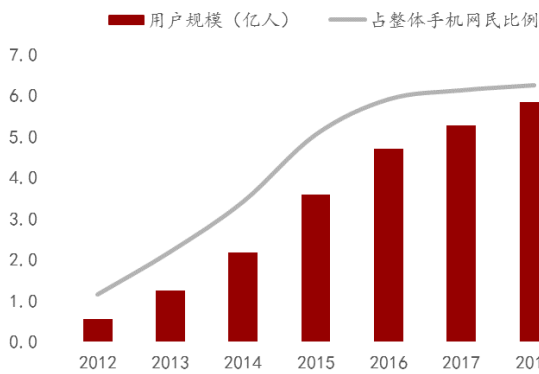
3、困境之下，多措并举驱动基本面反转

3.1 现金类金融机具困境拖累核心业务

公司所处赛道为银行金融机具市场，主要类别包括自动柜员机（ATM）、清分机、纸/硬币清分机、POS机、点/验钞机、捆钞机等。ATM作为现金流通领域的核心产品，一直以来是公司的深耕领域。上世纪九十年代以来，ATM市场随中国银行业的网点扩张迎来蓬勃发展期，赛道维持高景气。但近年来，ATM行业的快速发展趋势正在终结。2014、2015年以来，数字支付尤其是移动支付在全球范围内大规模普及，无现金结算在很大程度上取代了传统的现金结算，ATM数量在经历了长期的增长态势后，不可避免地走到了拐点。

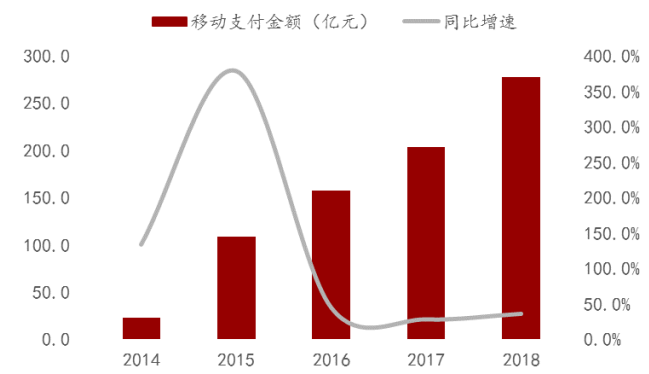
互联网巨头入局，推动移动支付模式快速普及。过去数年间，随着互联网与智能手机的不断发展，以及国家政策的大力支持，移动支付持续蓬勃发展。2013年阿里巴巴布局移动端催生余额宝，第三方支付开启快速发展阶段；2014年腾讯借由微信跟进移动支付，凭借庞大的用户基础快速抢占份额；2016年二维码支付全面解禁，此后扫码支付发展迅猛，移动支付生态渐成。据CNNIC数据，2018年全国移动支付用户规模达5.8亿，同比增长10.7%，在手机网民中的占比已经提升至71.4%。另一方面，随着用户数量不断增加，移动支付市场的规模同步扩张。根据央行披露的数据，2018年中国移动支付业务605.3亿笔，金额277.4万亿元，同比分别增长61.2%和36.6%。

图表16: 中国手机网络支付用户规模及占比



资料来源: CNNIC, 万联证券研究所

图表17: 中国移动支付市场规模



资料来源: 央行, 万联证券研究所

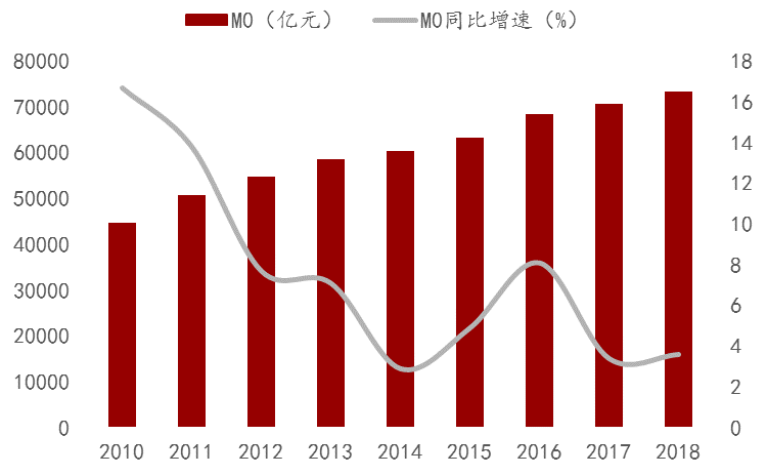
移动支付带来无现金结算模式, 传统现金流通领域受到极大冲击:

从宏观(货币)视角来看, 无现金交易普及直接导致M0增速下滑。目前我国流通中现金的绝对体量仍维持较高水平, 但增速正在迅速趋缓。2010-2018年, 我国M0持续上升, 从4.5万亿元升至7.3万亿元, 但增速从2010年高点的16.7%已经大幅下滑至2018年的3.6%。M0增速放缓显示在小额高频零售交易场景下, 企业/居民对于现金这一媒介的依赖性正在持续降低。

从微观(用户)视角来看, 年轻用户熟谙移动支付, 中老年用户悄然“触网”, 现金需求整体下行。分层来看, 年轻的85/90后用户普遍成长于互联网环境, 并熟谙支付宝、微信等移动支付工具, 对于各类线上金融服务的操作也了如指掌, 对于现金的需求量极小, 这也直接导致现金流通领域难以获得新生代增量用户。另一方面, 中老年互联网用户的超预期成长也在冲击存量用户。以传统印象中远离网络、依赖现金的老年人为例, 2018年腾讯应用宝发布的《老年用户移动互联网报告》显示, 2012年以来手机网民数量增长79%, 老年网民数量增长130%, 老年人触网速度是整体移动互联网普及速度的1.6倍, 追赶趋势明显。2018年国内老年网民数量已经高达8028万, 占老年人口比例约20%。随着中老年人口加速触网, 移动支付及线上金融服务随之渗透, 现金流通领域的存量客户也在面临重构。

综合来看, 无论是宏观视角下M0货币增速持续放缓, 还是微观视角下老中青用户的现金需求萎缩, 均在显示传统现金流通领域正受到冲击, 这直接对现金金融机具的存在逻辑提出挑战。

图表18: MO增速快速下行

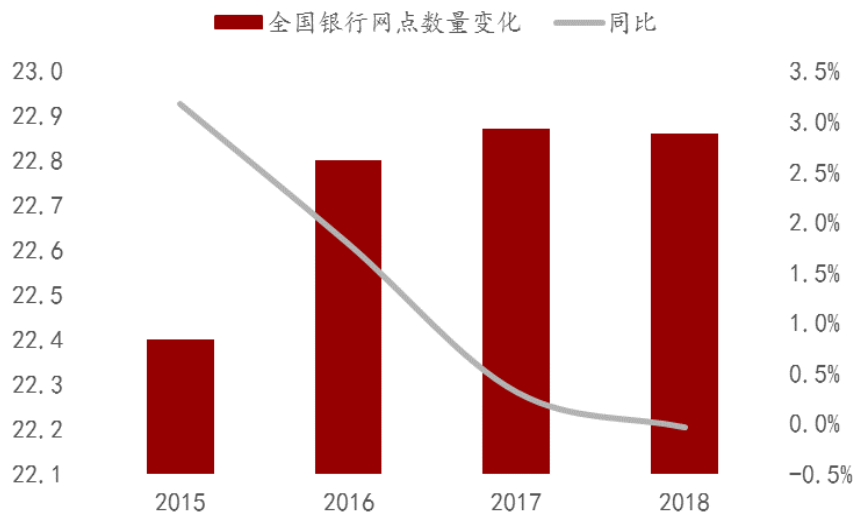


资料来源: CNNIC, 万联证券研究所

现金金融继续需求不振, 银行物理网点和ATM网络受到最直接冲击。金融机具是现金流通领域的重要底层基础设施, 自动柜员机(ATM)、清分机等行业的发展均是建立在下游金融机构企业对于现金交易、结算的旺盛需求上, 而其中银行又是需求方的绝对主体。移动支付和线上金融体系日趋完善的情况下, 银行的线下网点体系受到了最直接的冲击。

一方面, 银行网点新增速度明显放缓, 逐步陷入停滞。银行新网点的增长停滞主要是受线下业务需求减少和可开拓网点位置饱和的双重影响。银行业协会数据显示, 2018年银行线下网点共计22.9万个, 年内新增网点首次收负, 总量较2017年基本持平。另一方面, 存量网点内的新增金融机具需求也在减少。受移动支付带动的无货币化趋势影响, 支付、转账、查询等业务在线下进行的需求快速减少, 判断存量网点内新增设备需求也受到较大影响。

图表19: 近年来网点扩张速度持续放缓

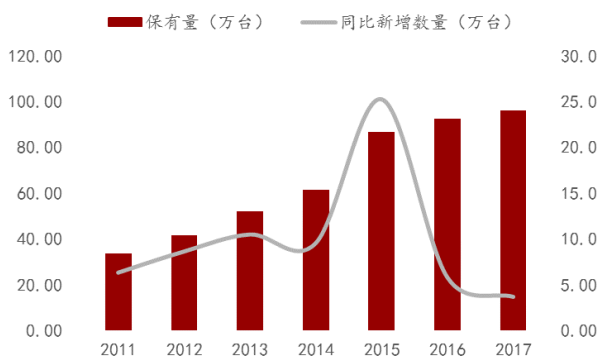


资料来源: 银行业协会, 万联证券研究所

银行线下服务体系受到冲击的情况下, 其网点相关金融机具(包括网点周边与之匹

配的ATM类机具)需求大幅下滑。根据央行发布的《支付体系运行总体情况》，在我国ATM需求最高峰的2015年，新增台数高达25.2万台，而2016、2017年迅速跌落至5.8万台和3.6万台，呈现快速下行趋势。而从2018Q1起，央行对ATM数量统计口径进行了调整，除原有自助存款机、自助取款机、存取款一体机、自助缴费终端等设备以外，新增统计了自助服务终端、可视柜台(VTM)、智能柜台(STM)等新型终端设备，因此央行统计口径下的ATM总量显著增加。但值得注意的是，国内ATM总保有量在2018Q3达到历史最高峰后，呈现整体下滑态势，2018Q4起每万人对应的ATM数量持续下滑，除了移动支付、线上金融的影响以外，银行对低效设备的关停也对ATM数量产生一定影响。此外，2018年银行业金融机构共处理移动支付605.3亿笔，金额277.4万亿元，分别增长61.2%和36.7%；非银机构网络支付5306.1亿笔，金额208.1万亿元，分别增长85.1%和45.2%，进一步佐证了移动支付崛起对现金支付和ATM终端设备颠覆。

图表20：2015年后ATM保有量增长快速放缓



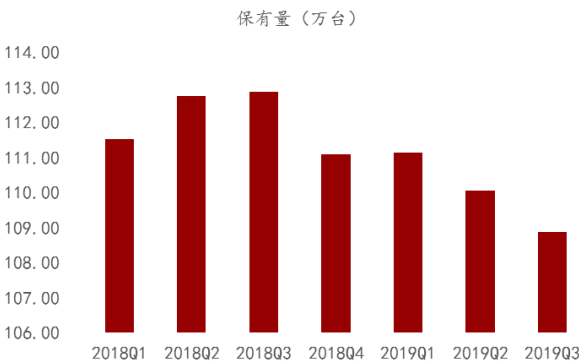
资料来源：央行支付结算司，万联证券研究所

图表21：2011-2017年ATM保有量数据明细 (年度)

年份	保有量 (万台)	同比新增数量 (万台)	每万人保有量 (台)
2011	33.38	6.28	2.48
2012	41.56	8.58	3.07
2013	52.00	10.44	3.82
2014	61.49	9.49	4.49
2015	86.67	25.18	6.30
2016	92.42	5.75	6.95
2017	96.06	3.64	6.95

资料来源：央行支付结算司，万联证券研究所

图表22：2018年口径调整后，ATM不改下行趋势



资料来源：央行支付结算司，万联证券研究所

图表23：2018-2019年ATM保有量数据明细 (季度)

季度	保有量 (万台)	同比新增数量 (万台)	每万人保有量 (台)
2018Q1	111.53	-	8.02
2018Q2	112.74	-	8.11
2018Q3	112.86	-	8.12
2018Q4	111.08	-	7.99
2019Q1	111.14	-0.39	7.96
2019Q2	110.04	-2.70	7.89
2019Q3	108.88	-3.98	7.80

资料来源：央行支付结算司，万联证券研究所

3.2 银行网点智能化大势所趋，转型新赛道成效显著

3.2.1 行业层面：银行网点不可替代，智能化大势所趋

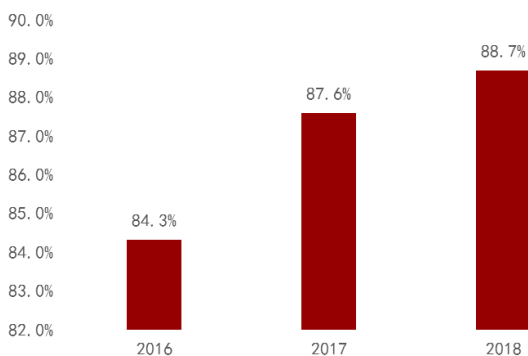
当前银行线下网点的地位出现了无法逆转的下滑，其获客渠道单一、服务效率低下等痛点正在不断被放大。但是我们认为线下网点并不会消失，其必要性主要体现在以下几方面：1) 监管要求部分业务临柜保证安全性。根据当前监管要求，部分复杂业务必须到网点面签办理，并通过人工审核。如开户、销户、大额存取款、贷款和信用卡申请(网申无法完全确认是否本人)、签约服务、挂失(凭证挂失和密码挂失)等。此外，监管层对于机构设置也有一定要求，银行必须设置属地网点，才能对所属区域

依法开展（贷款）业务。2）仍有部分老年用户依赖物联网点服务。尽管存在老年人逐步“触网”的趋势，但部分相对保守的老年用户仍未熟悉线上业务，他们对于电子设备和相关互联网服务的信任度较低，因此依旧高度依赖于银行网点和人工服务。3）欠发达地区存在普惠金融需求。部分经济欠发达的县域、农村乡镇等仍对银行物理网点仍存在较大需求，线上金融模式的传导仍需时间。4）高端服务需要基于物理网点开展。对一些高净值客户（大额储蓄和大额理财）而言，线上服务过于标准化，难以满足其定制化理财服务需求，因此由专业理财人员/团队在网点提供贵宾式咨询、配置服务仍是首选。

当前在互联网金融的冲击下，银行网点智能化升级已成大趋势。综合来看，在银行线下现金服务体系需求大减，但网点却依旧必然存在的情况下，网点的智能化升级改造已经成为业内共识。国内银行业2018/2019年报显示，目前国内大部分银行都在积极推进网点智能化转型，更多业务通过将智能化设备实现自助办理，这既能改造业务流程提升流畅度，又能改善客户体验，在很大程度上提升了网点运作效率，能有效延缓客户流失。中国银行业协会《2018年中国银行业服务报告》显示，在此趋势下2016-2018年我国银行业的平均离柜率分别是84.31%、87.58%、88.68%，银行柜面交易替代率不断上升。就2018年来看，我国在年内完成营业网点改造8006个，网点智能化升级正在持续推进。

银行网点改造价格较高，催生千亿级新市场。相较于放置在银行网点营业区之外传统ATM设备，新一代智能金融设备更多放置在银行网点之内，符合银行当前智能化升级改造新需求。根据中国银行业协会发布的《2018年中国银行业服务报告》显示，截止2018年末全国银行业金融机构营业网点总数达到22.86万个，近三年全国银行网点数量均维持在22.8万个左右，网点数量保持相对稳定。银行网点数量放缓扩张已成事实，但各类网点的升级改造需求正在爆发。根据采招网银行网点智能化改造中标项目金额梳理，典型的网点改造项目体量在数十万元不等，较传统设备配置方案高出一个量级。保守估计下，单个网点的改造费用以50万元计算，按2018年8000余个改造网点计算，带动的市场增量即达40亿元；按全国23万个网点计算，市场整体空间超过1000亿元。

图表24：2016-2018年银行业平均离柜率逐年走高 图表25：智能网点基本形态



资料来源：银行业协会，万联证券研究所

资料来源：中国银行，万联证券研究所

3.2.2 公司层面：外延并购叠加工业化实力，产品竞争力凸显

1) 外延并购+设立子公司注入新活力。自开启转型后，公司在资本市场上动作频繁，以战略投资者身份入主多个前沿科技公司，同时也广泛设立新的子公司应对转型需求。以2018年为例，公司较上一年新增合并单位15家，减少合并单位2家。并购的10家公

司包括中科江南、中科江南政易、云财科技、翰海信息、信义科技、深安信信息、锡林郭勒盟保安、锡林郭勒盟金盾押运、锡林郭勒盟安逸物业、湖北融信；新设立5公司包括运通购快、平云小匠网络（成都）、GRG AMERICA INC.（GRG美国）、GRG Banking LLC.（GRG俄罗斯）、广电运通国际商贸（广州）。

图表26：当前子公司中涵盖各类创新技术公司（万元，%）

被参控公司	参控关系	持股比例	营业收入	净利润	总资产
广州广电银通金融电子科技有限公司	子公司	100.0	110236.9	19294.7	534459.7
广州支点创业投资有限公司	子公司	100.0	1743.3	-26.7	24976.3
广州广电计量检测股份有限公司	联营企业	12.3	61755.3	3103.8	218397.4
GRG Banking Equipment (HK) Co. Limited	子公司	100.0	24696.0	-154.1	31540.7
广州中智融通金融科技有限公司	子公司	100.0	4742.1	417.7	17106.7
江苏汇通金融数据股份有限公司	子公司	51.0	12541.4	136.4	26720.8
北京中科江南信息技术股份有限公司	子公司	46.0	15608.9	3798.5	
广州广电运通智能科技有限公司	子公司	100.0	11003.5	1561.4	28529.1
广州广电运通信息科技有限公司	子公司	100.0	3903.8	-388.7	8983.0
广州穗通金融服务有限公司	子公司	70.0	4194.7	429.1	10512.6
深圳市信义科技有限公司	孙公司	85.0	14882.0	1169.9	55920.6
深圳市创自技术有限公司	子公司	100.0	4680.4	1031.8	19395.1
广州广电汇通金融服务有限公司	子公司	100.0			
广州市龙源环保科技有限公司	子公司	60.1			

资料来源：公司公告，万联证券研究所

在智慧金融领域，公司重磅入主中科江南，由此切入财政信息化领域。2018年2月公司以自有资金人民币3.1亿元收购中科江南46%的股权，由此切入政府财政信息化安全领域，完善智能金融业务布局。中科江南是国内少数几家全国性的财政信息化建设服务商之一，截至2018年底已经承建了33个省级财政部门的支付电子化，占市场总额的91.67%，此外还完成269个地市级和1034个区县级财政部门的支付电子化。值得注意的是，中科江南为国库支付电子化和非税缴库电子化开发的核心产品电子凭证库，目前已经成为国内部署范围最广、交易频率最高的分布式账本之一。

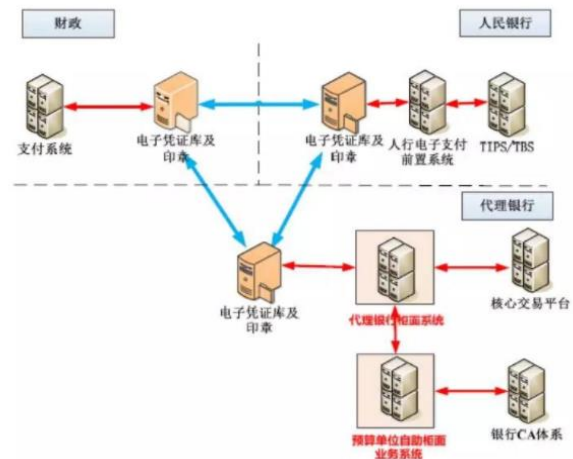
分布式账本技术领先，助力迎接区块链风口。值得注意的是，中科江南在分布式账本领域技术领先，当前已经运用分布式账本原理，把电子凭证库分别部署在财政、人民银行和代理银行端，快速实现电子凭证的安全存储和传输。分布式记账技术可谓区块链领域的核心技术，考虑到中央人民银行将在近期正式推出数字货币DCEP，广电运通研究总院已经联合中科江南和广电运通区块链科技子公司（2018年5月成立）开展紧密技术合作，着重开发DCEP在ATM上的自由兑换研发项目，一旦央行公布DCEP的具体技术路径，公司在全球部署的超过30万台ATM将存在巨大系统改造增量。未来中科江南也将利用前期积累的客户资源，协助公司开展与银行和密码厂商的生态合，共同推动国内区块链产业高质量发展。

图表27：电子凭证库的分布式账本结构示意图



资料来源：广电运通官网，万联证券研究所

图表28：电子凭证库的三方对等部署示意图



资料来源：广电运通官网，万联证券研究所

除中科江南外，智能领域还有两家核心子公司值得关注：a) 广电银通，业务涉及ATM设备维保、AFC设备维保、软硬件工程、ATM托管及营运等多个业务领域，是公司金融机具业务的主要参与者。广电银通旗下拥有多家武装押运子公司和维保业务子公司，业务体系成熟。此外自身也主导了多桩前沿科技类子公司的成立及并购，如2017年5月成立广州平云小将，主攻平台化售后服务；2018年1月以3.3亿元收购信义科技，进军智能安防领域。b) 广电汇通，主要涉及智能平台运营和云计算解决方案业务，拥有数据中心、备份中心和金融云等基础设施，并已构建基于混合云结构的业务支撑平台，目前主要面向金融和政务等行业提供SaaS、PaaS、IaaS等云服务。同时，广电汇通也协助公司开发多银行共享ATM系统、互联网+政务智能平台、云VTM服务平台、云视频等产品和服务，在业务应用系统方面提供了强力技术支持。

2) 工业设计能力出众，驱动产品快速落地。公司拥有国家级工业设计中心，其出色的工业化实力正是公司能在较短时间内实现智能化设备量产的主要原因。国家级工业设计中心是经国家工业和信息化部认定，工业设计创新能力强、特色鲜明，发展水平居全国先进地位的企业工业设计中心，为工业设计领域的最高荣誉。2019年12月公司顺利通过每两年一次的国家级工业设计中心复核，显示公司工业设计实力依旧继续位居国内一线，取得最权威认证。

近两年广电运通工业设计中心承担工业设计项目130项，拥有知识产权成果744项，在2017-2018年复核期共申请专利715件，授权专利520件，其中中国发明专利70件、实用新型40件、外观专利126件、国外发明专利284件。就2018年来看，广电运通工业设计中心投入费用总额10123万元，占企业研发投入的47%，中心以设计驱动公司新产品落地，引领国内智能自助设备服务领域工业设计创新。

图表29：近年公司取得的工业设计类奖项

工业设计类创新	奖项/获评情况
小额现金循环机I58	2017年中国设计红星奖
人脸识别智能闸机	2018年德国工业设计红点奖
智慧银行设备安全可控关键技术及应用	广东省科技进步二等奖
智能政务远程服务柜台系统	广东省电子政务协会2018年安全可靠创新应用案例
“有价文件识别装置”	广东专利奖金奖、中国专利奖优秀奖

资料来源：公开资料，万联证券研究所

综合来看，公司在智能金融领域同时拥有较优的前沿技术基础以及强大的工业化实力，因此在产品端不断推陈出新，形成竞争优势。具体品类而言，公司近几年大力拓展远程视频柜员机（VTM）、智能柜员机（STM）、智能桌面终端、全功能综合柜台等新型非现金银行自助设备，同时也推进大额现金存取款机对传统现金设备的替代。综合来看，VTM和STM将有望成为公司拳头展品，两者通过互补效应以实现对客户服务的全面覆盖，营业时间内STM承担营业时的客户服务，营业时间内VTM负责业务处理。VTM和STM结合了视、听、自助和专人服务等功能，将柜台服务、电话银行、ATM终端和网上银行服务有效整合，性能提升显著。我们认为，VTM和STM既能显著缩小银行网点租赁面积，又能同时实现人员的远程参与，与传统银行网点相比极大降低了人工成本，公司展业空间巨大。

图表30：公司新型银行网点智能设备（部分）



资料来源：公开资料，广电运通官网，万联证券研究所

图表31：近期部分智能金融订单

项目	项目内容	金额（万元）
贵阳银行智能柜员机采购项目	提供2018-2019年度智能网点STM智能柜员机	1471
中国人民银行征信中心项目	为征信中心提供数据处理技术及相关设备支持	450
中国邮政集团公司新疆区分公司项目	提供金融自助设备619台及相关的维保工作	321
东粤通宝电子商务公司项目	对粤通宝预付卡系统进行升级改造	250
新疆维吾尔自治区农村信用社联合社项目	搭建新疆农村信用社自助设备防病毒系统	215
山东省德州银行设备采购项目	为德州银行出售银行提供自助设备	168
湖北裕丰农副产品有限责任公司项目	提供裕丰智慧农批系统及支付管理系统	110
青岛农商银行自助设备采购项目	为青岛农商银行提供银行自助设备	72
四川江安农村商业银行项目	提供2018年银行自助设备维保服务	38
云南凤庆农村商业银行项目	为云南凤庆农商银行提供自助存取款一体机	15

资料来源：中国采招网，公司公告，万联证券研究所

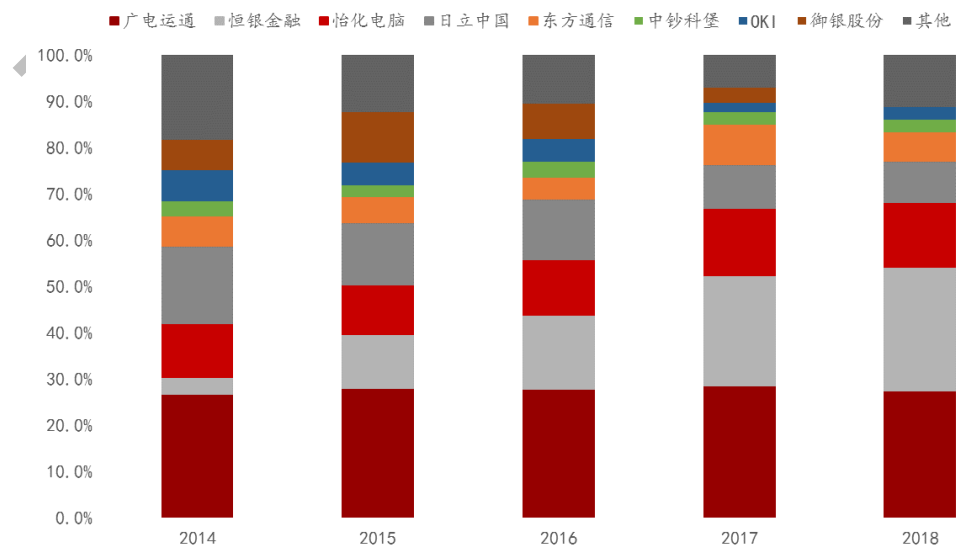
3.2.3 竞争：现金/非现金智能设备同步向好，公司占据先机

随着传统现金类设备需求增速放缓，新型智能金融设备正在引领金融机具新趋势。面对这一变化，各大设备厂商竞争也较之前发生了重大变化，国外企业基本完全退出，国内厂商已经稳占主流地位，而公司竞争优势得以传承，领先者地位稳固。

1) 现金类设备市场发展稳定，本土品牌厂商保持领先，公司稳居龙头。就现金类设备而言，公司依旧稳居龙头位置，市场份额保持在27.2%，和恒银金融（26.8%）呈两分天下之势，身后的竞争者主要是老牌厂商怡化电脑（13.9%）。目前三家的合计份额已经达到67.9%，集中度持续提升。新的竞争格局中，老牌ATM厂商御银股份、神州金信等已逐渐淡出市场，而外资品牌厂商的份额也受到挤占，仅日立中国（8.9%）一家保持竞争力。整体来看，国产厂商引领现金类设备市场的格局，公司稳居龙头位置。

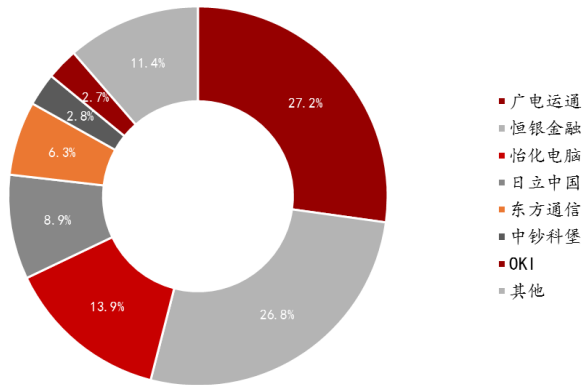
2) 非现金类设备需求旺盛，综合智能设备或成新趋势。2018年非现金类设备（智慧柜员机等）总体采购量已经超越现金类设备，金融机具市场格局发生变化。从2018年智慧柜员机类设备市场销售份额来看，长城金融（26.9%）和恒银金融（23.5%）依然保持行业领先地位，而公司则以9.3%的份额位居第四。此外，从2018年国有六大行存取款一体机以及智慧柜员机、智能柜台、超级柜台等设备入围情况可以看出，恒银金融现金类设备和智慧柜员机设备保持同步发展趋势，入围数量仍处于领先地位。而公司也在大力推进智慧柜员机类设备的渠道扩张，目前已经入围农行、交行、邮储银行的项目，同时拓展了兴业、浦发等股份制银行项目，扩张趋势良好。

图表32：现金类设备市场销售份额变化趋势

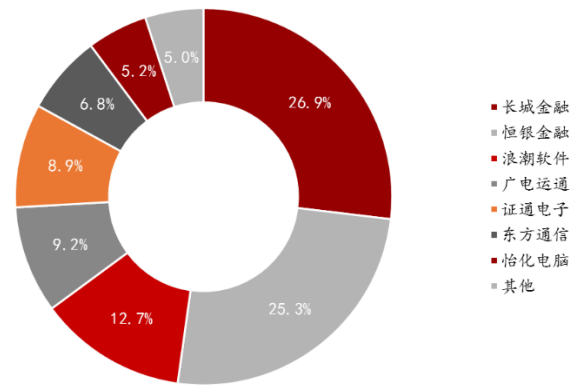


资料来源：金融时报，万联证券研究所

图表33：2018年现金类设备市场销售份额



图表34：2018年智慧柜员机类设备市场销售份额



资料来源：金融时报，万联证券研究所

资料来源：金融时报，万联证券研究所

图表35：2018年六大国有行CRS及STM入围情况

	工商银行		农业银行		中国银行		建设银行		交通银行		邮储银行	
	现金类	非现金类	现金类	非现金类	现金类	非现金类	现金类	非现金类	现金类	非现金类	现金类	非现金类
恒银金融	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
广电运通			✓	✓	✓				✓	✓	✓	✓
怡化电脑			✓	✓			✓		✓		✓	
日立中国	✓				✓		✓					
东方通信		✓							✓	✓	✓	✓
长城金融		✓										
证通电子						✓		✓				✓
浪潮软件								✓				✓

资料来源：金融时报，万联证券研究所

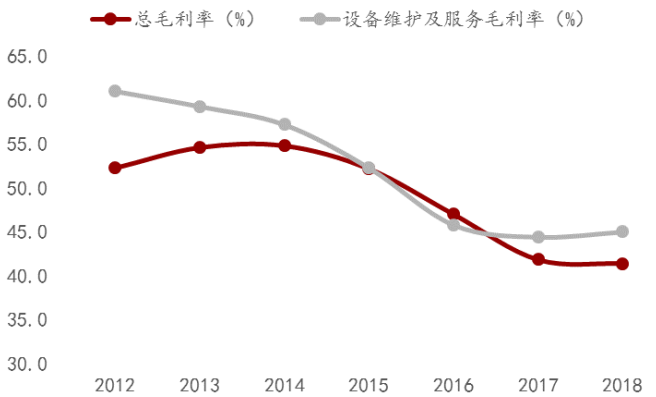
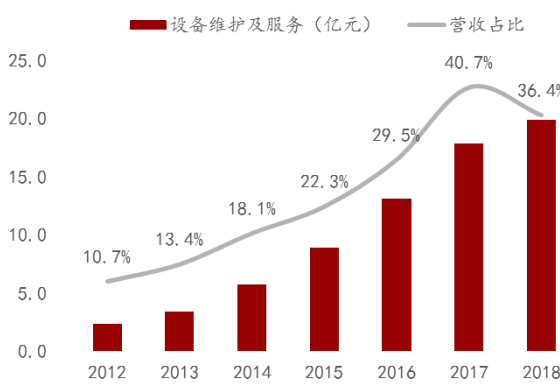
备注：现金类设备以CRS为主；非现金类设备以VTM、STM为主

3.3 运维/软件业务快速增长对冲金融机具增长失速

正如前文提及，近年来传统金融机具市场不断下滑，而ATM配套业务也因此受到较大影响。但公司却在困境中抓住了银行近年陆续将非核心业务外包的趋势，大力发展设备维护及服务业务，保持较快增长。2015-2018年该业务的营收年均复合增速高达30.8%，2018年业务收入为19.9亿元，占比整体收入比例已达到36.4%，暂时超越货币自动处理设备业务。业务的快速崛起使得公司营收总规模在传统ATM业务下滑较快的情况下没有受到过度冲击，对冲效应明显。虽然设备维护及服务业务近五年毛利率受市场竞争加剧影响有所下滑，但近两年已有企稳迹象在45%水平，整体趋势向好。

图表36: 2012-2018年设备维护及服务业务收入及占比

图表37: 2012-2018年设备维护及服务业务毛利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

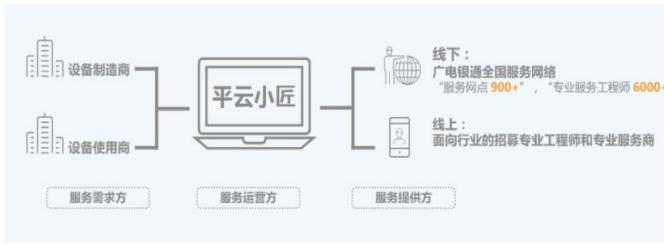
资料来源: wind, 万联证券研究所

1) 外包服务: 持续收购布局, 现金外包及武装押运服务收效良好。在现金外包服务业务方面, 公司一方面聚焦华南大本营, 通过广州穗通深耕广州本地现金外包服务业务, 2018年全年实现收入近1亿元; 另一方面也在全国范围内持续拓展业务范围, 当前已在全国布局13家现金外包公司, 陆续突破成都建行、贵阳建行、重庆建行、武汉招行等项目, 并成功与交行、民生、中信等总行签订外包服务业务合作项目, 整体发展趋势良好。在武装押运服务业务方面, 公司于2014年正式切入该赛道, 首先收购宜昌市金牛押运护卫保安服务有限责任公司, 并在同年先后成立广州广电银通安保投资有限公司和内蒙古广电银通安保投资有限公司。此后四年公司分别投资8家、9家、3家、1家武装押运公司, 2018年基本完成布局, 旗下押运公司总数已经达到24家。2018年来看, 为了便利押运公司业务开展和管理, 广电银通正在为押运公司提供智能押运管理系统, 该系统包括押运综合管理平台、枪弹管理系统、物品管理系统、金库管理系统、车辆管理系统、款箱交接系统等多个产品, 发展空间较大。我们认为, 公司正在充分运用金融外包服务及武装押运服务的优势, 用“互联网+智能服务”整合银行外包业务, 有望持续逆势增长。

2) 设备管理: 金融设备云管家助力设备管理, 平云小匠构建设备运维生态。广电银通是公司服务和运营类业务的主要参与者, 业务大致分为智慧服务、智慧运营、智慧产品三个板块, 具体业务除了智能押运和部分现金管理, 还涉及金融设备管理。2017年公司全资子公司广电银通发布金融设备云管家解决方案, 主要针对银行设备与资产的全生命周期进行科学管理, 帮助解决设备品类繁多、分布零散、资源闲置等问题。值得一提的是, 该方案除了能对广电银通的现金设备进行管理外, 还覆盖了NCR、日立等16家厂商的现金/非现金设备、IT设备, 未来有望在行业内大规模推广。

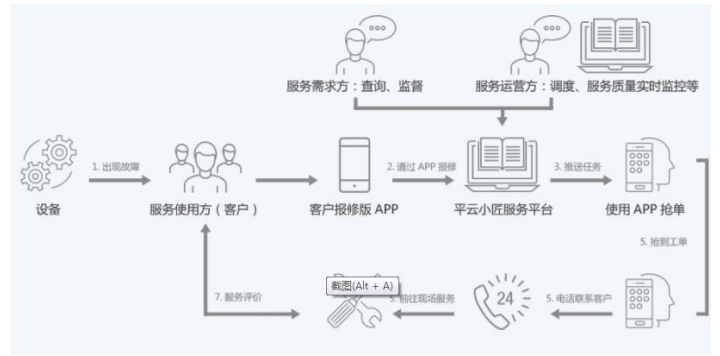
另外, 广电银通旗下控股子公司平云小匠(持股70%)是专注于智能设备服务领域的互联网平台。目前平台共有6000多名自营工程师、超过40000名平台工程师, 同时设立了900余家全国服务网点, 提供全方位售前/售后服务, 不仅可以帮助客户安装自助设备、网络设备、IT设备, 而且当设备出现故障时, 平台还将快速响应维护。简而言之, 客户可以简单通过APP报修, 平台将报修订单推送到符合条件的工程师手机APP上, 工程师进行抢单并按照订单要求执行服务, 同时完成相应的服务记录和反馈, 而质量中心负责服务质量的监控和监督。当前平云小匠是公司在互联网平台和应用软件领域的重要布局, 并有望成长为重要利润增长点。

图表38：平云小匠平台打通线上线



资料来源：平云小匠官网

图表39：平云小匠整体流程实现快速响应

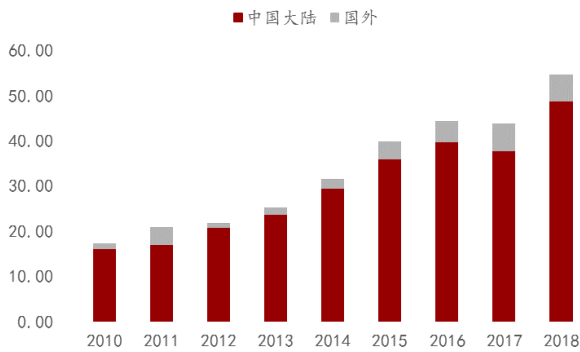


资料来源：平云小匠官网

3.4 积极开拓海外需求，国际化战略打开新空间

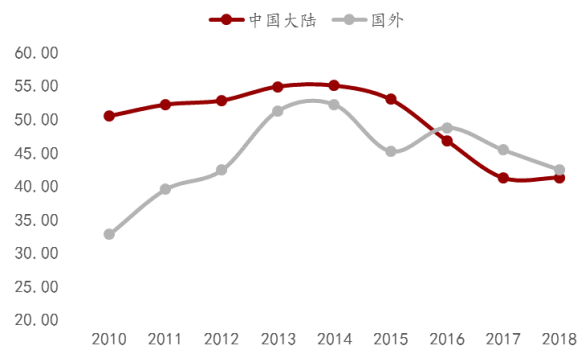
英国RBR研究显示,近年来新兴市场的强劲需求成为近年来全球ATM增长的主要驱动力。其中,全球近三分之二的ATM增长来自亚太地区,特别是印度和印度尼西亚,占亚太地区新增数量的四分之一。此外中东地区、非洲、中东欧等地区也表现出较为强劲的增长势头。面对海外市场蓬勃的增量需求,公司正在积极打通海外渠道,全面推广新型智能金融终端及配套的软硬件解决方案,通过国际化战略进一步打开自身成长空间。

图表40：国内与海外营收情况（亿元）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表41：国内与海外毛利水平（%）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表42：公司海外业务推进情况

海外地区	推进进度
中东区	已在伊朗地区销售突破1万台设备，其中VTM产品已在当地6家银行成功上线，受到当地用户的欢迎；智能清分流水线系统在沙特ARB银行成功上线
欧洲区	印度中央银行与广电运通达成战略合作协议，同时该行首次采购了广电运通清分机系列CM100产品；德国及意大利各大银行购买广电运通核心技术循环机芯超过2000台
亚太区	VTM产品相继在香港永隆银行、中银香港上线；为越南TPB银行网点提供最新转型升级解决方案；与新加坡翔鹰签订了后者AETOS现金处理中心(CPC)建设项目合作协议
北美区	H34N型号产品在美国获得主流Processor EMV 认证，如Fiserv, First Data等，为在北美市场的开拓铺平了道路。现今，该型号产品已经在美国十多家银行上线投入使用
南美区	厄瓜多尔最大银行Banco Pichincha 在2016年第四季度陆续批量上线100多台广电运通ATM设备，构建该地区最大的ATM网络
非洲区	基本击败NCR, Wincor和Diebold拿下坦桑尼亚最大银行NMB取款机订单，该订单占坦桑尼亚10%的市场份额

资料来源：公开资料，万联证券研究所

2019年国际市场业务占比有望提升至15%以上，打开市场天花板。相比国内市场，海外市场的扩张空间更为巨大。公司目前已建立10大国际分支机构，产品及服务已进入全球80多个国家和地区，国际业务呈现多点并进态势。更重要的是，随着公司快速推挤转型，已经在国内市场的智能银行网点等解决方案同步推广至国际市场，助力俄罗斯、土耳其、新加坡、阿根廷、墨西哥、越南等国家和地区的金融服务快速升级。举例来看，公司公告显示广电运通国际（全资子公司）已经于近期收到公司代理商SVOA Public Co. Ltd的中标通知书，泰国 Government Savings Bank (GSB) 董事会批准从SVOA采购广电运通生产的“数字生物识别存取款一体机”，根据招标文件，预计本次中标金额不低于1.55亿元。本次中标的“数字生物识别存取款一体机”是公司根据客户需求自主研发的新一代智能金融设备，在原来的存取款一体机已有功能上加载了人脸识别摄像机和指纹模块等生物识别技术。此外，公司也同步为GSB银行提供智能化监控和管理系统、在线式网络安全系统及机芯安全等整体智能化解决方案，对其智能网点建设起到了积极的作用。

4、“智能银行 → 智能+”技术迁移打开多场景空间

场景迁移，中长期有望成为AI全栈式服务商。公司已经构建了“1个研究总院+6个专业研究院”的研发组织体系，研究总院负责通用核心技术及其战略性发展规划，为公司构建核心技术优，而其他六个专业研究院：大数据研究院、智能金融研究院、智能交通研究院、海外研究院、智能便民研究院及智能安全研究院则负责响应各自领域的应用技术开发需求，为各事业群展业提供技术保障。在“1+6”的研究架构下，公司除了在智能金融领域迅速建立优势以外，还利用AI基础技术的优势，逐渐部署了智能安全、智能交通、智能便民等场景，未来有望为客户提供全栈式服务。

图表43：转型战略示意图



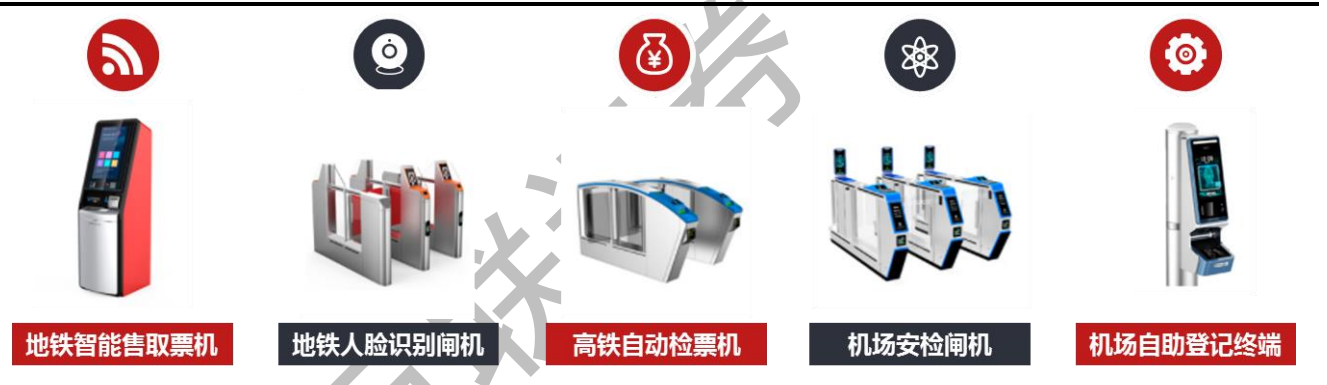
资料来源：公司财报，万联证券研究所

4.1 智能交通：AFC+地铁闸机拓展顺利，大湾区先行先试

公司以硬件设备研发制造起家，除了现金类金融机具以外，交运领域的AFC也是主要产品。基于智能金融领域的经验，公司推出以AFC为核心的智能轨交方案，通过广泛接入核心模块及整体系统，已经实现从售票支付到检票核验的全面布局，初步打开了智能交通新赛道。

核心模块+整机全覆盖，软硬一体化构筑竞争力。公司在智能交通领域已经实现了从核心模块到整机的完全覆盖。具体而言，货币识别和车票售购是公司优势突出的两大模块，并由此衍生出了自动售票、自动检票等一系列整机产品。此外，公司还拥有地铁车站计算机系统、地铁线路中央计算机系统、公园场馆自动售取票系统等配套软件系统，构筑了软硬一体化的竞争优势。

图表44：公司新型交运智能设备（部分）



资料来源：公开资料，广电运通官网，万联证券研究所

图表45：近期智能交通相关订单体

项目	项目内容	金额（万元）
广州地铁线网BIM项目	广州地铁线网AFC系统（BIM）委外维修	1461
广州市轨道交通设备采购项目	自助客服中心设备及车站电子发票系统	1189
广州地铁集团自动售票机项目	广州地铁线网AFC系统MEI维修	858
南方航空营销信息系统项目	2018年南航营销信息系统	369
上海地铁4号线纸币识别机项目	2018-2019年度4号线AFC系统设备日常维护	138
无锡地铁集团公司项目	无锡地铁1号线TVM纸币处理模块委外维修保养服务	87
广州白云机场T2航站楼项目	T2航站楼客运站人证票自助验票闸机（8台）	44

资料来源：采招网，万联证券研究所

直接受益于大湾区政策规划，以AFC为核心的智能交通业务有望放量。2019年2月《粤港澳大湾区发展规划纲要》正式发布，区域规划首先以交通基础设施建设先行，规划纲要也明确指出“加快智能交通系统建设，推进物联网、云计算、大数据等信息技术在交通运输领域的创新集成应用”，我们认为，当前智能交通建设已经大湾区重点发展规划，公司受益华南区位优势，未来智能AFC及配套业务有望持续放量。

事实上，面对大湾区的风口，公司已经联合巨头腾讯在深圳开展先行先试。2018年开始公司携手深圳地铁集团、腾讯公司共同推出的乘车扫码过闸服务，目前已经帮助深圳市8条地铁线路实现每个车站设置至少“两进两出”扫码乘车，并且预计很快将实现全网车站所有闸机开通扫码过闸服务。根据深圳地铁集团披露的数据，深圳地铁全线网日均扫码过闸的客流约为89万人次，而公司负责核心模块及后台计算系统，可以掌握轨交数据流量入口，未来有望在数据变现方面做出新尝试，进一步拓宽智慧轨交、智慧交通的业务定义。

4.2 智能安全：借信义科技进军安防，扩展平安/智慧城市版图

以子公司信义科技为抓手，发力智能安全领域。2018年1月，公司全资子公司广州银通以自有资金约3.3亿元收购信义科技85%股权。公司战略投资信义科技是发展智能安全场景的重要战略举措，目前已经将研究总院的核心资源与信义科技的关键技术进行整合，迅速构建新赛道下的核心竞争力。

信义科技是国内领先的公安人工智能技术解决方案提供商，主攻视频及大数据综合应用业务。公司掌握的核心技术主要有人脸识别及AI行业应用解决方案、警务大数据等，同时拥有三百多种警务实战模型，获得一项国家科技进步二等奖、一项公安部科技进步一等奖，是智能安防领域的优质技术型公司。未来，公司将结合自身在全国武装押运公司的坚实基础，全力推广信义科技智能公共安全解决方案，打开智能公共安全的巨大市场。

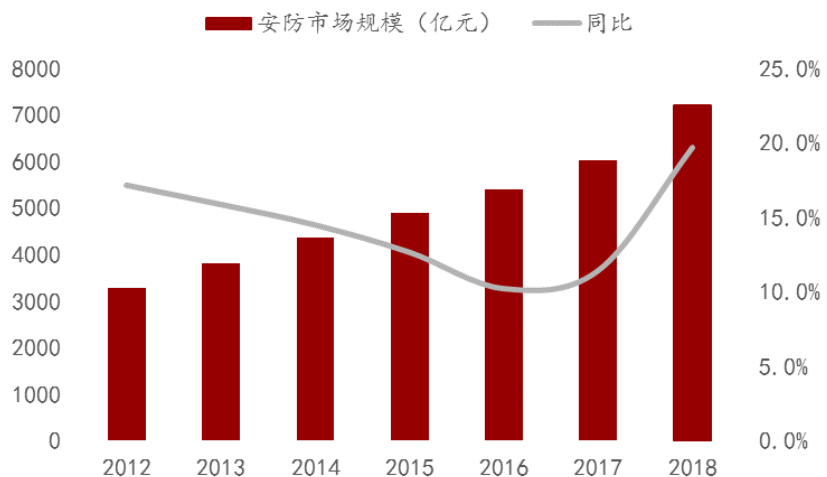
图表46：智能安全板块业务介绍

解决方案	介绍
平安城市监控	平安城市是综合性非常强的管理系统，不仅需要满足治安管理、城市管理、交通管理、应急指挥等需求，而且还要兼顾灾难事故预警、安全生产监控等方面对图像监控的需求。监控是平安城市体系的核心构成，主要由政府主导，通过高度整合各类资源，最终实现各部门视频监控信息的共享
公安信息化应用	作为全国公安机关全面实践的重大课题，警务/公安信息化对于现代安防体系意义重大。具体而言，在公安活动的各个环节中，利用现代信息技术、信息资源和环境，建立信息应用系统，使信息采集、流转、传输、利用集中高效和信息资源优化配置
视信合成化作战	作为警务信息化的一类特定衍生，视信合成化作战能打破警种界限，全面整合公安机关内部信息资源和相关社会资源，向多警种直接提供指挥、情报、作战等综合服务

资料来源：广电运通官网，万联证券研究所

安防高景气度继续，数亿大单保障长期发展确定性。根据中国安全防范协会编制的《中国安全防范统计年鉴2018》公布的数据显示，截至2017年年末中国安防企业约为3万家，安防企业年总收入达到6016亿元，而2018年将会达到7200亿元，增速进一步提升至20%水平。当前信义科技已经先后在深圳市龙岗区、南山区接连中标数亿安防大订单，分别为深圳龙岗雪亮工程、深圳南山区高清视频监控等重大项目提供科技支撑。该项目将大规模应用AI技术，开启深圳人脸AI的规模性建设，具有极强的较示范效应，这对公司未来依托自身在武装押运资源、自主研发技术和大数据方面的优势向广东及全国推广平安城市综合解决方案奠定了基础。

图表47：2010-2018国内安防产业总收入及同比增速



资料来源：《中国安全防范统计年鉴 2018》，万联证券研究所

智能安防与24个武装押运公司较好融合，前景广阔。依托近2万人的专业金融服务团队，公司正在用“互联网+智能服务”整合银行外包业务。此番收购信义科技，能将智能安防与武装押运深度融合，在全国超过40个城市整合安防企业，发挥联动优势，逐步成为智慧城市公共安全服务提供商。长周期来看，公司有望依托武装押运公司资质及人员，推广“广电安保智能视频联网报警综合解决方案”，为社会公共安全末端用户，如银行、商铺、家庭提供智能化的安全运营服务（目前已接入银行、商户超2000家）。

4.3 智能便民：四大细分场景，拓展C端市场

布局智能便民服务，拓展C端广阔市场。公司依托辐射全国的线下服务网络优势，从线下服务拓展至线上服务，从单一金融服务拓展至非金融服务。而智能便民场景正是公司扩展生态的重要突破口，主要围绕智慧零售、智慧文旅、智慧政务、智慧社区四个场景落实，以大数据为基础，以人工智能技术为驱动，为群众提供全方位的便民增值服务，打造新型“智能便民生态系统”。

图表48：智能便民板块细分介绍

场景	基本情况	当前进展
智能零售	公司通过投资设立运通购快来拓展智能零售新领域，利用公司在金融机具上的技术优势，并加强同中谷科技等智能设备生产商的合作，积极布局网点，拓展零售运营业务	目前已开通智能零售机达几千台
智能文旅	公司在影院、文娱、客运、旅游等场景持续拓展布局，以“互联网+AFC”产品为基础，搭建智慧旅游云平台，利用大数据提供运营服务，助力智慧文旅业务升级	智能票务系统开拓了茅台天酿、华强方特、保利文化、珠江船务、香港演艺等客户
智能政务	公司自主研发的“互联网+可信身份认证”远程智能设备云VTM，实现政务综合服务的远程化智能化，在全国首创智能政务无人柜台安全服务模式	智能政务终端设备已布放千台，未来或将智能政务设备铺设在社区、园区等各类生活场景
智能社区	借力公司辐射全国的线下服务团队及服务网点优势，现已拥有超过5万名网络认证工程师，为客户提供智能商显、自助终端、IT网络、安防监控、智能门锁、充电桩等非金融设备	“互联网+服务”线上平台、线10个，P-AOC(省级呼叫中心)、近千个服务站维保服务

资料来源：广电运通官网，万联证券研究所

当前来看，智能文旅和智能政务已经形成一定的优势产品：

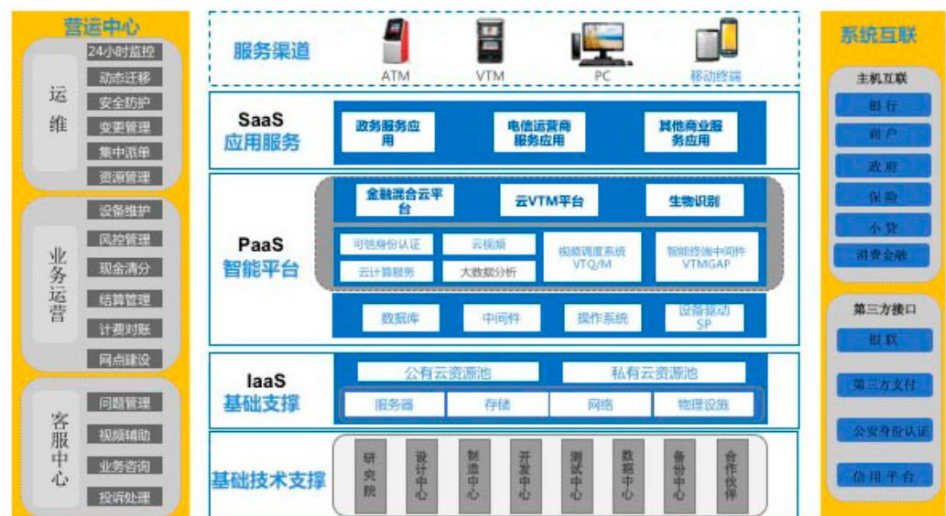
- 1) 智能文旅：**公司旗下的天马平台是基于“一处管理、全网分销”模式，集旅游度假、科技场馆、文化演出、城市客运、酒店/休闲于一体的多场景综合性平台。为商家提供非传统商业模式的电子商务解决方案，将线下消费移植到线上，利用网络平台变为主动营销，把互联网分销和自媒体电商组合在一起。综合来看，平台能满足移动端、互联网分销端、OTA等高流量平台对上述各场景延伸的需求，形成电商消费闭环。此外，通过对行业客户进行大数据挖掘，累积消费数据进行用户画像、用户分析、大数据营销，公司也将进一步布局文娱旅游产业，挖掘新的业务空间。
- 2) 智能政务：**智能政务服务平台是公司自主研发的亮点产品，是基于政务服务智能化应用的业务支撑平台，与业务系统相互相成，构成一个整体及支撑各业务系统的正常运作。平台主要通过利用互联网、云计算、大数据、人工智能等先进技术，提供基于政务服务业务开展的智能支撑、信息共享、接口服务等，集成包括：身份认证、人脸识别、远程视频、语音通信等模块，并提供一套通用化、标准化、流程化、智能化、多应用的服务管理应用。

图表49：智能文旅平台（天马）主要功能



资料来源：公司官网，万联证券研究所

图表50：智能政务平台架构展示



资料来源：公司官网，万联证券研究所

5、盈利预测与估值

通过对公司各线业务进行拆分，我们做出关键假设如下：

- **货币自动处理设备业务：**货币自动处理设备仍是公司业绩的重要支撑，主要包括ATM（现金类）、AFC及清分机等产品。当前来看，新型智能现金类ATM和AFC设备将构成主要业绩增量，预计未来三年营收分别为22.7/29.8/40.5亿元，期间CAGR约为30.7%。
- **设备配件业务：**配件销量此前随ATM等机具设备快速下行，但2018年已经企稳反弹，主要是新型设备拓展配件业务空间，预计未来三年营收分别为4.4/5.5/7.0亿元，期间CAGR约为23.9%。
- **ATM运营业务：**作为传统现金类机具的另一类配套服务，当前业务空间处于逐步萎缩状态，但业务体量较小，因此对公司业绩影响有限，预计未来三年营收分别为0.5/0.4/0.4亿元，期间CAGR约为-6.8%。
- **设备维护及服务业务：**以武装押运为核心的服务业务在近年来快速崛起，此外线上软件服务也贡献部分业务增量，收入有望稳步上行，预计未来三年营收分别为22.1/24.4/27.0亿元，期间CAGR约为10.8%。
- **其他业务：**包括非现金类金融设备及部分新场景业务，2018年起呈现快速增长态势，未来将随公司转型进一步扩张，预计未来三年营收分别为21.3/30.5/39.1亿元，期间CAGR约为47.0%。

图表51：业务拆分与预测（货币自动处理设备细分）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
ATM							
收入	22.9	22.9	16.2	15.9	18.1	21.0	24.7
同比	13.2%	0.1%	-29.4%	-1.8%	14.0%	16.0%	17.5%
成本	10.4	11.7	9.6	9.7	10.8	12.3	14.3
毛利	12.5	11.2	6.5	6.1	7.4	8.7	10.4
毛利率	54.58%	48.86%	40.38%	38.65%	40.58%	41.39%	42.22%
AFC							
收入	0.8	0.9	0.5	1.5	4.0	8.3	15.3
同比	202.6%	11.5%	-45.0%	218.6%	160.0%	110.0%	85.0%
成本	0.5	0.6	0.3	0.8	2.0	4.2	7.7
毛利	0.3	0.3	0.2	0.7	1.9	4.1	7.6
毛利率	40.61%	31.90%	46.99%	47.42%	48.13%	48.85%	49.59%
清分机							
收入	1.7	1.3	1.3	0.8	0.6	0.5	0.5
同比	-4.1%	-24.7%	0.0%	-38.1%	-22.0%	-15.0%	-10.0%
成本	1.3	0.9	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
毛利	0.4	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3	0.2
毛利率	25.83%	30.75%	44.97%	47.40%	47.80%	47.90%	48.00%

资料来源：wind，万联证券研究所

图表52：业务拆分与预测

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币自动处理设备							
收入	25.4	25.1	18.0	18.2	22.7	29.8	40.5
同比	14.0%	-1.3%	-28.4%	1.4%	24.6%	31.5%	35.8%
成本	12.2	13.2	10.6	11.0	13.1	16.8	22.3
毛利	13.3	11.9	7.3	7.2	9.6	13.0	18.3
毛利率	52.2%	47.3%	40.9%	39.8%	42.1%	43.6%	45.1%
设备配件							
收入	4.2	3.9	3.1	3.7	4.4	5.5	7.0
同比	43.3%	-5.9%	-21.4%	18.9%	21.1%	23.7%	27.0%
成本	1.9	1.8	1.3	1.5	1.7	2.1	2.6
毛利	2.3	2.2	1.8	2.2	2.7	3.4	4.4
毛利率	54.8%	54.9%	58.0%	60.0%	60.9%	61.8%	62.8%
ATM营运							
收入	0.4	0.4	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
同比	18.5%	-12.8%	49.1%	-8.3%	-8.3%	-6.7%	-5.3%
成本	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
毛利	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
毛利率	35.0%	20.8%	27.7%	24.2%	24.4%	24.5%	24.6%
设备维护及服务							
收入	8.8	13.1	17.8	19.9	22.1	24.4	27.0
同比	54.6%	47.7%	36.5%	11.4%	11.0%	10.8%	10.6%
成本	4.2	7.1	9.9	10.9	12.1	13.5	14.9
毛利	4.6	6.0	7.9	8.9	9.9	11.0	12.1
毛利率	52.3%	45.8%	44.4%	45.0%	45.0%	44.9%	44.9%
其他							
收入	0.9	1.8	4.4	12.3	21.3	30.5	39.1
同比	289.3%	105.3%	147.1%	181.2%	72.5%	43.5%	28.3%
成本	0.5	1.1	3.3	8.2	13.2	17.8	21.8
毛利	0.4	0.7	1.1	4.1	8.1	12.7	17.3
毛利率	47.6%	39.2%	25.5%	33.1%	37.9%	41.5%	44.2%
合计							
收入	39.7	44.2	43.8	54.6	70.9	90.7	114.1
同比	26.0%	11.3%	-0.9%	24.5%	29.9%	27.9%	25.7%
成本	19.0	23.4	25.5	32.0	40.6	50.6	61.9
毛利	20.7	20.8	18.3	22.6	30.3	40.1	52.2
毛利率	52.2%	47.0%	41.8%	41.4%	42.8%	44.3%	45.7%

资料来源：wind，万联证券研究所

综合以上，预计公司在2019-2021年实现营收70.9/90.7/114.1亿元，实现归母净利润8.8/11.5/14.7亿元，对应EPS分别为0.37/0.48/0.61元，对应PE分别为26.2/20.2/15.7倍。公司正处于全面战略转型期，AI技术对核心业务的赋能效果已经显现，智能金融业务步入正轨，逐步呈现崛起态势，判断未来将持续受益银行网点升级红利。中长期来看，智能交通、智能安全、智能便民等业务稳步推进，进一步打开长期成长空间，而区块链的应用形态或将成为新的催化剂，看好公司转型效果超预期。首次覆盖，予以“增持”评级。

6、风险提示

智能金融设备需求不及预期，银行传统机具需求增速超预期放缓，市场系统性风险

资产负债表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	9,350	10,955	12,786	15,372	
货币资金	4,250	5,049	5,863	7,188	
应收及预付	1,532	1,572	2,032	2,542	
存货	1,865	2,630	3,186	3,938	
其他流动资产	1,704	1,704	1,704	1,704	
非流动资产	4,090	4,755	5,441	6,006	
长期股权投资	626	626	626	626	
固定资产	1,089	1,621	2,156	2,586	
在建工程	48	38	28	18	
其他长期资产	2,326	2,469	2,630	2,775	
资产总计	13,440	15,710	18,226	21,378	
流动负债	3,821	4,739	5,941	7,410	
应付及预收	2,741	3,405	4,266	5,351	
其他流动负债	1,079	1,334	1,675	2,059	
非流动负债	110	110	110	110	
其他非流动负债	108	108	108	108	
负债合计	3,931	4,849	6,051	7,520	
股本	2,429	2,409	2,409	2,409	
资本公积	2,298	2,298	2,298	2,298	
留存收益	4,441	5,325	6,472	7,944	
其他综合收益	-368	0	0	0	
归属母公司股东权益	8,687	9,919	11,066	12,539	
少数股东权益	823	942	1,110	1,320	
负债和股东权益	13,440	15,710	18,226	21,378	
现金流量表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	967	1,206	1,643	2,088	
净利润	784	884	1,147	1,473	
折旧摊销	321	209	383	486	
营运资金变动	54	103	101	93	
其它	-192	9	13	36	
投资活动现金流	101	-732	-829	-763	
资本支出	-145	-842	-984	-937	
投资变动	153	0	0	0	
其他	93	110	155	174	
筹资活动现金流	-548	325	0	0	
股权融资	38	-20	0	0	
债券融资	65	0	0	0	
股利与利息	-537	0	0	0	
其他	-113	346	0	0	
现金净增加额	533	799	814	1,325	
期初现金余额	3,701	4,250	5,049	5,863	
期末现金余额	4,234	5,049	5,863	7,188	

利润表		单位: 百万元			
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	5,459	7,092	9,072	11,407	
营业成本	3,200	4,058	5,058	6,190	
营业税金及附加	45	60	76	96	
销售费用	715	915	1,169	1,507	
管理费用	386	511	660	839	
研发费用	359	567	762	998	
财务费用	-57	-94	-111	-132	
资产减值损失	158	33	85	115	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	104	110	155	174	
其他收益	148	0	0	0	
营业利润	907	1,153	1,529	1,968	
营业外收入	6	0	0	0	
营业外支出	13	0	0	0	
利润总额	900	1,153	1,529	1,968	
所得税	116	150	214	285	
净利润	784	1,003	1,315	1,683	
少数股东损益	114	119	168	210	
归属母公司净利润	670	884	1,147	1,473	
主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019E	2020E	2021E	
成长能力					
营业收入	24.5%	29.9%	27.9%	25.7%	
归属于母公司净利润	-25.5%	31.9%	29.7%	28.4%	
获利能力					
毛利率	41.4%	42.8%	44.3%	45.7%	
净利率	12.3%	12.5%	12.6%	12.9%	
ROE	7.7%	8.9%	10.4%	11.7%	
偿债能力					
资产负债率	29.2%	30.9%	33.2%	35.2%	
流动比率	2.4	2.3	2.2	2.1	
速动比率	1.9	1.7	1.6	1.5	
营运能力					
总资产周转天数	873.6	750.1	682.7	633.6	
应收账款周转天数	72.4	70.4	71.0	70.8	
存货周转天数	216.7	236.6	230.0	232.2	
每股指标 (元)					
每股收益	0.28	0.37	0.48	0.61	
每股经营现金流	0.40	0.50	0.68	0.87	
每股净资产	3.61	4.12	4.59	5.20	
估值比率					
P/E	20.2	26.2	20.2	15.7	
P/B	1.6	2.3	2.1	1.8	

资料来源: wind, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场