财富证券 FORTUNE SECURITIES

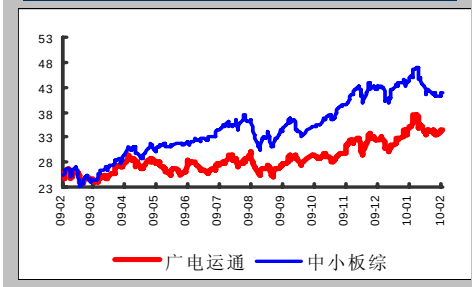
市场空间支撑稳定增长

公司研究

广电运通（002152）：谨慎推荐

市场数据	2010 年 3 月 2
当前价格（元）	35.36
52 周价格区间(元)	22.83－37.95
总市值（亿元）	120.98
流通市值（亿元）	53.26
总股本（万股）	34214.16
流通股（万股）	15061.18
日均成交额(亿元)	0.61
近一月换手（%）	27.65%
第一大股东	广州无线电集团有限公司
公司网址	www.grgbanking.com

走势对比图



表现%	1m	3m	12m
广电运通	-1.6	6.3	36.2
中小板综	-5.4	-2.9	64.4

财富证券研究发展中心
谌　谆
0755-82575622
chenzhun@cfzq.com

一、广电运通业务结构

广电运通业务收入主要来源于货币自动化处理设备的生产销售，其中 ATM 占比高达约 90%，而设备的配件与维护、ATM 运营和清机四块业务只占营业收入大约 5%。地区结构中国内市场占比 08 年 87%，09 年上半年受金融危机影响，国外市场萎缩致使国内占比提升至 91%，二季度始国外订单恢复。公司业务的发展仍主要取决于 ATM 的国内市场状况。

	营业收入（万元）		营业收入占比	
	09 中	08	09 中	08
货币自动处理设备	66325	111563	95.33	92.97
其中：ATM	65996	103866	94.86	86.56
AFC	329	7697	0.47	6.41
设备配件	387	2392	0.56	1.99
设备维护	1183	2964	1.70	2.47
ATM 运营	1551	3077	2.23	2.56
ATM 清机收入	127		0.18	
合　计	69575	119998	100.00	100.00

二、快速增长的 ATM 龙头

公司 ATM 业务仍将保持快速增长态势，主要源于行业景气持续快速增长和公司市场份额的进一步提升。

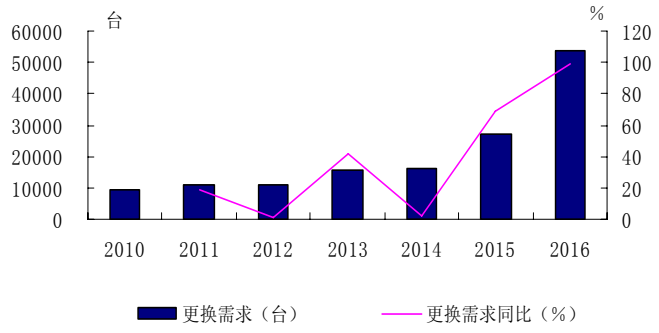
行业景气持续快速增长。由于国内保有率低、下游银行业竞争加剧、服务提升要求、成本控制的压力和运营盈利的动力等因素的影响，国内 ATM 市场仍将保持高景气。根据中银联预测，到 2014 年我国城市地区 ATM 市场才进入成熟期，近四年仍将快速增长。

截至 08 年，我国银行业金融机构网点数 17.98 万个，同期 ATM 保有量 19.2 万个，每个网点 ATM 仅拥有约 1.06 个。二者，08 年包括离行式在内的自助银行 3.58 万个，同比增长高达 53%，银行网点的加速新型化改造带来了

ATM 需求的迅速增长。三者，截至 09 年 10 月，我国银行卡发卡量已达 19 亿张，联网 ATM 机 19.2 万台，每台平均处理卡量约 1 万张，1－10 月，银行卡实现成功交易 56.5 亿笔，交易额 6 万亿元，同比增长 61.3%，银行卡支付结算量的迅猛增长带动了 ATM 机需求的扩张；另一方面，中小银行的扩张带来网点数量的增长，预计近期中小银行每年将保持约 10%的增长速度，由于新增点均采取新型化网点建立，平均每个网点配置约 4 台 ATM 机，此一项每年能带来超过 3000 台的需求量；在目前 ATM 的分布上主要以大中城市为主，中小城市和农村地区的布放率很低，农行、邮储行和农信社是上述地区的网点主体，三家网点数量占比约 71%，但三行的自助银行率最低，其中最高者农行也仅有约 25%，随着城镇化的推进、惠农卡的普及，银行卡的迅猛扩张将带来 ATM 机的快速成长。

存量的更换需求。ATM 机一般有 8 年的使用年限。1987 年大陆开始运用 ATM 机，根据每年的保有量推算出 10 年－16 年由于使用年限到期而产生的存量更换需求量如下图所示：

图表二：2010 年－2016 年 ATM 存量更换需求量

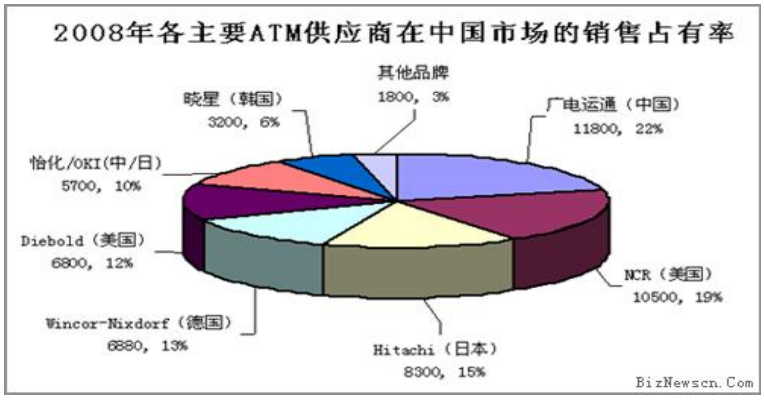


资料来源：中国银联、中国人民银行

与成熟市场比较，我国 ATM 机银行卡和每百万人口拥有量都明显不足。09 年 10 月我国每台 ATM 平均服务的银行卡数量约 1 万张，而美国、法国和德国在 2006 年每台 ATM 对应的银行卡数量分别为 4023 张、1967 张和 2204 张；08 年我国每百万人均 ATM 拥有量 145 台，全球平均拥有量 270 台，而美国、加拿大、日本等成熟市场约在 1300 台左右。我国 ATM 机市场空间巨大。

公司市占率有望进一步提升。作为银行客户，ATM 产品特殊，由于银行对产品安全性的严格要求，采取选型入围招标制，因而产品市场进入门槛高。作为门内公司，竞争力主要体现在技术质量和服务上，公司在这二点上具有竞争力：公司在加密、打印、通信、光机电控制、接触式和非接触式 IC 卡读写应用等方面拥有核心技术，自主开发了银行终端、前置端及其主机系统软件，在国内公司中具有技术领先优势。服务方面在全国建立了 170 多个自有服务网点，构建了国内最大最完备的 ATM 服务网络，专业维护工程师随时响应客户需求，做到市内 2 小

时现场响应并解决问题，排除故障时间平均控制在 60 分钟以内。06 年－08 年公司国内市场份额不断增长，分别达到 16.45％、21％和 21.46％，国内排名每年前进一名，08 年已居首位。

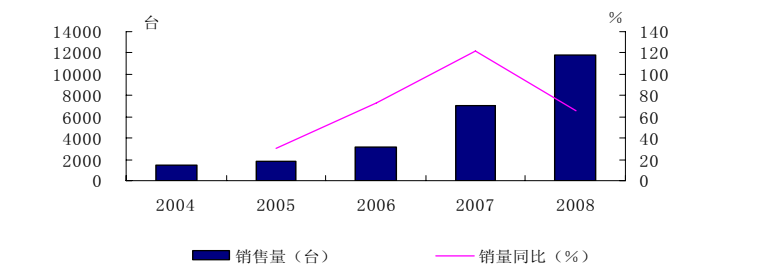


资料来源：《金融时报》

公司产品本土化生产，具有成本优势。09 年上半年毛利率 38.28％，其主要竞争对手均为国际厂商，迪堡、NCR 和 WINCOR-NIXDORF 的毛利率位于 20％－30%区间。进一步，公司推行核心技术产业化，自主研发的核心模块经过国内外市场的长期试用检验，已达到性能稳定、质量可靠的要求，其运用规模的扩大将降低成本，提升毛利率，特别对于农村市场的开拓具有竞争意义。在国内五大行中，工行还没有入围，建行也没放量。公司产品的历史和国内第一的市场份额说明其质量和竞争力已得到市场的证明，目前公司已和工行开展合作，加强对二个银行市场的开拓。预期公司国内市场份额将进一步提高。

设备维护和配件分部快速增长。公司 ATM 产品的保修期一般 2－3 年，具体时间在销售时协议确定，保修期后进入有偿服务，该业务由其全资子公司深圳广电银通经营。目前公司累计销售量 3 万多台，其中进入收费维护的约 6000 台，如下图所示，自 05 年以来公司销量增长迅速，将逐年进入收费服务期。公司 09 年中设备维护营业利润同比增长 2.02 倍，毛利率由于规模效应，由 20.21％大幅提升至 41.82％。随着有偿维护量的增加，相应的维护和配件业务将迅速增长。

图表四：2004 年－2008 年 ATM 销售量情况



资料来源：财富研发

三、最具成长力的 AFC 供应商

公司拥有成熟的具有自主知识产权的自动售票机、自动检票机等整机设备，纸币识别、纸币找零、硬币处理、token 处理和票卡处理等核心模块与技术，车站计算机、线路计算机等系统软件产品，主要运用于城市地铁和城际高铁，在广州地铁、北京地铁和京津高铁样板工程的示范下，已成为我国轨道交通建设 AFC 设备最重要的供应商之一。

市场空间迅猛增长。尽管 09 年由于没有大额 AFC 设备合同执行完成确认导致该部分收入大幅萎缩，但这只是短期结算影响，公司竞争力和轨道建设高峰期保障了 AFC 业务的成长性。城市地铁方面，国务院已批准的第一批包括北京、上海和苏州等 15 个城市，至 2015 年的规划线路长度是 2400 公里，投资规模近 7000 亿，有的城市已接近完成，有些城市线网已开始修编，而修编的轨道交通线网线路长度通常会增加；第二批包括南宁、宁波、福州和贵阳等 10 个城市的城市轨道交通项目正在制定规划或报批之中。此外，还有合肥、青岛、济南和兰州等 40 多个城市也在筹备城轨交通；高铁方面，根据《中国铁路中长期发展规划》,到 2020 年规划''四纵四横''铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统，预计届时 200 公里及以上时速的高铁建设里程将超过 1.6 万公里，占世界高速铁路总里程的一半以上。无论是建设速度，还是建设规模，目前我国的轨道交通发展正经历一个前所未有的发展期，我国已经成为世界上最大的城市轨道交通建设市场。政策明确规定城市轨道交通项目全部轨道车辆和机电设备的平均国产化率要确保不低于 70%。这为有关技术装备企业特别是国内企业包括 AFC 提供商提供了巨大的市场需求。

公司自动售检票设备已成功应用于广州地铁、北京地铁、南京地铁、京津城际高铁和武广客运专线等轨道项目。目前还拥有深圳地铁 4 号线二期工程、北京地铁八号线二期和西安地铁二号线一期等项目订单。公司自主研发的纸币找零等核心模块运用其中，降低采购成本，并销售给其它制造商。成为最具成长力的 AFC 供应商。

四、公司盈利预测与估值比较

投资建议：我们根据公司各分行业业务发展情况作了一个分部收入预测表和盈利预测，预期在股本不扩张的假设下，每股盈利 2010 年和 2011 年分别为 1.44 元和 1.84 元。同类公司业绩取市场一致预期，其估值比较见图表五。公司 2010 年动态市盈率 25 倍，估值合理。考虑到同类公司中相对估值最低，主要业务处于行业快速成长期，公司在国内具竞争力，处于龙头地位，给予“谨慎推荐”投资评级。

图表五：同类公司估值比较表

代码	简称	最新价	总市值(亿)	P/E				P/B			
				TTM	2009	2010	2011	TTM	2009	2010	2011
平均值		22.87	57.39	42.18	40.65	30.60	24.25	7.66	5.28	4.49	3.78
002177	御银股份	16.80	44.51	52.63	43.93	32.21	25.07	10.73	5.52	4.72	3.97
002197	证通电子	23.58	30.92	46.82	48.85	35.49	26.70	7.75	5.44	4.74	4.03
000948	南天信息	15.75	33.16	36.86	38.72	29.81	25.32	3.08	2.95	2.73	2.50
002152	广电运通	35.36	120.98	32.43	31.08	24.90	19.91	9.10	7.22	5.77	4.62

资料来源：财富研发

图表六：按产品（项目）分类收入预测表

	2007 年	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
营业收入					
货币自动处理设备(万元)	72616.68	111563.82	145032.97	191443.52	245047.70
ATM 营运收入(万元)	2288.62	3077.53	3385.28	3723.81	4096.19
设备维护收入(万元)	1919.50	2964.30	4742.88	8537.18	17074.37
设备配件销售(万元)	1264.84	2392.31	3110.00	4354.00	6531.01
ATM 清机收入(万元)			280.00	504.00	1008.00
合计	78089.64	119997.96	156551.13	208562.51	273757.27
毛利率					
货币自动处理设备(%)	46.50	44.74	41.65	40.38	39.72
ATM 营运收入(%)	61.52	45.32	50.45	55.56	60.37
设备维护收入(%)	51.27	65.59	70.42	75.43	81.54
设备配件销售(%)	54.24	51.80	51.16	49.85	48.76
ATM 清机收入(%)			30.53	32.60	34.71
综合毛利率(%)	47.18	45.41	42.88	42.26	42.83

资料来源：财富研发

图表七：广电运通公司财务报表预测

单位:百万元

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	402.73	780.90	1199.98	1565.51	2085.63	2737.57
减：营业成本	187.08	412.48	655.07	894.21	1204.14	1564.95
营业税金及附加	7.24	8.46	16.01	20.88	27.82	36.52
营业费用	52.60	82.48	124.59	158.43	205.85	268.28
管理费用	64.57	83.14	115.93	147.47	189.79	249.12
财务费用	5.65	-2.23	-9.01	-26.65	-23.05	-15.24

资产减值损失	2.14	-0.01	1.05	1.06	1.06	1.06
加：投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.51	196.59	296.35	370.11	480.01	632.89
加：其他非经营损益	18.81	61.76	66.74	67.08	67.08	67.08
利润总额	102.32	258.35	363.09	437.19	547.09	699.96
减：所得税	12.12	26.78	31.54	43.72	54.71	70.00
净利润	90.20	231.57	331.55	393.47	492.38	629.97
减：少数股东损益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	90.14	231.57	331.55	393.47	492.38	629.97
资产负债表	**2006A**	**2007A**	**2008A**	**2009E**	**2010E**	**2011E**
货币资金	59.88	712.05	900.60	813.81	947.01	1064.34
应收和预付款项	263.51	305.49	377.03	514.27	673.44	885.20
存货	134.12	412.07	512.62	749.63	950.12	1258.94
其他流动资产	0.09	0.24	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	50.45	92.71	191.02	202.03	197.55	204.77
无形资产和开发支出	2.08	10.32	15.25	13.70	12.14	10.59
其他非流动资产	0.17	0.98	0.69	0.35	0.00	0.00
资产总计	510.32	1533.88	1997.21	2293.80	2780.26	3423.83
短期借款	98.11	62.27	91.41	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	159.87	433.47	549.69	770.95	991.22	1299.81
长期借款	0.00	0.00	0.00	-30.00	-10.00	10.00
其他负债	10.30	11.09	11.41	11.41	11.41	11.41
负债合计	268.29	506.83	652.51	752.36	992.63	1321.22
股本	106.56	142.56	285.12	285.12	285.12	285.12
资本公积	8.78	558.19	415.64	415.64	415.64	415.64
留存收益	126.69	326.30	629.25	825.99	1072.18	1387.16
归属母公司股东权益	242.03	1027.05	1330.01	1526.74	1772.93	2087.91
少数股东权益	0.00	0.00	14.70	14.70	14.70	14.70
股东权益合计	242.03	1027.05	1344.71	1541.44	1787.63	2102.61
负债和股东权益合计	510.32	1533.88	1997.21	2293.80	2780.26	3423.83

资料来源：财富研发

投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6－12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%－10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5%－5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上;

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司及其研发中心所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2007. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.