

2010年3月31日

胡嘉铭
James@e-capital.com.cn
目标价(元) 39.00

公司基本信息

产业别	电子
A 股价 (10/03/30)	33.52
深证成份指数 (10/03/30)	12593.04
股价 12 个月高/低	37.95 / 24.85
总发行股数 (百万)	342.14
A 股数 (百万)	150.61
A 市值 (亿元)	50.48
主要股东	广州无线电集团有限公司 (50.23%)
每股净值 (元)	4.85
股价/账面净值	6.91
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-6.55 3.65 30.53

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-07-08	26.63	买入

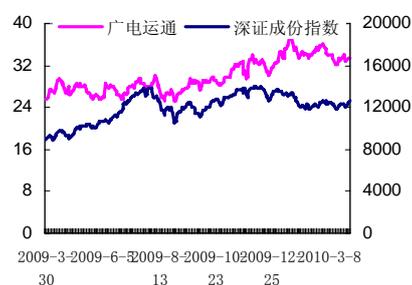
产品组合

ATM	88.57%
AFC	3.11%
服务类	8.32%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	40.03%
一般法人	12.32%
社保	2.20%

股价相对大盘走势



广电运通(002152.SZ)

Buy 买入

公司在国内 ATM 市场优势明显, AFC 和服务类业务有望快速增长
结论与建议:

公司是国内 ATM 龙头, 国内市场份额持续领先, 海外市场回暖, 出口业务有望大幅增长, 而 ATM 服务业务占比的不断提高有助于公司盈利能力的提升。高铁和轨交建设规模的扩大, AFC 业务有望成为新的增长点。未来两年公司业绩将保持稳定增长的态势。我们预计公司 2010、2011 年实现净利 4.77 亿和 5.76 亿, YOY+22.93%和 20.72%, EPS 为 1.39 元和 1.68 元, 2010 年 P/E 为 24 倍, 估值偏低, 继续给予买入的投资建议, 目标价 39 元, 相对于 2010 年 28 倍 P/E。

- 09 年公司实现营收 14.89 亿元, 同比增加 24.06%, 实现净利润 3.88 亿元, 同比增长 17.01%, 每股 EPS 为 1.13 元, 业绩表现符合预期。公司 09 年分配方案为每 10 股派 4 元现金。
- 09 年公司综合毛利率为 42.70%, 同比下降 2.71 个百分点, 主要是 08 年农行大额订单产品价格较低, 集中在上半年确认收入拉低了毛利率水平。从分季度表现看, 4Q09 毛利率已回升至 48%以上。
- 09 年公司 ATM 业务收入 YOY+26.95%。来自农行和交行的收入同比增幅达到 73.69%和 96.01%, 来自中行的收入则减少了 30%。上述三大银行的收入占营收的比重达到 63.51%。
- 公司在农、中、交行的市场份额稳定, 来自农信、城商行的订单有望实现较快增长, ATM 出口有望大幅增长, 预计未来两年公司 ATM 业务仍有望实现稳定增长。
- 09 年公司 AFC 业务收入为 4630 万元, YOY-39.85%, 出现较大衰退的主要原因是 08 年有多个项目集中交付, 导致基数较高。09 年公司获得 AFC 订单达 1.4 亿元, YOY+241.46%。预计 2010 年公司 AFC 设备收入有望增长 200%。
- 09 年公司服务类业务累计实现收入 1.24 亿元, YOY+46.87%, 随着越来越多的设备在免费维护期满后, 开始转为有偿服务, 我们预计未来两年公司服务类业务仍可保持 30%以上的较快成长。
- 我们预计公司 2010、2011 年实现营收 18.57 亿和 22.70 亿元, YOY+24.76%和 22.19%, 实现净利 4.77 亿和 5.76 亿, YOY+22.93%和 20.72%, EPS 为 1.39 元和 1.68 元, 2010 年 P/E 为 24 倍, 估值偏低, 继续给予买入的投资建议, 目标价 39 元, 相对于 10 年 28 倍 P/E。

..... 续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	232	332	388	477	576
同比增减	%	156.90%	43.17%	17.01%	22.93%	20.72%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.624	1.163	1.134	1.394	1.683
同比增减	%	92.03%	-28.41%	-2.49%	22.93%	20.72%
A 股市盈率 (P/E)	X	20.64	28.83	29.56	24.05	19.92
股利 (DPS)	RMB 元	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3

股息率 (Yield)	%	0.60%	0.60%	1.19%	0.89%	0.89%
-------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

营运分析

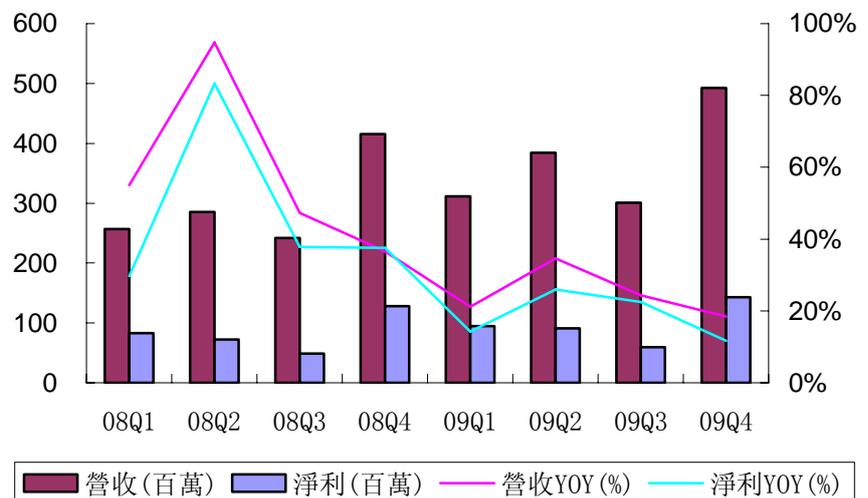
实现净利润 3.88 亿元，同比增长 17.01%

09 年公司实现营收 14.89 亿元，同比增加 24.06%，实现净利润 3.88 亿元，同比增长 17.01%，每股 EPS 为 1.13 元，业绩表现符合预期。公司 09 年分配方案为每 10 股派 4 元现金。

4Q09 公司实现营收和净利润分别为 4.92 亿和 1.43 万元，同比增幅分别为 18.46%和 11.65%，同比增幅较前两季继续回落。

受国内国内 ATM 销售的拉动，国内业务收入增长 32.29%，海外业务受金融危机影响表现不佳，收入同比下降 30.43%。

图 1、分季度营收、净利润表现

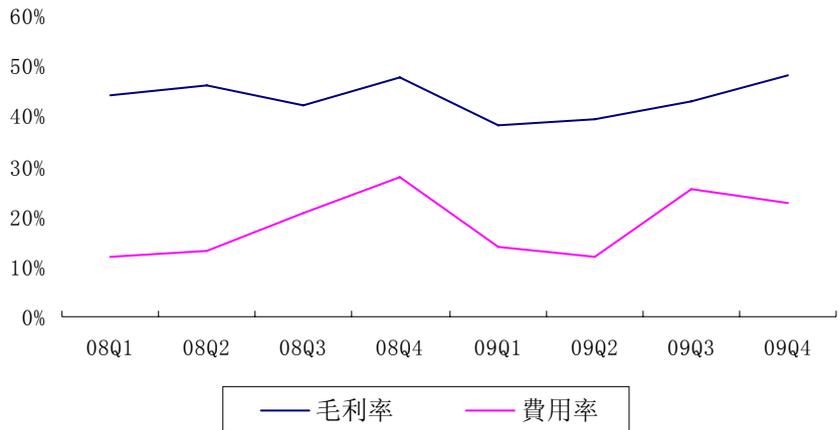


资料来源：公司公开资料

09 年公司综合毛利率为 42.70%，同比下降 2.71 个百分点，其中 ATM 毛利率为 42.25%，下降 2.91 个百分点。AFC 毛利率下降了 3.74 个百分点，公司其它业务毛利率也有不同程度的下降。主要是 08 年农行大额订单产品价格较低，集中在上半年确认收入拉低了毛利率水平。从分季度表现看，4Q09 毛利率已回升至 48%以上。

公司期间费用率 18.58%，同比减少 0.71 个百分点。销售费用和管理费用同比增长 31.49%和 4.81%，主要是销售规模扩大导致相关工资、运输、差旅等费用增加。财务费用为-870 万元，与 08 年基本持平。

图 2、分季度毛利率和费用率表现



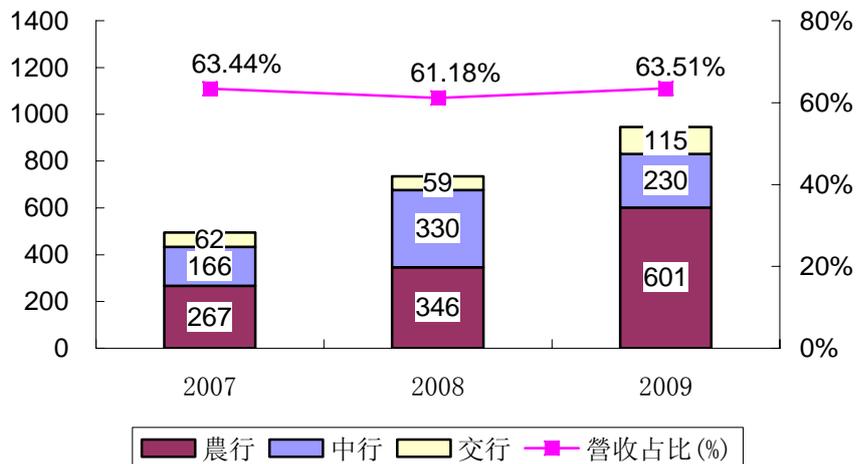
资料来源：公司公开资料

内销稳定，出口复苏，ATM 业务有望保持稳定增长

09 年公司 ATM 业务收入为 13.19 亿元，YOY+26.95%。来自农行和交行的收入同比增幅达到 73.69%和 96.01%，来自中行的收入则减少了 30%。09 年来自上述三大银行的收入占营收的比重达到 63.51%。09 年公司获得 A 订单 14.5 亿元，同比增长 4.47%，其中，尚有 6 亿元的订单结转到 2010 年确认。

我国 ATM 市场仍处于快速发展阶段，随着银行卡发卡量的持续增长，为提高银行卡服务品质，改善用卡环境，各商业银行将继续增加 ATM 布放数量，以改善城市和农村的用卡环境。公司在巩固农、中、交行领先地位的同时，积极扩大在农信和城商行的份额。而随着海外市场的回暖，ATM 出口有望大幅增长。预计未来两年公司 ATM 业务仍有望实现稳定增长。

图：来自农、中、交行的营收及占比



资料来源：公司公开资料

高铁和轨道交通开工量大增，公司 AFC 订单大幅增长，2010 年收入有望增长 200%

09 年公司 AFC 业务收入为 4630 万元，YOY-39.85%，出现较大衰退的主要原因是 08 年有多个项目集中交付，导致基数较高。

目前我国城市轨道交通正处于快速发展阶段，目前，国务院已经正式批准 25 个城市的地铁规划，2015 年总里程将达到 2700 公里，2010-2015 年地铁建设总投资额将达 11568 亿元。从远期规划看，到 2020 年和 2050 年总里程将达 6100 公里和 11700 公里。在铁路建设方面，2012 年前我国将基本建成“四横四纵”的高速铁路网，我国客运专线和城际铁路的营业里程将达到 1.3 万公里，到 2020 年将达到 1.6 万公里。

09 年全国有 8 个城市 17 条线路进行了自动售检票系统项目的招标，自动售票机的采购量近 3000 台，公司成功获得了北京、南京、西安和深圳地铁的订单，全国第二的市场份额。

09 年公司 ATM 服务类业务收入增长 46.87%，未来两年有望保持 30% 以上的增速

预计公司 2010、2011 年每股 EPS 为 1.39 元和 1.68 元，2010 年 P/E 为 24 倍，维持买入建议

同时，公司也获得了武广、甬台温等高铁 AFC 设备订单和京津线、沪宁杭线 AFC 设备的增购订单，09 年公司 AFC 订单金额达 1.4 亿元，YOY+241.46%。随着轨道交通和高铁建设规模的扩大，预计未来订单仍有望保持较快的增长。

我们预计 2010 年公司 AFC 设备收入增幅有望达到 1.39 亿，YOY+200%，2011 年收入有望超过 2 亿元。

公司除了销售 ATM 设备外，还从事 ATM 运营、维护等服务类业务，主要包括 ATM 运营、ATM 服务和设备配件销售三大类。09 年累计实现收入 1.24 亿元，YOY+46.87%，其中 ATM 服务和设备配件业务分别增长了 87.41% 和 57.71%，ATM 运营业务基本持平。

09 年公司新增服务网点 61 个，网点总数达到 235 个，不断提升设备运行质量和客户满意度。并新增了 ATM 清钞业务，积极拓展金融服务全外包业务。随着公司投入市场的 ATM 设备数量的不断增加，越来越多的设备在免费维护期满后，开始转为有偿服务，未来公司 ATM 服务业务仍有望保持良好的增长势头。由于设备配件和 ATM 服务业务的毛利率较高，随着收入占比的提升，对提高公司盈利能力有积极的作用。

我们预计未来两年公司服务类业务仍可保持 30% 以上的较快成长，营收占比有望进一步提高。

盈利预测

公司是国内 ATM 龙头，国内市场份额持续领先，海外市场回暖，出口业务有望大幅增长，而 ATM 服务业务占比的不断提高有助于公司盈利能力的提升。高铁和轨交建设规模的扩大，AFC 业务有望成为新的增长点。未来两年公司业绩将保持稳定增长的态势。

我们预计公司 2010、2011 年实现营收 18.57 亿和 22.70 亿元，YOY+24.76% 和 22.19%，实现净利 4.77 亿和 5.76 亿，YOY+22.93% 和 20.72%，EPS 为 1.39 元和 1.68 元，2010 年 P/E 为 24 倍，估值偏低，继续给予买入的投资建议，目标价 39 元，相对于 2010 年 28 倍 P/E。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业额	781	1200	1489	1857	2270
经营成本	412	655	853	1042	1274
销售费用	82	125	164	201	238
管理费用	83	116	121	145	170
财务费用	-2	-9	-9	-6	-5
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	197	296	338	450	561
营业外收入	62	68	85	80	80
税前利润	258	363	423	530	641
所得税	27	32	36	53	64
少数股东权益	0	0	-1	0	1
净利润	232	332	388	477	576

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	784	974	1086	1236	1416
应收账款	284	348	409	450	495
存货	412	513	421	442	464
流动资产合计	1502	1864	1941	2178	2425
固定资产	68	162	214	250	280
非流动资产合计	111	214	277	310	340
资产总计	1614	2078	2218	2488	2765
流动负债合计	575	722	533	586	645
非流动负债合计	11	11	10	11	12
负债合计	586	733	544	597	657
股本	143	285	342	285	286
少数股东权益	0	15	14	14	15
股东权益合计	1027	1345	1675	1891	2108
负债及股东权益合计	1614	2078	2218	2488	2765

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	242	307	255	300	350
投资活动产生的现金流量净额	-60	-98	-85	-100	-120
筹资活动产生的现金流量净额	458	-16	-58	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	639	190	112	150	180

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁

总经及市场策略处

曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略

产业研究一处

张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯璋	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光

产业研究二处

陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel

产业研究三处

锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料