

公司研究

计算机

评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街九号院
院一号楼六层信达证券研发中心

边铁城

010-63081253

Biantiecheng@cindasc.com

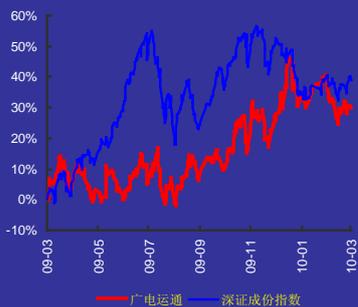
最新价：33.52 元

目标价：40.20 元

基本数据

52 周内股价波动区间 (元)	25.00-37.95
最近一月涨跌幅 (%)	-6.55
总股本 (亿股)	3.42
流通 A 股比例 (%)	44.02
总市值 (亿元)	114.69
总资产 (亿元)	14.83
十大流通股东 (%)	17.72

最近 52 周股价走势图



广电运通：ATM/AFC 市场好 公司业务增长快

--2009 年报分析

2010 年 3 月 31 日

投资要点：

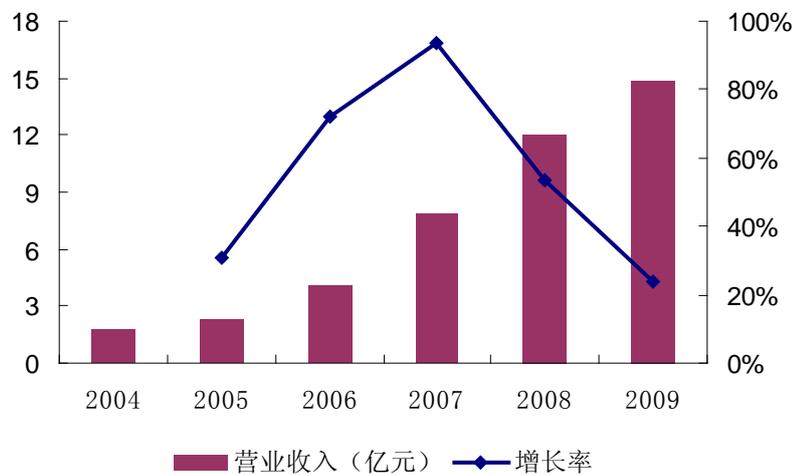
- ◆ 2009 公司实现营业收入 14.89 亿元，同比增长 24.06%；归属于上市公司股东净利润 3.88 亿元，同比增长 17.01%，每股收益为 1.13 元。公司业务收入虽然实现较快增长，但增速明显回落。而且由于产品价格下降，导致产品和服务毛利率普遍降低，因而利润指标增速低于收入增速。
- ◆ 分产品来看，ATM 销售收入保持快速增长，同比增长 26.95%，主要来自国内市场 ATM 销量增加，其中来自农行和交通银行的销售收入同比分别增长了 73.68%和 96.01%；由于 08 年来自北京地铁订单集中确认使得当年 AFC 的收入大幅增加 972%，因而 09 年来自 AFC 收入有所下降，同比下降近 40%。实际上，AFC 销售还是相当不错。2009 年公司获得 AFC 订单金额达到 1.4 亿元，同比增长 241.46%。
- ◆ 产品价格下降导致毛利率持续降低。2009 年公司综合毛利率为 42.7%，较上年同期下降 2.17 个百分点，主要由于市场竞争激烈而产品价格下降。09 年公司各产品和服务毛利率均出现下降，其中 ATM 和 AFC 产品销售毛利率分别下降 2.91 和 3.74 个百分点。公司期间费用控制较好，期间费用率为 18.58%，比上年同期下降 0.71 个百分点。
- ◆ ATM 稳定快速增长，AFC 市场需求强劲。2009 年联网 ATM 数量达到 21.49 万台，新增 4.74 万台（考虑换机实际销量远远大于此数量）。银行卡发卡机构和发卡量持续增加，银行卡受理环境还需持续改善。同时我国城市轨道交通和高速铁路进入大规模建设期，将带动 AFC 市场需求增加。
- ◆ 我们预测 2010-2012 年每股收益分别为 1.34 元、1.66 元和 2.07 元，目前股价对应的 2010 年动态市盈率 25X，估值有一定优势，维持“买入”投资评级，建议投资者重点关注。
- ◆ 风险提示：ATM、AFC 市场激烈，产品价格持续下降，可能降低公司盈利能力；在地铁项目存在地方政府保护现象。

业务增速回落

公司今日发布 2009 年报显示, 报告期内公司实现营业收入 14.89 亿元, 同比增长 24.06%; 实现营业利润 3.38 亿元, 同比增长 14.2%; 实现利润总额 4.23 亿元, 同比增长 16.5%; 归属于上市公司股东净利润 3.88 亿元, 同比增长 17.01%, 每股收益为 1.13 元。

公司业务收入虽然实现较快增长, 但增速明显回落。而且由于产品价格下降, 导致产品和服务毛利率普遍降低, 因而利润指标增速低于收入增速。不过, 09 年第四季度公司毛利率有所回升, 盈利状况与前三季度比较有所改善。

图 1: 2004 年以来公司收入增长情况



数据来源: 公司年报

ATM 销售和服务快速增长, AFC 订单大幅增长

分产品来看, ATM 销售收入保持快速增长, 同比增长 26.95%, 主要来自国内市场 ATM 销量增加, 其中来自农行和交通银行的营业收入同比分别增长了 73.68% 和 96.01%; 由于 08 年来自北京地铁订单集中确认使得当年 AFC 的收入大幅增加 972%, 09 年来自 AFC 收入有所下降, 同比下降近 40%。实际上, AFC 销售还是相当不错。2009 年公司获得 AFC 订单金额达到 1.4 亿元, 同比增长 241.46%;

此外, 随着公司投入市场的设备数量的增加和时间的延续, 有偿服务的设备也随之增多, 因此技术服务合同金额和当期收入均有大幅度的增长。2009 年技术服务的合同金额同比增长 135.29%, ATM 服务的收入和配件销售分别增长 87.42% 和 57.71%。

产品价格下降使得毛利率持续下降

2009 年公司综合毛利率为 42.7%，较上年同期下降 2.17 个百分点，主要由于产品价格下降。09 年公司各产品和服务毛利率均出现下降，其中 ATM 和 AFC 产品销售毛利率分别下降 2.91 和 3.74 个百分点。

图 2：历年公司毛利率变化情况

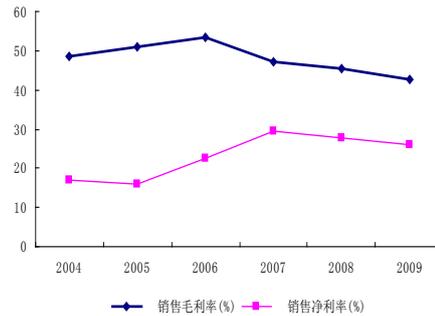
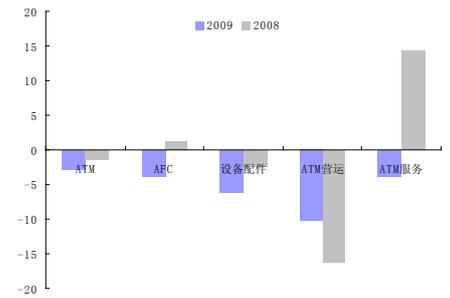


图 3：各业务毛利率增减情况



数据来源：公司年报

公司期间费用控制较好，期间费用率为 18.58%，比上年同期下降 0.71 个百分点。其中销售费用增长比较明显，同比增长 31.49%，增长幅度大于收入增长幅度，主要是市场开拓力度加大和销售规模扩大导致工资、运输费、差旅费等增加。

ATM 稳定快速增长，AFC 市场需求强劲

央行发布的数据显示，2009 年联网 ATM 数量达到 21.49 万台，新增 4.74 万台（考虑换机实际销量远远大于此数量）。同时，银行卡发卡机构持续增加，银行卡发卡量持续增长，银行卡受理还需不断改善。因此预计中国 ATM 市场将保持稳定快速增长。

我国城市轨道交通建设迅猛发展。现在已经拥有地铁的城市有 10 个，但有 28 个城市已获批复建设地铁。现开通 31 条地铁线，预计到 2011 年将达到 55 条，2020 年达到 177 条（发改委数据）。同时，我国高铁建设进入快速发展期。根据铁道部规划，2020 年我国将基本建成“四纵四横”的高速铁路网络，客运专线和城际铁路的营运里程达到 1.3 万公里。城市轨道交通和高铁大规模建设将带动 AFC 需求增加。

公司是国内 ATM 主要厂商之一，尽管竞争对手有 Diebold、Hitachi-Qmron、NCR 等国际厂商，但公司市场份额居于第一位（08 年数据）。在轨道交通领域，参与厂商众多，市场集中度较低。2009 年在国内北京、南京、西安等 8 个城市 17 条线路关于自动售检票系统招标中，公司市场份额位居第二位。在高铁领域，公司保持在高铁自动售票机市场的领先地位，竞争对手仅有中国铁道科学研究院。

盈利预测及投资评级

考虑到 ATM 和 AFC 市场需求持续增长，公司处于领先地位，预计未来三年公司收入可保持持续较快增长。我们预测 2010-2012 年每股收益分别为 1.34 元、1.66 元和 2.07 元，目前股价对应的 2010 年动态市盈率 25X，估值有一定优势，维持“买入”投资评级，建议投资者重点关注。

表1：计算机设备公司估值水平对比

简称	最新价格 (元)	每股收益 (元)			市盈率		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E
长城开发	14.34	0.35	0.48	0.60	40.76	29.87	23.74
长城电脑	18.12	0.57	0.75	0.88	31.84	24.22	20.58
长城信息	11.31	0.59	0.27	0.41	19.24	41.60	27.42
紫光股份	16.01	0.00	0.14	0.00	0.00	118.51	0.00
南天信息	16.85	0.41	0.55	0.60	41.49	30.81	28.01
华工科技	17.34	0.40	0.49	0.70	43.37	35.60	24.92
新大陆	16.28	0.18	0.24	0.29	90.22	68.15	55.60
证通电子	25.60	0.48	0.62	0.85	53.04	41.18	29.99
朗科科技	49.05	0.62	0.90	1.20	79.62	54.72	40.72
同方股份	21.11	0.39	0.54	0.72	53.77	38.80	29.49
方正科技	5.90	0.07	0.10	0.14	90.27	59.47	41.89
御银股份	16.52	0.38	0.52	0.70	43.20	31.87	23.75
广电运通	33.45	1.13	1.34	1.66	29.53	24.96	20.15

数据来源：WIND

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1941	3284	3378	4777	营业收入	1489	1918	2432	3021
现金	1086	1627	1937	2391	营业成本	853	1110	1416	1753
应收账款	409	666	623	985	营业税金及附加	16	22	28	35
其它应收款	12	33	21	43	营业费用	164	206	262	326
预付账款	12	20	26	36	管理费用	121	168	212	261
存货	421	935	767	1317	财务费用	-9	0	1	1
其他	1	3	4	5	资产减值损失	5	3	3	3
非流动资产	277	267	250	226	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	214	210	198	179	营业利润	338	408	510	642
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	85	102	123	147
其他	49	43	38	34	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2218	3551	3628	5004	利润总额	423	510	632	789
流动负债	533	0	1408	916	所得税	36	51	63	79
短期借款	168	743	292	977	净利润	387	459	569	710
应付账款	127	386	351	435	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	238	-1129	764	-496	归属于母公司净利润	388	459	569	710
非流动负债	10	1417	-483	675	EBITDA	352	436	542	675
长期借款	0	-2	-2	-3	EPS (元)	1.13	1.34	1.66	2.07
其他	10	1419	-481	677					
负债合计	544	1417	925	1591	主要财务比率				
少数股东权益	14	14	14	14	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	342	342	342	342	成长能力				
资本公积	359	359	359	359	营业收入	24.1%	28.8%	26.8%	24.2%
留存收益	960	1419	1988	2698	营业利润	14.2%	20.6%	25.0%	25.8%
归属母公司股东权益合计	1661	2120	2689	3399	净利润	17.0%	18.3%	24.0%	24.7%
负债和股东权益	2218	3551	3628	5004	获利能力				
					毛利率	42.7%	42.1%	41.8%	42.0%
					净利率	26.1%	23.9%	23.4%	23.5%
					ROE	23.4%	21.6%	21.2%	20.9%
					ROIC	44.7%	32.8%	48.5%	32.3%
					偿债能力				
					资产负债率	24.5%	39.9%	25.5%	31.8%
					净负债比率				
					流动比率	3.64	2.33	3.69	3.02
					速动比率	2.85	1.67	2.85	2.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.66	0.68	0.70
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	5.89	4.33	3.84	4.46
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.13	1.34	1.66	2.07
					每股经营现金流	0.74	-0.10	2.27	-0.64
					每股净资产	4.85	6.20	7.86	9.93
					估值比率				
					P/E	29.56	24.99	20.15	16.16
					P/B	6.91	5.41	4.26	3.37
					EV/EBITDA	30	24	20	16

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	255	-33	775	-220
净利润	387	459	569	710
折旧摊销	22	28	31	33
财务费用	-9	0	1	1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-153	-504	175	-969
其它	7	-16	-0	6
投资活动现金流	255	0	-13	-9
资本支出	92	-0	13	9
长期投资	0	0	0	0
其他	346	0	0	0
筹资活动现金流	-58	467	-575	551
短期借款	76	576	-451	685
长期借款	0	-2	-1	-1
普通股增加	57	0	0	0
资本公积增加	-57	0	0	0
其他	-134	-107	-123	-133
现金净增加额	112	434	188	322

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，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询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102