

2010-05-04

电脑硬件

广电运通 002152.SZ

维持

买入

当前价格	31.26 元
目标价格	51.98 元
目标期限	6 个月

分析师:

周励谦(执业证书编号: S0930209050199)

联系人:裴培

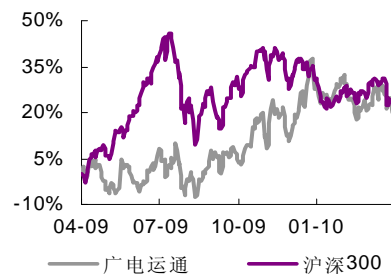
021-22169043

peipei@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	342
总市值(百万元)	11,753
流通比例(%)	44.02%
12个月最高/最低(元)	37.95/25.00
近3月日均成交量(百万股)	1.69
主要股东	广州无线电集团有限公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.75	2.65	-3.04
绝对收益	1.98	-2.04	20.24

相关报告:

广电运通: 增长前景良好, 催化剂即将到来
..... 2009-10-29

低谷时期已过, 业绩拐点将现

◇ 公司近期情况良好, 循环一体机、高铁 AFC 及服务业取得进展。

◆ 向高端产品和金融服务业进军已经成为公司长期战略

在巩固国内 ATM 市场龙头位置之后, 公司致力于 ATM 核心技术的国产化, 加强循环一体机等高端产品的比重; 我们预计自主机芯的推广将在长期为毛利率带来 5-6% 的贡献。在商业模式上, 公司提出制造业和服务业并重, 探索 ATM 维护、清机等整体服务体系, 成为领先的金融服务外包商, 这对公司的估值也有较大帮助。

◆ ATM 订单增速明显, 2010 年下半年销售将迎来复苏

2009 年, 受到金融危机和竞争对手的影响, 公司订单增速趋缓, 尤其农行下滑较多; 这种情况已经于去年下半年有所改观。公司在中行、交行、中小银行的订单增长较快, 农行订单也有望迎来恢复性增长, 我们认为公司全年 ATM 发货量将增长 40% 以上, 销售额增长约 30%。公司毛利率在短期将受益于成本控制。

◆ 设备维护和清机相结合, 打造金融服务外包产业链

2009 年, 公司 ATM 服务收入增长 87%, 新签服务合同 8000 万元; 随着早年销售的 ATM 逐渐退出保修期, 我们预计今年服务收入将增长 135%。公司于去年在广州开展 ATM 清机业务取得好评, 正在向全国推广, 长期计划是将维护、清机、押运、监控等 ATM 服务结合起来, 打造一体化的金融服务外包产业链。

◆ 高铁建设方兴未艾, 公司持续领跑 AFC 领域

2009 年, 公司赢得了北京、深圳等地铁和武广高铁 AFC 订单, 目前仍是仅有的两家国产 AFC 供应商之一。2010-2012 年全国将建成客运专线 9200 公里, 而现有的高铁车站将提高 AFC 密度, 市场空间广阔。公司的优势在于自主研发的 AFC 机芯, 竞争对手难以仿效。持续出现的高铁订单可能带来一定的主题投资机会。

◆ 维持“买入”评级, 目标价位 53.43 元

第一季度结束后, 公司最困难的时刻已经过去, 业绩拐点将在下半年出现, 而高铁、服务外包收入提高将对估值水平有正面影响。我们对 2010-2012 年 EPS 的预测为 1.54 元, 2.06 元和 2.71 元。结合 P/E/G 和可比对象 P/E 估值, 赋予其 34.7 倍 2010 年 P/E, 目标价位 53.43 元, 维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,199.98	1,488.74	2,036.60	2,853.82	3,862.89
营业收入增长率	53.67%	24.06%	36.80%	40.13%	35.36%
净利润(百万元)	331.55	387.93	525.95	704.64	926.55
净利润增长率	43.17%	17.01%	35.58%	33.98%	31.49%
EPS(元)	0.97	1.13	1.54	2.06	2.71
ROE(归属母公司)	24.93%	23.36%	25.66%	27.13%	27.98%
P/E	35	30	22	17	13
P/B	9	7	5	4	3
EV/EBITDA	32	40	26	19	15

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

我国 ATM 市场仍处于成长阶段，我们估计未来五年市场容量的复合增速超过 20%，其中未来三年市场增速将达到 25-30%。作为国内 ATM 市场占有率第一的企业，广电运通在客户关系、服务、成本方面都有优势，技术上正在取得突破，其 ATM 销售额增速理应高于行业水平。

ATM 服务最近几年将迎来爆发性增长。首先，公司在保修期外的 ATM 数量不断增长，我们预计未来三年技术维护收入的增速将超过 50%；其次，公司的清机业务经过一年多的探索，逐渐进入收获期。如果公司能够实现技术维护、清机、押运的一体化，服务收入将实现持续高速增长。

AFC 是公司较早进入的领域，近年来在城市轨道、高铁领域都有所斩获，尤其在高铁方面是两家获得供应商资格的国内企业之一。国内城市轨道交通和高铁建设方兴未艾，现有站点的 AFC 密度还需要提高，我们认为这一市场容量的增速可达 30-40%。鉴于公司的技术优势和国家提出的国产化率要求，公司的 AFC 收入增速很可能超过行业平均水平。

我们区别于市场的观点

最近一个季度，广电运通股价表现远远落后于同行，估值在计算机行业亦处于较低水平。这主要是由于最近几个季度业绩增长较慢，而去年失去农行循环一体机大单引发了市场担心；此外，部分投资者认为公司属于技术含量较低、周期性较强的周期性行业，应赋予较低估值。

我们的观点与此不同：首先，公司经营的低谷已经过去，2009 年来自中行、交行和中小银行的订单增长较快，而且农行今年应能贡献较多的新订单；其次，公司的成本控制能力良好，毛利率趋于稳定，ATM 核心模块的应用将在长期对毛利率有积极影响；第三，公司的 AFC、ATM 服务等业务增速较快，尤其是 ATM 一体化服务对提高公司估值水平大有帮助。

股价上涨的催化因素

广电运通的股价催化剂可能出现在三个方面：第一，ATM 大额订单的获得，例如去年赢得中行两大合同都曾经引起市场的热烈反响；第二，高铁 AFC 合同有较大增长，同时由于高铁概念造成主题投资机会；第三，公司的 ATM 服务的前景获得市场认可，引发整体价值重估。

估值和目标价格

我们对 2010-2012 年 EPS 的预测为 1.54 元，2.06 元和 2.71 元。结合 P/E/G 和可比对象 P/E 估值，赋予其 34.7 倍 2010 年 P/E，目标价位 53.43 元，维持“买入”评级。广电运通是我们最看好的计算机硬件企业。

行业分析：ATM 及 AFC 市场维持 30%左右的增速

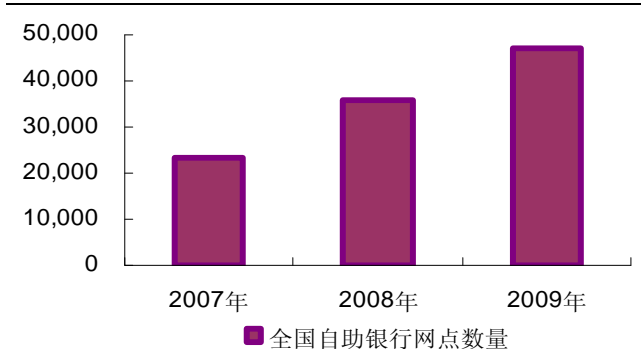
国内 ATM 市场仍有五年以上的高速发展期

2009 年，虽然遭遇了金融危机的影响，我国银行业仍然在自助化、电子化的道路上坚定地前进，以 ATM 为代表的金融专业设备持续增长。截止去年年底，我国自助银行网点已经达到 4.7 万个，同比增长 31%；全年新增 ATM 安装量 5.95 万部，比 2008 年的安装量多 4500 部；与全国跨行支付系统联网的 ATM 新增 4.74 万台，总量达到 21.49 万台。

我国金融自助服务已经有了长足的进展，但是与发达国家还有很大差距。例如，目前我国每台 ATM 机对应银行卡 9600 张，而欧美发达国家一般在 2000-4000 张；我国银行卡尤其是信用卡的人均拥有量，与发达国家还有一定差距。从地域分布看，沿海地区和省会城市的 ATM 已经比较普及，而二线城市的普及率还比较低，乡镇级的 ATM 安装量几乎可以忽略不计。总而言之，我国 ATM 市场在数量和规模上还有很大空间，我们认为未来三至五年市场收入复合增速仍将达到 25-30%。

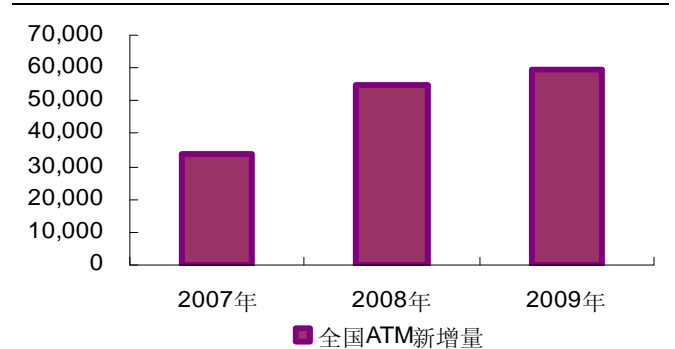
我国 ATM 服务质量需要改进之处也很多，主要包括：兼具存取款功能的循环一体机比例偏低，大部分机器只有取款功能；许多网点 ATM 无法提供转账、代缴费等非现金处理功能；ATM 的故障率、停机率偏高，而且安全监控方面往往存在一定的漏洞。以上问题一部分出自 ATM 产品本身，另一部分则出自银行对 ATM 的综合服务能力。改进 ATM 服务质量，对增加自助银行收入、提高用户满意度有重大意义。

图表 1：全国自助银行网点增长情况



资料来源：中国银行业协会，光大证券研究所

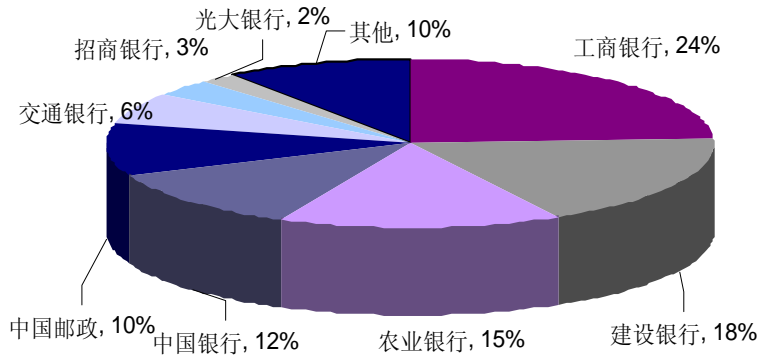
图表 2：全国 ATM 数量增长情况



资料来源：中国银行业协会，光大证券研究所

国内 ATM 市场的最大客户是四大国有商业银行，总共占据 69%的采购额；中国邮政、交通银行位居其后，其他商业银行的占比较低。不过，随着中小银行、区域性银行持续铺设网点，其 ATM 采购比例可能提升；农业银行今年在农村地区推行“惠农卡”等便民业务，加上上市融资带来的充裕资金，其 ATM 采购数量也可能有一定提升。

图表 3：2008 年 ATM 终端客户比例分析

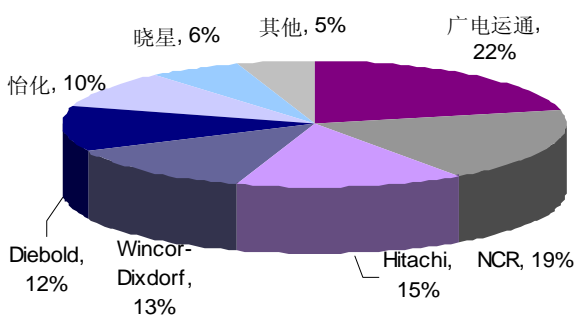


资料来源：《卡技术与安全》杂志，光大证券研究所

国内 ATM 市场的主要供应商包括广电运通、NCR、日立、Diebold、怡化等，其中除了广电运通是内资企业，其余均为外资或合资企业。2008 年，广电运通超过 NCR，首次登上市场占有率第一的位置，并且在 2009 年捍卫了这一名次，而御银股份等国内二线 ATM 厂商的份额也有所上升。近年来，日立、怡化等日本企业的市场地位有所上升，尤其是日立在 2009 年订单增速较快，隐然有超过欧美企业的趋势。

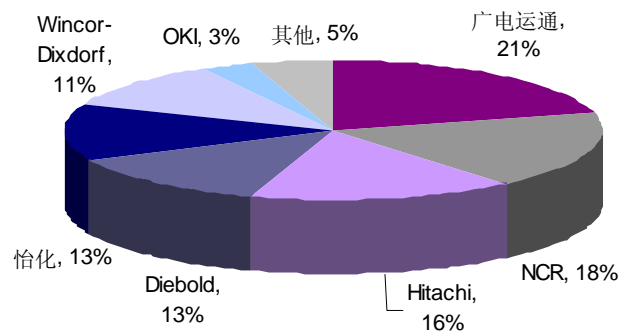
日本企业的上升，主要是由于国内银行采购存取款一体机的比例提高，而入钞模块正是日本企业的强项。NCR、Diebold 等欧美企业核心技术存在不足，循环一体机大量采用日本生产的核心模块，在竞争中存在天然劣势。目前，广电运通的入钞模块正在开发，已经取得一定成果，但是在量产之前仍然需要使用日立的模块。存取款一体机的推广，将提高技术在 ATM 行业的重要性，使研发实力较强的企业受益。

图表 4：2008 年国内新增 ATM 市场占有率



资料来源：《金融时报》，光大证券研究所

图表 5：2009 年国内新增 ATM 市场占有率



资料来源：《金融时报》，光大证券研究所

AFC 市场方兴未艾，高铁建设是关键

随着城市轨道交通和高铁建设的不断推进，AFC（自动售检票系统）产业方兴未艾，市场容量不断扩大。根据住房与城乡建设部公布的情况，截止 2009 年 8 月，已经有 22 个城市的 79 条轨道交通线路获得国务院

批复，总长 2259.84 公里，截止 2015 年的总投资将达到 8820.03 亿元。新建城市轨道交通的技术水平一般比较高，对配套设备的投入和要求也更高，给广电运通等 AFC 生产商提供了前所未有的机遇。

在高铁方面，根据铁道部的规划，2010-2012 年我国将建成客运专线 9200 公里，总投资超过 9000 亿元。按照每 40-50 公里设置一个车站，未来三年我国新设高铁车站将达到 180-230 个，对应的 AFC 需求在 2 万部以上。此外，原有车站的 AFC 密度还有上升的需求，例如北京南站现有自动售票机 39 台，在春运等高峰时期面临较大压力，从长期看肯定要增加。而且，随着高铁里程的增长，对可以识别大面额钞票的高端自动售票机的需求也会不断提高，促使整个 AFC 市场向高端延伸。高端自动售票机售价可以超过 20 万元，是一般售票机、充值机的 2-3 倍，可以在相同的发货量下提供更高的收入。我们认为，AFC 市场的收入增长将超过 ATM 市场，未来三年的复合增速将达到 40% 以上。

图表 6：我国高铁客运专线及城际铁路规划

线路名称	长度	设计速度
北京-上海	1318 公里	350 公里/时
北京-武汉-广州-深圳	2260 公里	350 公里/时
北京-沈阳-哈尔滨	1700 公里	350 公里/时
杭州-宁波-福州-深圳	1600 公里	200-250 公里/时 (杭甬路段 300 公里)
徐州-郑州-兰州	1400 公里	350 公里/时
杭州-南昌-长沙	2080 公里	300-350 公里/时
青岛-石家庄-太原	770 公里	200-250 公里/时
南京-武汉-重庆-成都	1600 公里	200-250 公里/时 (三峡路段 160 公里， 成渝路段 350 公里)

资料来源：铁道部，光大证券研究所

国家政策要求城市轨道交通设备的整体国产化率不低于 70%，AFC 相对而言是国产化难度较低的设备；在实践中，早年建成的地铁 AFC 多为进口，近年来落成的北京、深圳地铁新线路的 AFC 国产化率都已经达到或超过 70%。高铁设备的国产化率更敏感，目前国内企业中只有广电运通等极少数获得 AFC 供应商资格（2009 年以前为国内唯一供应商），在这场竞争中处于非常有利的位置。

公司分析：业绩有保证，估值有驱动

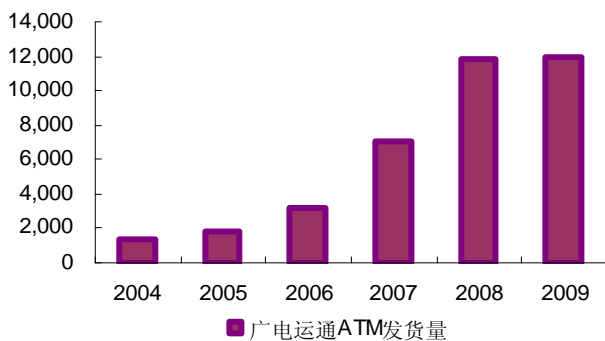
ATM 市场地位有保证，订单已恢复两位数增长

2009 年，广电运通新签 ATM 订单 14.5 亿元，同比增长 4.5%，创下上市以来的最低增速。其中的主要原因是在农行的循环一体机招标中败给日立，失去了一个前所未有的大订单（我们估计该订单总额为 5-6 亿元）。广电运通与农行的合作关系一直较好，服务网点完善，而且属于国有厂商，失去这一订单带有一定的偶然性；日立的巨大优势则在于有自主研发的核心模块，包括广电运通在内的许多厂家都采用其入钞模块。

存取款一体机的市场占比提升是大势所趋，对于公司而言既有挑战，又有机遇：挑战在于日立、怡化等日系厂家掌握着技术优势，对公司构成威胁；机遇在于公司自主研发的入钞模块将于今年产生成果，并在 1-2 年内小范围应用。事实上，公司在循环一体机领域已经取得了较大进展，2009 年超过 40% 的出货是循环一体机，获得了市场的广泛认可。由于循环一体机的价格比取款机高 40-80%（前者售价超过 10 万元，后者 6-8 万元）而且毛利率较高，该产品的普及率提高对公司业绩是有帮助的。

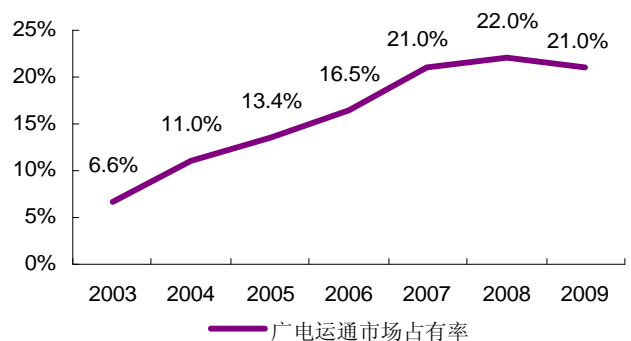
2010 年第一季度，公司营业收入增长 6.7%，引发了一些投资者的担忧。然而，我们认为公司的低谷时期已经过去，今年第一季度的收入反映的是去年上半年的订单情况，没有体现去年下半年的订单增长（例如来自中行的订单即上升超过 30%）。第一季度，银行对广电运通产品的需求仍在上升，公司已经走出低谷，我们认为收入拐点将在下半年出现。

图表 7：广电运通历年 ATM 发货量走势



资料来源：公司招股说明书，《金融时报》，光大证券研究所

图表 8：广电运通历年 ATM 市场占有率走势



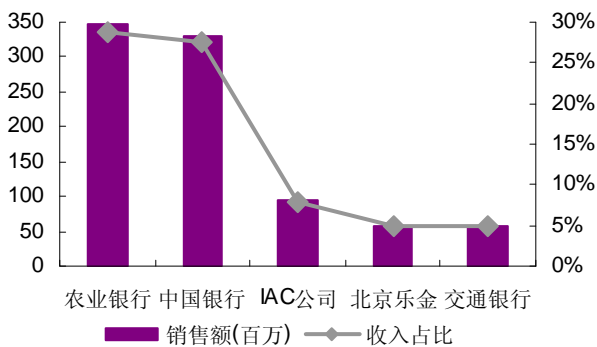
资料来源：公司招股说明书，《金融时报》，光大证券研究所

2009 年，广电运通在的 ATM 市场占有率首次出现下滑，但是我们认为这并不会动摇公司的行业龙头地位。上文提到近年来 ATM 市场的趋势是循环一体机的比重提高，在这一领域拥有技术优势的日本企业上升较快，。广电运通的循环一体机在整体质量和品牌形象上都处于行业领先水平，公司自主研发的入钞模块若能在今年开始试用，则将加强公司相对日本企业的竞争力。此外，国家对金融安全、核心产品自主的政策没有改变，这有利于公司从国外企业手中获取份额。

广电运通在 ATM 领域的主要客户包括农业银行、中国银行、交通银行和 IAC 公司，其中 IA 司是公司在中东地区的主要分销商。在国内客户中，农行一直占据最大的比重；2009 年农行贡献的收入大幅度增加，但是订单数额下滑，我们认为其中的偶然性较大，公司仍然维持着与农行的良好关系，并且采取了积极的销售策略，2010 年来自农行的订单将出现恢复性增长。中行虽然在 2009 年只贡献了 15.5% 的收入，但是订单增速很快，公司披露的两个大订单总额即达 4.1 亿元，这一良好势头有望在 2010 年维持。来自交行的收入和订单在 2009 年都有较大的提升。

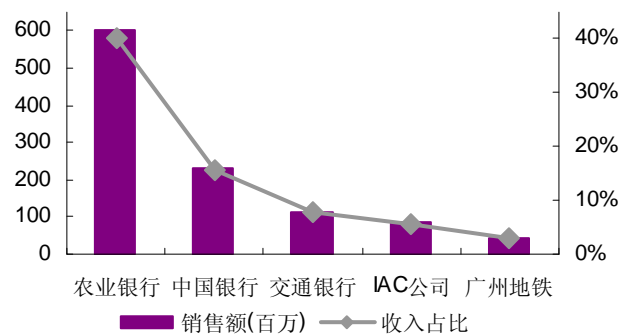
此外，中小银行、城商行的订单有持续增加的趋势，因为它们开设新网点的热情较高，设备投资预算上升较快；在国家号召“金融下乡”的影响之下，农信社、邮储行的订单也将有一定程度的增加。虽然以上中小客户的订单规模较小（一般为几十台到几百台），但是毛利率较高，并且能够在一定程度上分散风险。我们认为中小客户在公司收入中的占比将逐渐提高（今年第一季度，公司执行的中小银行 ATM 订单就远超历史平均水平），尤其是城商行、农信社可能带来较多机会。但是，中小银行的订单比较分散，可预见性较低，目前还难以准确估计其规模。

图表 9：2008 年广电运通前五大客户情况



资料来源：公司报告，光大证券研究所

图表 10：2009 年广电运通前五大客户情况



资料来源：公司报告，光大证券研究所

AFC：主业的有益补充，或带来主题投资机会

2009 年，公司新签 AFC 销售合同 1.4 亿元，比 2008 年上升 241.5%，虽然其绝对数量只有 ATM 合同的 1/10，但增速远远快于后者。公司在进入多个城市地铁、京津高铁和沪杭轻轨之后，2009 年又成为武广高铁的唯一 AFC 供应商，为占据广阔的高铁市场提供了制高点。目前，国内企业中只有广电运通和中国铁科院旗下企业拥有高铁 AFC 供应商资格，考虑到高铁设备的国产化要求，公司有能力巩固在这一领域的龙头位置。

在 AFC 领域，公司拥有三大优势：首先是技术水平高，钞票识别、找零等模块均为自主研发，尤其是在涉及钞票面额较大的高铁 AFC 市场，以上优势非常明显；其次是服务实力较强，235 个服务网点遍布全国，这对于 AFC 技术支持是至关重要的；最后，公司进入城市轨道交通和高铁 AFC 领域的时间均较早，从而积累了一定的先发优势。

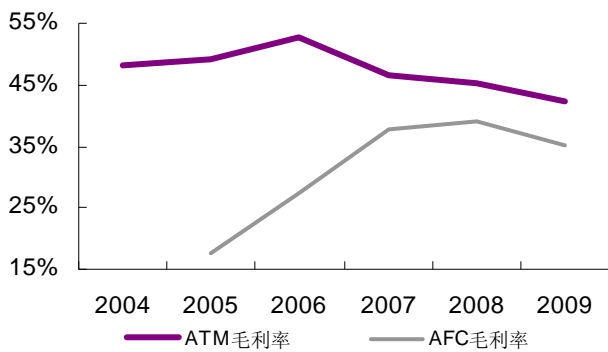
发展 AFC 业务不仅能增加收入，还有利于提高公司的现金处理技术实力。AFC 与 ATM 核心模块涉及的技术有一定的相似性，公司可以将一些现金处理技术首先用于 AFC 模块，积累宝贵的经验，以便将其应用于 ATM 模块。从投资者的角度看，高铁建设是目前比较热门的投资主题之一，广电运通参与高铁设备供应，有利于增强公司知名度，提高市场热情。如果公司能够持续获得高铁 AFC 订单，其估值水平有可能得到提升。

毛利率下滑趋势得到遏制，技术进步将形成支撑

2006 年以来，公司毛利率一直呈现下滑趋势，主要是由于 ATM 市场竞争趋于激烈，产品价格下降；从 2006 年到 2009 年，公司的 ATM 毛利率累计下滑 10.4 个百分点，带动整体毛利率下跌 10.8 个百分点，引发了市场的担心。事实上，这一情况最近有所改观：2009 年第四季度，公司整体毛利率为 48.2%，是两年来的最高点；2009 年下半年，公司 ATM 毛利率回升到 46.2%，比上半年高 7.9 个百分点。以上数据有一定的季节性因素，但是 2010 年第一季度公司毛利率仍然维持在 44.7%，创下上市以来第一季度最高记录，说明毛利率下滑趋势的确得到了遏制。

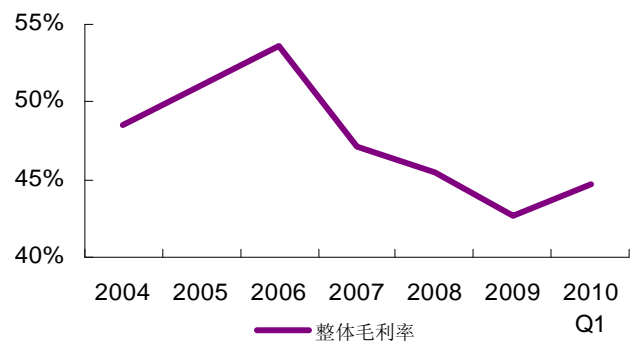
最近几个季度公司毛利率的提升，主要是在采购方面加强了集约化管理，使得采购成本降低。总体上看，采购控制不可能完全抵消 ATM 价格下降对毛利率产生的冲击，但可以尽量延缓其影响。我们认为 2010-2011 年公司的 ATM 毛利率将在去年下半年的基础上略有下降，不会出现骤降；公司的 AFC 业务已经越过了探索阶段，毛利率将稳定在 35% 左右。

图表 11：广电运通 ATM 和 AFC 毛利率趋势



资料来源：公司报告，光大证券研究所

图表 12：广电运通整体毛利率趋势



资料来源：公司报告，光大证券研究所

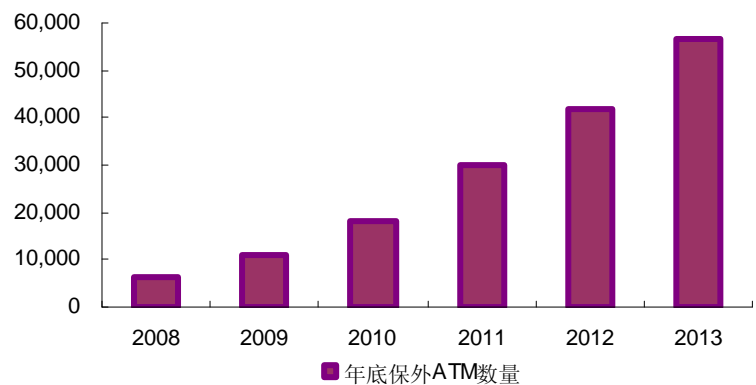
在长期提高毛利率，归根结底要依靠 ATM 核心模块的自主化。AFC 毛利率从 2005 年到 2008 年有约 20 个百分点的提升，公司自主研发的模块有较大的贡献。对于 ATM 而言，出钞、入钞模块一般占据其总成本的 30-40%，若能实现自主模块的批量应用，我们预计至少可以使毛利率提高 5-6 个百分点。目前，公司自有的出钞模块已经在海外市场及国内中小银行展开试用，技术方面比较成熟，随着市场认同度的提高，使用范围将逐渐扩大；公司自有的入钞模块开发也已经取得较大进展。虽然自主模块的应用还需要较长的时间，但是我们相信在公司强大的研发团队和适当的推广策略下，自主模块将在 3-5 年内对毛利率产生贡献。

ATM 服务：未被注意的“蓝海”，全面提升估值

2009 年，ATM 服务成为了公司业务的亮点：服务收入（包括技术维护、清机）5556 万元，同比增长 87.4%；服务毛利率 61.8%，远高于设备销售毛利率，虽然同比有所下降，但主要是因为清机业务初期亏损导致的暂时现象。在年初发布的战略主题以及年度股东大会上，公司反复强调服务业对长期发展的重要意义，加强服务业已经迫在眉睫。

公司的 ATM 服务分为技术维护和清机两部分。技术维护的增长性主要由保外 ATM 数量决定，公司的 ATM 保质期一般为 2-3 年，至 2009 年底已经有约 10000 台机器处于保外，到 2010 年底将超过 18000 台。按照国际惯例和国内实际情况，ATM 年度维护费一般为原价的 7-10% 左右（若有关键零部件更换，则收费更多），取款机的年收费在 5000-7000 元左右，而循环一体机的年收费超过 10000 元。此外，公司遍布全国的服务网点还可以为其他品牌的 ATM 提供维护。我们认为，2010 年公司的技术维护收费将增长 80-100%，2011-2013 年仍将保持 50% 左右的复合增速。

图表 13：广电运通保外 ATM 数量预测



资料来源：光大证券研究所

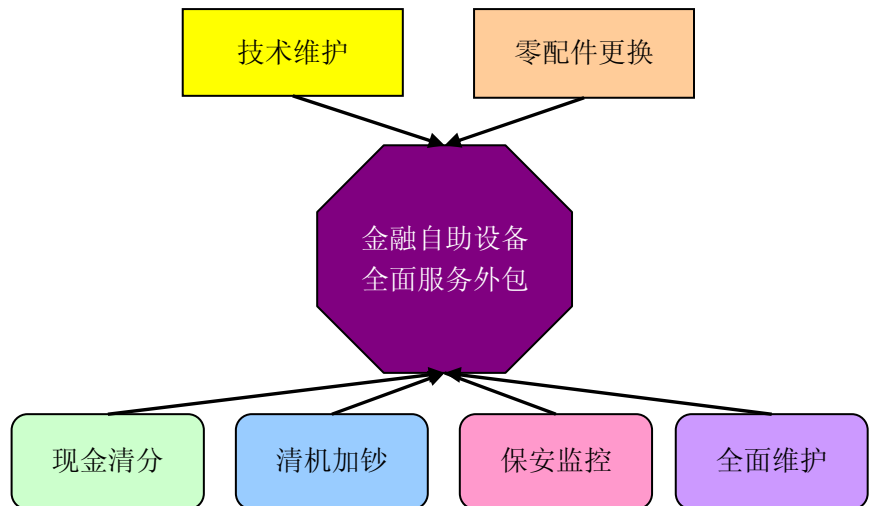
公司的清机业务主要由控股子公司广州穗通进行，去年与工行、招行、浦发、光大的广州分行签署了合同，与上述银行在现金清分、清机加钞、技术服务监管、全面 VI 维护等方面展开合作。2009 年，穗通公司亏损 135.2 万元，我们估计其收入在 500-800 万元之间。清机业务的门槛较高，在押运环节需要拥有保安持枪资格，在清分环节则需要技术实力和行业经验，还需要与银行建立信任关系。虽然清机业务尚未扭亏为盈，但是随着规模效应和经验的积累，我们预计未来的毛利率将远高于 ATM 产品。

目前公司的清机业务都在广州本地，向外地推广需要具备保安持枪资格。2009 年 10 月，国务院颁布了《保安服务管理条例》，要求各地公安部门不能参与保安公司，必须由国有企业实施控股，这就给国资背景的广电运通带来了机会。由于国内治安形势的复杂性，以上条例并未按期全面执行；但是我们相信，随着保安条例的逐渐实施，清机业务将迎来较快增长。

2010 年，公司提出了构建一体化金融服务外包产业链的战略构思，即将技术维护、现金清分、清机加钞和其他维护服务结合起来，为银行提供一

站式的 ATM 服务外包。在发达国家和地区，以上服务模式盛行，而且利润率较高，例如在香港一台循环一体机的全面服务费每年可达十几万港元。目前国内还没有采取一体化服务模式，我们估计一旦推广起来，每台 ATM 的收费也可达到每年 3-4 万元，远高于单纯的技术维护费。

图表 14：ATM 一体化服务外包模式分析



资料来源：光大证券研究所

在 2009 年年报中，广电运通提出“高端制造业和高端服务业”的长期战略，服务业范围的扩大和档次的提升不但有利于提高公司收入和毛利率，还可以从根本上提高公司的估值水平，我们对此表示赞赏。

财务分析：情况良好，会计政策稳健

现金周期向好，经营现金流正常

由于 ATM 订单执行周期较长，而且银行具备较强的议价能力，所以公司的应收账款和存货周转天数一直比较长。2009 年，这种情况有了一定改观，应收账款和存货周转天数都降至上市以来的最低水平。虽然现金周期有所上升，但主要是由于应付账款周转天数上升导致的。

公司的经营活动现金流在 2007-2008 年均超过经营活动净收益，2009 年受到金融危机影响有所下降，我们认为这一影响是暂时性的，今年将回到正常水平。中小客户占比的上升对现金流亦有帮助。

图表 15：广电运通营运能力与现金流指标

营运指标	2007 年	2008 年	2009 年
应收账款周转天数	124.35	94.76	91.50
存货周转天数	238.35	254.09	197.01
应付账款周转天数	168.14	117.78	61.10
现金周期	194.57	231.07	227.40
经营活动现金流/经营净收益	123.03%	103.45%	75.27%

资料来源：光大证券研究所

偿债能力良好，有息负债偏低

由于广电运通现金比较充裕，经营现金流正常，而且资本开支在合理的范围之内，所以公司历史上负债率一直较低。公司的有息负债以短期借款为主，虽然最近几个季度增长较快，但是权益负债率仍然远低于一般制造业企业的水平，与软件等高科技企业类似。

2009年，公司的流动比例、速动比例都有较大幅度的提升，2010年第一季度持续了这一趋势，这主要是由于应付账款、预收款项等流动负债下降较快。我们预计随着业务的发展，公司的流动负债将有所提高，流动比例和速动比例将略有下降。但是，这不改变公司偿债能力优良的事实。

图表 16：广电运通偿债能力指标

偿债能力	2007	2008	2009
流动比率	2.61	2.58	3.64
速动比率	1.89	1.87	2.85
归属母公司权益/有息债务	16.49	14.55	9.91
有形资产/有息债务	25.61	22.48	13.09

资料来源：光大证券研究所

会计政策保守，坏账计提对未来业绩有支撑

广电运通的客户以银行、地铁为主，坏账风险较低，但是公司仍然严格按照账龄标准计提坏账准备。2009年，由于应收款项账龄增加，公司计提了 448 万元坏账准备，其中绝大部分来自应收账款。当年年底，公司的坏账准备达到应收账款原值的 1.96%，远远超过上市以来的平均水平。

我们认为，虽然应收账款的账龄在 2009 年有增加，但是坏账风险并无实质性的上升。事实上，当年公司只核销了 12.8 万元坏账，历史上核销的坏账数额也很少。截止今年第一季度，公司的坏账准备总额已达到 870 万元，为将来的业绩提供了潜在的支撑。随着公司逐渐回收账款，大部分坏账准备都可以转回，坏账准备比例也将恢复到应收账款原值的 1% 左右。

图表 17：广电运通坏账准备情况

坏账指标（百万元）	2007	2008	2009
当期坏账准备净增加值	(0.14)	1.00	4.48
其中：应收账款净增加值	(0.14)	0.98	4.43
坏账准备/应收账款原值	0.88%	1.02%	1.96%

资料来源：光大证券研究所

盈利预测

我们预计广电运通的 ATM 订单将持续较快增长，去年上半年新增订单不足的影响将于今年下半年消失。随着中行大订单开始确认收入，以及农行开始贡献新订单，公司的 ATM 设备收入在 2011 年的增速将超过 2010 年的水平；海外市场恢复成长所带来的贡献也不可小视。与此同时，AFC 设备销售将持续以 40% 以上的速度增长，高铁订单将成为主要驱动因素。ATM 设备价格将继续下滑，但是将在一定程度上被成本控制和出钞机芯推广所抵消，毛利率将以每年 1-2 个百分点的速度下降；在高端 AFC 的推动下，AFC 设备毛利率将稳定在 35% 左右。

由于公司的保外 ATM 总量不断提高，加上清机业务处于高速发展初期，我们预计 ATM 服务收入 2010 年将增长 135%，2011-2012 年仍能实现 80% 左右的增速。由于公司在技术维护方面的初期投入已经完成，随着保外设备数量的上升，其毛利率必然上升；清机业务的毛利率也将从较低水平逐渐攀升。我们认为 ATM 服务的毛利率将在 3-5 年内持续上升。

图表 18：广电运通主营业务收入及毛利率预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	1,488.7	2036.6	2853.8	3862.9
货币自动处理设备	1,364.9	1818.0	2499.8	3309.7
ATM 服务	55.6	130.6	241.5	410.6
设备配件销售	37.7	49.8	64.7	82.9
ATM 营运收入	30.6	38.2	47.8	59.7
营业收入增速	24.1%	36.8%	40.1%	35.4%
货币自动处理设备	22.34%	33.20%	37.50%	32.40%
ATM 服务	87.42%	135.00%	85.00%	70.00%
设备配件销售	57.71%	32.00%	30.00%	28.00%
ATM 营运	-0.63%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	42.70%	42.50%	41.95%	41.60%
货币自动处理设备	42.02%	41.05%	39.80%	38.6%
ATM 服务	61.79%	64.00%	64.90%	66.40%
设备配件销售	45.57%	45.00%	44.00%	42.60%
ATM 营运收入	34.99%	35.00%	35.50%	36.00%

资料来源：光大证券研究所

从去年下半年和今年第一季度的情况看，公司对销售和管理费用的控制能力较强，而且上市以来费用率一直没有出现大的波动。随着公司大力发展 ATM 服务以及加强研发投入，销售和管理费用可能会有上升压力，但是将在一定程度上被规模效应所抵消。我们预计未来几年公司的销售和管理

费率将保持稳定，其总和将保持在 19.0-19.5%左右。

综上所述，我们对广电运通 2010-2012 年 EPS 的预测为 1.54 元，2.06 元和 2.71 元；在此期间，公司净利润的复合增速为 33.7%。我们认为公司经营的低谷已经过去，未来三年将呈现平稳较快增长。

估值

鉴于 2010-2012 年广电运通净利润的复合增速为 33.7%，若赋予公司 1 倍 P/E/G，即 33.7 倍 2010 年 P/E，得到的合理价位为 51.22 元。过去，由于公司的制造业色彩较强，估值水平一直低于大部分计算机硬件类企业；但是，随着公司自主研发的出钞、入钞模块逐渐产生效益，以及服务业占比日益提高，我们认为公司已经到了估值中枢上移的前夜。

从对比法看，广电运通的估值亦有上升的空间。在 A 股市场，御银股份从事 ATM 销售及运营业务，与公司是同行；南天信息是国内最大的银行柜面打印设备生产商，而且正在进军 ATM 和税控收款机市场；恒宝股份是智能卡与电子标签生产商，并有进入金融设备市场的计划；证通电子从事加密键盘和自助终端的开发，与公司业务有联系；信雅达的 POS 机等金融终端业务规模较大。按照一致预期，以上可比对象的 2010 年平均 P/E 为 34.7 倍，这一水平与根据 P/E/G 得出的 33.7 倍相似。若赋予公司 34.69 倍 2010 年 P/E，得到的合理价位为 52.73 元。

图表 19：广电运通主要可比公司估值一览

代码	公司名称	当前股价	2009P/E	2010P/E
002177	御银股份	14.27	41.63	27.53
000948	南天信息	13.71	38.03	26.38
002104	恒宝股份	20.96	65.62	44.06
002197	证通电子	20.50	66.15	32.98
600571	信雅达	12.45	96.51	42.49
平均		-	61.59	34.69

资料来源：Wind，光大证券研究所

结合 P/E 对比法和 P/E/G 法，赋予公司 34.2 倍 P/E，我们认为广电运通的合理价值为 51.98 元。以 4 月 30 日的收盘价为基准，股价有 66.3% 的上升空间，维持“买入”评级。广电运通是我们目前首选的计算机硬件行业企业，而且我们看好其向服务外包行业发展的前景。

风险分析

虽然近年来在 AFC、ATM 服务等领域取得了较大的进展，但是广电运通的核心业务仍然是 ATM 产品销售，其收入和利润增长与银行业的自助网点建设息息相关。我们认为未来 3-5 年仍是银行业采购自助设备的高峰期，

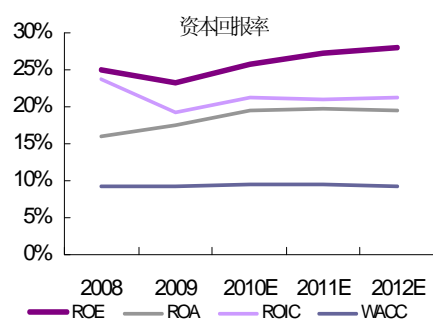
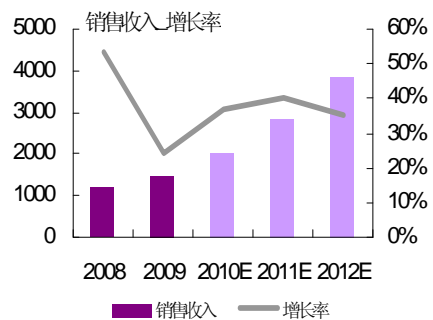
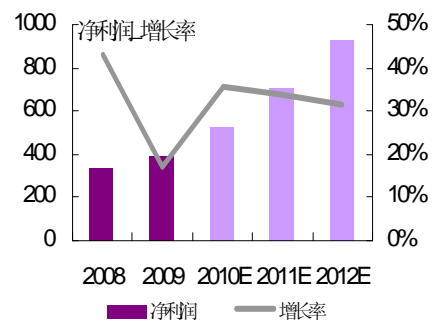
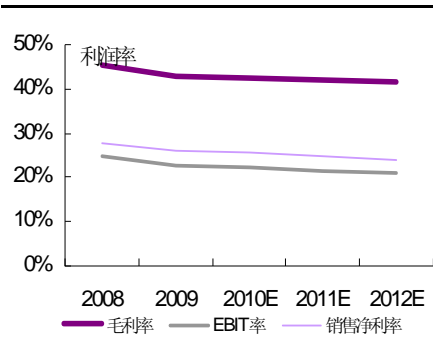
但是如果银行建设自助网点的速度减缓，或者网上银行、移动支付等新兴银行业务成为主流，则 ATM 需求可能会面临阶段性下滑。

在 ATM 产品销售方面，公司依赖农行、中行等大客户的程度较多，2009 年失去农行订单即对公司业绩和股价造成了严重影响。虽然我们相信类似事件再次出现的概率较低，但不可能完全排除。如果公司在大客户方面损失订单，而没有足够的中小客户补上，则收入可能受到较大影响。

高铁 AFC 是一个相对新兴的领域，公司占据的优势地位不一定能维持下去，2009 年中国铁科院旗下企业的进入，可能标志着该行业的竞争开始加剧，其收入和毛利率的能见度低于 ATM 市场。

公司倡导的技术维护、清机、押运等一体化服务体系，虽然在发达国家比较流行，但是在国内还没有先例，公司自身也只在广州本地尝试。如果该服务体系不能赢得国内银行的认可，或者在广州以外的推广遇到阻碍，则公司的服务收入增速可能低于我们的预期。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,200	1,489	2,037	2,854	3,863
营业成本	655	853	1,171	1,657	2,256
折旧和摊销	13	-39	2	4	6
营业税费	16	16	22	31	42
销售费用	125	164	218	308	417
管理费用	116	121	171	243	328
财务费用	-9	-9	-5	-8	-6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	296	338	459	623	825
利润总额	363	423	575	771	1,013
少数股东损益	0	-1	0	0	0
归属母公司净利润	331.55	387.93	525.95	704.64	926.55

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,078	2,218	2,712	3,570	4,730
流动资产	1,864	1,941	2,397	3,208	4,344
货币资金	974	1,086	1,208	1,541	2,086
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	348	409	570	799	1,081
应收票据	5	1	1	1	2
其他应收款	16	12	14	14	13
存货	513	421	585	828	1,128
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	162	214	263	308	336
无形资产	14	14	13	12	12
总负债	733	544	648	959	1,404
无息负债	642	376	648	907	1,224
有息负债	91	168	0	52	180
股东权益	1,345	1,675	2,064	2,611	3,326
股本	285	342	342	342	342
公积金	483	463	541	647	786
未分配利润	562	856	1,166	1,608	2,184
少数股东权益	15	14	14	14	14

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	307	255	472	480	652
净利润	332	388	526	705	927
折旧摊销	13	-39	2	4	6
净营运资金增加	281	386	357	661	819
其他	-318	-480	-412	-890	-1,099
投资活动产生现金流	-98	-85	-50	-50	-30
净资本支出	-15	-15	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-83	-70	-100	-100	-60
融资活动现金流	-16	-58	-299	-98	-78
股本变化	143	57	0	0	0
债务净变化	29	76	-168	52	128
无息负债变化	118	-266	272	259	317
净现金流	192	112	122	333	545

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	53.67%	24.06%	36.80%	40.13%	35.36%
净利润增长率	43.17%	17.01%	35.58%	33.98%	31.49%
EBITDA 增长率	38.26%	-3.24%	57.02%	35.77%	33.26%
EBIT 增长率	50.75%	14.20%	37.67%	35.43%	33.18%
估值指标					
PE	35	30	22	17	13
PB	9	7	6	5	4
EV/EBITDA	32	40	26	19	14
EV/EBIT	33	35	26	19	15
EV/NOPLAT	36	39	28	21	16
EV/Sales	8	8	6	4	3
EV/IC	9	7	6	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	45.41%	42.70%	42.50%	41.95%	41.60%
EBITDA 率	25.75%	20.08%	22.38%	21.68%	21.35%
EBIT 率	24.70%	22.73%	22.29%	21.54%	21.20%
税前净利润率	30.26%	28.41%	28.24%	27.00%	26.23%
税后净利润率 (归属母公司)	27.63%	26.06%	25.82%	24.69%	23.99%
ROA	15.96%	17.46%	19.39%	19.74%	19.59%
ROE (归属母公司) (摊薄)	24.93%	23.36%	25.66%	27.13%	27.98%
经营性 ROIC	23.64%	19.35%	21.21%	21.09%	21.34%
偿债能力					
流动比率	2.58	3.64	3.76	3.38	3.12
速动比率	187.17%	285.14%	283.93%	250.87%	230.80%
归属母公司权益/有息债务	14.55	9.91	-	50.11	18.45
有形资产/有息债务	22.48	13.09	-	68.63	26.27
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.97	1.13	1.54	2.06	2.71
每股红利	0.17	0.40	0.46	0.62	0.81
每股经营现金流	0.90	0.74	1.38	1.40	1.91
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.34	0.03	-0.43	-0.28
每股净资产	3.89	4.85	5.99	7.59	9.68
每股销售收入	3.51	4.35	5.95	8.34	11.29

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。