

计算机设备Ⅲ

署名人:王鹏(研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 39.94元

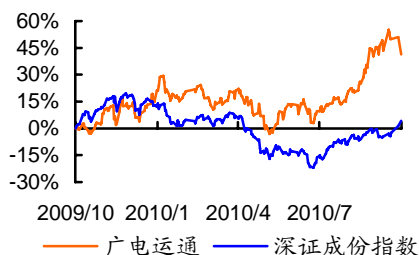
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12373.28
总股本(百万)	342
流通股本(百万)	327
流通市值(亿)	131
EPS (TTM)	1.23
每股净资产(元)	4.90
资产负债率	24.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广电运通	-1.84	25.64	14.28
深证成份指数	7.30	24.24	-0.21



相关报告

广电运通

002152

强烈推荐

以国际视野和更长的周期去审视公司的发展

投资要点:

- **ATM 行业龙头。**公司的主营业务是 ATM 等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产和销售,同时通过全资子公司深圳银通提供 ATM 维护和 ATM 营运服务,通过控股子公司广州穗通提供清机押运等高端金融服务。公司 04-09 年营业收入和归属于母公司股东净利润 CAGR 分别为 53%和 67%。
- **ATM 设备销售,中国品牌的强势崛起。**国内市场:基于本土化服务优势、自主机芯技术的成熟和成本优势,公司将充分受益于中国 ATM 行业进口替代的进程,其市场份额还有很大的提升空间。国际市场:公司海外市场布局已出具成形,土耳其的订单只是个开始,公司将引领中国 ATM 品牌走向世界。
- **ATM 服务,占比提高是趋势,提升公司整体估值。**与国际 ATM 行业巨头 NCR、Diebold 相比,公司 ATM 服务收入还有很大的提升空间,目前 ATM 维护收入正在加速增长,清机押运等高端金融服务已成为公司的战略重点,未来值得期待。同时基于 ATM 服务对于资本支出需求较低,其占比提高有利于提升公司整体的 ROE 水平,从而提升公司估值。
- **AFC 业务,泛金融领域的成功案例。**我们更愿意把 AFC 业务看做公司向泛金融领域扩张的成功案例,未来公司有望复制国际巨头 NCR 的成长路径,向泛金融领域扩张以打开新的市场空间。
- **ATM 营运,进可攻退可守。**公司对于 ATM 营运持谨慎态度,一方面布局于该领域,一方面目前营运的项目以保底合同为主,不盲目扩大营运规模。
- **给予公司强烈推荐的投资评级。**我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 18.3 亿,23.8 亿和 31.0 亿,增速分别为 23%、30%和 30%;归属于母公司股东净利润分别为 5.1 亿,6.9 亿和 9.0 亿,增速分别为 31%、36%和 30%;EPS 分别为 1.49 元、2.03 元和 2.64 元。公司未来三年净利润 CAGR 超过 30%,按照 2011 年 30 倍的 PE,未来 6-12 个月目标价 60 元,给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:**如果宏观经济增速下滑或者非对称加息等调控措施使国内银行盈利能力下降,将影响其 ATM 投资进度;AFC 领域竞争日趋激烈,公司的领先地位能否维持尚需观察,特别是铁科研可能威胁公司在高铁 AFC 领域的市场份额;公司大客户依赖较为严重,如果失去某些核心客户的重要订单,可能会在短期内给股价造成波动。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1489	1834	2382	3099
同比(%)	24%	23%	30%	30%
归属母公司净利润(百万元)	388	510	694	903
同比(%)	17%	31%	36%	30%
毛利率(%)	42.7%	45.7%	45.9%	45.6%
ROE(%)	23.4%	25.1%	25.4%	24.9%
每股收益(元)	1.13	1.49	2.03	2.64
P/E	36.15	27.51	20.22	15.53
P/B	8.44	6.90	5.14	3.86
EV/EBITDA	37	27	19	14

资料来源:中投证券研究所

国际视野下审视公司的发展

ATM 设备的进口替代:

从韩国 ATM 市场的发展情况看,最初市场为国外厂商所占据,随着以韩国晓星为代表的本土品牌的强势崛起,本土品牌逐渐成为主要供应商。2007 年韩国晓星更是占据了韩国市场约 50% 的市场份额。

ATM 设备大量出口:

根据韩国经验,韩国晓星依靠进口替代成为韩国 ATM 行业龙头之后,其出口业务也飞速发展,截止到 2007 年底,累计出口 ATM 超过 10 万台,成为世界上最大的 ATM 制造商之一。

从高端制造向高端服务业延伸:

国际 ATM 巨头 Diebold 以 ATM 制造业务起家,不断开拓 ATM 服务业务,最终确立了以服务为导向的发展战略。目前,Diebold 已经为银行提供除了其核心业务以外的全部外包服务,包括硬件、软件、交易流程、管理和安全等方面,截止到 2009 年底,Diebold 在全球服务的 ATM 机超过 4 万台,

在北美,最初一些小银行从成本角度考虑,尝试将清机押运等 ATM 业务外包,随后大银行也加入其中:如加拿大皇家银行将其全部 ATM 设备的日常运维和清机押运等业务全部外包给了 NCR。

向泛金融领域扩张:

国际 ATM 巨头 NCR 最初主要销售 ATM 设备,然后不断向泛金融领域扩张,目前 NCR 为医疗、旅游、零售和娱乐等领域提供各种服务终端,业务已突破了传统的金融领域。

ATM 营运环境:

世界最大的 ATM 运营商是美国的 Cardtronics,对比 Cardtronics 和国内 ATM 营运龙头御银股份,我们发现国内每台 ATM 的营运收入要显著低于国外。究其原因,我们认为主要是国内 ATM 跨行取款手续费远低于国外,使得运营商单笔分成收入远低于国外同行。

目 录

一、公司简介	5
1.1 ATM 行业龙头	5
1.2 业绩持续高速增长	6
1.3 分业务情况	7
1.4 战略清晰	8
二、ATM 设备销售，中国品牌的强势崛起	9
2.1 国内市场增速有望超过行业平均水平	9
2.1.1 国内 ATM 设备销量将持续增长	9
2.1.2 高集中度和进口替代趋势确保了公司份额增长	10
2.2 国际市场，引领中国 ATM 品牌走向世界	13
2.2.1 海外业务稳步发展	13
2.2.2 土耳其的订单只是个开始	14
三、ATM 服务，占比提高是趋势，提升公司整体估值	15
3.1 借鉴国际巨头的发展之路	15
3.2 ATM 服务正在加速发展	16
3.3 ATM 服务有望成为公司的“护城河”	17
四、AFC 业务，泛金融领域的成功案例	18
4.1 AFC 业务 SWOT 分析	18
4.2 高铁领域前景更明确	18
4.3 地铁领域空间更广阔	19
五、ATM 营运，进可攻退可守	19
六、估值与投资建议	20
6.1 盈利预测	20
6.2 投资建议	21
七、风险提示	22

图表目录

图 1: 主要产品及服务示意图	5
图 2: 2009 年公司业务结构	6
图 3: 公司收入增长情况	6
图 4: 公司利润增长情况	6
图 5: 公司管理费用率和所得税率变化情况	7
图 6: 公司与御银股份 ROE 对比	8
图 7: 公司分业务开展情况	8
图 8: 国内 ATM 销量及增长率	9
图 9: 国内 ATM 保有量及增长率	9
图 10: 人均 ATM 数量对比 (单位: 台/百万人)	9
图 11: ATM 报废更新数量预测 (单位: 万台)	9
图 12: 2009 年国内 ATM 销量份额	10
图 13: 前六名厂商市场份额	10
图 14: 存量 ATM 结构对比	11
图 15: 深圳银通服务网点数量变化 (单位: 个)	11
图 16: 2007 年底存取款一体机比例比较	12
图 17: 近年来国内新增存取款一体机比例	12
图 18: 公司与竞争对手利润率对比	12
图 19: 公司近年来海外收入 (单位: 万元)	13
图 20: 公司销售网络	13
图 21: 公司与国际巨头 ATM 服务收入比例对比	15
图 22: 公司 ATM 服务收入 (单位: 万元)	16
图 23: 公司 2010H1 ATM 服务收入结构	16
图 24: 收费维护 ATM 数量预测 (单位: 台)	16
图 24: 广州穗通主要服务	17
图 26: ATM 服务业务毛利率	18
图 27: 单台 ATM 营运收入 (单位: 万元/年)	20
图 28: 跨行取款 ATM 安装行收入 (单位: 元/笔)	20
表 1: 公司 2004-20010H1 分业务收入 (单位: 万元)	7
表 2: 公司海外市场拓展重大事项一览	14
表 3: 公司海外主要市场竞争策略	14
表 4: 广州穗通股权结构	17
表 5: 公司 AFC 领域 SWOT 分析	18
表 6: 跨行取款费用对比	19
表 7: 分业务收入与毛利预测 (单位: 万元)	21
表 8: 2004-2009 年前五名客户销售情况 (单位: 万元)	22

一、公司简介

1.1 ATM 行业龙头

公司的主营业务是银行自动柜员机（以下简称“ATM”）和票卡处理设备（以下简称“AFC”）等货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产和销售，同时通过全资子公司深圳银通提供货币自动处理设备维护和 ATM 营运服务，通过控股子公司广州穗通提供清机押运等高端金融服务。

公司 ATM 和 AFC 等货币自动处理设备技术含量较高，嵌入了附加值较高的软件系统，在整个货币自动处理设备中，软件系统收入占比在 1/3 左右，较高的技术含量使产品毛利率保持在 40%以上，远高于普通制造业。

主要产品及服务情况见图 1：

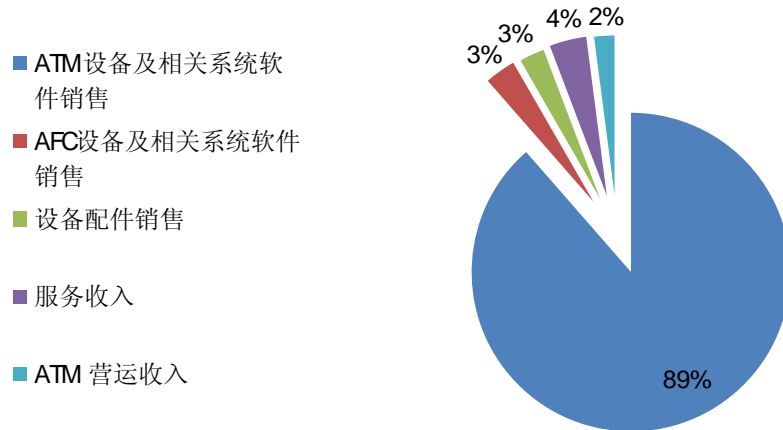
图 1：主要产品及服务示意图



资料来源：公司资料，中投证券研究所

ATM 及相关系统软件的研发、生产和销售是公司的核心业务，近年来公司来源于 ATM 及相关系统软件的销售收入占比保持在 90%左右。

图 2：2009 年公司业务结构



资料来源：公司资料，中投证券研究所

1.2 业绩持续高速增长

公司业绩持续高速增长，2004-2009 年，公司营业收入和归属于母公司股东净利润复合增长率分别为 53%和 67%。2009 年公司收入和利润增速明显放缓，背景是受金融危机影响，海外收入降幅较大。

图 3：公司收入增长情况

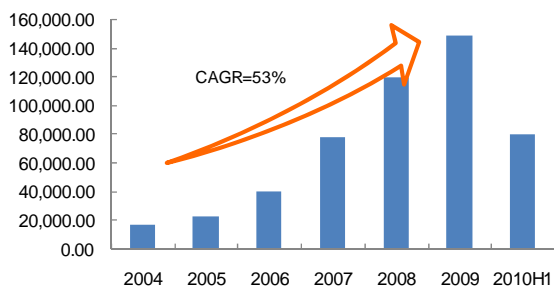
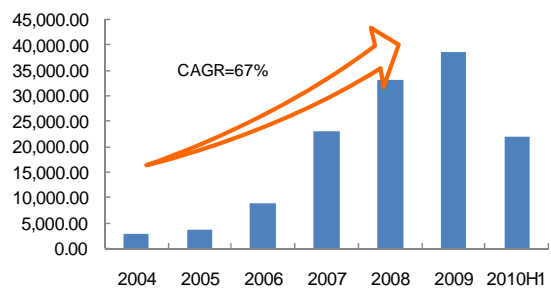


图 4：公司利润增长情况

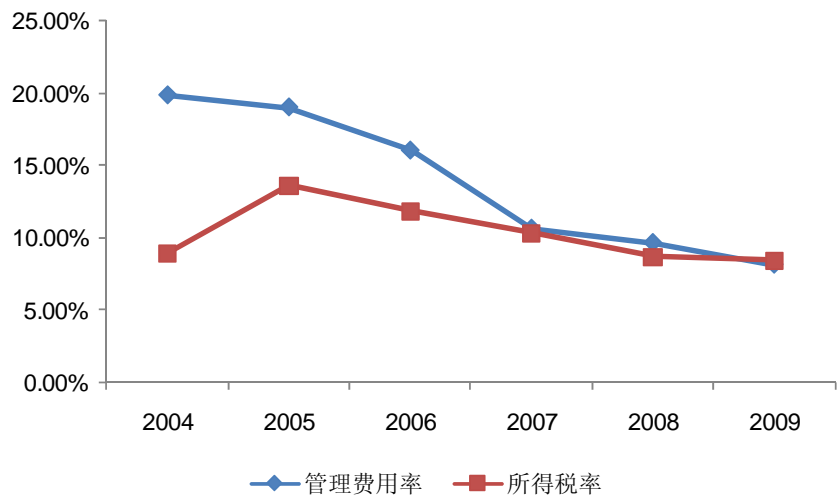


资料来源：wind 资讯，中投证券研究所（单位：万元）

利润增速超过收入增速主要原因是规模效应使管理费用率下降明显，同时公司 2008、2009 年连续被认定为国家规划布局内重点软件企业，使得所得税率进一步下降¹。

¹ 2004 年所得税率较低主要是当年增值税退税收入占利润总额比例超过 30%

图 5: 公司管理费用率和所得税率变化情况



资料来源: wind 资讯, 中投证券研究所

1.3 分业务情况

近年来公司核心业务 ATM 设备及相关系统软件销售实现了稳定增长, 2004-2009 年收入 CAGR 达到 52%。2007 年该业务增速超过 100%, 背景是公司先后取得中行和交行等大额订单, 打破了以往依赖于农行的局面。

公司 2005 年进入 AFC 行业, 该部分 2004-2009 年收入 CAGR 达到 78%。2008 年 AFC 设备及相关系统软件销售收入实现大幅增长, 背景是北京地铁产品交付使用。2009 年该部分收入降幅较大, 主要是受收入确认影响。

ATM 服务收入包括传统的 ATM 维护收入和 ATM 清机押运收入。其中, ATM 维护收入随着进入有偿维护期的机器数量增加而稳定增长; 2009 年公司控股子公司广州穗通开始为银行提供清机押运等高端金融服务, 带动当年 ATM 服务收入增速超过 80%, 清机押运等高端金融服务是公司着力培育的银行外包服务业务, 未来将有望成为新的利润增长点。

2006 年深圳银通并表带来了 ATM 营运收入, 报告期内该业务有一定增长。我们认为与国内 ATM 营运行业龙头御银股份相比, 公司对于 ATM 营运持观望态度, 目前该业务不是公司的战略重点。对于该业务的谨慎可以使公司保持轻资产运营, 维持较高的 ROE 水平, 从而实现持续的内涵式增长。

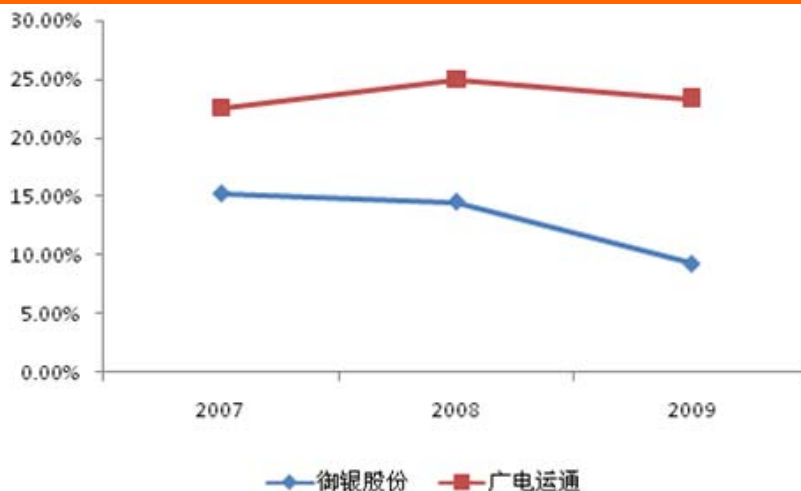
设备配件销售随整机销售的增长而稳步增长, 2004-2009 年 CAGR33%。

表 1: 公司 2004-2010H1 分业务收入 (单位: 万元)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	CAGR	2010H1
ATM 设备及相关系统软件销售	16,242	21,578	35,866	71,899	103,867	131,858	52%	74,027
AFC 设备及相关系统软件销售	-	462	477	717	7,697	4,630	78%	905
设备配件销售	919	430	996	1,265	2,392	3,773	33%	1,601
ATM 服务	727	971	1,504	1,920	2,964	5,556	50%	2,800
ATM 营运	-	-	1,430	2,289	3,078	3,058	29%	1,243
合计	17,888	23,440	40,273	78,090	119,998	148,874	53%	80,576

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 6: 公司与御银股份 ROE 对比

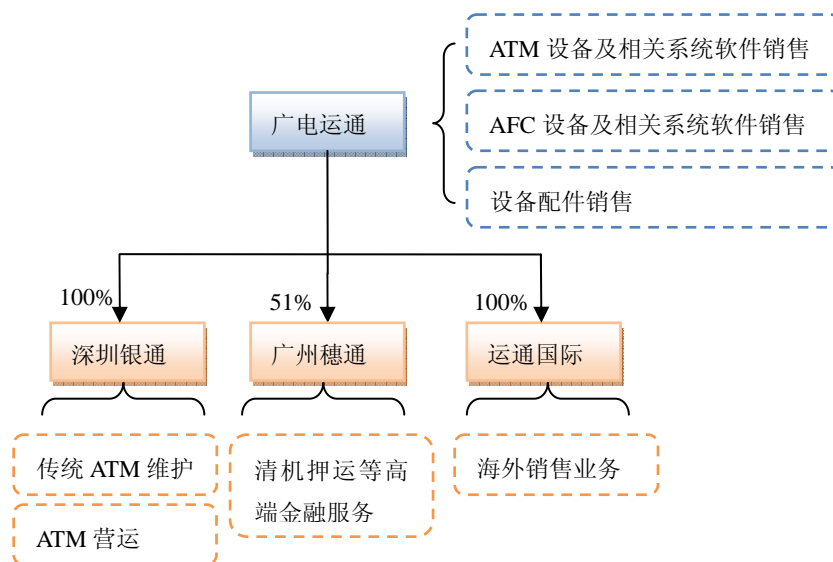


资料来源: 中投证券研究所

1.4 战略清晰

公司的业务较多, 产品也较广, 但战略其实还是很清晰的: 以自主创新驱动高速成长, 立足于以 ATM、AFC 为代表的高端制造业, 并将业务延伸到高端服务业, 深度介入金融服务外包市场, 力争成为服务于金融机构的现金管理中心。

图 7: 公司分业务开展情况



资料来源: 中投证券研究所

二、ATM 设备销售，中国品牌的强势崛起

2.1 国内市场增速有望超过行业平均水平

2.1.1 国内 ATM 设备销量将持续增长

国内 ATM 市场稳定增长，2004-2009 年 ATM 销量 CAGR 超过 40%。受金融危机影响，2009 年增速下降，但仍高于世界平均水平。

图 8：国内 ATM 销量及增长率

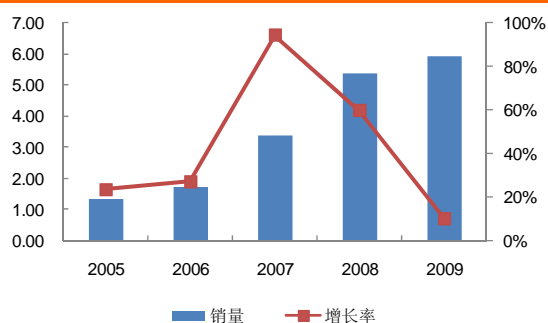
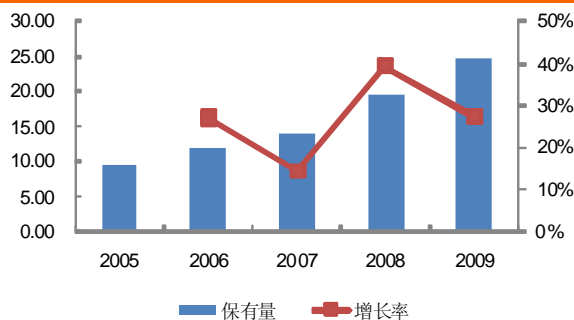


图 9：国内 ATM 保有量及增长率



资料来源：金融电子化杂志，金融时报，中投证券研究所（单位：万台）

根据金融时报统计，截止到 2009 年底，中国 ATM 保有量达到 24.5 万台，每百万人均 ATM 的数量上升到 183 台，但仍低于全球平均水平²。通常一台 ATM 使用寿命为 8 年，2009 年报废 ATM 达 0.68 万台，保守估计，未来几年 ATM 年均报废更新将超过万台。

图 10：人均 ATM 数量对比（单位：台/百万人）

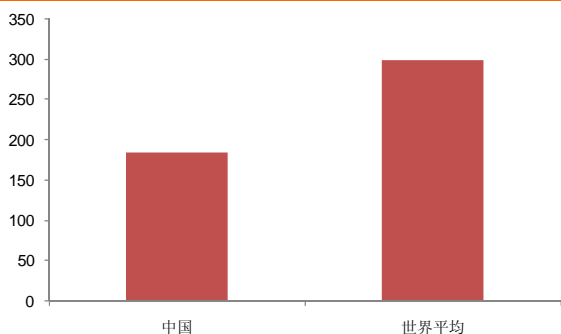
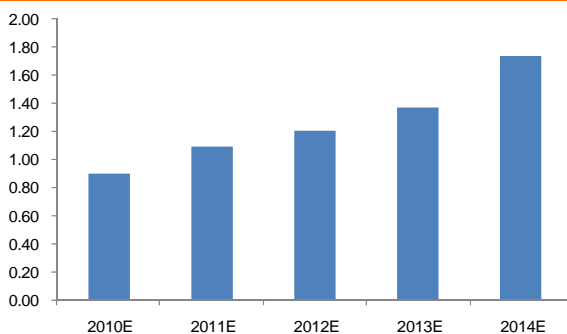


图 11：ATM 报废更新数量预测（单位：万台）



资料来源：中投证券研究所

在目前 ATM 的采购体系中，工农中建四大国有银行仍是采购的主力，2009 年采购量占比超过 60%，其他银行从 2008 年开始也逐步加大了 ATM 的投放力度。

² 根据我们测算，全球平均水平：300 台 ATM/百万人

目前四大国有银行 ATM 投放重点主要在一线城市，随着邮储银行、地方性商业银行和农信社³等加大采购力度，二三线城市和农村有望成为 ATM 的投放重点。

以农民工银行卡特色服务为例，2009 年农民工银行卡特色服务实现交易 221.02 亿元，较 2008 年增长 1.77 倍⁴，业务的高速发展必然催生 ATM 的服务需求。目前该业务主要在 5.2 万个县及县以下农村合作金融机构营业网点、1.5 万个县及县以下邮蓄银行营业网点开展，假设每个网点平均新增 2 台 ATM，仅这部分 ATM 需求就达到了 13.4 万台，相当于近三年国内 ATM 销量。

同时国内银行卡的 EMV 迁移，将带动 ATM 等终端设备的改造升级，由此带动的 ATM 升级投资也相当可观。

我们认为，中国 ATM 市场正步入持续发展的稳步增长期，未来几年国内 ATM 设备销量仍可维持两位数的增长，

2.1.2 高集中度和进口替代趋势确保了公司份额增长

从销售市场的竞争格局看，公司作为国内品牌的代表，已连续两年占据了国内 ATM 市场份额第一的位置，但是国外品牌仍占主要份额。

作为资本和技术双密集型行业，ATM 行业具备天然高集中度，近年来前六名厂商垄断了超过 90% 的市场份额，形成了极高的小企业进入壁垒。

图 12: 2009 年国内 ATM 销量份额

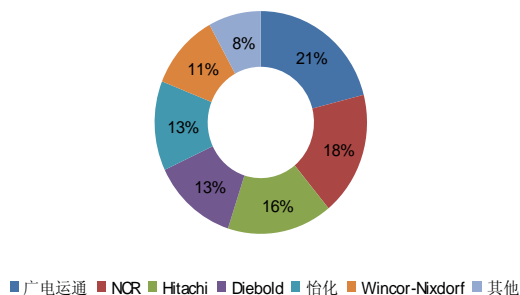
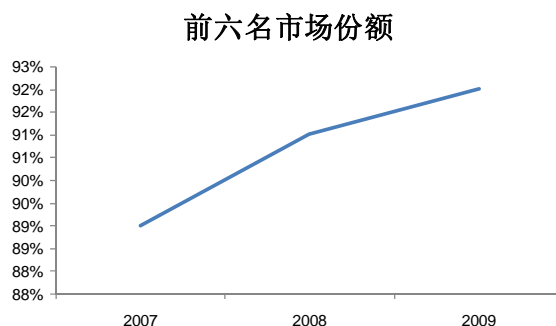


图 13: 前六名厂商市场份额



资料来源：金融时报，中投证券研究所

从韩国 ATM 市场的发展情况看，最初市场为国外厂商所占据，随着以韩国晓星为代表的本土品牌的强势崛起，本土品牌逐渐成为主要供应商。2007 年韩国晓星更是占据了韩国市场约 50% 的市场份额。

作为国产 ATM 品牌的代表，近三年公司市场份额变化不大，似乎进入了成长的瓶颈期，我们认为，参照韩国经验，从更长的时间周期看，中国 ATM 行业进口替代的进程不可逆转，公司将充分受益于这一进程，其市场份额还有很大的提升空间，理由如下：

1、ATM 行业具有服务属性，离行式 ATM 对于服务要求更高，国内企业优势明显。

³ 地方性商业银行和农信社营业网点主要集中在二三线城市和农村，这里的农信社是泛指，包括已经改组的农商行和农合行

⁴ 资料来源：人民银行《2009 年支付体系运行总体情况》

通常厂商在销售 ATM 之后都要提供 2-3 年的免费维护服务, ATM 对安全性、稳定性要求甚高, 快速响应问题提供服务的能力对于 ATM 厂商而言至关重要, 也是银行选择供应商的重要标准之一。

从我国存量 ATM 的结构看, 2007 年离行式 ATM 占比 25%, 2008、2009 年这一比例继续提高, 但仍远低于西方发达国家 70% 的离行式 ATM 占比。我们认为, 未来增量 ATM 结构中, 离行式 ATM 占比将显著提升。随着银行把对离行式 ATM 的管理进行外包的意愿越发明确, 未来离行式 ATM 对于服务要求更高: 不仅需要传统的技术维护服务, 而且需要清机押运等高端金融服务。

公司下属子公司深圳银通近年来服务网点高速扩张, 2009 年下属子公司广州穗通开始提供清机押运等高端金融服务, 这些都顺应了 ATM 行业发展趋势, 为公司市场份额的进一步提高奠定了基础。

图 14: 存量 ATM 结构对比

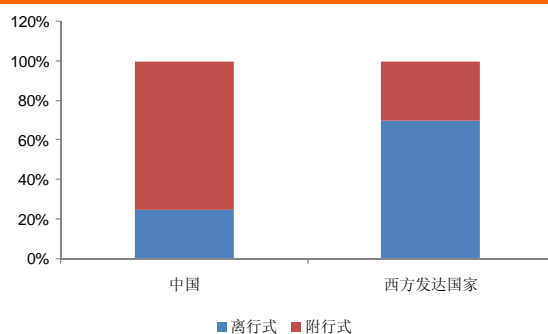
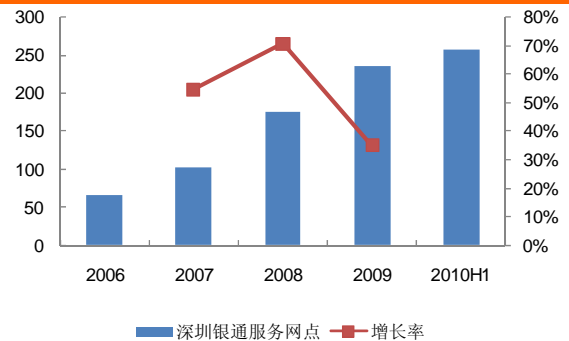


图 15: 深圳银通服务网点数量变化 (单位: 个)



资料来源: 金融时报, 公司年报, 中投证券研究所

2、循环机技术获得认可, 有望挑战日系品牌的市场地位。

自主机芯一直是公司的一项核心业务, 主要包括取款机使用的出钞机芯和一体机使用的循环机芯。目前出钞机芯已经批量应用于公司 ATM 设备, 这也是上半年公司毛利率回升的驱动因素之一。而存取款一体机的循环机芯模块作为 ATM 行业技术含量最高的部分, 目前公司在该领域已取得历史性突破:

近期公司取得的 2 亿元土耳其 ATM 大单, 正是采用了自主研发机芯的循环机型投标, 并一举击败全球各著名的循环机厂商, 夺得今年欧美地区最大的存取款一体机订单。

2007 年底, 国内存取款一体机占 ATM 比例为 30%, 远远低于发达国家。近年来, 一体机逐渐成为国内市场的发展主流, 采购比例持续增加, 2009 年已达到 50% 左右。该领域一直是日系品牌的天下, 日立凭借其在循环机芯模块方面的技术优势, 在中国循环机市场占据领导地位, 近三年销量约 2 万台。

公司此前存取款一体机中的循环机芯模块⁵依赖于日立, 这不仅使得公司的高端产品存取款一体机毛利率反而低于技术含量相对较低的取款机, 而且影响了公司的获取订单的能力: 公司 2009 年在农行⁶的一体机招标中败给日立, 很大程度上是由于日立在一体机核心模块上优势明显。

⁵ 循环机芯模块的成本占一体机总成本的 40%-50%

⁶ 近年来农行一直是公司最大的客户

我们认为，公司一体机使用的循环机芯推广路径很可能复制此前取款机使用的出钞机芯，即先在海外推广，然后用于国内订单。虽然国内银行的采购名单审批流程相对复杂，但是从更长的时间周期看，随着以土耳其为代表的海外市场成功推广，公司自主研发的循环机芯模块在国内大面积使用是大概率事件，公司有望挑战日系品牌的在一体机市场的霸主地位。

图 16: 2007 年底存取款一体机比例比较

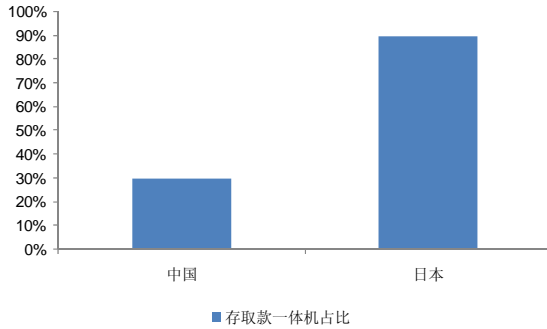
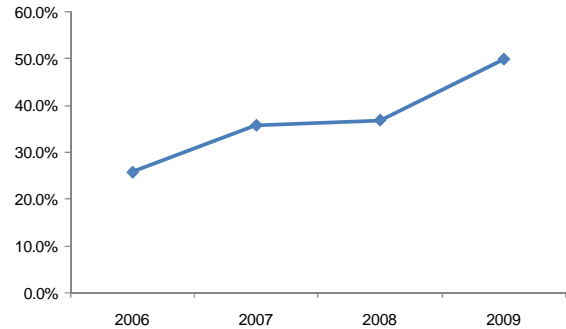


图 17: 近年来国内新增存取款一体机比例



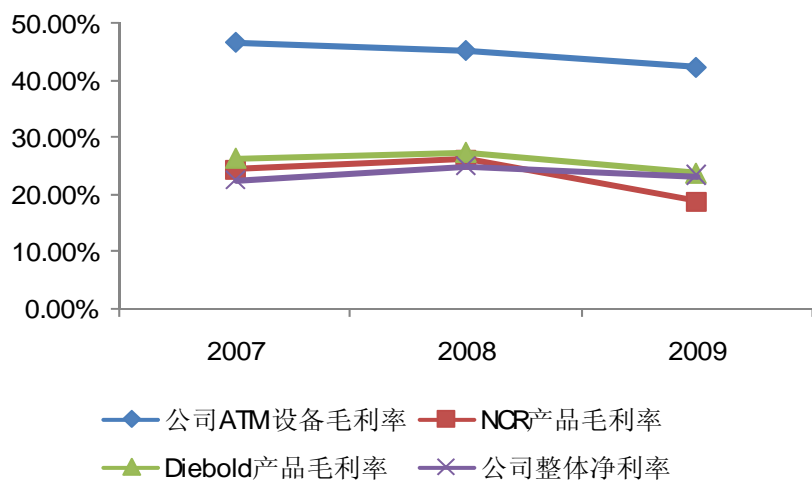
资料来源：中投证券研究所

3、成本优势助力市场份额扩大。

在同类设备售价低于国外厂商的情况下，公司 ATM 设备及相关系统软件的毛利率高于国外厂商 15 个百分点以上，即使考虑国内外会计核算的差异，我们发现，公司近年来净利率接近于国外厂商的毛利率，成本优势非常明显，我们认为，主要原因是公司所有机型均在中国本土生产，目前主要采取前端工序外包的方式，珠三角良好的配套优势使公司的产品成本显著低于国外厂家，同时 NCR 还在非金融领域提供部分毛利率较低的自主服务终端产品。

我们认为，公司有望凭借成本优势进一步扩大市场份额。

图 18: 公司与竞争对手利润率对比⁷



资料来源：公司、NCR、Diebold 年报，中投证券研究所

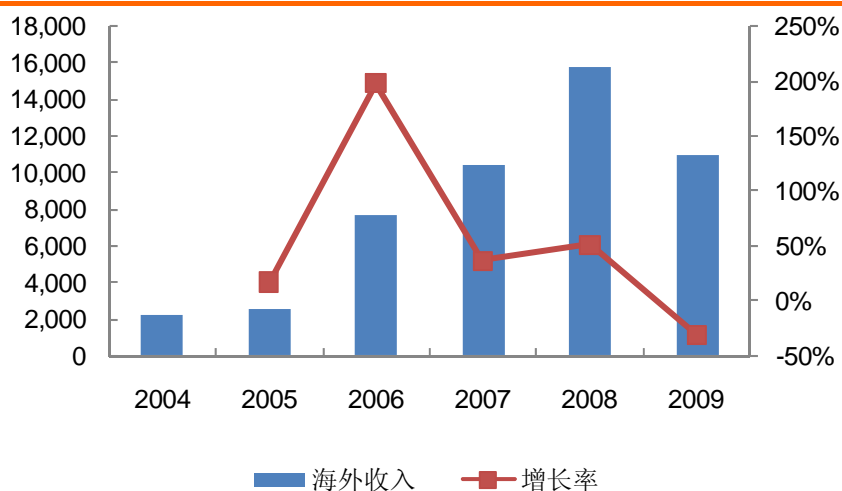
⁷ 我们选取 NCR 和 Diebold 年报中产品部分的毛利率与公司 ATM 设备毛利率进行比较，同时为了尽量避免成本归集带来的毛利率计算偏差，我们选择公司整体净利率以供参考。

2.2 国际市场，引领中国 ATM 品牌走向世界

2.2.1 海外业务稳步发展

公司聘请海外市场营销总监，引入国际化管理团队，积极培育和开拓海外市场。近年来海外收入整体稳步增长，目前 ATM 产品已出口到 50 多个国家和地区，在古巴、中东、东南亚等地区的销量占据领先地位，形成了东南亚、美洲、中东和非洲四大销售网络。

图 19: 公司近年来海外收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 20: 公司销售网络



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

2.2.2 土耳其的订单只是个开始

目前公司海外市场布局已出具成形：保持在中东、越南市场的领先地位，积极开拓东欧、俄罗斯等新兴市场，同时通过与 GCS 公司合作进军欧美等发达国家市场。

尽管受金融危机影响，2009 年公司海外收入第一次出现下降，但是我们认为，公司一直在有条不紊的推进海外市场战略，从更长的时间周期看，土耳其的订单只是个开始，公司的海外业务终将迎来收获期。

表 2: 公司海外市场拓展重大事项一览

时间	重大事项
2002 年	与 De La Rue 合作，首次在德国汉诺威展出 ATM，并于同年向古巴销售第一台样机，无故障时间达到国际水平
2005 年	为越南 VNBC (Viet Nam Bank Card) 银行卡网络建设提供 ATM 设备及相应的支持系统
2006 年	与越南 EAB 银行签订重大购销合同
2007 年	与伊朗哈姆有限公司签订了两个合计总价款为约 9200 万元的 ATM 设备购销合同
2008 年	出资设立广电运通国际有限公司，作为公司进行海外拓展的平台。
2009 年	运通国际中标土耳其 Ziraat Bank (土耳其最大的国有银行) 的 2 亿元存取款一体机订单

资料来源：公司公告，互联网，中投证券研究所

表 3: 公司海外主要市场竞争策略

时间	重大事项
越南	通过参与建设银行卡网络，直接对银行进行销售
伊朗	抓住美伊关系紧张 NCR、Wincor 等退出伊朗市场的契机，依靠原 NCR 代理商哈姆公司进行销售
北美	主要通过代理商进行销售
澳大利亚	通过参股的 GRGI 公司进行销售
土耳其	主要通过代理商进行销售

资料来源：中投证券研究所

根据韩国经验，韩国晓星依靠进口替代成为韩国 ATM 行业龙头之后，其出口业务也飞速发展，截止到 2007 年底，累计出口 ATM 超过 10 万台⁸，成为世界上最大的 ATM 制造商之一。我们有理由相信公司将引领中国 ATM 品牌走向世界，中国的 ATM 行业将经历从完全依赖进口到国产品牌的广泛应用、再到中国 ATM 大量出口的历史进程。

⁸ 资料来源：<http://www.nautilus.hyosung.com>

三、ATM 服务，占比提高是趋势，提升公司整体估值

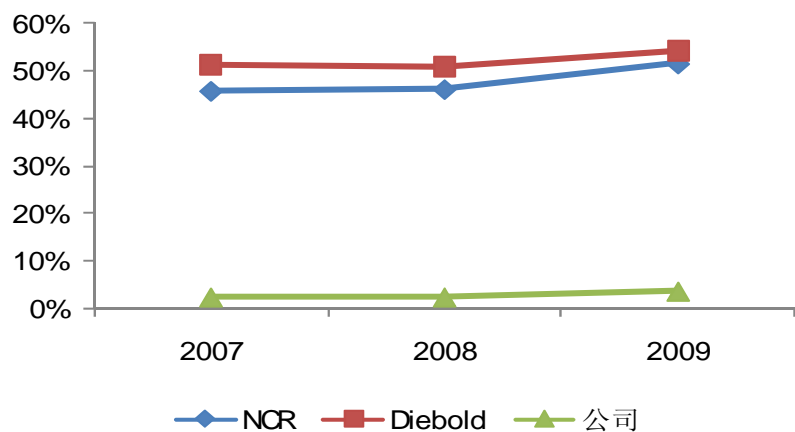
3.1 借鉴国际巨头的发展之路

对比公司和国际 ATM 行业巨头 NCR、Diebold 的业务结构，我们发现公司来自于 ATM 服务收入的占比还很小，究其原因，我们认为主要有以下几点：

1、公司目前的服务收入包括传统的 ATM 维护收入和清机押运等高端金融服务两块。由于 ATM 销售有 2-3 年免费维护期，因此 ATM 维护收入增长通常要滞后设备销售增长 2-3 年，公司 ATM 销售于 2007 年开始放量，服务收入的增长将在 2010 年后开始加速。公司 2009 年才开始推出清机押运等高端金融服务，2010 年上半年该业务已经实现盈利，考虑到公司管理层一贯的稳健风格，该业务收入的爆发尚需时日。

2、国际巨头的服务项目较公司更为丰富，如 NCR 的服务收入还包括 ATM 等设备的选址、运输和安装等服务，以及利用其全球化服务能力为第三方计算机硬件制造商提供的各种服务⁹，

图 21：公司与国际巨头 ATM 服务收入比例对比



资料来源：公司、NCR、Diebold 年报，中投证券研究所

以 Diebold 为例，Diebold 以 ATM 制造业务起家，不断开拓 ATM 服务业务，最终确立了以服务为导向的发展战略。目前，Diebold 已经为银行提供除了其核心业务以外的全部外包服务，包括硬件、软件、交易流程、管理和安全等方面，截止到 2009 年底，Diebold 在全球服务的 ATM 机超过 4 万台，

我们看到，公司正在借鉴国际巨头的发展之路，确立了由高端制造向高端服务业延伸的发展方向。

⁹ 我们判断这部分收入可能不是基于 ATM 的服务收入，我们暂时无法得到进一步的业务明细，但是我们认为这不影响结论。

3.2 ATM 服务正在加速发展

虽然占比较小，但是公司的 ATM 业务正在加速发展。同时从业务结构看，目前 ATM 服务收入主要来源于 ATM 维护收入。

图 22: 公司 ATM 服务收入 (单位: 万元)

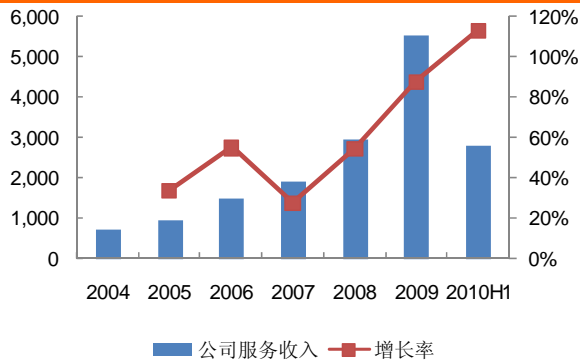
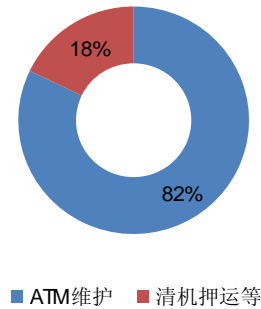


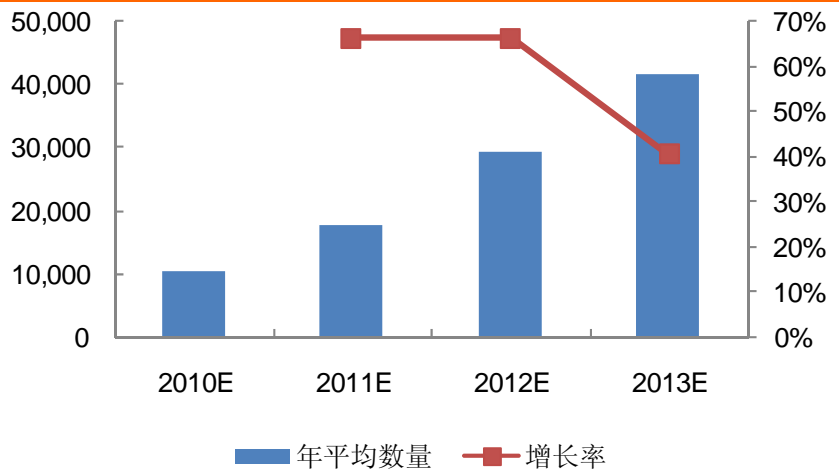
图 23: 公司 2010H1 ATM 服务收入结构



资料来源: 公司年报, 中投证券研究所

ATM 维护业务: 目前平均每台 ATM 维护费在 0.6 万/年, 公司主要维护自己销售的机型, 收费维护机器在 1 万台左右。我们认为, 随着进入收费维护期的 ATM 数量不断增加, 该部分收入将加速增长。

图 24: 收费维护 ATM 数量预测 (单位: 台)



资料来源: 中投证券研究所

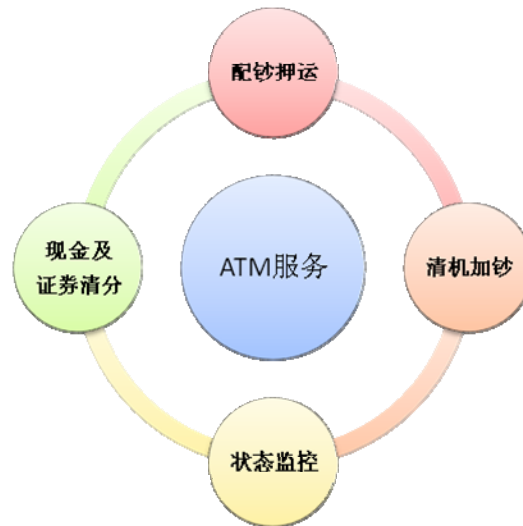
清机押运等高端金融服务: 该业务 2009 年推出, 今年上半年实现盈利, 目前已成为公司的战略重点。

在北美, 最初一些小银行从成本角度考虑, 尝试将清机押运等 ATM 业务外包, 随后大银行也加入其中: 如加拿大皇家银行将其全部 ATM 设备的日常运维和清机押运等业务全部外包给了 NCR。

2009 年六部委出台《关于金融支持服务外包产业发展的若干意见》，鼓励金融机构将非核心业务外包；2010 年新《保安服务管理条例》的实施，放宽了从事武装守护押运服务的保安服务公司的管理；这些政策为公司开展清机押运等高端金融服务提供了机遇。

公司目前该业务通过控股子公司广州穗通开展，主要针对离行式 ATM，服务的 ATM 超过 400 台，但是集中在广州本地，突破地域限制是该业务发展的关键，近期公司已经成功将广州模式复制到东莞，我们对公司管理层充满期待。

图 25: 广州穗通主要服务



资料来源：中投证券研究所

表 4: 广州穗通股权结构

股东	持股比例	优势资源领域
广电运通	51%	ATM 服务和运营
广州汇卓	29%	市场调研及咨询
广州东亚	12%	警用器械、报警器材、通讯及运输器材经营
广州穗保	8%	武装押运

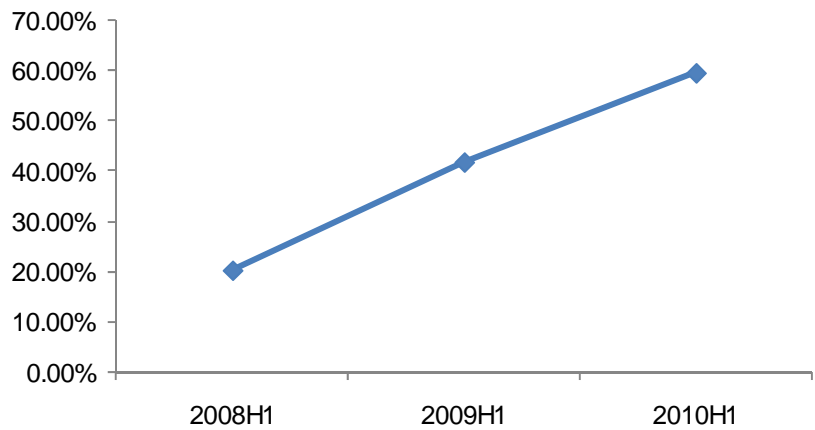
资料来源：中投证券研究所

3.3 ATM 服务有望成为公司的“护城河”

ATM 服务有望成为公司的“护城河”：该业务营业成本主要是人员工资及差旅费等，规模效应明显，近年来公司该业务毛利率提升趋势明显。同时随着服务网络的建成，资本支出将大幅减少，有利于提高公司整体的 ROE 水平。

我们认为，从更长的时间周期看，参照国际巨头 NCR 和 Diebold 的经验，公司 ATM 服务收入占比将不断提高，收入结构变化对公司估值的提升将起到积极作用。

图 26: ATM 服务业务毛利率¹⁰



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

四、AFC 业务, 泛金融领域的成功案例

4.1 AFC 业务 SWOT 分析

公司 AFC 收入来源于高铁和地铁¹¹, 我们认为, 总体而言, 公司 AFC 业务优势大于劣势, 机遇和挑战并存。

表 5: 公司 AFC 领域 SWOT 分析

优势:

AFC 与 ATM 部分技术有相似性, 技术优势明显
服务网点众多, 快速响应客户需求
拥有高铁 AFC 供应商资格资质的三家企业之一

机遇:

高铁 AFC 领域市场空间广阔
地铁 AFC 领域市场空间广阔
国家政策要求地铁设备的整体国产化率不低于 70%

劣势:

在 AFC 领域缺乏系统集成资质, 难以成为总包商

挑战:

中国铁道科学研究院进入高铁 AFC, 成为公司主要竞争对手
地铁 AFC 领域门槛较低, 地方政府保护主义较严重
项目结算周期长, 可能会影响公司经营现金流

资料来源: 中投证券研究所

4.2 高铁领域前景更明确

根据年初召开的全国铁路工作会议, 预计 2010 年到 2012 年全国新建高铁 9200 公里, 按照每公里总投资 1 亿元, AFC 投资占比千分之一保守估算, 未来 3 年高铁 AFC 市场约 9.2 亿元。

¹⁰ 2008H1 服务收入毛利率较低和当年服务人员增加较多有一定关系, 全部选择上半年进行比较是基于收入确认原则考虑

¹¹ 这里的地铁包括了轻轨

公司在高铁 AFC 主要竞争对手为铁科研和新北洋，目前公司 60% 市场份额 60%，我们认为，铁科研对于公司的威胁较大，公司市场份额可能下降，按照 50% 的份额计算，未来 3 年该部分可贡献订单 4.6 亿元。

4.3 地铁领域空间更广阔

目前，我国已获批准的地铁总里程达到了 1700 公里，总投资逾 6000 亿元，如果将运营的、在建的、已获批以及正筹建的项目汇总，今后我国 40 余座城市的轨道线路规模将超过 3400 公里，投资总额将超过 12000 亿。考虑到地铁车站较为密集，对于 AFC 设备需求更大，我们按照 AFC 投资占比千分之三保守估算，未来 5-10 年地铁 AFC 市场超过 36 亿。

在地铁 AFC 领域，公司主要竞争对手国内包括华虹、华铭、邮通和浙大网新等，国外包括欧姆龙，三星和 LG 等。目前公司市场份额约 20%，我们认为地铁领域竞争将进一步激化，公司市场份额可能下降，按照 10% 的份额估算未来 5-10 年该部分可贡献订单约 3.6 亿。

以国际 ATM 巨头 NCR 为例，目前 NCR 为医疗、旅游、零售和娱乐等领域提供各种服务终端，业务已突破了传统的金融领域。公司正在和中石化合作开发充值设备，目前已处于小规模试用阶段。我们认为，AFC 业务是公司在泛金融领域的成功案例，未来公司有望复制国际巨头的成长路径，向泛金融领域扩张以打开新的市场空间，

五、ATM 营运，进可攻退可守

ATM 营运是指 ATM 运营商和银行合作，为银行提供离行式 ATM 的选址、安装和日常运维，设备由运营商提供，其收入主要来源于跨行取款的手续费¹²。

世界最大的 ATM 运营商是美国的 Cardtronics，截止到 2009 年底，该公司已经营运 ATM 超过 3.34 万台，2009 年营业收入达到 4.93 亿美元。

对比 Cardtronics 和国内 ATM 营运龙头御银股份，我们发现国内每台 ATM 的营运收入要显著低于国外。究其原因，我们认为主要是国内 ATM 跨行取款手续费远低于国外，使得运营商单笔分成收入远低于国外同行。

表 6: 跨行取款费用对比

	中国	美国
持卡人支付给发卡行	0-4 元人民币	1 美元
持卡人支付给 ATM 安装行	无	1.5 美元
发卡行支付给 ATM 安装行	3 元人民币	0.5 美元
发卡行支付给银联/atm 网络	0.6 元人民币	0.1 美元

资料来源：中投证券研究所

从上表可以看出，在中国每笔跨行取款交易，ATM 安装行收入 3 元人民币¹³，在美国每笔跨行取款交易 ATM 安装行收入 2 美元。

¹² 目前占比在 90% 以上

¹³ 这 3 元由 ATM 运营商和合作银行按照约定比例分成

图 27: 单台 ATM 营运收入 (单位: 万元/年)

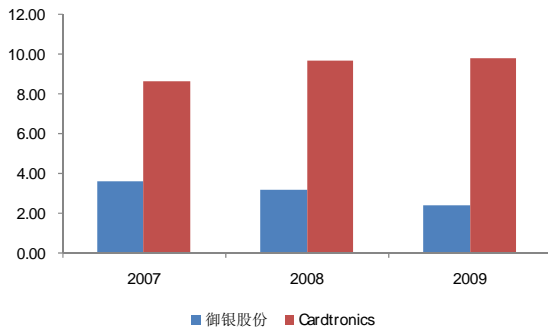
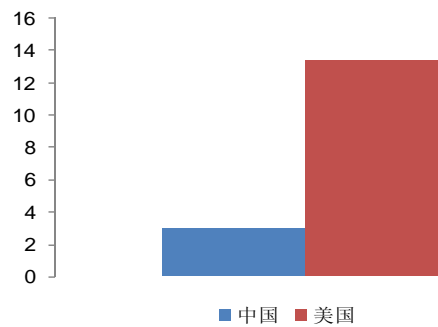


图 28: 跨行取款 ATM 安装行收入 (单位: 元/笔)



资料来源: 御银股份、Cardtronics 年报, 中投证券研究所, 汇率按照 1 美元=6.7 人民币

近期部分地区银行上调跨行取款手续费至 4 元上限是持卡人支付给发卡行的费用 (0-4 元之间), 暂时对 ATM 营运分成没有直接影响。我们认为, **ATM 营运业务发展的关键是跨行交易手续费提高, 并带动单笔交易营运分成收入增加**, 公司对于 ATM 营运持谨慎态度, 一方面布局于该领域, 一方面目前营运的项目以保底合同为主, 不盲目扩大营运规模。

大规模开展 ATM 营运需要在 ATM 上投入大量资本, 在相关政策环境明朗之前, 保持适度的轻资产运营不失为明智之举。花旗银行甚至对其 ATM 进行证券化处理, 把证券化后回笼的资金投资于更具成长性的业务上。我们认为, 公司提前布局该领域, 进可攻, 退可守。

六、估值与投资建议

6.1 盈利预测

关键建设:

ATM 设备及相关系统软件销售: 国内市场规模小幅增长, 公司市场份额每年提高 1%, 国际市场随着订单收入的确认, 2011 年增速开始提高; 随着自主机芯模块的使用, 毛利率略有提高;

ATM 服务收入: 随着进入收费维护期 ATM 数量增加, 维护服务收入增速保持在较高水平; 清机押运等高端金融服务由于基础较低, 将持续高增长; 随着服务网点建设完成, 规模效应使整体服务收入毛利率提高;

AFC 设备及相关系统软件销售: 受项目结算周期较长影响, 收入确认进度可能延迟, 2011 年增速开始提高; 竞争日趋激烈, 毛利率小幅下降;

ATM 营运收入: 2010 年受银行回购影响略有下降, 未来取决于公司战略, 毛利率保持在现有水平;

设备配件收入: 随着自主机芯模块的成熟, 收入增速略高于 ATM 整机, 毛利率保持在 2010 年上半年水平;

暂不考虑公司在 AFC 设备以外泛金融领域货币处理设备的销售收入。

表 7: 分业务收入与毛利预测 (单位: 万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
ATM 设备及相关系统软件收入	71,899	103,867	131,858	161,481	206,094	261,421
增长率	100.46%	44.46%	26.95%	22.47%	27.63%	26.85%
毛利率	46.58%	45.16%	42.25%	45.00%	45.00%	44.00%
毛利	33,491	46,906	55,710	72,667	92,742	115,025
ATM 服务收入	1,920	2,964	5,556	7,940	13,400	22,640
增长率	27.61%	54.43%	87.42%	42.92%	68.77%	68.96%
毛利率	51.27%	65.59%	61.79%	64.00%	66.00%	70.00%
毛利	984	1,944	3,433	5,082	8,844	15,848
AFC 设备及相关系统软件收入	717	7,697	4,630	6,018	9,028	13,993
增长率	50.47%	972.92%	-39.85%	30.00%	50.00%	55.00%
毛利率	37.76%	39.03%	35.29%	34.00%	33.00%	32.00%
毛利	271	3,004	1,634	2,046	2,979	4,478
ATM 营运收入	2,289	3,078	3,058	2,905	2,905	2,905
增长率	60.08%	34.47%	-0.63%	-5.00%	0.00%	0.00%
毛利率	61.52%	45.32%	34.99%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利	1,408	1,395	1,070	1,017	1,017	1,017
设备配件收入	1,265	2,392	3,773	5,094	6,774	8,942
增长率	26.93%	89.14%	57.71%	35.00%	33.00%	32.00%
毛利率	54.24%	51.80%	45.57%	60.00%	57.00%	55.00%
毛利	686	1,239	1,719	3,056	3,861	4,918
合计收入	78,090	119,998	148,874	183,439	238,201	309,901
增长率	0.938985	53.67%	24.06%	23.22%	29.85%	30.10%
毛利率	47.18%	45.41%	42.70%	45.72%	45.95%	45.59%
毛利	36,840	54,489	63,566	83,867	109,444	141,286

资料来源: 中投证券研究所

6.2 投资建议

我们预计公司 2010-2012 年收入分别为 18.34 亿, 23.82 亿和 30.99 亿, 增速分别为 23%、30%和 30%; 归属于母公司股东净利润分别为 5.10 亿, 6.94 亿和 9.03 亿, 增速分别为 31%、36%和 30%; EPS 分别为 1.49 元、2.03 元和 2.64 元。

公司未来三年归属于母公司净利润 CAGR 超过 30%, 按照 2011 年 30 倍的 PE, 未来 6-12 个月目标价 60 元, 给予公司强烈推荐的投资评级。

七、风险提示

如果宏观经济增速下滑或者非对称加息等调控措施使国内银行盈利能力下降，将影响其 ATM 投资进度；

AFC 领域竞争日趋激烈，公司的领先地位能否维持尚需观察，特别是铁科研可能威胁公司在高铁 AFC 领域的市场份额；

公司大客户依赖较为严重，如果失去某些核心客户的重要订单，可能会在短期内给股价造成波动。

表 8：2004-2009 年前五名客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比	年份	客户名称	销售金额	占比
2009	前 5 名客户			2006	前 5 名客户		
	1 中国农业银行	60,058	40%		1 中国农业银行	16,638	41%
	2 中国银行股份有限公司	23,016	15%		2 中国邮政储蓄	5,838	15%
	3 中国交通银行股份有限公司	11,482	8%		3 交通银行股份有限公司	3,935	10%
	4 IAC 公司 ¹⁴	8,337	6%		4 Eastern Asia Commercial Bank	3,485	9%
	5 广州地下铁道总公司	4,412	3%		5 广州无线电集团有限公司（注）	2,216	6%
	合计	107,305	72%		合计	32,112	80%
2008	前 5 名客户			2005	前 5 名客户		
	1 中国农业银行	34,579	29%		1 中国农业银行	8,952	38%
	2 中国银行股份有限公司	32,977	27%		2 中国银行股份有限公司	5,768	25%
	3 IAC 公司	9,469	8%		3 广州无线电集团有限公司	2,560	11%
	4 北京乐金系统集成有限公司	5,876	5%		4 中国邮政储蓄	1,161	5%
	5 交通银行股份有限公司	5,858	5%		5 深圳银通	784	3%
	合计	88,759	74%		合计	19,226	82%
2007	前 5 名客户			2004	前 5 名客户		
	1 中国农业银行	26,666	34%		1 中国农业银行	8,304	46%
	2 中国银行股份有限公司	16,633	21%		2 深圳银通	2,466	14%
	3 交通银行股份有限公司	6,242	8%		3 广州无线电集团有限公司	2,179	12%
	4 Eastern Asia Commercial Bank	3,490	4%		4 交通银行股份有限公司	1,482	8%
	5 中国邮政储蓄	3,153	4%		5 北京赛迪时代	471	3%
	合计	56,183	72%		合计	14,902	83%

资料来源：公司资料，中投证券研究所

¹⁴ IAC 公司即伊朗哈姆公司

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1941	2339	3102	4125	营业收入	1489	1834	2382	3099
现金	1086	1286	1738	2344	营业成本	853	996	1288	1686
应收账款	409	521	677	881	营业税金及附加	16	24	26	34
其它应收款	12	18	23	30	营业费用	164	202	238	294
预付账款	12	15	19	25	管理费用	121	147	179	217
存货	421	498	644	843	财务费用	-9	-11	-15	-22
其他	1	1	1	2	资产减值损失	5	2	0	0
非流动资产	277	363	425	464	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	286	332	360	营业利润	338	475	666	890
无形资产	14	18	23	28	营业外收入	85	87	93	99
其他	49	59	69	75	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2218	2702	3527	4589	利润总额	423	561	759	988
流动负债	533	641	771	928	所得税	36	50	64	84
短期借款	168	180	200	210	净利润	387	510	694	904
应付账款	127	199	258	337	少数股东损益	-1	1	1	1
其他	238	261	313	381	归属母公司净利润	388	510	694	903
非流动负债	10	13	13	14	EBITDA	352	494	691	916
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.13	1.49	2.03	2.64
其他	10	13	13	14					
负债合计	544	654	784	942	主要财务比率				
少数股东权益	14	15	15	16	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%	23.2%	29.9%	30.1%
留存收益	960	1333	2027	2930	营业利润	14.2%	40.3%	40.3%	33.5%
归属母公司股东权益	1661	2034	2727	3630	归属于母公司净利润	17.0%	31.4%	36.0%	30.2%
负债和股东权益	2218	2702	3527	4589	获利能力				
					毛利率	42.7%	45.7%	45.9%	45.6%
					净利率	26.1%	27.8%	29.1%	29.1%
					ROE	23.4%	25.1%	25.4%	24.9%
					ROIC	39.9%	44.7%	49.4%	52.5%
					偿债能力				
					资产负债率	24.5%	24.2%	22.2%	20.5%
					净负债比率	30.85	27.54%	25.50	22.29%
					流动比率	3.64	3.65	4.02	4.44
					速动比率	2.85	2.87	3.19	3.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.69	0.75	0.76	0.76
					应收账款周转率	3.87	3.86	3.90	3.90
					应付账款周转率	5.89	6.10	5.64	5.67
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.13	1.49	2.03	2.64
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	1.26	1.51	1.93
					每股净资产(最新摊薄)	4.85	5.94	7.97	10.61
					估值比率				
					P/E	36.15	27.51	20.22	15.53
					P/B	8.44	6.90	5.14	3.86
					EV/EBITDA	37	27	19	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

王鹏, 中投证券研究所副所长。

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 2 年金融行业工作经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434