

小试牛刀，初露锋芒

广电运通 2010 年年报点评

报告关键点:

- 2010年业绩符合预期
- 自主机芯的推广使用显著提升毛利率
- 海外市场合同金额增长翻番

报告摘要:

- 2010年业绩符合预期。**2010年公司实现收入17.24亿元，净利润4.63亿元，同比分别增长15.82%和26.58%，每股收益1.36元，符合我们的预期。
- 自主机芯提升产品毛利率。**公司的净利润增速高于收入源于主要产品ATM机的毛利率同比上升17.3%，而毛利率的大幅上升则要归功于核心技术的推广使用。2010年公司的出钞机芯已在股份制银行、农信社及地方商业银行等大批量使用，并逐步向主流银行渗透；循环机芯也在上述银行取得批量订单。据我们估算，使用自主机芯的ATM机的毛利率较外购机芯至少高10-15个百分点。因此，未来随着使用自主机芯的ATM机销售占比上升，毛利率水平仍有较大提升空间。
- 客户结构趋向稳健。**2010年，公司来自前5名客户的销售收入占公司总营业收入的61.80%，相比2008年的73.97%、2009年的72.08%，呈现逐年下降的趋势。公司逐渐改变了对单一客户过分依赖的局面，以中行、农行和交行等大型国有控股银行为主，以农信市场、邮政储蓄、股份制银行等为有力补充的客户结构日趋稳健。
- 海外市场合同金额增长翻番。**在ATM市场上，公司与45个国家（地区）的51个客户签订了合同，海外市场合同额同比大幅增长。其中，以自主循环机芯技术获得土耳其Ziraat银行2亿元一体机大订单，一举创下公司海外订单的历史纪录。在轨道交通市场上，公司则成功将产品销售至台湾地区，先后参与泰国、印度等国地铁项目投标，海外市场取得重大突破。
- 大客户有望取得突破。**在公司2011年的经营计划中，国内关键客户的攻克被列为重要一项，包括工行的进入、建行的大批量采购等。据我们了解，公司的ATM机已经在建行小批量销售，工行则一直未进入。我们认为，日本大地震对日系ATM厂商造成了一定影响，为公司产品进入工行创造了机遇。加之随着公司核心技术的推广应用，客户认可度不断提升。如果公司的ATM机成功进入工行与建行，其采购规模将不低于公司的两大传统客户中行与农行。
- 盈利预测与投资建议：**自主机芯核心技术使公司占据了行业制高点，随着自主机芯ATM机的推广，公司业绩将呈现加速增长的态势。预计公司2011、2012年EPS分别为1.90、2.68元，对应2011年动态PE仅为22.6倍，价值被严重低估。我们维持公司“买入-A”的投资评级。目标价66.5元。
- 风险提示：**自主机芯一体机推广不及预期的风险；海外市场竞争加剧的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,488.7	1,724.2	2,189.7	2,805.1	3,515.3
Growth(%)	24.1%	15.8%	27.0%	28.1%	25.3%
净利润	387.3	475.70	658.09	927.32	1,337.50
Growth(%)	17.0%	22.48%	37.12%	40.91%	44.23%
毛利率(%)	42.7%	49.25%	54.02%	58.77%	63.73%
净利润率(%)	26.1%	27.6%	29.8%	32.7%	37.7%
每股收益(元)	1.13	1.39	1.90	2.68	3.87
每股净资产(元)	4.90	5.92	7.42	9.59	12.73
市盈率	37.8	30.9	22.5	16.0	11.1
市净率	8.8	7.2	5.8	4.5	3.4
净资产收益率(%)	23.1%	23.5%	25.9%	28.3%	30.7%
ROIC(%)	68.1%	54.1%	49.2%	83.3%	98.2%
EV/EBITDA	39.7	29.4	19.5	13.1	8.4
股息收益率	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

66.50 元

期限: 6个月 上次预测: 66.50元

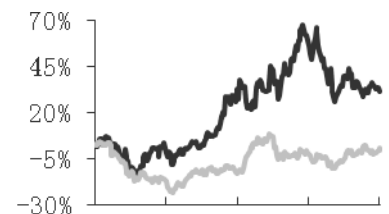
现价(2011年03月25日): 42.92元

报告日期:

2011-03-28

总市值(百万元)	14,684.72
流通市值(百万元)	14,035.33
总股本(百万股)	342.14
流通股本(百万股)	327.01
12个月最低/最高	27.20/55.01元
十大流通股东(%)	69.45%
股东户数	8,405

12个月股价表现



03/1006/1009/1012/1003/11

— 广电运通 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(6.90)	(17.96)	31.05
绝对收益	(3.87)	(11.68)	31.64

侯利

021-68763972
执业证书编号

高级行业分析师

houli@essence.com.cn
S1450511020031

报告联系人

胡又文

021-68766271

huyw@essence.com.cn

前期研究成果

广电运通: ATM “中国芯”

2010-12-27

广电运通: 短期竞争压力加大, 长期稳健增长无忧

2009-08-24

广电运通: 业绩符合预期, 稳定增长无忧

2009-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

		单位					百万元	模型更新时间		2011/03/25		
财务报表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表		2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业收入	1,488.7	1,724.2	2,189.7	2,805.1	3,515.3	营业收入增长率	24.1%	15.8%	27.0%	28.1%	25.3%	
减: 营业成本	853.1	875.0	1,006.9	1,156.6	1,275.0	营业利润增长率	14.2%	34.1%	45.9%	45.2%	47.4%	
营业税费	16.0	23.3	26.3	33.7	42.2	净利润增长率	17.0%	22.48%	37.12%	40.91%	44.23%	
销售费用	163.8	212.4	291.2	389.9	460.5	EBITDA 增长率	15.8%	36.0%	42.5%	43.0%	46.2%	
管理费用	121.5	154.2	212.4	283.3	351.5	EBIT 增长率	14.8%	37.0%	43.8%	44.4%	47.4%	
财务费用	-8.7	-2.0	-12.3	-22.7	-34.0	NOPLAT 增长率	17.3%	24.9%	36.5%	40.2%	44.1%	
资产减值损失	4.6	7.5	3.0	3.0	3.0	投资资本增长率	57.1%	50.3%	-17.3%	22.3%	18.6%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	24.6%	21.0%	25.3%	29.3%	32.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	338.4	453.8	662.2	961.4	1,417.1	利润率						
加: 营业外净收支	84.6	71.7	69.0	69.0	69.0	毛利率	42.7%	49.25%	54.02%	58.77%	63.73%	
利润总额	423.0	525.6	731.2	1,030.4	1,486.1	营业利润率	22.7%	26.3%	30.2%	34.3%	40.3%	
减: 所得税	35.7	49.9	73.1	103.0	148.6	净利润率	26.1%	27.6%	29.8%	32.7%	37.7%	
净利润	387.3	475.70	658.09	927.32	1,337.50	EBITDA/营业收入	23.5%	27.6%	31.0%	34.6%	40.4%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	22.1%	26.2%	29.7%	33.5%	39.3%	
货币资金	1,086.0	999.0	1,783.2	2,322.0	3,187.7	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	45	54	51	41	35	
应收账款	421.0	999.7	582.7	707.9	838.9	流动营业资本周转天数	117	167	142	108	109	
应收票据	0.7	-	-	-	-	流动资产周转天数	460	455	429	409	423	
预付帐款	12.5	23.3	31.3	31.3	31.3	应收帐款周转天数	93	147	129	81	77	
存货	421.0	399.1	413.8	538.7	628.8	存货周转天数	113	86	67	61	60	
其他流动资产	-0.0	-0.0	-15.8	-15.8	-15.8	总资产周转天数	519	521	488	459	465	
可供出售金融资产	-	15.8	-	-	-	投资资本周转天数	173	229	198	155	149	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	23.1%	23.5%	25.9%	28.3%	30.7%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.5%	17.1%	20.8%	23.3%	26.3%	
固定资产	214.2	301.5	314.5	331.7	346.5	ROIC	68.1%	54.1%	49.2%	83.3%	98.2%	
在建工程	38.2	0.6	10.1	12.0	12.4	费用率						
无形资产	13.7	14.7	13.2	11.9	10.7	销售费用率	11.0%	12.3%	13.3%	13.9%	13.1%	
其他非流动资产	11.0	20.3	31.4	41.5	51.6	管理费用率	8.2%	8.9%	9.7%	10.1%	10.0%	
资产总额	2,218.4	2,773.9	3,164.4	3,981.2	5,092.1	财务费用率	-0.6%	-0.1%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	
短期债务	167.6	166.7	157.8	146.2	130.2	三费/营业收入	18.6%	21.1%	22.4%	23.2%	22.1%	
应付帐款	149.7	274.2	134.9	202.2	240.0	偿债能力						
应付票据	56.7	48.4	74.5	91.9	108.3	资产负债率	24.5%	27.0%	19.8%	17.6%	14.5%	
其他流动负债	159.1	241.9	241.9	241.9	241.9	负债权益比	32.4%	36.9%	24.6%	21.3%	16.9%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.64	3.31	4.59	5.25	6.48	
其他非流动负债	10.4	16.6	16.6	16.6	16.6	速动比率	2.85	2.77	3.91	4.46	5.61	
负债总额	543.5	747.8	625.6	698.7	736.9	利息保障倍数	-37.91	-225.72	-52.98	-41.29	-40.68	
少数股东权益	14.0	18.3	24.9	34.2	47.6	分红指标						
股本	342.1	342.1	342.1	342.1	342.1	DPS(元)	0.17	0.40	0.38	0.54	0.77	
留存收益	1,318.9	1,666.3	2,171.7	2,906.2	3,965.5	分红比率	14.7%	28.8%	20.0%	20.0%	20.0%	
股东权益	1,674.9	2,026.2	2,538.8	3,282.5	4,355.2	股息收益率	0.4%	0.9%	0.9%	1.3%	1.8%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	387.3	475.7	658.1	927.3	1,337.5	EPS(元)	1.13	1.39	1.90	2.68	3.87	
加: 折旧和摊销	21.8	25.4	28.9	32.3	36.0	BVPS(元)	4.90	5.92	7.42	9.59	12.73	
资产减值准备	4.6	7.5	3.0	3.0	3.0	PE(X)	37.8	30.9	22.5	16.0	11.1	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.8	7.2	5.8	4.5	3.4	
财务费用	5.1	0.7	5.1	-12.3	-22.7	P/FCF	-	432.7	16.9	22.1	13.8	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.9	8.5	6.7	5.2	4.2	
少数股东损益	-0.7	0.6	6.6	9.3	13.4	EV/EBITDA	39.7	29.4	19.5	13.1	8.4	
营运资金的变动	-145.9	-300.0	275.1	-177.8	-179.4	CAGR(%)	33.8%	41.1%	37.1%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	254.8	118.9	959.4	771.3	1,176.5	PEG	1.1	0.8	0.6	-0.2	-0.1	
投资活动产生现金流量	-85.0	-67.7	-34.2	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	7.0	5.6	5.0	8.6	10.1	
融资活动产生现金流量	-58.0	-133.3	-142.7	-172.5	-246.9	REP	2.3	1.9	2.4	1.1	0.8	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

分析师声明

侯利声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034