

ATM 景气延续，广电运通蓄势待发

报告要点

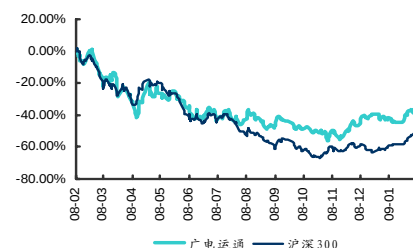
- 十年磨一剑，技术打造实力，品牌赢取市场，广电运通已成为国内最大、全球全八的 ATM 企业。同时，在 ATM 行业景气持续攀升的背景下，广电运通产品已进入农、中、建、交、邮储、招商等国有和城市商业银行，并已逐步颠覆国际厂商在中国 ATM 行业的垄断地位，07 年市场占有率 21%，已位居第二。
- 对比国际 ATM 发展历程，中国银行业当前所面临的竞争加剧、个人零售业务和银行卡发卡量的快速成长往往会助推 ATM 的高速成长。同时，中国 ATM 布局与发达国家差距甚远，进一步说明中国 ATM 未来发展潜力依然较大，07 年 ATM 需求的加速增长已表明银行对 ATM 布局力度的加大，从建行公布的 09 年固定资产投资计划来看，其增速达 39%，依然维持强劲增长势头。
- 在 ATM 行业景气攀升的背景下，与国际厂商相比，公司具备服务渠道和成本优势，与国内厂商相比，其技术、规模和品牌高出一筹。在 ATM 竞争格局保持稳定的基础上，我们认为广电运通市场份额有望继续提升，ATM 业务仍将保持快速增长。而工行或建行的突破使其业绩有望超出我们预期。
- 在立足 ATM 基础上，公司实施同心多元化战略，目前已涉足 AFC、ATM 合作运营和设备维护业务。中国未来几年轨道投资的加大使 AFC 业务面临较好的发展机遇。而银行 ATM 维护向外包趋势转型的背景下，公司凭借其全国的服务网络，有望得到较快发展，未来可能成为公司新的利润增长点。
- 我们预计公司 2008、2009、2010 年 EPS 分别为 1.17、1.50、1.94 元，合理股价为 35-40 元，建议买入，给予“推荐”评级。

当前股价: 29.75
 信息技术行业评级 看好

公司基本数据 2009. 2. 19

总股本(万股)	28512
流通 A 股/B 股(万股)	12402/0
资产负债率	18.92%
每股净资产(元)	4.22
市盈率(当前)	31
市净率(当前)	7.05
12 个月内最高/最低价	50.15/20.70

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师:
 马先文 陈志坚 何之渊
 027-65799506
 maxw@cjsc.com.cn

联系人:
 杨靖凤
 (8621) 63217917
 yangjf@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	781	1192	1492	1929
增长率(%)	93.9%	52.6%	25.2%	29.3%
归属母公司所有者净利润(百万元)	231.6	332.4	426.4	554.2
增长率(%)	156.9%	43.5%	28.3%	30.0%
每股收益(元)	1.62	1.17	1.50	1.94
净资产收益率(%)	22.5%	25.4%	25.5%	25.9%
每股经营现金流(元)	1.70	0.67	1.39	1.81

正文目录

发展迅猛的 ATM 领头羊	4
ATM—抗周期、高成长的朝阳行业	5
欧美 ATM 发展历程	5
中国 ATM 产业—布局落后，蓄势待发	6
广电运通—立足 ATM，迈向同心多元化	9
ATM—竞争优势明显，高速增长仍将延续	9
AFC—受益轨道投资加快，长期前景明朗	12
ATM 合作运营—布局放缓，谨慎对待	13
风险分析	14
盈利预测与估值	14

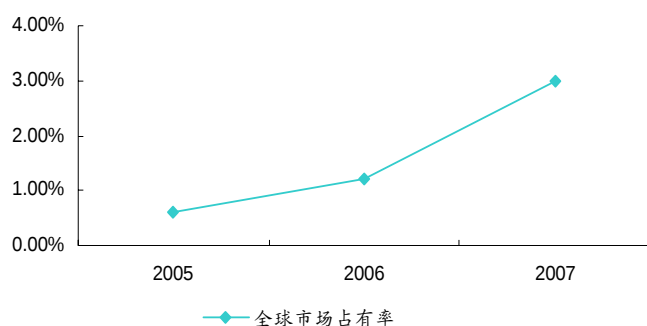
图表目录

图 1: 广电运通全球市场占有率	4
图 2: 广电运通国内市场占有率	4
图 3: 2007 年国内 ATM 市场各厂商份额	4
图 4: 广电运通历年收入（万元）	5
图 5: 广电运通历年利润（万元）	5
图 6: 不同国家每百万人口人均 ATM 拥有量（中国按一线发达城市计算）	6
图 7: 银行每笔交易业务成本比较	6
图 8: 中国历年累计发卡量（亿张）	7
图 9: 中国每台 ATM 机支持卡数量	7
图 10: 中国 ATM 历年销售量	7
图 11: 工商银行营业网点数	8
图 12: 工商银行 ATM 保有量（台）	9
图 13: 工商银行自助服务中心数量	9
图 14: 广电运通各业务收入占比（08 年中报数据）	9
图 15: 广电运通各业务营业利润占比（08 年中报数据）	9
图 16: 广电运通 ATM 历年收入	10
图 17: 广电运通与 NCR、Diebold 毛利率比较	10
图 18: 广电运通历年海外业务收入占比	12
图 19: 2006-2011 年全球各地区 ATM 保有量增长率	12
图 20: 广电运通 AFC 收入	13
图 21: 中国地铁里程数（公里）	13
图 22: ATM 合作运营数量	13
图 23: 自主开发软件占整个 ATM 收入比重	14
 表 1: 欧美 ATM 发展历程	 5
表 2: 广电运通客户收入构成（07 年年报数据）	11
表 3: 广电运通 AFC 项目合同	12
表 4: 各业务收入假设	15

发展迅猛的 ATM 领头羊

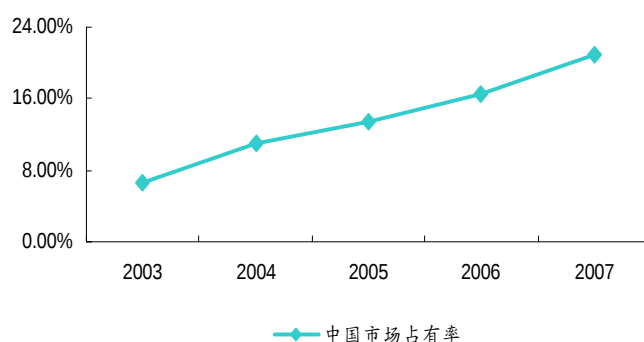
广电运通是国内 ATM 龙头企业，在国际市场中亦占一席之地。历经十多年的发展，作为自主民族 ATM 品牌，其产品安全性、稳定性等多项指标已达到与国际厂商 NCR、Diebold、Wincor Nixdorf 同等水平。在银行 ATM 国产化趋势的背景下，广电运通产品已广泛被农行、中行、建行、交行、招行等大中型银行采纳使用，从而改写了国内 ATM 完全依赖进口的尴尬局面，且这种替代效应愈发明显，这一点可从广电运通国内市场占有率的逐年提升中得到验证。07 年，广电运通市场占有率已超过 20%，仅次于迪堡位居第二，充分说明公司产品已得到广泛认同。与国内厂商相比，公司具备明显的规模和品牌优势，而与国际厂商相比，公司成本优势十分明显。

图 1: 广电运通全球市场占有率



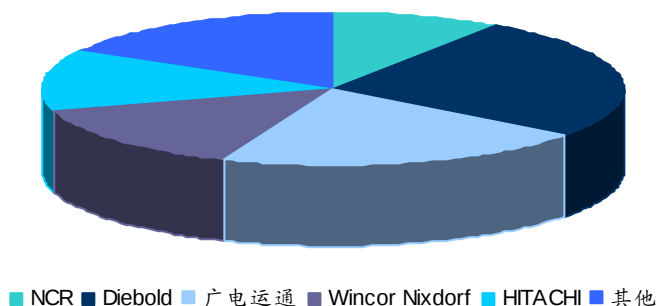
资料来源：长江证券研究所

图 2: 广电运通国内市场占有率



资料来源：长江证券研究所

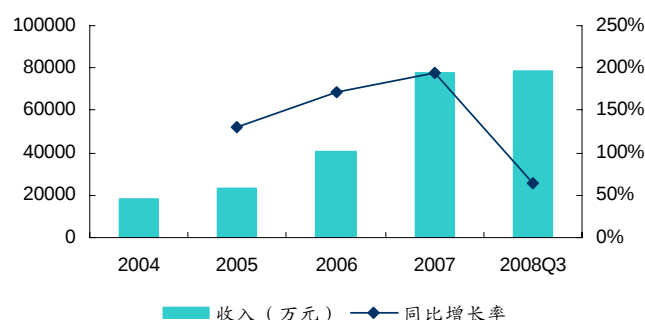
图 3: 2007 年国内 ATM 市场各厂商份额



资料来源：IDC, 长江证券研究部

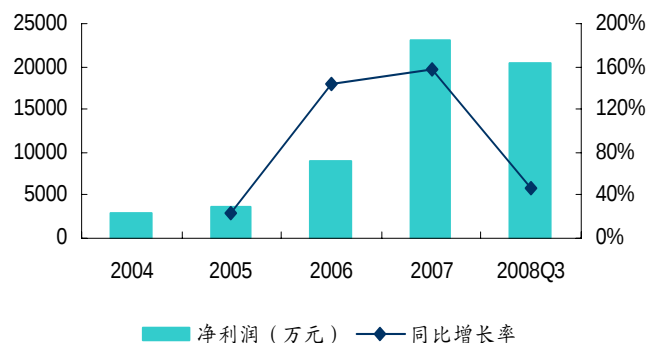
在公司品牌和市场份额不断提升的背景下，广电运通收入和净利润亦保持了快速增长势头，三年收入和净利润复合增长率分别为 64% 和 97%，一方面反映了公司在行业内的竞争地位逐步得到加强，另一方面，ATM 需求依然保持旺盛是其业绩增长的关键所在。

图 4：广电运通历年收入（万元）



资料来源：长江证券研究所

图 5：广电运通历年利润（万元）



资料来源：长江证券研究所

ATM—抗周期、高成长的朝阳行业

欧美 ATM 发展历程

ATM 与银行业的发展密切相关，作为提升银行信息化和减轻柜员压力的重要手段，ATM 对于提升银行品牌形象和吸引客户尤为重要。从国外银行业的发展历程来看，ATM 经过了导入、成长和成熟期三个阶段。其发展的动力来自三个方面：一是银行的竞争和个人零售业务的发展迫使银行通过 ATM 减轻柜面压力和吸引客户。二是 ATM 给客户带来的便利性需得以解决（如建立 ATM 网络实行跨行存取款、转账）。三是银行卡的普及给 ATM 的投放带来的强制性需求，同时，ATM 收费机制（银行投放 ATM 可实现盈利）和产业链的完善（非银行 ATM 出机机构和 ATM 运营商）也在一定程度上加快了 ATM 的投放速度。

表 1：欧美 ATM 发展历程

时间	特点
60-70 年代中期（导入期）	银行主要以存贷业务为主，市场竞争不激烈，ATM 主要布置于本行网点内，功能简单，仅具备存款、转账，方便性受到限制。
70 年代中期-80 年代中期（成长期）	银行业务向多元化延伸，市场竞争加剧，银行个人零售业务得到迅猛发展，银行卡发卡量处于高速增长。同时，ATM 区域性网络形成，但收费机制和非银行出机机构尚未建立。
80 年代中期后（成熟期）	银行业务较为平稳，但市场竞争仍较激烈，同时全国性的 ATM 网络、ATM 收费机制、非银行出机机构建立，ATM 数量、交易量、交易额均高速增长。ATM 专业化分工更加细致，产业链（银行、非银行出机机构、ATM 生产商、ATM 运营商、ATM 维护商）更加完善

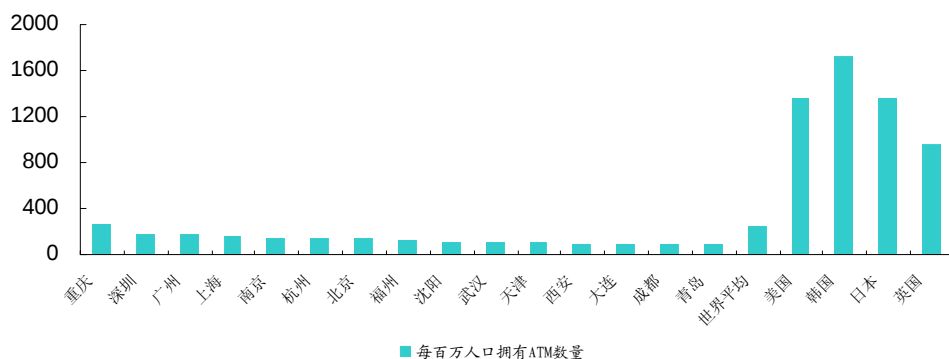
资料来源：长江证券研究部

中国 ATM 产业—布局落后，蓄势待发

我国 ATM 发展起步较晚，虽经十多年的发展，但总体投放水平仍然较低，我们认为，中国 ATM 产业仍然处于成长期，未来 5 年仍能维持快速增长，关于此论断，我们可从国际比较、我国银行业务的发展等因素中得到佐证。

与欧美发达国家相比，我国人均 ATM 拥有量仍处于较低水平，剔除农村人口，我们以较发达城市每百万人口人均拥有量（下文用 S 代替）做比较指标，从中可以看出，中国较发达城市 S 为 130 台左右，与美国、日本等发达国家 1000 多台相比相差甚远，且远低于世界 240 台的平均水平，如果算上二三线城市，差距更大。一方面说明中国 ATM 投放落后已是不争事实，同时也意味着中国 ATM 产业仍然有较大的增长空间。

图 6：不同国家每百万人口人均 ATM 拥有量（中国按一线发达城市计算）

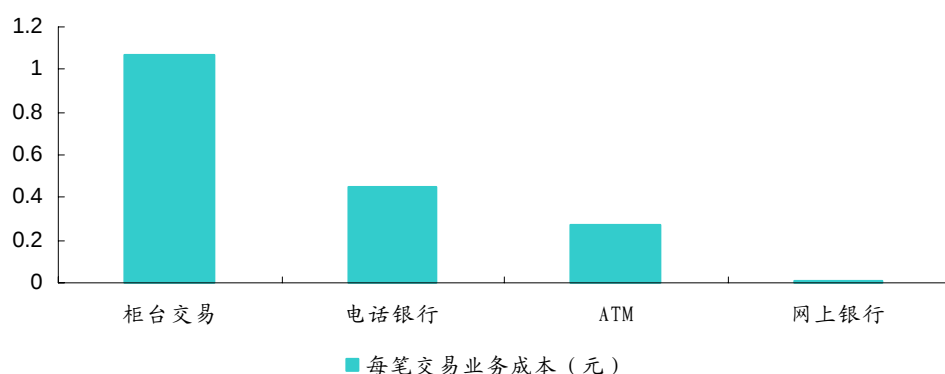


资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

从我国银行业发展来看，中国银行业已由相对垄断时期进入全面竞争时代，各大银行面临成本压力，同时，个人零售业务发展如火如荼，尤其是银行卡发展速度迅猛，在此背景下，我们认为，国内各大银行对 ATM 的投放力度将加大，可从以下几个方面进行分析：

一方面，银行需通过 ATM 分流柜台人员工作压力，这一点可从各大银行一线城市营业网点客户的“排队现象”中得到佐证。从投放 ATM 的效益来看，跨行收费机制的建立使 ATM 投放变得有利可图，同时，通过 ATM 实现日常的存取款及转帐等业务，银行可以大幅降低业务成本，提升银行服务效率。通过比较银行每笔业务交易业务的成本，我们发现，柜台方式成本为 1.07 元，电话银行 0.45 元，ATM 0.27 元，网上银行仅为 0.01 元，但网上银行无法实现日常的现金业务。从各种交易方式比较看，ATM 方式性价比优势明显。

图 7：银行每笔交易业务成本比较



资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

另一方面，银行发卡量正处于快速扩张中，银行必然需投放 ATM 机提高客户用卡的便利性，目前中国每台 ATM 机支持的卡数量在 10000 张以上，远远高于国际 4000 张的标准配置水平。同时我们注意到，中国历年每台 ATM 机支持卡数量也呈现出增长趋势，表明中国 ATM 机不但超负荷运行，且已滞后于银行卡的发展，日常生活中 ATM 机“排队现象”也证实了我们的观点。以上几点均表明中国 ATM 的投放已滞后于银行业务的快速发展，同时出于成本和竞争因素的考虑，我们认为银行将加大 ATM 投放力度。

图 8：中国历年累计发卡量（亿张）

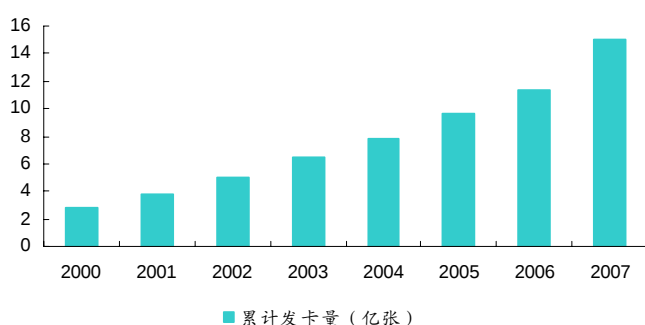
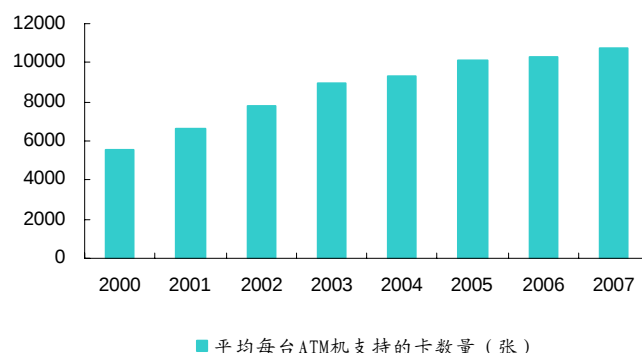


图 9：中国每台 ATM 机支持卡数量

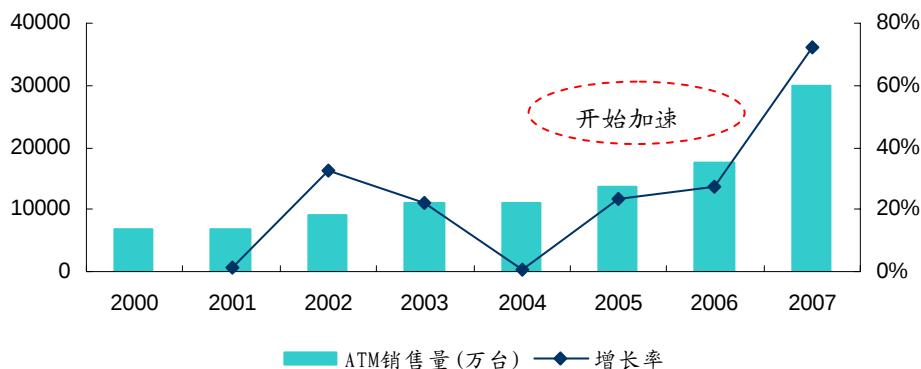


资料来源：中国银联，长江证券研究所

资料来源：ATM 在线，长江证券研究所

事实上，中国 ATM 产业 04 年之前增速较慢，但从 05 年开始，银行加大了 ATM 的投放力度，尤其在 07 年，国内 ATM 销量增速超过 70%，这已说明银行已经开始加大 ATM 投放力度，未来几年仍将能维持快速增长。

图 10：中国 ATM 历年销售量

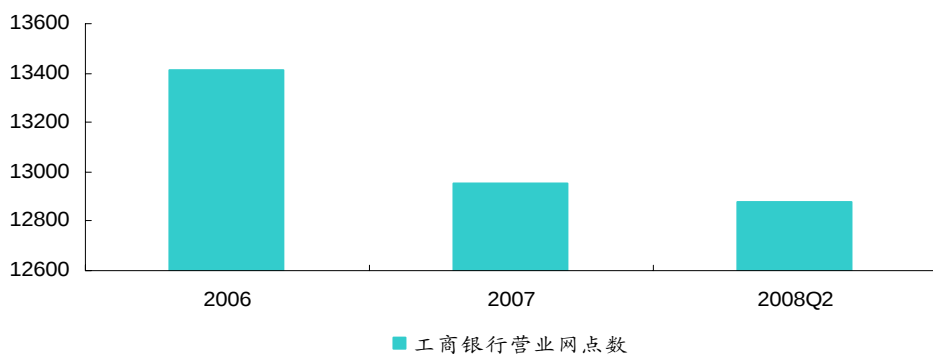


资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

目前，市场对 ATM 行业担忧主要有两点，一是金融危机给银行业带来的负面影响，从而会影响银行对 ATM 的投放力度。二是银行网点经过前期高速增长后，未来网点布局速度减缓将影响其 ATM 投放力度。对于第一点，我们认为，中国银行业受此次金融危机影响有限，而 ATM 投资占整个银行业资本开支比重较小，2007 年数据显示不到 1%，银行为压缩开支减缓 ATM 投放力度可能性不大。而从长远来看，ATM 对提升银行竞争力、降低业务成本、提升银行竞争力至关重要，而中国银行业自助服务水平的落后也将促使银行加大 ATM 投资力度。同时，从银行资本开支看，目前尚未看到银行压缩 09 年资本开支的迹象，建行近期公司的 2009 年固定资产支出预算议案中，总支出为 230 亿元，主要安排于能够提升长期盈利能力和核心竞争力的营业网点建设、电子渠道建设、IT 设备和科技项目、生产性基础设施及办公设施等方面。而 2007、2008 年公告的预算分别是 130、165 亿元，同比增长分别为 27%、39%，这进一步佐证了国内银行业 09 年大幅压缩资本开支的可能性不大。

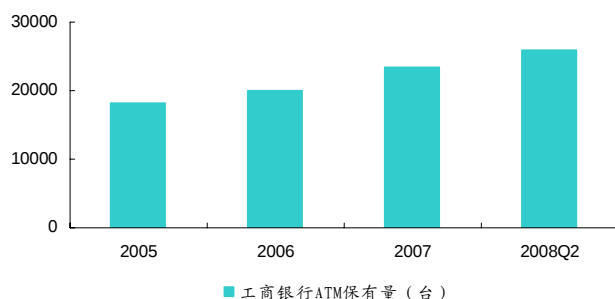
至于市场的第二点担忧，我们认为，银行网点扩张速度的减缓并不意味着 ATM 布局速度的减慢，根据我们搜集到的数据，从 06 年开始，工行营业网点数量并未增加，但其 ATM 采购量仍保持快速增长。我们认为其主要原因是，银行加大了原营业网点 ATM 投放数量来分流柜员工作压力和提升其自助服务水平，同时，自助服务中心的快速扩张、离行式 ATM 的布局（主要在酒店、机场、商场等公共场所）也大大增加了 ATM 需求，而这几个因素对 ATM 需求的刺激作用在未来几年仍将延续。此外，我们计算得出工行每个营业点（包括网点和自助银行）的 ATM 仅为 1.4 台，显然无法满足持卡人的自动存取款需要，同时亦说明整中国银行业 ATM 布放远远不足。基于此，我们认为，网点数量扩张的减缓并未影响 ATM 未来的成长速度。

图 11: 工商银行营业网点数



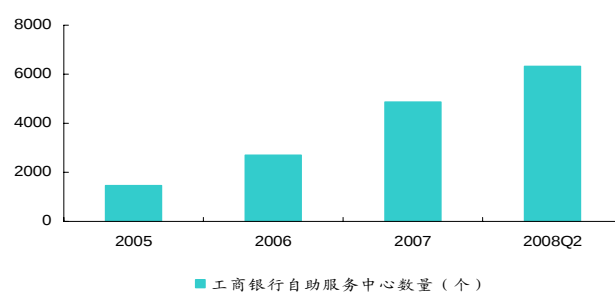
资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

图 12：工商银行 ATM 保有量（台）



资料来源：工商银行公告，长江证券研究所

图 13：工商银行自助服务中心数量



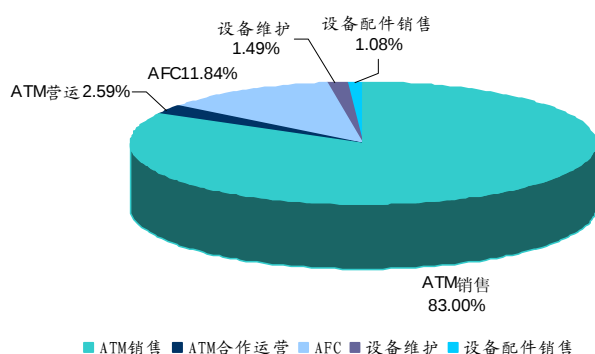
资料来源：工商银行公告，长江证券研究所

综合以上几点，我们可判断中国 ATM 产业仍处于成长阶段，按照发达国家 6-10 年成长期来计算，中国 ATM 产业未来 5 年复合增长率仍然能保持 20% 以上。

广电运通—立足 ATM，迈向同心多元化

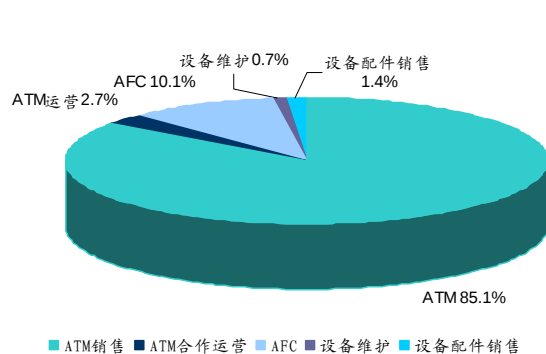
广电运通主营业务包括 ATM 和 AFC（城市轨道交通售检票设备）产品销售、ATM 营运业务及设备维护，从公司发展战略来看，未来公司仍然以 ATM 为主导，同时向 AFC、ATM 营运、ATM 设备维护及 ATM 加钞、清算等相关业务拓展，实施同心多元化策略。从目前收入结构来看，ATM 仍然是其收入和利润的主要来源，因此未来 ATM 行业的发展对其至关重要。

图 14：广电运通各业务收入占比（08 年中报数据）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15：广电运通各业务营业利润占比（08 年中报数据）



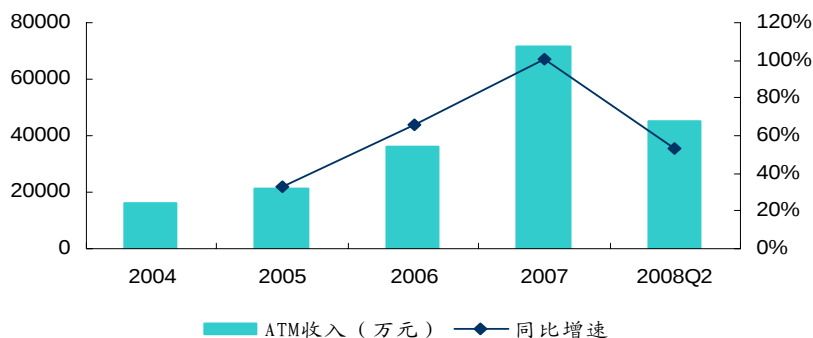
资料来源：公司公告，长江证券研究所

ATM—竞争优势明显，高速增长仍将延续

由于银行对 ATM 的安全性、稳定性、品牌有着十分严格的要求，这就决定了 ATM 是典型的在位优势十分明显的行业，即便这样，公司经过十多年的发展，凭借其自身的技术积累和市

场推广，其产品已得到市场认可，并已逐步取代 NCR、Diebold、Wincor Nixdorf 等国际品牌，目前已进入农、中、建、交、招商等几大国有商业银行和股份制银行，其中在农行和中行市场份额超过 50%，整体市场占有率 07 年已位居第二，08 年有望排名第一。事实上，公司 ATM 收入在其市场占有率逐步提升的背景下也保持了高速增长趋势。

图 16：广电运通 ATM 历年收入



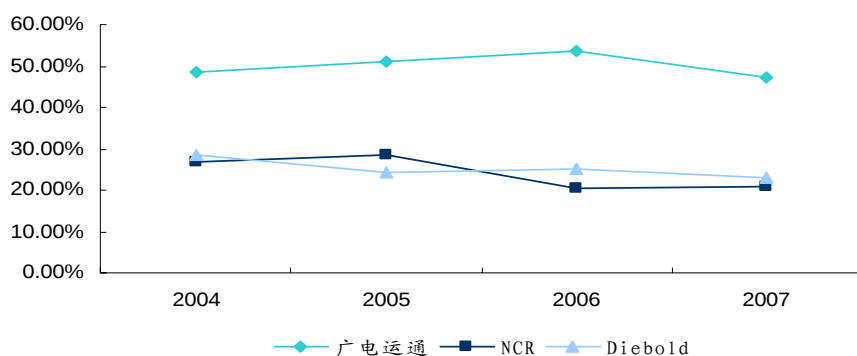
资料来源：金融电子信息网，长江证券研究部

在经过前几年的高速增长后，ATM 业务未来几年能否保持快速增长想必是投资者十分关注的问题。我们认为，公司 ATM 业务能否保持高速增长与 ATM 行业的成长性、行业政策、公司的竞争力及行业竞争格局、公司客户群密切相关。解决以上疑问，也就基本上回答了其成长性问题。

从 ATM 行业成长性看，我们在第二章节已从国际比较（包括每百万人口 ATM 拥有量、每台 ATM 支持银行卡数量）、国内 ATM 增长因素（自助银行、银行竞争加剧、分流柜台压力、ATM 成本）、银行开支计划等几个方面对其进行了论证，在 ATM 行业保持快速成长的背景下，国家政策也给予国产 ATM 设备大力扶持，在此次电子信息产业振兴规划初稿中，已明确提出积极推动具有自主知识产权金融 ATM 机设备在国内市场的应用，而此措施在已往政策中并未提及，我们认为，此次对国产 ATM 的扶持政策虽然未下发具体措施，但此信号仍对国产 ATM 企业的发展不失为一针强心剂，值得注意的是，未来几年，农行、邮储、农信社和城市商业银行的改制上市将会触发其加大 ATM 的采购力度，ATM 需求超预期的可能性较大。

从公司竞争力来看，与国际厂商相比，公司产品在性能上与其不相上下，但在成本和售后服务上具备明显的优势，这也是公司产品逐步替代进口产品的主要原因。广电运通在全国各大城市已建立自己的销售和服务团队，与 NCR、Diebold、Wincor Nixdorf 等国际厂商在中国以代理为主的销售方式相比，其服务优势尤为突出。同时，从毛利率的对比来看，公司成本优势也较为突出。

图 17：广电运通与 NCR、Diebold 毛利率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

与国内厂商相比，广电运通具备明显的技术、规模和品牌优势，公司目前在技术上已基本实现所有模块功能。尤其是在单张存钞、出钞、多张存钞及循环核心模块取得突破，目前单张存钞、出钞和多张存钞模块已在销往国外和国内中小银行 ATM 机中应用，一旦时机成熟，有望在国内大中型银行中普遍推广，公司此类技术中已遥遥领先国内其他厂商。事实上，广电运通是国产品牌中唯一一家进入大型银行，且其产品被大批量采购的厂商，其规模和品牌优势十分明显，07 年市场份额达 21%，而国产第二名厂商御银股份占比不到 5%，其规模差异可见一斑。此外，我们从行业竞争格局看，ATM 行业目前处于相对垄断的格局，且新进入者要进入银行批量采购需经过入围、试用等阶段，中间耗时 4 年以上，故未来几年我们认为 ATM 行业竞争格局仍然较为稳定，广电运通的龙头地位不将收到威胁。

在 ATM 行业成长较为明确，公司竞争优势明显和行业竞争格局较为稳定的背景下，公司客户群发展对其仍然十分重要。理论上讲，国有商业银行、股份制银行和城商银行均是其潜在客户，从目前收入构成来看，农、中、交、建行以及邮储是公司的主要客户，其中，农行和中行收入占比达 50% 以上，是公司收入的主要来源。建行目前仍然处于小批量试用阶段，但从农行和中行的经验来看，公司产品从入围到大批量采购周期一般为 4 年左右（农行 2000 年入围，2004 年批量采购，中行 03 年入围，07 年大批量采购），而公司入围建行是在 06 年，预计 09 或 10 年在建行将有所突破，具体情况仍需紧密跟踪。另外，邮储银行在 07 年挂牌成立后，对 ATM 需求加速，但目前邮储 ATM 招标入围厂商较杂，并未形成强势厂商，但这对广电运通而言并非坏事，伴随邮储对 ATM 采购量的放大，其入围厂商集中化乃大势所趋，我们认为广电运通凭借其品牌和技术优势，进入邮储大批量采购厂商的可能性较大。

表 2：广电运通客户收入构成（07 年年报数据）

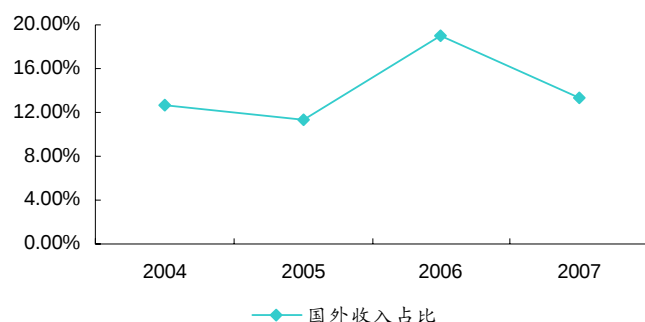
客户名称	入围年份	收入（万元）	占营业收入比重
农业银行	2000 年	26666	34.15%
中国银行	2003 年	16633	21.30%
交通银行	2004 年	6242	7.99%
建设银行	2006 年	2347	3.01%
邮储	2005 年	3152	4.04%
出口		10397	13.31%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

需要说明的是，市场普遍担忧公司 ATM 出口将受金融危机影响而大幅下滑，我们认为对此无需过分担忧，公司出口占比不大，国内市场的增长可抵消出口下滑带来的负面影响。同时，ATM 主要出口国家集中在伊朗、越南、印尼、南非、突尼斯等亚太、中东及非洲地区，而

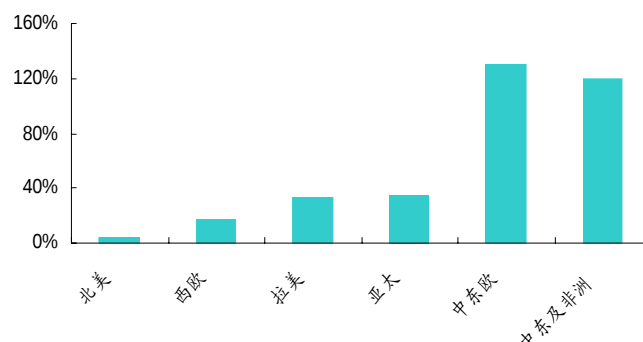
这些地区受此次金融危机影响较小，且 ATM 需求仍然处于高速增长期。

图 18: 广电运通历年海外业务收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19: 2006-2011 年全球各地区 ATM 保有量增长率



资料来源：RBR，长江证券研究所

综合以上几点，我们认为公司 ATM 业务未来几年仍将保持快速增长，而公司目前订单较去年同期也有较大增长，这进一步保证了公司 09 年的 ATM 收入，一旦公司在建行和工行取得突破，其增速有望超出我们预期。

AFC—受益轨道投资加快，长期前景明朗

在立足 ATM 的基础上，公司已将其业务延伸至 AFC(城市轨道交通自动售票和检票)领域，在售票领域，公司产品继承了 ATM 的核心技术优势，其售票产品性能已达到世界领先水平，并先后中标广州地铁 2、4、8 号线、北京地铁 1、2 号线以及八通线，合同金额达 1.55 亿元。其检票系统设备也已研发成功并得到应用。

表 3: 广电运通 AFC 项目合同

项目名称	合同履行	合同金额(万元)
广州市轨道交通五号线自动检票系统采购项目	2006.10-2008.12	5975.59
北京地铁 1、2 号线和八通线自动检票系统设备采购项目	2006.3-2010.6	8590
北京地铁 1、2 号线和八通线自动检票系统设备采购项目票卡回收模块合同	2006.3-2010.6	984.16

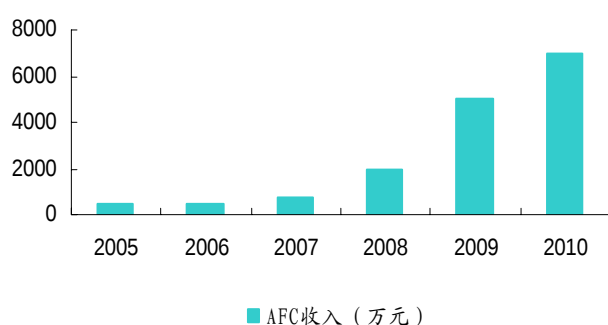
资料来源：公司公告，长江证券研究部

从 AFC 的发展前景来看，根据“十一五”规划，即到 2010 年，中国轨道交通总投资将超过 5000 亿元人民币，其中地铁投资 2000 亿元，按照 AFC 占整个轨道交通投资额的 1%、平均每线 13~18 个车站计算，建设一条线路的总投资是将超过 100 亿元，AFC 系统约为 1 亿元。按照全国 20 多个大中城市地铁规划测算，AFC 系统未来市场蕴含着近 100 亿元的市场规模。与此同时，国家在 AFC 招标中对国产化率有着明确的规定，要求 AFC 设备产品的国产化率不得低于 70%，这为国内 AFC 设备商提供了重要的发展机遇。

但同时我们注意到，从 AFC 市场竞争格局来看，系统集成商话语权较强，而硬件设备商和模块供应商处于弱势地位，主要原因在于硬件设备厂商较多，市场竞争激烈。而系统集成商招

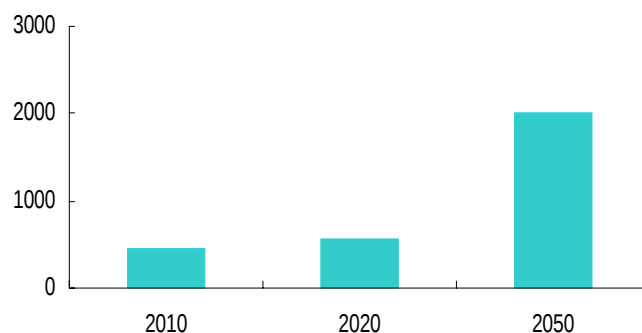
标过程中选择余地较大，各设备商往往通过低价格的方式寻求中标，这势必降低设备商的利润率。在公司成为系统集成商前，改项业务毛利率有下滑的风险。但从公司1.5亿的中标合同来看，2006和2007年履行金额不到1200万元，故2008、2009、2010年公司AFC业务与07年相比有较大增长。

图 20：广电运通 AFC 收入



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：中国地铁里程数（公里）

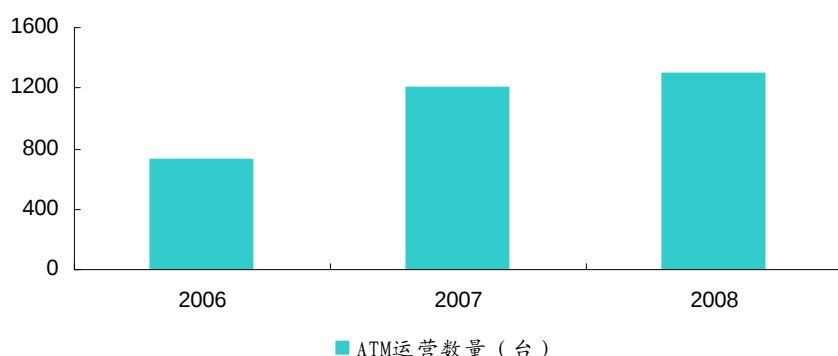


资料来源：RBR，长江证券研究所

ATM 合作运营—布局放缓，谨慎对待

ATM合作运营业务主要与银行合作，广电运通先垫资负责ATM机布放地点的选择、安装等费用，随后根据ATM机跨行取款的费用以事先约定的方式与银行进行一定比例分成。作为一种银行和ATM运营商“双赢”（银行可节省ATM购置费用，ATM运营商可通过收取费用赚取利润，抢占市场）的业务模式，其长期前景较好。但我们同时注意到，ATM的业务模式决定了ATM合作运营成功的关键在于ATM选点的布局，同时对ATM运营商资金要求较高，而后续成本的收回存在一定的不确定性，公司基于规避风险的考虑，对该业务布局已有所放缓，对前期两年内新增6000台ATM运营的计划已采取谨慎态度。ATM和运营数量经过07年的快速扩张后，08年增长已趋缓，公司对该项业务的谨慎态度表明该项业务增速将放缓。

图 22：ATM 合作运营数量



资料来源：公司公告，长江证券研究部

在ATM合作运营的基础上，公司同时涉足ATM设备维护、押钞等业务，我们认为，银行出于成本考虑，ATM维护业务走外包模式是大势所趋，而公司遍及全国的服务网络使其未来ATM维护业务有望做大做强。近期公司与广东会卓、广东穗保成立合资公司承接银行外包业务主

要集中在离行式ATM设备维护（包括押钞、ATM故障维修等），由于广东穗保是银行指定的运钞单位，与其合作，公司业务拓展更加容易。从长远来看，我们认为该项业务未来有望成为公司利润的新增长点，但短期业务拓展仍需观察。

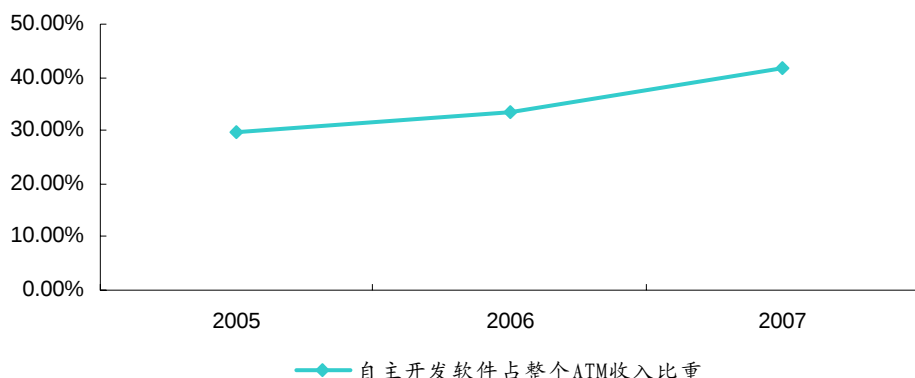
风险分析

公司风险主要来自两方面：一是产品价格下滑，随着银行ATM采购规模的扩大，ATM价格有下滑的趋势，但成本下滑可在一定程度上抵消价格下滑带来的风险，同时，ATM行业竞争格局的趋稳意味着其价格大幅下滑的可能性不大。另一方面，网上银行的兴起对ATM有一定的替代作用，但网上银行无法实现现金业务，而中国人的现金消费习惯以及对网上银行安全性的顾虑表明其对ATM的替代作用较小。

盈利预测与估值

需要说明的是，广电运通是一家软件企业，并非市场某些投资者认为的制造型企业，我们从公司历年增值税退税（国家规定只有自主开发的软件产品才可以退税，退税率为14%）中可计算出公司自主开发的软件收入，进而可计算出其占ATM收入的比重，从计算结果中我们可以看出，公司07年自主开发的软件收入占整个ATM的收入达40%以上（加上外购的软件，ATM机中软件占比超过50%），说明ATM产品最主要的仍然是软件，而并非的简单制造，而ATM的高附加值也说明了软件是ATM机的竞争优势所在。

图 23：自主开发软件占整个ATM收入比重



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们预计公司2008、2009、2010年EPS分别为1.17、1.50、1.94元，作为行业龙头企业，业绩增长稳健，且有超预期的可能，参照同行业估值水平，我们认为给予其09年25倍PE较为合适，合理股价为35-40元，当前股价为29.75元，建议买入，给予其“推荐”评级。

表 4: 各业务收入假设

		2007A	2008E	2009E	2010E
ATM 销售	收入	71899.28	104253.96	135530.14	176189.19
	收入增长率	100.47%	45.00%	30.00%	30.00%
	成本	38,408.60	55,994.80	73,186.28	95,670.73
	毛利率	46.58%	46.29%	46.00%	45.7%
ATM 运营	收入	2288.62	2975.21	3421.49	3934.71
	收入增长率	60.08%	30.00%	15.00%	15.00%
	成本	880.66	1,130.58	1,368.59	1,573.88
	毛利率	61.52%	62.00%	60.00%	60.00%
AFC	收入	717.40	8000.00	5000.00	6000.00
	收入增长率	50.47%	1015.14%	-37.50%	20.00%
	成本	446.51	4,960.00	3,200.00	3,900.00
	毛利率	37.76%	38.00%	36.00%	35.00%
设备维护	收入	1919.50	2111.45	2744.89	3568.35
	收入增长率	27.61%	10.00%	30.00%	30.00%
	成本	935.37	1,055.73	1,372.44	
	毛利率	51%	50%	50%	50%
设备配件设施	收入	1,264.84	1,897.26	2,466.44	3,206.37
	收入增长率	26.93%	50.00%	30.00%	30.00%
	成本	578.79	910.68	1233.22	1603.18
	毛利率	54%	52%	50%	50%
	总收入	78,089.6	119,237.9	149,163.0	192,898.6
	收入增长率		52.69%	25.10%	29.32%
	总成本	41249.93	64051.79	80360.53	102747.80
	毛利率	47.18%	46.28%	46.13%	46.73%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2007A	2008E	2009E	2010E		2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	781	1192	1492	1929	货币资金	784	554	677	896
营业成本	412	641	804	1027	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	368	552	688	902	应收账款	299	439	528	657
% 营业收入	47.2%	46.3%	46.1%	46.7%	存货	412	653	820	1048
营业税金及附加	8	13	16	21	预付账款	6	9	12	15
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	82	103	127	164	流动资产合计	1502	1656	2037	2617
% 营业收入	10.6%	8.6%	8.5%	8.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0

管理费用	83	131	157	203	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.6%	11.0%	10.5%	10.5%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-2	-5	-6	-8	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	固定资产合计	109	399	570	723
资产减值损失	0	1	1	1	无形资产	9	11	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	197	309	394	521	其他非流动资产	-15	-15	-15	-15
% 营业收入	25.2%	25.9%	26.4%	27.0%	资产总计	1614	2052	2606	3340
营业外收支	62	60	80	95	短期贷款	62	0	0	0
利润总额	258	369	474	616	应付款项	292	447	561	717
% 营业收入	33.1%	31.0%	31.8%	31.9%	预收账款	136	155	194	251
所得税费用	27	37	47	62	应付职工薪酬	33	50	63	81
净利润	232	332	426	554	应交税费	47	67	86	111
归属于母公司所有者的净利润	231.6	332.4	426.4	554.2	其他流动负债	5	7	9	11
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	575	727	912	1171
EPS (元/股)	0.81	1.17	1.50	1.94	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2007A	2008E	2009E	2010E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	242	191	397	516	其他非流动负债	11	16	21	26
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	负债合计	586	743	933	1197
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1027	1310	1672	2143
无形资产投资	0	-2	-2	-2	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-60	-312	-215	-219	股东权益	1027	1310	1672	2143
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1614	2052	2606	3340
投资活动现金流净额	-60	-314	-217	-221	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.812	1.166	1.496	1.944
股权融资	589	0	0	0	BVPS	7.20	9.19	5.86	7.52
银行贷款增加 (减少)	-90	-62	0	0	PE	36.63	25.52	19.89	15.30
筹资成本	38	-45	-58	-75	PEG	1.08	0.76	0.59	0.45
其他	-79	0	0	0	PB	4.13	3.24	5.07	3.96
筹资活动现金流净额	458	-107	-58	-75	EV/EBITDA	37.84	24.33	18.06	13.09
现金净流量	640	-230	122	220	ROE	22.5%	25.4%	25.5%	25.9%

资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

何之渊，复旦大学产业经济系数量经济专业硕士，复旦大学材料系电子科技专业学士，从事家电、电子行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。