

银行招标大幕拉开

事件：广电运通公告获得中国银行 2.1 亿元订单。

研究结论

- **物理网点的减少和自助银行的增加** 随着银行竞争加剧和对成本控制的高度重视，各大银行 07 年以来一直加强对物理网点扩充的控制，而以自助银行、ATM 服务代替物理网点服务。随着自助网点模式获得越来越多银行的认可，08 年包括工行、农行、建行在内的各大银行加大自助网点布放力度，自助网点和网点外布局的发展构成 ATM 的需求动力。
- **从城市到农村，ATM 投资增速稳定** 08 年 ATM 投资增速加快，ATM 存量由 07 年 12.3 万台增加至 16.75 万台。而比较全国平均水平，工行、建行、中行投资增速与全国水平基本一致或略低，邮储银行增速明显低于全国增速，而农行、股份制银行、农信社、城商行为代表的二三线城市的银行日益成为 ATM 投资的重要力量。从单位网点对应 ATM 这一指标，全国平均单个网点与 ATM 比例为 1:0.9，我们预期在 ATM 成熟时期，这一比例达到 3:1 左右的水平。
- **ATM 跨行交易的增长是重要支撑** 2008 年 ATM 跨行交易同比增长 34%，相比 2006、2007 年 25% 左右的增速进一步加快。一方面，较高的跨行交易代表 ATM 获得较高的使用效率，这正是银行投资 ATM 的根本动力和机制所在；另一方面，较高的跨行交易代表银行可以通过跨行交易中获得跨行取款收入和跨行查询收入支撑 ATM 的投资。
- **ATM 投资两大逻辑—高集中度与本土化** 一方面，ATM 行业具备天然高集中度，形成中小企业进入壁垒；另一方面，ATM 行业更具备服务业属性，本土厂商具备天然优势。因此我们看好广电运通的本土龙头地位。
- **中行本次招标符合预期** 本次中国银行首次招标明显高于 08 年首次招标额度，我们预计广电运通在农行、中行获得订单比 08 年保持稳定增长。工行将于近期展开入围招标，广电运通 08 年虽未进入工行招标，但排名已经非常接近。我们将跟踪这一进展。
- **前低后高的市场表现，看好长期投资价值** 从历史看，每年上半年公司股价包含毛利下降、占有率下降等利空预期，但下半年来自银行的订单则成为公司股价的催化剂，因此公司市场表现呈前低后高规律。我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.12、1.34，对应 PE 为 25、21 倍，维持买入评级。建议关注公司在金融、交通、石油等领域的拓展进度。
- **风险因素**：1、银行采购低于预期；2、招标价格大幅下降。

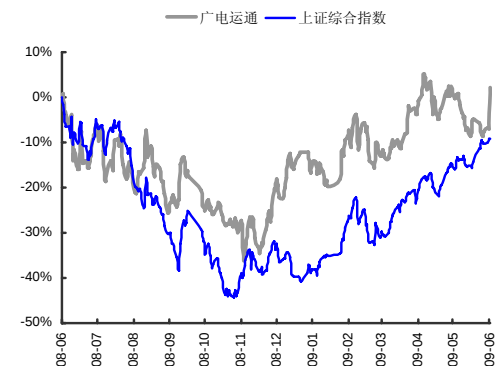


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期 2009 年 6 月 10 日
赵晓光 电子行业资深分析师
8621-63325888-6092
zhaoxiaoguang@orientsec.com.cn
陈刚 军工、电子行业首席分析师
8621-63325888-6096
chengang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**
股价 (2009 年 6 月 10 日) 28.48 元
目标价格 (6 个月) 33.6 元
总股本/A 股 (万股) 34214/15061
A 股市值 (百万元) 97
国家/地区 中国
行业 电子
报告日期 2009 年 6 月 10 日

公司表现



财务预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	78089	120000	161500	197830
同比(%)	93.9	53.7	34.6	22.5
净利润	23156	33155	41214	49771
同比(%)	156.9	43	24.3	20.8
毛利率(%)	47.2	45.4	42.2	42
净利率	29.7	27.6	25.5	25.2
每股收益(元)	0.62	0.89	1.12	1.34
P/E	46	32	25	21

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

相关研究报告

《金融电子大时代》	2008 年 6 月 19 日
《订单在手 成长无忧》	2008 年 10 月 27 日
《本土优势 龙头地位》	2009 年 3 月 8 日
《超预期的订单 可持续的成长》	2008 年 9 月 2 日

东方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。

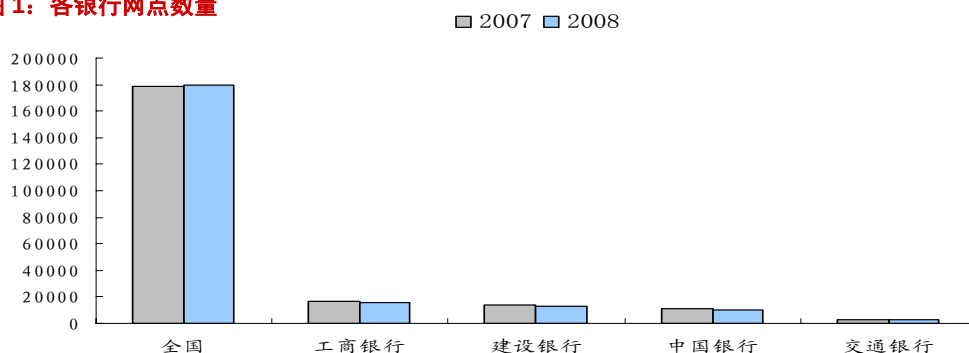
敬请参阅最后一页之重要声明。

我们曾在 2008 年 7 月的“金融电子大时代”深度报告中从国际发展的潮流、银行投资的大背景、银行竞争的大背景和金融电子的需求四个角度分析金融电子的发展趋势，并从银行网点配置水平、银行投资 ATM 决策机制及 ATM 制造与运营的比较角度进行分析。

银行网点增长停滞

随着银行竞争加剧和对成本控制的重视，各大银行 07 年以来一直加强对网点扩充的控制，而以自助银行、ATM 服务代替物理网点服务。

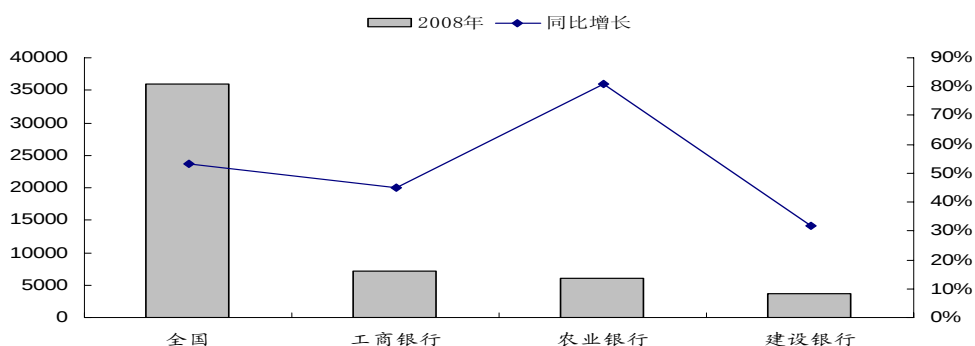
图 1：各银行网点数量



数据来源：东方证券研究所

自助银行加大布放

图 2：各银行自助网点布放数量及增速



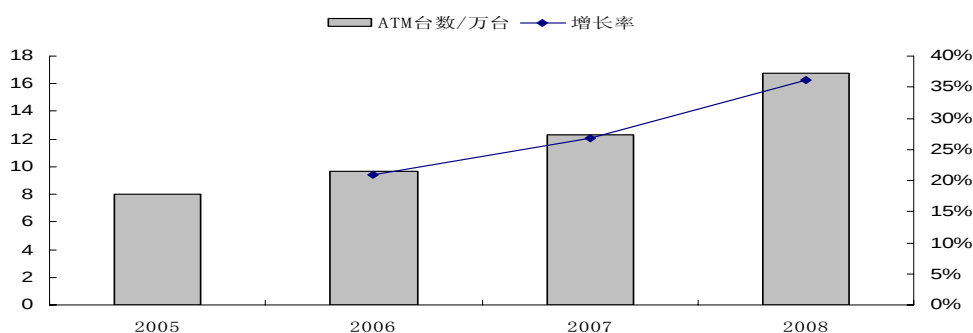
数据来源：东方证券研究所

招商银行是国内率先推广自助网点的银行，随着这一模式获得越来越多银行的认可，08 年包括工行、农行、建行在内的各大银行加大自助网点布放力度，自助网点投资加速。按照银行自助网点标准配置，一个自助网点需配置 2 台自动取款机、1 台自动存取款机和 1 台自助服务终端，因此自助银行网点 50% 以上的快速增长也将成为 ATM 需求的动力。

ATM 投资增速加快

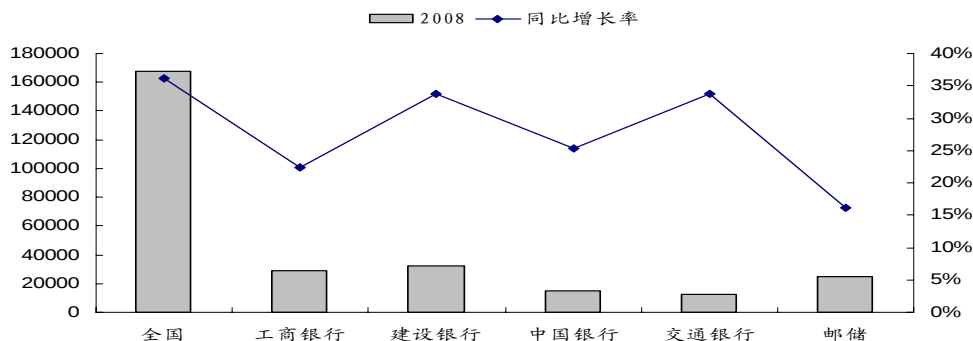
08 年 ATM 投资增速加快, ATM 存量由 07 年 12.3 万台增加至 16.75 万台。而比较全国平均水平, 工行、建行、中行投资增速与全国水平基本一致或略低, 邮储银行增速明显低于全国增速, 而农行、股份制银行、农信社、城商行成为 ATM 投资的重要力量。这与广电运通的收入结构相吻合, 07 年以前五大行占广电运通 80% 以上份额, 而 08 年这一比值明显降低。

图 3: 中国 ATM 存量数据 (中国银联联网)



数据来源: 东方证券研究所

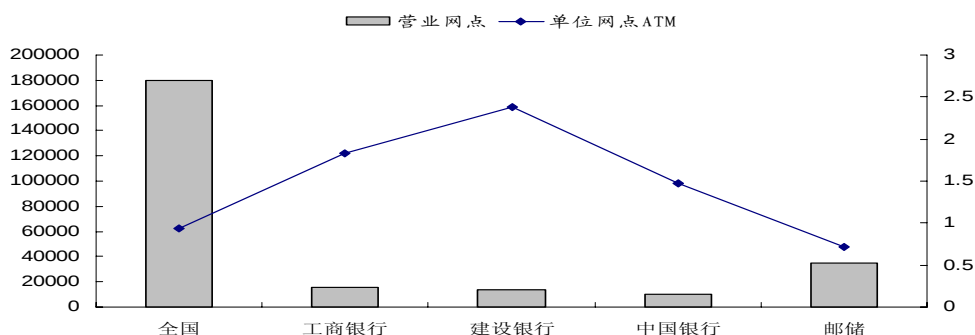
图 4: 各银行 ATM 存量及增速



数据来源: 东方证券研究所

单位网点 ATM 配置水平仍有空间

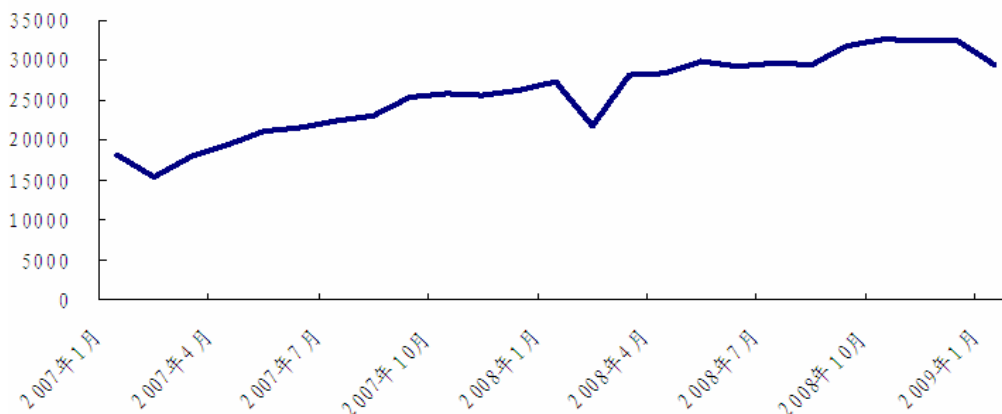
从单位网点对应 ATM 这一指标, 全国平均单个网点与 ATM 比例为 1: 0.9, 我们预期在 ATM 成熟时期, 不考虑网点外布局的情况下, 这一比例达到 2: 1 以上的水平。从各银行看, 工行、建行、中行已达到 2: 1 的比例。而农行、邮储对应的这一比例仍低于 1: 1。从银行单位网点 ATM 配置水平角度, ATM 仍有较大发展空间。

图 5：各银行 ATM 网点配置水平


数据来源：东方证券研究所

ATM 跨行交易的增长是重要支撑

如我们在“金融电子大时代”指出，ATM 跨行交易是判断 ATM 未来投资趋势的重要指标。一方面，较高的跨行交易代表 ATM 获得较高的使用效率，这正是银行投资 ATM 的根本动力和机制所在；另一方面，较高的跨行交易代表银行可以通过跨行交易中获得跨行取款收入和跨行查询收入支撑 ATM 的投资。

图 6：银行卡跨行交易情况


数据来源：东方证券研究所

2008 年 ATM 跨行交易同比增长 34%，相比 2006、2007 年 25% 左右的增速进一步加快。2009 年 1 月份 ATM 跨行交易日均交易笔数 947 万笔，同比增长 19.14%，ATM 交易金额同比增长 32%。由于春节月往往导致跨行交易受到负面影响，而 08 年春节在 2 月份，因此若不考虑春节因素，我们预计 09 年 ATM 跨行交易同比增长应在 25% 以上。

基于对各方面的分析，我们认为 08 年 ATM 处于投资高峰，而广电运通也借机获得快速增长。09 年 ATM 投资增速将有所回落，但 ATM 投资仍将保持稳定的增长。而随着 ATM 基数越来越大，ATM 的替换也将成为 ATM 需求的重要因素之一。

竞争格局趋势不变：本土优势、龙头地位

参照国外 ATM 发展经验，主要有两个明显的特征：

- 1、本土化优势非常明显，由于银行采购 ATM 后需要后续及时的维护服务，因此厂商快速及时的服务能力对于 ATM 厂商至关重要，正是基于此本土厂商具备 ATM 天然优势。比如美国厂商 NCR、迪堡在美国市场占据优势，而德国厂商 Wincor 在欧洲市场占据 50% 的市场份额。而以新兴市场国家巴西、俄罗斯为例更为明显，原本这两个市场都由 NCR 或迪堡占据龙头，但随着本土厂商的崛起，龙头地位都被本土厂商占据。正是基于此，广电运通能够凭借 174 个网点的服务网络和良好的银行本土产业链关系支撑，成为国内 ATM 龙头。
- 2、规模优势非常明显，ATM 对安全性、稳定性要求很高，一旦 ATM 出现故障甚至可能引起较大社会问题。同时由于对于后续服务的要求，使得龙头 ATM 厂商具备规模优势，而中小企业进入壁垒较高。同样参见国外案例，全球 ATM 前三大厂商占据全球市场 71% 的份额，而欧洲第一大厂商 wincor 占据欧洲市场 50% 的份额，可见行业具备天然的高集中度。正基于此，国内一些二三线厂商原期望涉足 ATM 行业都未取得成功，国内前五大 ATM 厂商占据 80% 以上的市场份额。

表 1：各 ATM 厂商占有率排名

排名	2007	2008
第一	迪堡	广电运通
第二	广电运通	NCR
第三	wincor	日立
第四	日立	wincor
第五	NCR	迪堡

数据来源：东方证券研究所

基于本土优势和龙头地位，广电运通 2008 年最终成为国内 ATM 第一厂商。

广电运通：稳定增长无忧、具备安全边际

规模优势与本土优势 如前所述，正是基于行业天然的规模优势和本土优势，广电运通凭借服务网络优势和本土产业链优势成为国内 ATM 第一厂商，我们预计这一地位可以维持，而这也正是广电运通投资价值所在。同时，公司在上游核心机芯和核心处理模块的技术水平日益成熟，进一步完善产业链垂直一体化能力，降低生产成本、提升产品品质。

工行与建行是看点 广电运通在农行、中行、交行等已占据绝对份额，但工行、建行仍未对本土企业大范围开放，这也是广电运通未来增长点所在。由于工行、建行都采取严格的打分体系，但 08 年建行已经向国内厂商开始放开，我们预计 09 年广电运通进入建行可能性大于工行。

ATM 维护业务将成业绩增长点 广电运通目前具备 3-4 万台 ATM 的服务规模和 174 个服务网点。银行采购 ATM 后 ATM 厂商需提供 2-3 年的免费维护服务，在此期间广电运通提供的维护服务构成公司规模较大的费用。而免费维护期过后，ATM 厂商可以向银行收取 5000-6000 的维护费用，

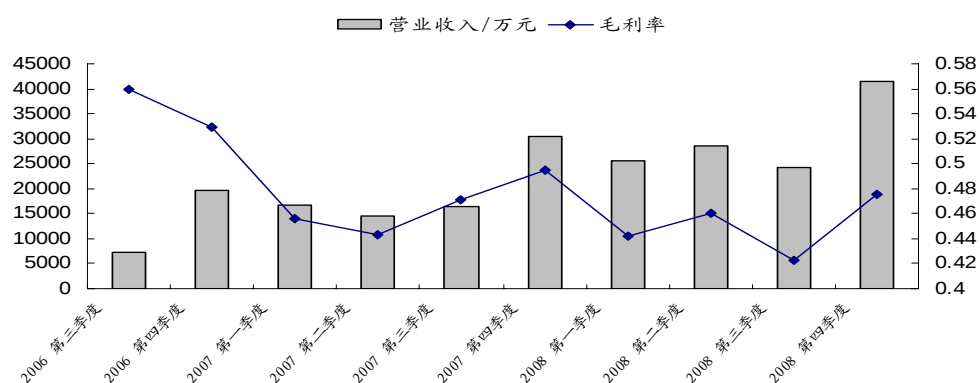
新增的维护收入将构成公司的净利润。由于广电运通 07 年开始大幅增长，因此我们预计 2010 年开始公司将进入 ATM 维护服务收获期，这将构成公司稳定的现金流和持续增长的动力。

具备 ATM 运营的先天优势 广电运通的规模优势和服务网络优势是公司使得公司从事 ATM 运营业务具备先天优势。此外，公司成立的合资公司广州穗通拟切入银行现金处理业务，将抓住 ATM 及银行相关专业外包业务不断扩大和升级的机会，可以长期关注。

毛利率下滑是唯一隐忧 随着海外 ATM 厂商全球业务衰退，他们将势必加强对国内 ATM 业务的竞争，同时随着广电运通切入更多大客户，公司收入增速下滑和毛利率下降是公司业绩的隐忧。虽然从 08 年 4 季度看毛利率水平与前三季度稳中略有升，但我们预计毛利率的下降更多在 09 年上半年体现，而 09 年下半年订单价格也将保持下降的趋势。虽然公司通过上游生产成本的下降和费用的控制弥补毛利率下降趋势，但毛利率的下滑的确是公司 09 年业绩的隐忧，我们在盈利预测中考虑这一因素。

估值安全、成长明确 我们预计公司 09、10 年 EPS 分别为 1.12、1.34 元，当前股价对应 PE 分别为 25、20 倍，公司估值具备安全边际。由于银行 ATM 采购在下半年开始，因此公司股价催化因素更多出现在下半年。但比较电子行业整体估值水平，公司估值安全、长期竞争力显著，我们认为公司是估值安全、成长明确的优质品种，维持买入评级。

图 7：广电运通单季度收入及毛利率



数据来源：东方证券研究所

表 2：广电运通盈利预测表

	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	78089	120000	161500	197830
主营业务成本	41248	65507	93347	114741
主营业务税金及附加	846	1601	2100	2580
主营业务利润	35995	52892	66053	80509
销售费用	8248	12459	15100	17805
管理费用	8313	11593	13162	15431
财务费用	-223	-901	-600	0
营业利润	19657	29741	38391	47273
非经营性收益	6177.4	6569	6800	7300
税前利润	25834.4	36310	45191	54573
所得税	2678	3155	3977	4802
净利润	23156.4	33155	41214	49771
EPS（元/股）	0.62	0.89	1.12	1.34

数据来源：东方证券研究所预测

分析师承诺

赵晓光：电子行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn