

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告

广电运通	(002152)	面临突破的 ATM 龙头公司
推荐	(维持)	

2009 年 07 月 15 日

现价 28 元

段迎晟 计算机首席研究员

86-755-22622386

duanys@pasc.com.cn

刘武 计算机助理研究员

86-755-22627860

liuwu@pasc.com.cn

主要数据

行业	信息技术
公司代码	002152
公司网址	www.grgbanking.com
总股本(万股)	342.14
流通股(万股)	150.61
流通市值(百万)	4217.08
每股净资产(元)	5.00
净资产收益率(%)	24.93
总资产负债率(%)	20.12

相关研究报告

广电运通08年报点评--- 2009/03/29

独到见解

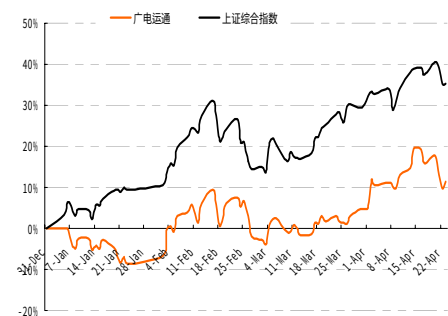
- 在增量市场上，公司国内国外并举，在国外新兴市场表现不错，公司明年如果能突破工行，将迎来另一个高速增长期。
- 在存量市场上，公司维护费的收取随着过保修期的台数增加，成水涨船高之势，未来是公司的重要盈利点。

投资要点

- ATM 行业中国、东南亚、非洲、东欧等新兴国家增长较快，在增量市场上，这两年中国 5 万台，全球 30 万台，公司国内国外并举，在国外新兴市场表现不错，公司明年如果能突破工行，将迎来另一个高速增长期。
- 在存量市场上，ATM 取款机每台维护费 6000 元/年，存取一体机 12000 元/年，公司目前共销售了 3 万多台 ATM，公司维护费的收取随着过保修期的台数增加，成水涨船高之势，未来是公司的重要盈利点。
- 公司具备核心技术、本土服务优势和客户优势，未来公司在出钞等核心零部件的自给或者销售突破，将给公司带来毛利的大大提升。
- 预计 09-11 年公司 EPS 分别为 1.17、1.44 和 1.76 元，PE 估值较同类公司具有优势，但 PB 估值较高。考虑到行业未来增长预期和公司行业地位，维持评级为“推荐”。

风险提示

- 宏观经济持续下行风险；
- ATM 产品价格呈逐年走低态势引起的盈利下降风险；



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2006A	2007A	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	402.73	780.90	1199.9	1467.5	1751.2	2154.8
净利润(百万)	90.14	231.57	331.55	400.05	492.68	601.02
净利润增长率(%)		1.57	0.43	0.21	0.23	0.22
每股盈利(元)	0.26	0.68	0.97	1.17	1.44	1.76
市盈率(倍)	106.28	41.37	28.89	23.95	19.44	15.94
ROE(%)	37.27	22.55	24.93	24.07	23.75	23.32
EV/EBITDA	30.49	15.82	23.28	22.23	18.06	14.10

目 录

一、投资概要	3
二、公司基本情况分析	4
2.1 公司概况	4
2.2 收入构成	4
三、全球 ATM 发展回顾与展望：增速下降，新兴国家接过增长接力棒	5
3.1 全球 ATM 发展回顾	5
3.2 全球 ATM 发展展望	6
四、国内 ATM 行业未进入成熟期，增长空间尚大	8
4.1 我国 ATM 保有量呈快速增长态势	8
4.2 我国 ATM 快速增长的主要驱动因素分析	9
五、银行业对 ATM 需求的核心利益分析	13
六、公司经营及竞争优势分析	13
6.1 营业收入及净利润快速增长，ATM 国内市场占有率跃升第一	13
6.2 ATM 维护收入正步入快速增长时期	14
6.3 AFC 业务增长潜力巨大	15
6.4 ATM 第三方运营收入维持平稳增长	16
6.5 掌握 ATM 核心技术，发展后劲足	16
6.6 ATM 需求特性决定了行业具备一定的垄断特质，壁垒较高	17
6.7 资产质量优良，现金充足增加业绩弹性	17
七、盈利预测与估值分析	18
7.1 盈利预测	18
7.2 投资估值分析	19

一、投资概要

预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.17、1.44 和 1.76 元，对应当前估计的 PE 分别为 23.93、19.44 和 15.91 倍，较平均水平存在一定低估。给予 2009 年 30 倍 PE 估值，对应 35 元的目标价，维持“推荐”投资评级。

ATM 行业中国、东南亚、非洲、东欧等新兴国家增长较快，在增量市场上，这两年中国 5 万台，全球 30 万台。工行未来三年从 2.8 万增加到 5 万台，复合增长率 18.56%，增加客户服务网点，赚取跨行手续费是动机。公司国内国外并举，在国外新兴市场表现不错，公司明年如果能突破工行，将迎来另一个高速增长期。

在存量市场上，ATM 取款机每台维护费 6000 元/年，存取一体款机 12000 元/年，公司目前共销售了 3 万多台 ATM，公司维护费的收取随着过保修期的台数增加，成水涨船高之势，未来是公司的重要盈利点。

公司具备核心技术、本土服务优势和客户优势，未来公司在出钞等核心零部件的自给或者销售突破，将给公司带来毛利的大大提升。

我国轨道交通井喷式发展将催生相关产业的繁荣。其中，AFC 产业作为轨道交通票务管理的自动化系统，在售检票、计费结算等方面替代人工，在全国范围正得到广泛应用，发展前景广阔。预计到 2020 年，全国铁路营业里程规划目标为 12 万公里以上，其中客运专线 1.6 万公里，至 2015 年的城市轨道规划线路长度 2400 公里，投资规模近 7000 亿，公司 AFC 业务也会从中受益。

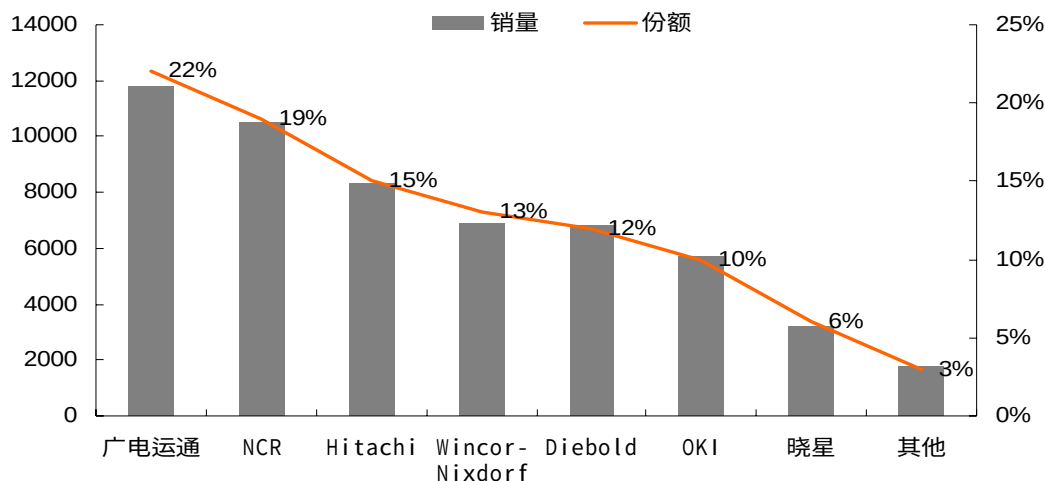
二、公司基本情况分析

2.1 公司概况

公司主营业务是 ATM 和 AFC 货币自动处理设备及相关系统软件的研发、生产、销售和服务，以及 ATM 第三方运营业务等。目前，公司在国内 ATM 的市场份额已经超过 NCR、Hitachi、Wincor-Nixdorf 和 Diebold 等国际知名厂商，跃居第一。

图表 1 国内市场 ATM 供应商份额比率

单位：台、%



资料来源：金融时报、中国银联、平安证券

2.2 收入构成

公司营业收入以 ATM 销售收入为主，但比重呈下降趋势。随着公司投入市场的 ATM 机数量的增加，以及 2-3 年的免费维护期过后，公司有偿服务的设备增多，2008 年设备维护和设备配件收入大幅增长，占收入的比重也有所提高。北京地铁产品交付使用，公司 2008 年 AFC 业务收入暴增至 76.97 百万元，同比增长 973.50%，占主营收入比重提升至 6.41%。

图表 2 公司主营收入构成（合并报表）

单位：百万元、%

项目	2008		2007		2006	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
ATM	1,038.67	86.56%	726.17	92.15%	363.43	90.24%
ATM 营运	30.78	2.56%	22.89	2.90%	14.30	3.55%
设备维护	29.64	2.47%	19.20	2.44%	15.04	3.73%
设备配件	23.92	1.99%	12.65	1.60%	9.96	2.47%
AFC	76.97	6.41%	7.17	0.91%		0.00%
合计	1,199.98		788.07		402.73	

资料来源：公司资料

三、全球 ATM 发展回顾与展望：增速下降，新兴国家接过增长接力棒

3.1 全球 ATM 发展回顾

1) 起步阶段：

全球ATM自助设备兴起于20世纪60年代的欧洲，最先引入ATM的国家是UK。此后在1969年日本的 Tatseishi 和美国的 Diebold 安装了第一台ATM机。但初期增长较慢，设备功能差，当时的ATM只能说是现金处理设备，到60年代末全球仅781台。

2) 快速成长阶段：

20世纪70、80年代，随着ATM在技术上的发展，以及美国、日本经济快速增长增加了对金融服务需求，ATM成为缓解网点经营压力、节约银行经营成本的有力工具，需求量快速增加，全球ATM保有量进入第一次快速增长阶段。到80年代末，全球ATM保有量28.4万台，日本以 9.6万台居首，其次为美国 7.8万台。除经济增长外，引起ATM增长的原因还有银行卡发行量的增加、ATM网络的发展以及其它信息技术的革新等。

3) 成熟和繁荣阶段：

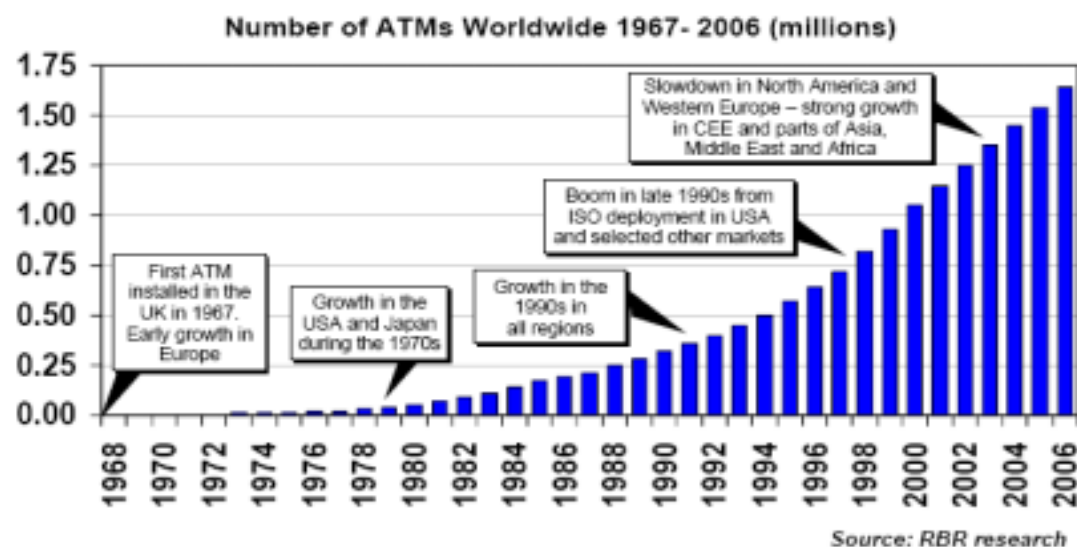
经历了80年代中后期的高速增长期后，进入成熟和繁荣期。20世纪90年代末，全球ATM保有量达到93.3万台，除美日外的其他国家也成为ATM需求的重要力量，如澳大利亚、加拿大和英国等。这期间的推动因素有：ATM售价下降使经营成本降低；离行式ATM网点的繁荣；ATM服务附加费用的收取；以及第三方独立经营商的兴起增加ATM需求。

4) 独立运营商繁荣和新兴国家快速增长期：

20世纪末，由于发达国家ATM基本饱和，全球ATM保有量增速下降至约10%左右。这一阶段的特点有：北美、日本、西欧等发达地区国家ATM增速小于5%，需求主要为置换需求（破损更新和技术更新）；中国等发展中国家成为ATM增量需求的主体；ATM独立运营商得到快速发展，成为ATM需求主力；同时，ATM设备在软硬件方面功能有较大提升，新型存取款机进入美日等主要发达国家。

图表 3 全球 ATM 需求增长呈较强的阶段特性

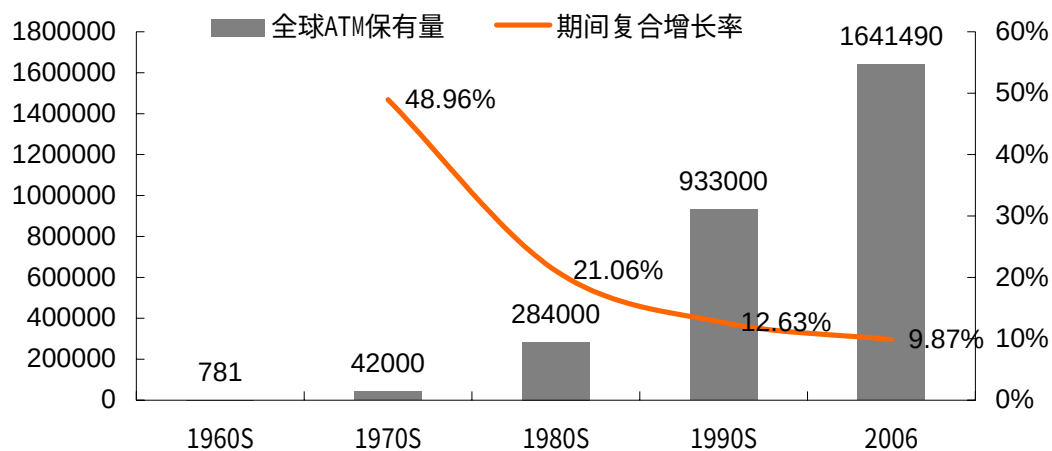
单位：百万台、%



资料来源：RBR、平安证券

图表 4 全球 ATM 保有量快速增长但增速大幅回落

单位：台、%



资料来源：RBR、平安证券

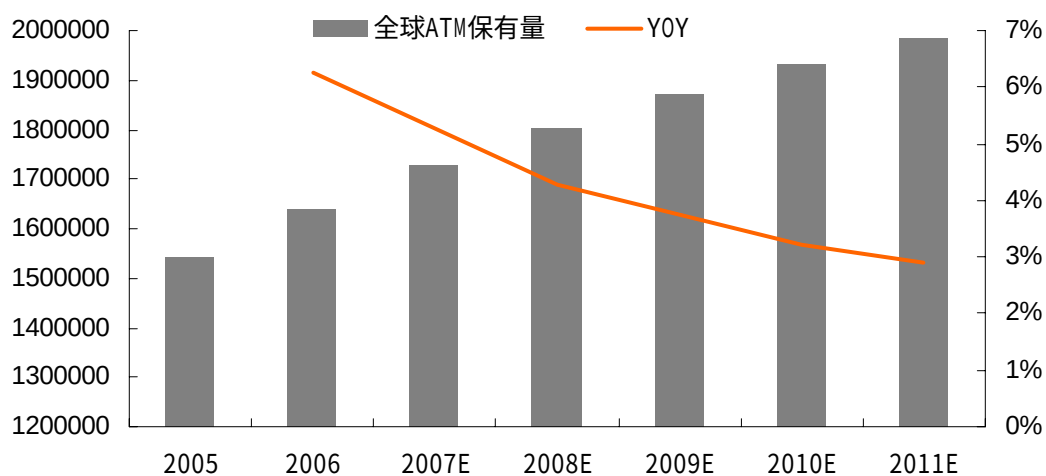
3.2 全球 ATM 发展展望

1) 全球 ATM 保有量增速下降，发展中国家需求增长潜力大

根据 RBR 预测，到 2011 年全球 ATM 保有量到达 200 万台，美国、日本和中国将成为 ATM 保有量前三甲。金融危机对 ATM 需求影响有正反两方面的力量：一是金融危机影响全球经济增长和活跃度，进而减少金融服务需求；二是银行等金融机构为控制成本，增加自助服务而减少人工等成本。最终结果取决于两者各自力量大小，因发达国家 ATM 密度相对较高，金融危机后银行等金融机构可能减少 ATM 投资支出，而发展中国家（东南亚、中东欧）由于 ATM 自助服务还处于规模效益递增阶段，需求动力较强，负面影响相对要小很多。

图表 5 预计全球 ATM 保有量将维持增长态势

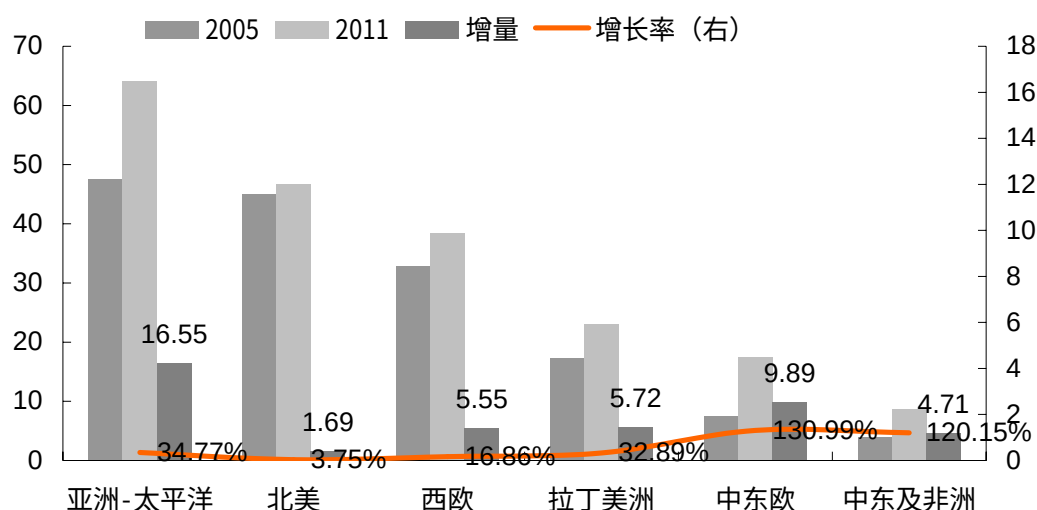
单位：台、%



资料来源：RBR、平安证券

根据 RBR 预测显示, ATM 保有量增长潜力较大的地区, 从增速上来看依次有中东欧、中东及非洲、亚洲-太平洋地区、拉丁美洲、西欧和北美; 从绝对增量来看, 依次有亚洲-太平洋地区、中东欧、拉丁美洲、西欧、中东及非洲和北美。

图表 6 亚洲-太平洋、中东欧及中东和非洲 ATM 需求增长居前 单位: 千台、%

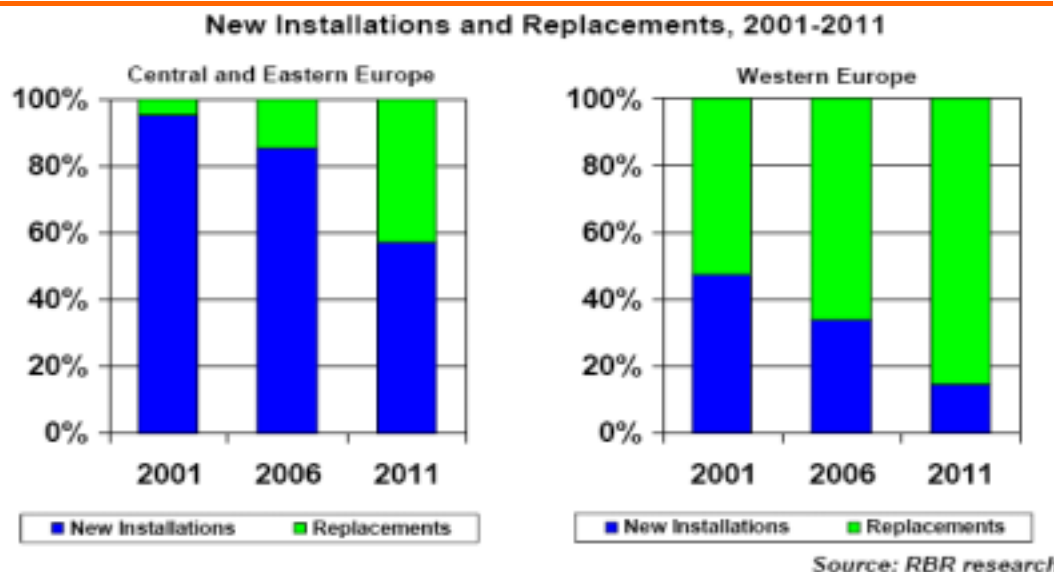


资料来源: RBR、平安证券

2) 置换更新需求占比提高, 或将取代新增需求成为 ATM 需求主力

从研究机构对欧洲 ATM 需求的预测, 到 2011 年更新置换需求将逐步成为市场需求主力, 但发展中国家或地区还以新增需求为主。如西欧地区置换需求在 2001 年约占 57% 左右, 到 2011 年这一比重将大幅提升至 80% 以上, 发展程度相对较低的中东欧也将由 2001 年的 5% 左右提升至 40% 左右。

图表 7 未来 ATM 需求发达国家以置换需求为主, 而新兴国家两者兼备 单位: %



资料来源: RBR、平安证券

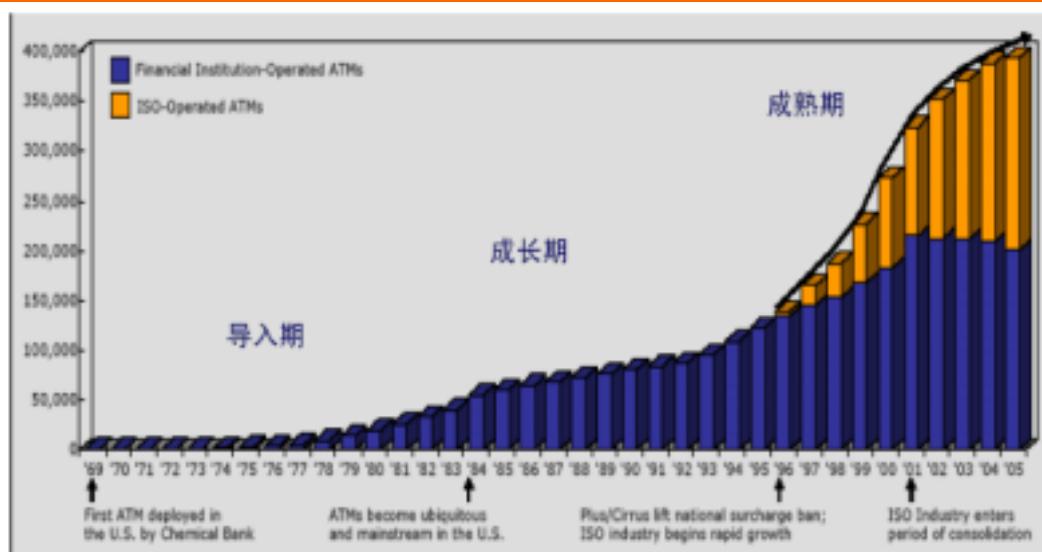
3) ATM 独立运营商市场份额增大

ATM 交易收费使独立运营商（ISO-Operated ATMs）快速发展，独立运营商主要经营离行式 ATM 终端，出租、出售 ATM 业务等。如，美国从1996年开始引入独立运营商经营 ATM 业务，至2005年市场份额接近一半。

美国著名的Cardtronics 公司为购物中心、机场等大型零售商户及各小型商户和设备的运营商提供运营 ATM 服务，包括交易处理、现金管理、维护及监控等。2002-2008 年，公司营业收入由59.18百万美元增加至470.54百万美元，期间复合增长率高达 41.28%。

图表 8 美国 ATM 独立运营商市场份额逐年扩大

单位：台



资料来源：tremont capital group:2005 ATM Industry Fact Sheet。

资料来源：转引自 The European ATM market after 40 years

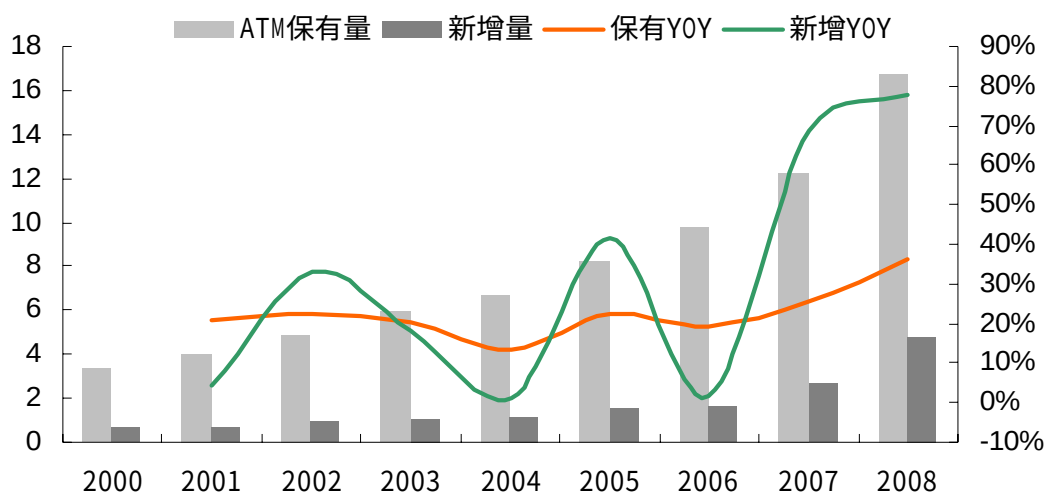
四、国内 ATM 行业未进入成熟期，增长空间尚大

4.1 我国 ATM 保有量呈快速增长态势

根据《金融时报》最新的“2008年我国 ATM市场发展报告”显示，截至2008年底，我国 ATM 保有量19.2万台，同比增长39%，加入银联的 ATM保有量为16.75万台。2000-2008年，加入银联的 ATM复合增长率为22.49%，总体 ATM保有量复合增长率约22.71%。从新增量同比数据来看，目前我国ATM保有量呈快速增长态势，但经过2007-2008年连续两年的高速增长后，预计未来增速会有所下降。

图表9 加入银联 ATM 呈加速增长态势，

单位：万台、%



资料来源：金融时报、中国银联、平安证券

4.2 我国 ATM 快速增长的主要驱动因素分析

国内 ATM 需求快速增长的主要驱动因素有：

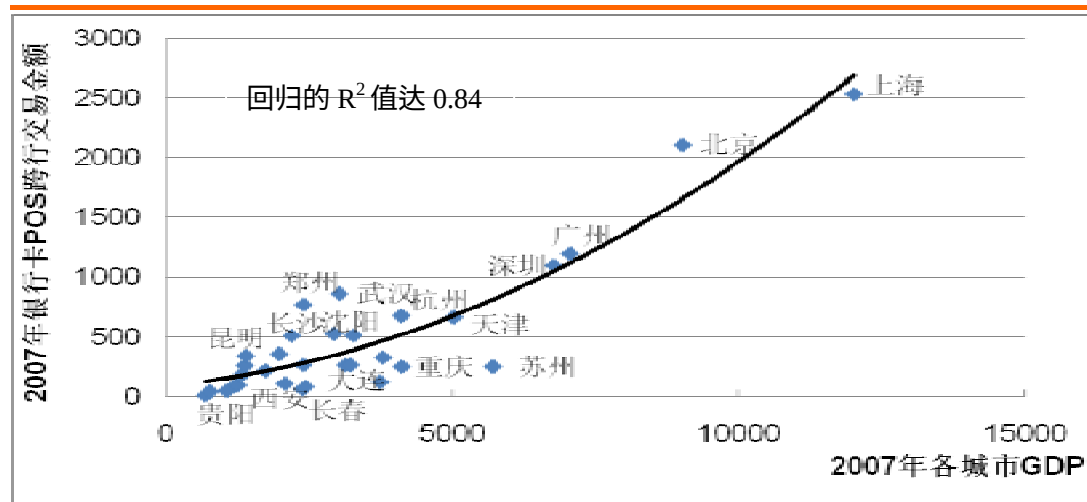
1) 经济高增长带动金融服务需求增加，以及快节奏生活对金融服务便捷性要求提高

经济发展通常伴随着金融需求的增加，加上快节奏的城市生活，使得人们对金融服务的及时和便利性要求更高。已有研究发现，人均GDP水平较高的地区，相关金融服务终端机数量、银行卡跨行交易规模都相对较高，如银行卡市场发展与当地GDP之间显著相关。ATM机完全能够满足人们对日常金融服务（如查询、费用支付、转账、现金存取等）需求，能够有效分担现场人工服务的压力，因此 ATM机的需求量呈快速增长态势。

此外，政府对中西部地区及东北老工业地区的政策倾斜和财政支持，有利于这些地区的经济增长和城市化加速。加之这些地区地域广阔，银行完全靠增加营业网点满足服务需求在成本收益上并不划算，通过 ATM自助方式是较为理想的，这将是需求增加的又一驱动因素。

图表10 我国部分城市银行卡跨行交易规模与 GDP 之间的关系

单位：亿元、%



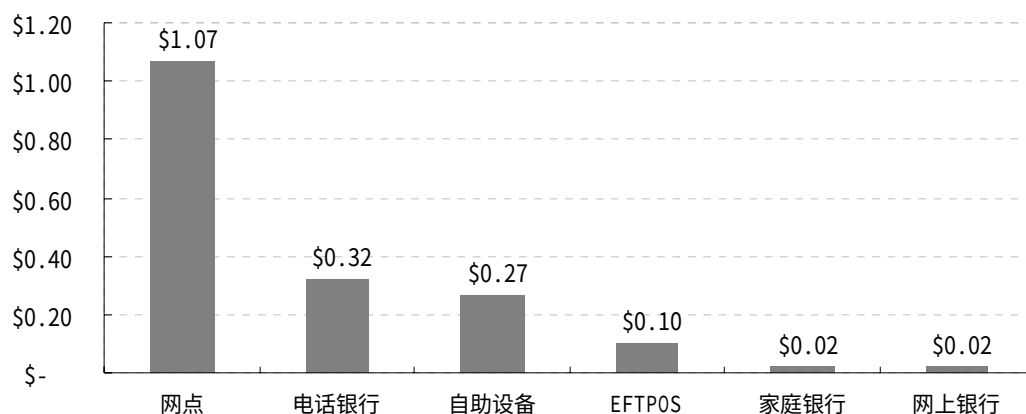
资料来源：平安证券

2) 银行出于节约服务成本、提高效率增加自助服务终端的需求, ATM机交易量呈高速增长势头, 对银行利润和市场占有率的边际贡献均大于零

因渠道不同, 交易成本也差异较大。如, 美国银行业分行网点的每笔交易的成本是\$1.07, 电话银行是\$0.32, 而自助设备只有\$0.27, 仅是网点交易成本的25.23%。虽然家庭银行和网上银行等交易成本更低, 但与自助设备相比, 便利性和安全性等具有不可替代的优势。据调查显示, 目前国内银行业的自助设备每笔存、取款交易的成本约为2.4元人民币左右, 而网点人工处理的成本约为5-6元人民币左右, 即使考虑到ATM月均300-500元的维护费用, 采用ATM对成本节约的效益也非常客观, 成为银行采购自助设备的内在核心经济动力。

图表 11 每笔交易银行各种渠道的成本

单位：美元

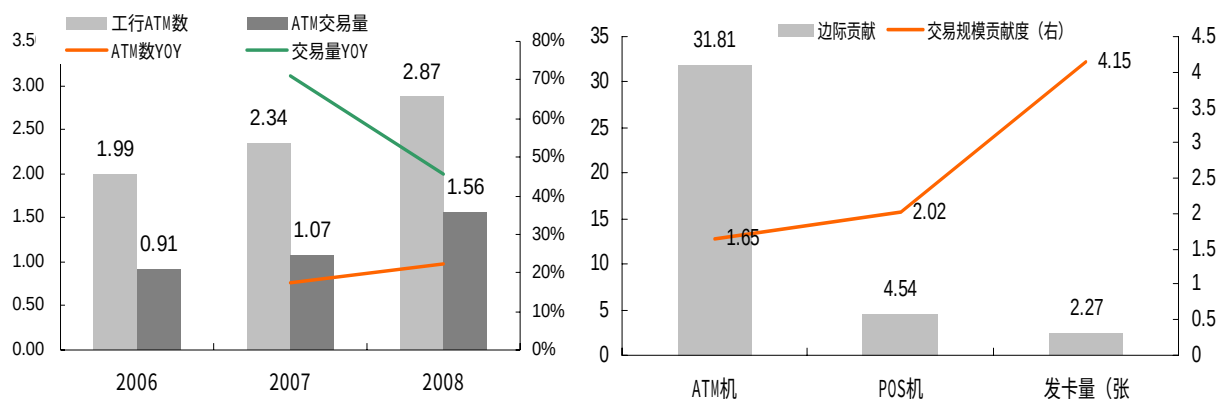


资料来源：平安证券

从规模贡献度看, 目前国内银行卡机具量的增长对于交易量的贡献度大于1, 从统计数据来看, ATM等自助设备对日均跨行取款交易笔数增长的边际贡献为31.81笔/台/日, 对交易规模贡献度为1.65, 尚处于规模报酬递增的阶段。以工商银行投资ATM为例具体分析, 2006-2008年, 工商银行ATM数量从1.99万台增加至2.87万台, 增长率43.89%, ATM交易量也从0.91万亿增长至1.56万亿, 累计增长了70.32%。交易量增速远超过ATM增速, 2007-2008年的弹性系数分别为4.03和2.03, 因此现时银行投资ATM处于较高报酬递增阶段。

图表 12 工行 ATM 情况 单位：万台、万亿

图表 13 ATM 对跨行交易笔数贡献 单位：笔/台/日



资料来源：公司资料、平安证券

3) 离行式网点的快速发展增加对 ATM 自助设备的需求

离行式自助网点主要是为满足公众在大型居区、重要旅景点、大型商场、宾馆饭店等场所对金融服务的需求。根据英国零售银行研究机构 RBR 的统计,我国离行式 ATM 的比例已经从 2005 年的 20% 上升到 2007 年底的 25%, 2008 年这一比例将继续提高。但与西方发达国家的离行式 ATM 占总量近 70% 相比较,加之我国地域广阔、人口众多和城市化进程延续,国内离行式 ATM 增长空间较大。

随着 ATM 生产技术提升和界面操作的友好性,以及安全防范措施的不断完善,ATM 自助服务方式完全可以满足经济发展和金融服务需求的便利性要求。广泛应用于商场、居民小区、工厂周围等银行网点未能有效覆盖地区,并提供 24 小时连续服务。另外,通过自助设备,可大大减轻网点人力业务压力,控制人力成本,并增加对理财业务等高增值业务上,增加银行服务形象和经营效益。

4) 银行卡发行量增长要求增设 ATM 自助交易终端,提高发卡的经济效益,而效益的提高反过来要支持银行和第三方独立运营商进一步增加 ATM 投放

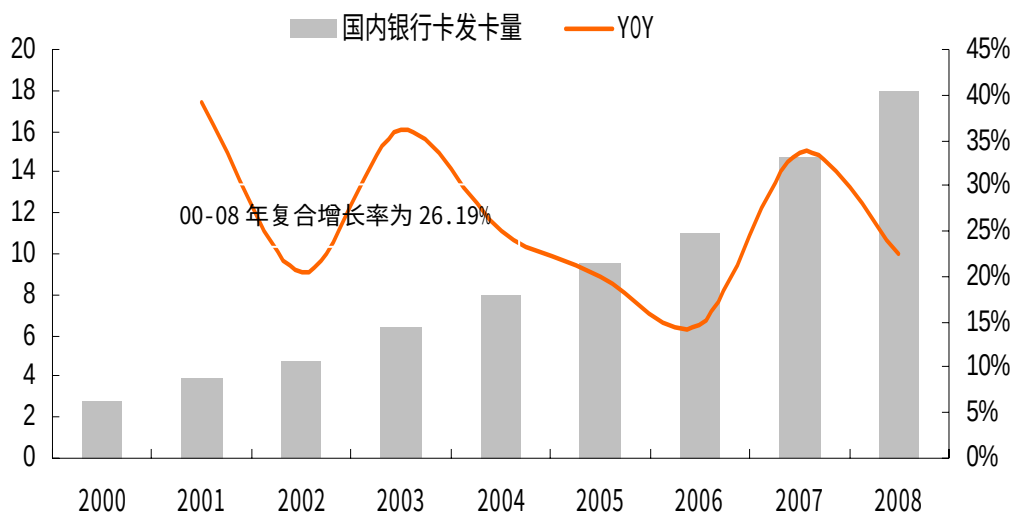
我国银行卡产业仍处于需求较强的发展阶段。近年来银行卡交易规模均保持了年均 40% 以上的高增长,部分地区出现了 100% 以上的爆发式增长。我国银行卡目前存量为 18 亿张,2000-2008 年复合增长率为 26.19%。即使保守以 10% 的比例剔除休眠卡,目前存量也超过 16 亿张,银行卡/ATM 机为 8438 张,远高于 4000 张的平均国际水平。

据易观国际发布的报告显示,2008 年中国线下便利支付市场交易笔数接近 3300 万笔,累计交易金额超过 170 亿元,较 2007 年交易笔数增长 175%,交易金额增长高达 325%。并预计 2009 年我国线下便利支付市场交易规模将达到 420 亿元,到 2013 年可增至 2350 亿元,中国线下支付市场 5 年内或将增长 14 倍。

我们认为,线下便利交易的增长主要是银行卡发行量的增加和 ATM 等自助交易终端增加及其它创新成果的共同推动,而银行卡发行和 ATM 设备的增加之间存在互为促进关系。

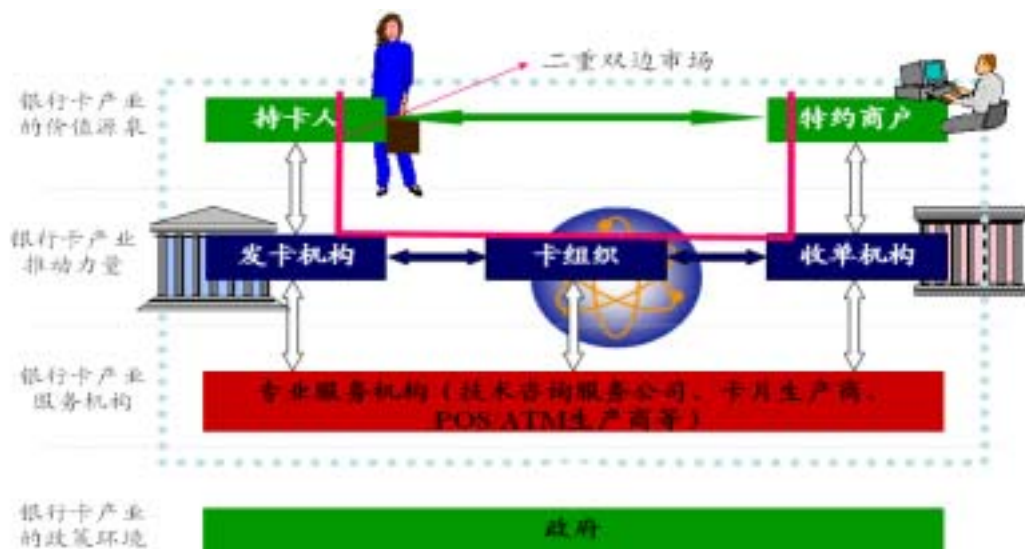
图表 14 我国银行卡发卡量快速增长

单位:亿张、%



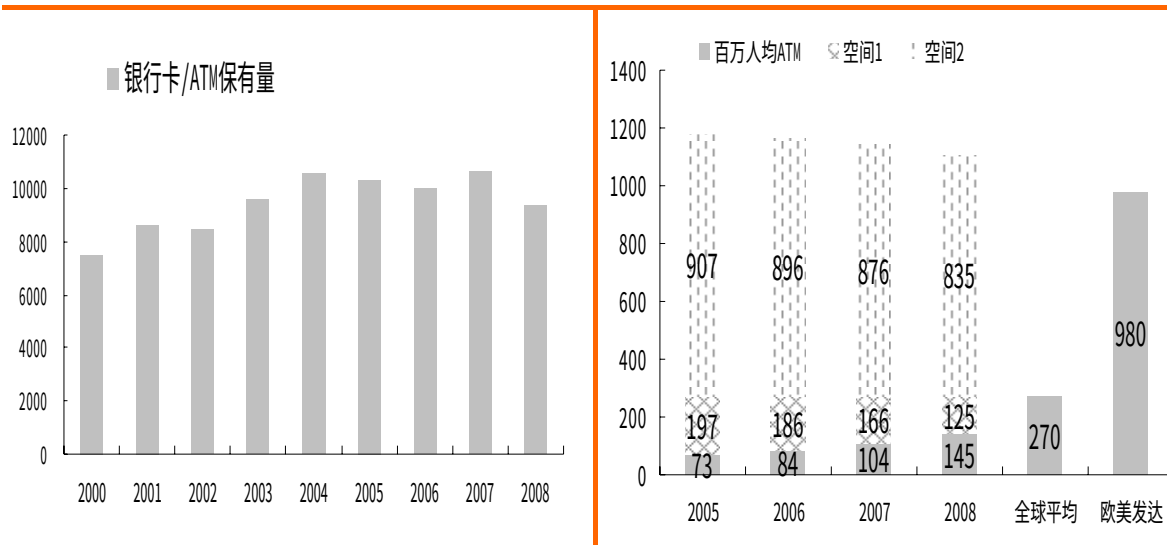
资料来源:公司资料、平安证券

图表 15 ATM 参与到发卡的整个环节中



资料来源：平安证券

图表 16 我国银行卡/ATM 保有量相对较高，ATM 密度需要提升 单位：台/百万人、%



资料来源：ATM 保有量根据银联数据和其他数据调整，数量为银联×1.13，13%是 07-08 平均数

5) 当前与国外上世纪80、90年代类似，ATM功能增加、成本降低及第三方运营等增强了对 ATM机的需量

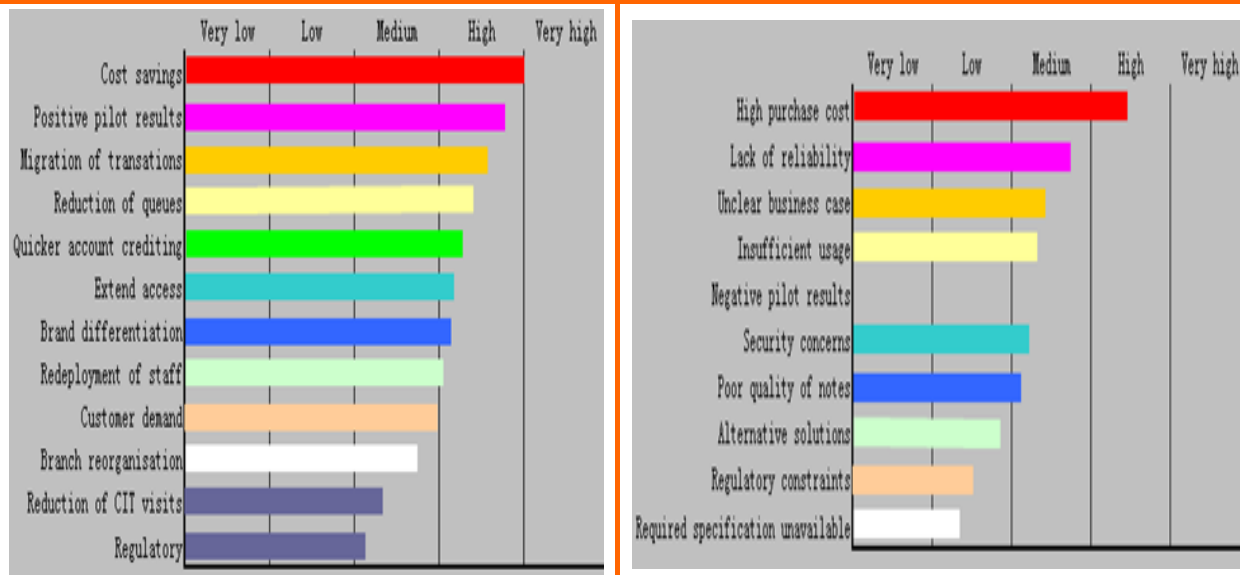
从美日等发达国家ATM投放增长情况来看，20世纪70、80年代美日等国ATM需求快速增长，主要原因是：ATM机功能增加和操作界面的改善、设备成本的降低使得经营成本下降以及附加服务费的收取等。目前，我国也基本具有类似于美日当时的情形：ATM设备安全性和功能逐渐增强；生产的国产化使成本大幅下降，ATM经营成本缩减；银行通过增加客户自助服务提高经营效率和效益以及对自助服务收费等。

国外第三方独立运营模式在国内的兴起，有利于进一步理顺ATM交易服务费的收取和分配，增加银行、第三方独立运营商投放ATM的积极性。

五、银行业对 ATM 需求的核心利益分析

根据 RBR 分析报告显示，银行客户采购存取款机的主要利益驱动因素是：节约交易成本、积极的测试结果、交易的转移、业务分流和延伸服务等；需求的主要阻碍因素是：采购成本、设备稳定性、商业模式以及安全性等。

图表 17 新兴存取款机市场的发展动力和阻碍因素（左为利益驱动，右为阻碍因素）



资料来源：平安证券

通过对 RBR 研究报告进行整理，银行业对 ATM 需求的利益做以下的归类分析：

图表 18 银行采购 ATM 核心需求分析

核心需求	发展动力	发展阻力
降低银行经营成本	节约交易成本；交易转移；减少排队；分流员工；减少加清钞次数	高昂的采购成本；较低的使用性
设备的可靠性及投资收益	积极的测试结果	缺乏稳定性；无清晰成功商业模式；较差测试结果；钞票质量；解决方案；要求的特定业务
银行形象及服务提升	减少柜台的排队；延伸服务；银行品牌的营销；银行用户的需求	
提升安全性		安全方面的关注
其它因素	法规等的约束	法规等的限制

资料来源：平安证券

六、公司经营及竞争优势分析

6.1 营业收入及净利润快速增长，ATM 国内市场占有率跃升第一

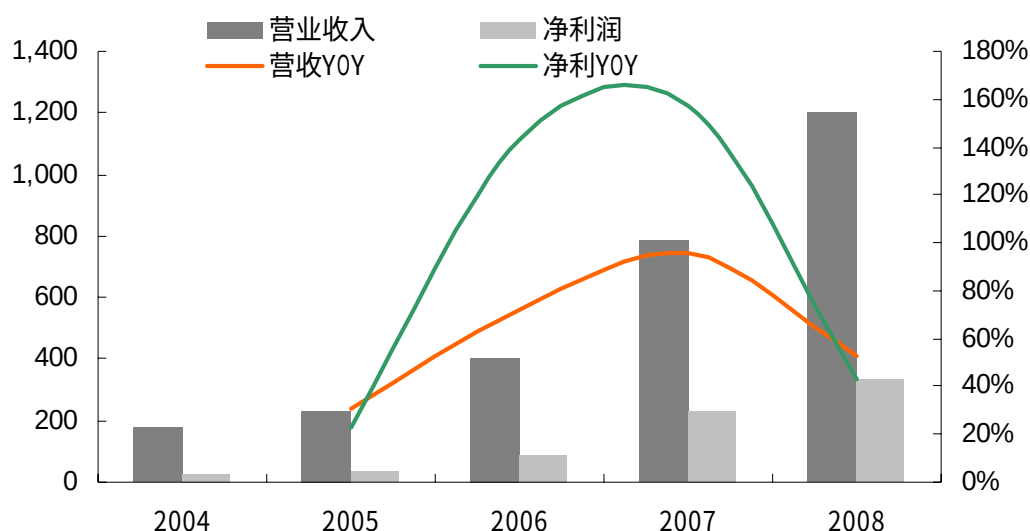
公司 2004-2008 年营业收入复合增长率高达 60.94%，净利润复合增长率更是达到了 82%，表现出较佳的成长性。收入增长主要受益于国内 ATM 需求的高速增长及有偿维护保有量增

加。因公司具有的本土优势和创新提升能力，使其充分享受到行业快速增长的喜悦。预计随着国内 ATM 需求增速的放缓，公司营业收入增速或将有所回落，但在其余发展中国家 ATM 需求带动下，加之公司产品价格优势，海外 ATM 销售收入仍将保持快速增长。

公司 ATM 国内市场占有率由 2007 年的 21%，上升至 22%，超越 Diebold 公司成为国内 ATM 市场供应商第一品牌，规模优势凸显。目前公司在工行的市场份额极低，未来三年工行 ATM 需求有望从现在的 2.87 万台上升至 5 万余台，一旦成功进入，将分享 2 万余台的需求增量。

图表 19 公司收入和净利润情况

单位：百万元、%



资料来源：公司资料、平安证券

在海外市场方面，公司 ATM 产品已成功进入了全球 50 多个国家和地区，海外知名度正在迅速提升。得益于越南、伊朗等南亚国家 ATM 市场需求的快速增长，公司海外 ATM 销售收入大幅增长，2008 年共实现销售收入 157.35 百万元，同比增长 51.33%。

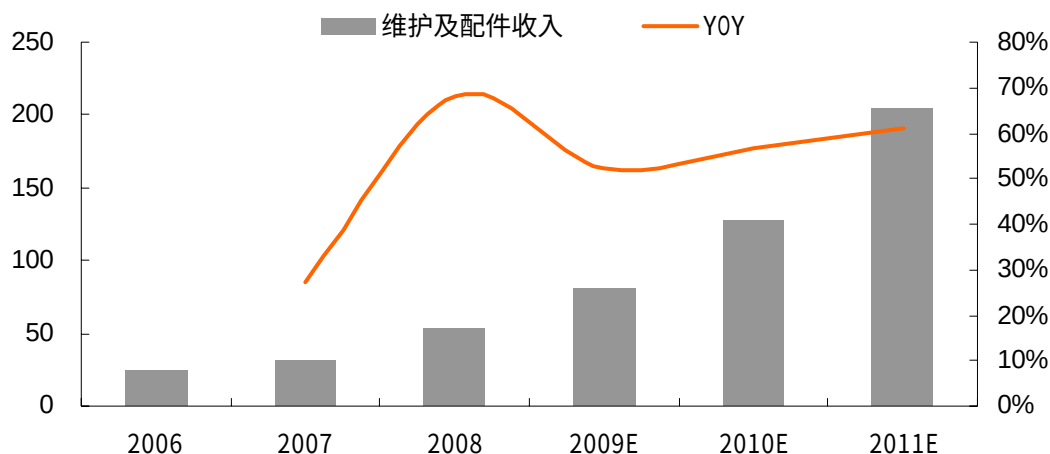
6.2 ATM 维护收入正步入快速增长时期

随着公司国内 ATM 机保有量及 CRS 存取款机增加，维护及设备配件收入正步入高速增长时期。公司 ATM 售后三年后将进入有偿维护期，目前公司国内 ATM 市场保有量超过 3 万台，正陆续进入有偿维护期。根据近三年的销售情况，未来几年将有约 2 万台 ATM 机进入有偿维护时期，届时有偿维护保有量约为现有数量的 2 倍。

此外，公司根据 ATM 机功能的不同采取差别收取维护费，普通 ATM 取款机每年的维护及配件收费大概是 6000 元左右，CRS 存取款机年维护费约 12000 元每年。随着银行进一步压缩现场人工服务成本，多功能存取款 ATM 机的需求比重将呈上升趋势，因而进一步加速公司维护及设备配件收入的增长。

图表 20 公司维护及配件收入及预测

单位：百万元、%



资料来源：公司资料、平安证券

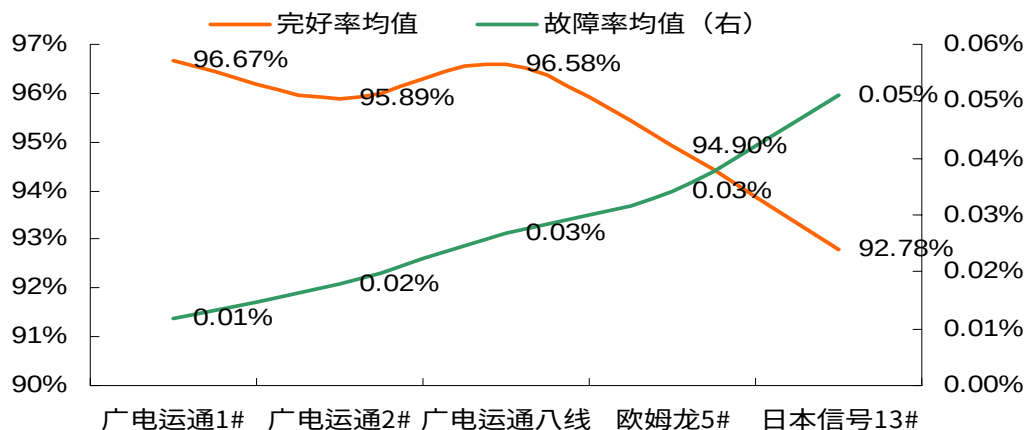
6.3 AFC 业务增长潜力巨大

根据铁道部发布的“中长期铁路网规划调整方案”，到 2020 年，全国铁路营业里程规划目标为 12 万公里以上，其中客运专线 1.6 万公里，主要技术装备达到或接近国际先进水平。根据我国 40 余座城市的轨道线路规模将超过 3400 公里，投资总额超过万亿。国务院已批准的第一批包括北京、上海、天津、广州、南京、深圳等 15 个城市轨道交通项目规划，至 2015 年的规划线路长度是 2400 公里，投资规模近 7000 亿。轨道交通的井喷式发展将催生相关产业的繁荣，其中 AFC 产业作为轨道交通票务管理的自动化系统，在售检票、计费结算等方面替代人工，在全国范围正得到广泛应用，发展前景广阔。

公司自主研发的 AFC 产品目前在北京地铁 1 号线、2 号线和八通线的运行效果良好，较国外同类设备的故障率更低，为公司深入拓展市场份额打下坚实基础。AFC 与 ATM 设备类似，对后续的服务与故障检修要求高，同时国家要求在招标中国产化率超过 70%。公司较国外知名厂商拥有本土服务优势，且公司产品完全满足运营技术要求，在轨道交通招标中享有较多优势。预计公司 AFC 收入将保持较高增速增长，2010 年 AFC 收入有望超过 2 亿元。

图表 21 北京地铁各线路 AFC 运行状况对比 (2008/6/9-7/5)

单位：%



资料来源：公司资料

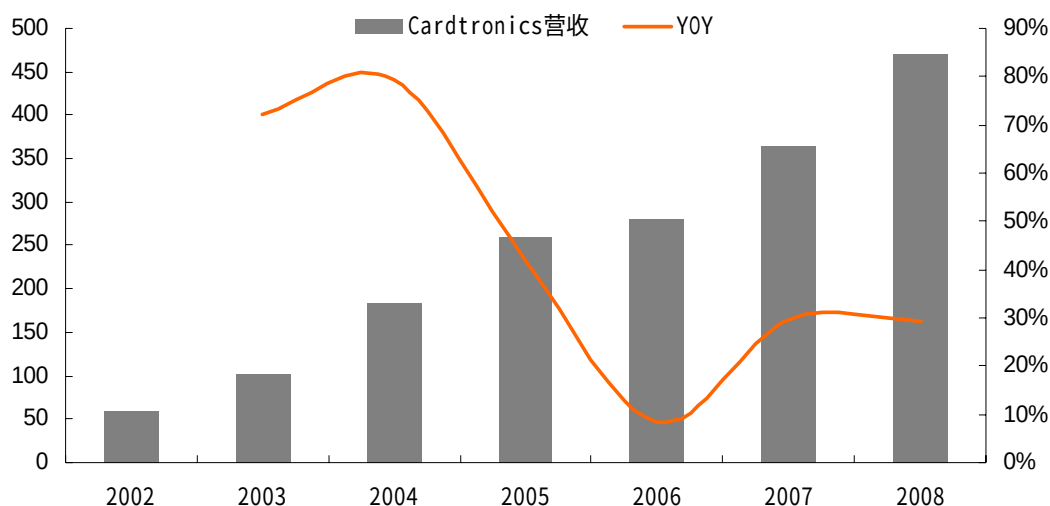
6.4 ATM 第三方运营收入维持平稳增长

公司子公司深圳银通主要从事货币自动处理设备的维护服务及 ATM 营运业务，2008 年，深圳银通总资产为 139.49 百万元，净资产为 129.39 百万元。2008 年，公司独立运营新增服务网点 72 个，ATM 服务网点达到 174 个，增长率 70.59%，实现收入 30.78 百万元，同比增长 34.47%。

从国外发展经验来看，第三方独立运营在 ATM 交易收费模式完善及离行式 ATM 广泛推广后处于快速增长期。根据 RBR 的统计，国内离行式 ATM 的比例已经从 2005 年的 20% 上升到了 2007 年底的 25%，2008 年这一比例将继续提高。但与西方发达国家的离行式 ATM 占总量近 70% 相比较，我国离行式 ATM 还有很大的发展空间。这种差距为我国第三方独立运营提供了巨大的市场空间，但由于我国 ATM 安置受银行控制，独立运营商可发挥的空间并不大，预计难以复制国外的发展模式、增速和规模空间，保守估计未来国内 ATM 独立运营趋向平稳增长。

图表 22 美国 Cardtronics 公司营业收入快速增长

单位：百万美元、%



资料来源：Bloomberg、公司财报

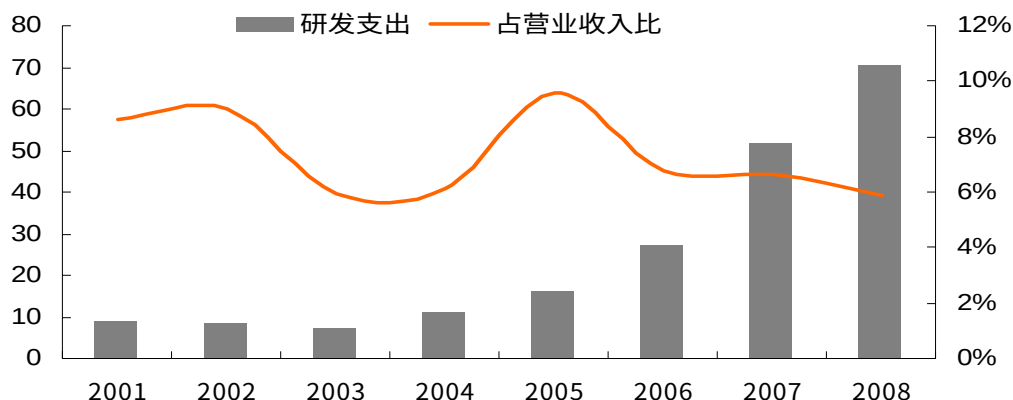
6.5 掌握 ATM 核心技术，发展后劲足

公司持续重视技术研发，研发支出占营业收入的比重占比较高，技术研发成绩斐然。公司自主研发的多项核心技术填补了国内空白，其钞票识别技术和出钞技术达到国际先进水平，已成为 ATM 国际行业协会和 CEN/XFS 组织的核心成员。

目前，公司核心模块性能稳定、质量可靠、可批量生产。公司 07、08 年的部分研发成果，如出钞机、现金循环机、闸机通道系统、闸机通道的通行目标识别方法及系统、整扎出钞机、成叠出票装置，为公司后续发展奠定了技术基础。公司技术领先优势使得公司在市场竞争中处于主导地位，有利于产品线的延伸，并能够更容易的获得下游大行的订单。

图表 23 公司研发支出占营业收入比重较为稳定

单位：百万元、%



资料来源：公司资料

6.6 ATM 需求特性决定了行业具备一定的垄断特质，壁垒较高

从前面的分析中可知，银行购买 ATM 除考虑经济效益外，对设备本身的安全性、可靠性非常关注，银行对 ATM 供应商都会进行一系列的安全认证，这就决定了 ATM 行业具有较高的技术壁垒。同时，ATM 下游客户基本是规模庞大的银行等金融机构，以及第三方独立运营商，需求十分集中，使得上游供应商也相对集中。因此，ATM 市场中通常由前几大厂商占据绝大部分市场份额，如 2008 年我国前五大厂商合计占据了超过 70% 的市场份额。

公司 ATM 已成功进入了中、农、建、交、邮储、光大、深发展等银行及地方性商业银行与农村信用社，市场占有率位居首位。公司核心模块已完成在国外市场的试用，目前正在国内市场推广试用，同时公司产品陆续批量通过 3C 认证、FCC 认证、UL 认证。因此，公司在下游客户和核心技术方面已取得先发优势。

6.7 资产质量优良，现金充足增加业绩弹性

公司资产质量优良，货币资产占总资产的比重为 46.88%，贷款回笼及时，货币资金充足使其能应对危机和增加业务扩张能力。公司预收账款大幅增加，占资产比重为 11.91%，较 2007 年提高 3.45 个百分点。应收账款和存货占比下降，与当前大多数企业应收账款和存货激增相比，表明公司对应收账款和存货的管理能力强。同时也从另一角度说明国内 ATM 行业受金融危机的负面影响相对较小。

图表 24 公司主要资产构成及增减情况

单位：百万元、%

	2008		2007		同比增减
	金额	占总资产比重	金额	占总资产比重	
货币资金	974.07	46.88%	784.46	48.62%	24.17%
应收账款	347.50	16.72%	284.24	17.62%	22.26%
存货	512.62	24.67%	412.07	25.54%	24.40%
短期借款	91.41	4.40%	62.27	3.86%	46.79%
应付票据	126.75	6.10%	26.10	1.62%	385.65%
应付账款	162.49	7.82%	266.16	16.50%	-38.95%
预收款项	247.45	11.91%	136.46	8.46%	81.34%

资料来源：公司资料

七、盈利预测与估值分析

7.1 盈利预测

公司09-11年收入增长主要来源于ATM和AFC等货币自动处理设备及相关系统软件生产、销售和有偿服务，以及ATM营运业务。公司所处行业和产品、服务在国内尚处于增长期，公司的领先地位有望享受更多的增长喜悦，预计公司营收及利润将超越行业均速增长。但考虑到金融危机及国内ATM整体增速可能趋缓等不确定性因素，保守估计09-11年公司营业收入分别增长22.30%、19.23%和23.15%。

收入和盈利预测主要假设条件：

公司ATM收入保持20%以上增速增长，AFC收入在轨道交通投资的高增长中实现较高增速增长，三年复合增长率为40%左右；公司ATM营运收入和设备维护及配件收入在小基数基础上将以超过50%的增速进入高速增长时期；此外，与ATM相关的金融服务外包业务因处于进入初期，且未能获得更详细数据，暂时不予考虑。

假设公司ATM价格在CRS存取款机占比提高的基础上小幅上升，保守估计成本保持稳定，整体毛利率保持在43-45%左右；各项业务的成本费用率维持基本稳定；以及继续享受政府退税优惠政策等。

根据以上销售预测和各种费用假设，预测公司2009—2011年EPS为1.17元，1.44元和1.76元，归属母公司净利润复合增长率为22%左右。

图表25 公司产品销售收入预测

单位：百万元

分产品收入	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
ATM	358.70	718.99	1,038.67	1,240.00	1,399.00	1,680.00
AFC	4.77	7.17	76.97	106.00	176.67	212.00
ATM 营运收入	14.30	22.89	30.78	40.01	48.02	57.62
设备维护收入	15.00	19.20	29.64	46.83	77.27	129.82
设备配件销售	10.00	12.65	23.92	34.68	50.29	75.44
合计	402.77	780.90	1,199.98	1,467.53	1,751.25	2,154.87
YOY	YOY	93.88%	53.67%	22.30%	19.33%	23.05%
分产品成本						
ATM	169.80	384.06	569.59	696.35	785.84	943.80
AFC	3.50	4.47	46.93	63.60	106.00	127.20
ATM 营运收入	4.60	8.81	16.83	22.01	26.41	31.11
设备维护收入	3.40	9.35	10.20	16.39	27.05	45.44
设备配件销售	5.80	5.79	11.53	16.65	24.14	36.21
合计	187.10	412.48	655.08	815.00	969.43	1,183.76
YOY		120.46%	58.82%	24.41%	18.95%	22.11%

资料来源：平安证券

7.2 投资估值分析

计算机设备和技术硬件与设备作为可比参照，以 2009 年 7 月 14 日的收盘价为基准，5 家可比公司 2008-2011 年的平均 PE 分别为 46.53、29.94、22.27 和 20.31 倍，当前平均 PB 为 4.32 倍。

预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 1.17、1.44 和 1.76 元，对应当前估计的 PE 分别为 23.93、19.44 和 15.91 倍，较平均水平存在一定低估。对应当前股价的 PB 为 6.73 倍，高于可比公司平均水平。

从前面的分析来看，我国 ATM 行业发展尚未进入成熟期，在金融服务需求增加及便捷性要求提高、银行卡大量发行、ATM 投放区域扩张及离行式网点增加等因素的驱动下，行业未来发展空间大。

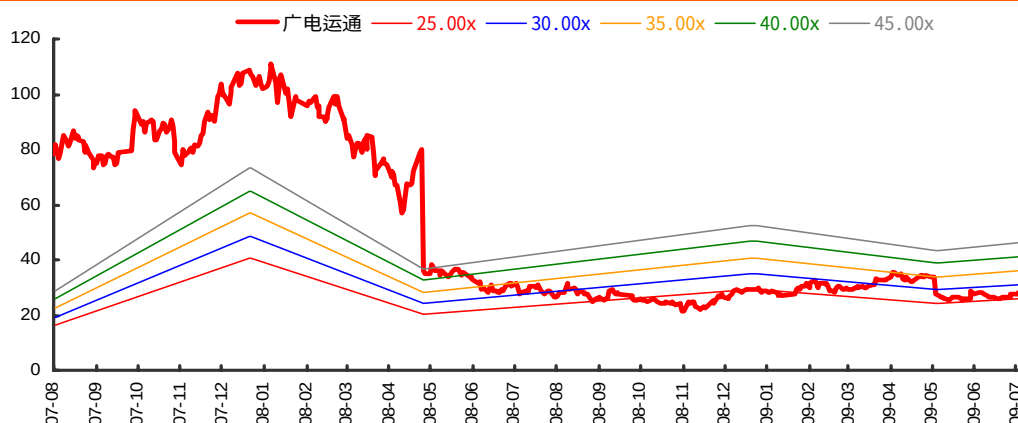
未来几年，除维护及设备配件收入进入高增长期外，还受益于国内城铁投资的加速发展，AFC 设备收入有望快速增长。公司作为行业领先企业，具备技术研发和本土服务优势，预计未来除 ATM 和 AFC 业务外，公司还可向 ATM、AFC 业务相关或类似领域突破，实现业务的多元化。给予 2009 年 30 倍 PE 估值，对应 35 元的目标价，维持“推荐”投资评级。

图表 26 类似行业上市公司的估值比较

代码	简称	股价 7.15	每股收益				市盈率 PE				PB
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
000748	长城信息	9.00	0.17	0.46	0.72	0.00	53.25	19.65	12.56	0.00	3.70
000948	南天信息	11.93	0.54	0.47	0.59	0.76	24.63	25.51	20.13	15.65	2.31
002177	御银股份	12.88	0.27	0.39	0.53	0.66	47.70	33.13	24.40	19.63	6.67
002197	证通电子	20.89	0.50	0.68	0.89	1.06	41.61	30.88	23.40	19.71	6.57
600100	同方股份	16.85	0.27	0.42	0.55	0.64	65.47	40.52	30.86	26.25	2.32
简单平均			0.35	0.48	0.66	0.62	46.53	29.94	22.27	20.31	4.32
002152	广电运通	28.00	0.97	1.17	1.44	1.76	28.97	23.93	19.44	15.91	6.73

资料来源：wind 资讯、平安证券

图表 27 公司 PE-Bands 走势



资料来源：wind 资讯

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	402.73	780.90	1199.98	1467.53	1751.25	2154.87
主营业务利润	208.41	359.96	528.90	633.45	760.11	943.29
投资收益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	5.65	-2.23	-9.01	-17.60	-16.54	-15.67
管理费用	64.57	83.14	115.93	132.08	157.61	193.94
销售费用	52.60	82.48	124.59	146.75	175.12	215.49
所得税	12.12	26.78	31.54	44.45	54.74	66.78
少数股东损益	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	90.14	231.57	331.55	400.05	492.68	601.02
全面摊薄 EPS	0.26	0.68	0.97	1.17	1.44	1.76

资产负债表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
货币资金	542.76	1502.27	1863.72	2154.56	2688.56	3346.00
其他流动资产	397.73	717.81	889.65	1025.60	1222.66	1594.86
固定资产合计	55.31	111.26	214.26	305.63	321.84	314.50
其他长期资产	55.31	111.26	214.26	305.63	321.84	314.50
资产总计	598.07	1613.53	2077.98	2460.19	3010.40	3660.49
其他流动负债	101.49	84.40	93.76	163.00	193.89	236.75
流动负债合计	345.74	575.39	721.86	772.37	909.92	1057.52
其他长期负债	10.30	11.09	11.41	11.41	11.41	11.41
长期负债合计	10.30	11.09	11.41	11.41	11.41	11.41
少数股东权益	0.00	0.00	14.70	14.70	14.70	14.70
股东权益合计	242.03	1027.05	1344.79	1676.41	2089.08	2591.56
负债及股东权益合计	598.07	1613.53	2078.06	2460.19	3010.40	3660.49

现金流量表

截至 12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额						
投资活动产生的现金流量净额	60.47	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
分配股利或利润或偿付利息所支付的现金	-18.26	241.87	306.59	319.66	445.08	394.14
筹资活动产生的现金流量净额	0.00	28.51	0.00	68.43	80.01	98.54
现金及现金等价物净增加额	-7.14	-60.07	-97.94	-121.43	-51.43	-31.43
	35.08	458.04	-16.24	-71.65	-177.57	-63.29

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257