

增持 维持

广电运通 (002152)

2009 年 8 月 18 日

股票价格

8 月 18 日收盘价	26.16 元
6 个月内目标价	30.00 元
59 周内股价波动	20.70-36.50 元

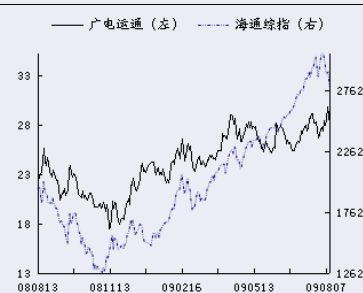
主要估值指标

	2008A	2009E	2010E
市盈率	26.83	23.65	19.73
市净率	6.62	5.50	4.69
PEG	0.62	1.76	0.99
EV/EBITDA	25.67	22.02	18.06

股本结构

总股本 (万股)	34214
流通 A 股 (万股)	15061
B 股/H 股 (万股)	0/0.00

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

计算机行业分析师

李冠宇

电话: 021-23219414

Email: ligy@htsec.com

计算机及通信行业首席分析师

陈美凤

电话: 021-23219404

Email: chenmf@htsec.com

终成行业第一, ATM 国产化趋势将延续

2008 年底公司 ATM 市场占有率达到 22%, 市场份额跃升第一。我们认为今后三年国内 ATM 市场出货量将稳健增长。国内市场份额的持续提高和海外市场的扩展将驱动公司业绩平稳增长。

主要财务数据及预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润增长率 (%)	156.90	43.17	13.44	19.87	21.56
主营业务利润率 (%)	46.10	44.08	41.19	40.41	39.60
净资产收益率 (%)	36.49	27.96	25.39	25.64	26.48
每股经营性现金流 (元)	0.71	0.90	1.10	1.08	1.28
每股收益 (元)	0.68	0.97	1.10	1.32	1.60

资料来源: 海通证券研究所

- **维持“增持”的投资评级。**我们预测公司 2009 年-2011 年的 EPS 为 1.10 元、1.32 元、1.60 元。目前我们关注的计算机硬件行业公司 2009 年均动态市盈率约为 26 倍。鉴于 ATM 行业未来几年稳定的增长, 公司市场占有率将不断提高, 同时考虑现金处理相关产品的推动和海外市场的拓展。我们认为可以给予公司行业平均估值水平, 估值较为安全。我们以 25~30 倍 2009 PE 预测公司股票合理价格区间为 27.50~33.00 元。
- **国内 ATM 需求量 3 年内有望保持 20% 的增速。**截至 2008 年底, 国内 ATM 保有量约为 19.2 万台, 出货量 5.4 万台, 按照每年 20% 的增速计算, 2011 年底 ATM 保有量将达到 42.8 万台, 也就是每百万人拥有 ATM 数达到 322 台, 基本上和香港的情况相近。我们认为 2009 年-2011 年国内 ATM 行业维持 20% 的增速是有希望的。2011 年之后国内 ATM 市场需求将包括更新需求和新增需求两部分。
- **银行盈利预期提升推动 ATM 投资, 消除短期担忧。**ATM 作为银行 IT 投资的组成部分, 跟其他 IT 投资一样受到银行盈利能力的影响。受宏观经济影响, 2008 年-2009 年 1 季度银行盈利能力增速大幅下滑, 甚至出现负增长。随着 2009 年下半年经济逐渐趋稳, 银行盈利能力恢复正常, 定性来看, 我们认为短期 ATM 行业的投资受到宏观经济的影响将减弱。
- **国内市场份额有望进一步提高, 新产品新市场铺设长期成长之路。**公司在农行、中行的市占率接近 50% 左右, 继续维持高市占率的可能性较大。通过在建行、工行、农信社、股份制银行领域发力, 公司有望获得原有海外巨头的市场份额, 从而不断提升在国内 ATM 行业中的市场份额。对比海外公司, 我们认为公司还有两方面潜力可挖: 一方面现金处理相关产品 (如银行柜员机) 的市场空间广阔; 另一方面全球 30 万台 ATM 机出货量市场, 公司市占率不到 3%, 凭借成本 (包括原料成本和研发费用) 公司有望获得更多的市场份额。
- **主要不确定性:**国内 ATM 市场是一个增量概念的市场, 80% 以上的采购量来自新布放 ATM 需求, 行业增速有可能低于预期。国外、国内厂商价格战可能超出市场预期, 导致公司毛利率继续大幅下滑。

目 录

1. 广电运通简介.....	4
2. ATM 仍处在高速成长期.....	5
2.1 银行盈利能力提升推动 ATM 投资，消除短期担忧.....	5
2.2 出口导向型经济向消费型经济转变，刺激现金流转.....	5
2.3 国内市场占有率第一.....	6
2.4 国内发达城市 ATM 需求量仍有提升空间.....	6
3. 广电运通 SWOT 分析.....	7
优势.....	7
劣势.....	8
机会.....	8
威胁.....	9
4. 国内外 ATM 行业比较.....	9
4.1 自助服务领域广泛，市场有待挖掘.....	9
4.2 国内企业成长性好、盈利能力强.....	10
4.3 国外厂商总体市场份额仍占优势，进一步价格战可能性降低.....	11
5. AFC 市场空间广阔、为业务提供有益补充.....	11
6. 经营状况分析.....	11
6.1 下半年农行大单影响减弱，毛利率有望止跌回升.....	11
6.2 经营现金流状况良好，负债率不断降低.....	12
7. 盈利预测与估值分析.....	12
7.1 销售收入及毛利率预测.....	12
7.2 估值分析.....	14
8. 主要不确定因素.....	15

图目录

图 1 广电运通股权结构图	4
图 2 广电运通 2008 年收入比例 (%)	4
图 3 广电运通 2008 年营业利润构成 (%)	4
图 4 上市银行净利润同比增速应在 1 季度见底 (%)	5
图 5 全国 ATM 季度销售量在 09 年二季度出现反弹	5
图 6 2006-2009Q1 年银行卡、ATM 机 (联网) 累计量统计	6
图 7 2006-2009Q1 银行卡/ATM (张/台)	6
图 8 2008 年 ATM 供应商的国内市场占有率	6
图 9 2008 年商业银行 ATM 采购量占比	6
图 10 各国每百万人拥有 ATM 量统计 (台/百万人)	7
图 11 ATM 机服务银行卡数量各国统计 (张/台)	7
图 12 2001 年-2008 年主营业务收入比较 (百万美元)	10
图 13 2002 年-2008 年主营业务艘入增速比较 (%)	10
图 14 2001 年-2008 年 EBIT 比较 (百万美元)	10
图 15 2002 年-2008 年 EBIT 增速比较 (%)	10
图 16 2001-2008 年各厂商毛利率比较 (%)	11
图 17 2004 年-2009Q1 主营业务毛利率 (%)	12

表目录

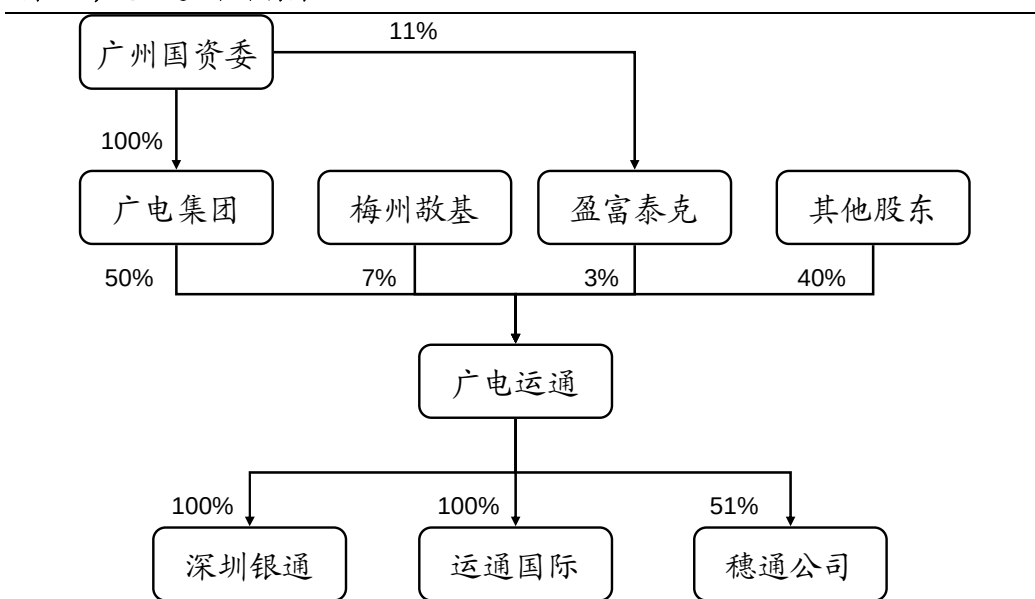
表 1 广电运通 SWOT 分析	7
表 2 公司 07 年-08 年客户收入占 ATM 销售收入比例	9
表 3 ATM 厂商的产品类型	10
表 4 公司部分重要财务指标	12
表 5 广电运通主营收入预测	13
表 6 广电运通利润表预测（百万元）	14
表 7 海通证券 DCF 估值模型的基本假设	14
表 8 DCF 估值敏感性分析（元）	15
表 9 A 股软件公司相对估值	15

1. 广电运通简介

广电运通成立于 1999 年，2007 年实现 IPO，主营业务为 ATM 机的生产、销售。公司股东包括广电集团、梅州敬基、盈富泰克、其他股东等，截至 2008 年，上述股东的持股比例分别为 50%、7%、3%、40%。其中广电集团的实际控制人为广州国资委，2010 年 8 月解禁。

公司主要控股子公司包括：深圳银通、运通国际、穗通公司。公司对上述子公司的持股比例分别为 100%、100%、51%。母公司主要负责国内 ATM 机的研发、生产、销售。运通国际主要负责海外 ATM 机的销售。深圳银通主要负责国内 ATM 机的维护和 ATM 运营。穗通公司主要负责受银行委托对自动柜员机进行维护及管理，对现金及有价证券提供清分处理服务。

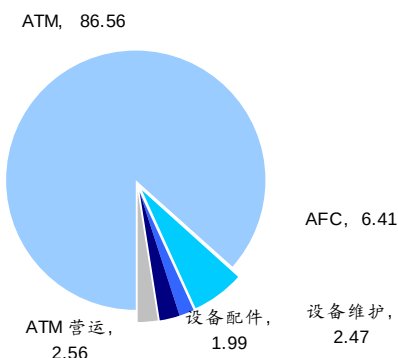
图 1 广电运通股权结构图



资料来源：公司资料、海通证券研究所整理

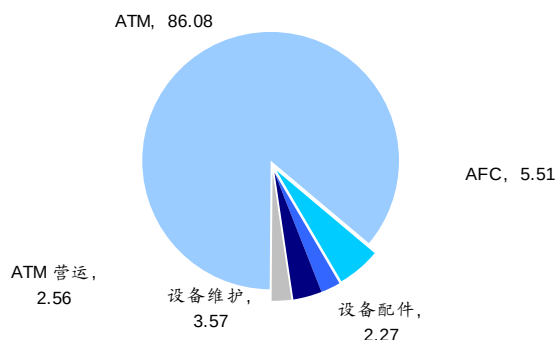
2008 年公司主营业务包括：ATM 生产销售、AFC 生产销售、设备配件销售、ATM 设备维护、ATM 运营五大业务。上述五项业务分别占主营业务收入比例为 86.6%、6.4%、2.5%、2.0%、2.6%，分别占毛利比例为 86.1%、5.5%、2.3%、3.6%、2.6%。可以看出，公司的主营业务集中在 ATM 生产销售，因此 ATM 行业的发展对公司业务将产生主要影响。

图 2 广电运通 2008 年收入比例 (%)



资料来源：公司资料，海通证券研究所

图 3 广电运通 2008 年营业利润构成 (%)



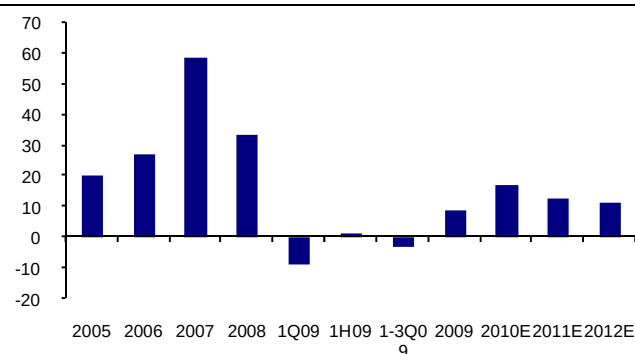
资料来源：公司资料，海通证券研究所

2. ATM 仍处在高速成长期

2.1 银行盈利能力提升推动 ATM 投资，消除短期担忧

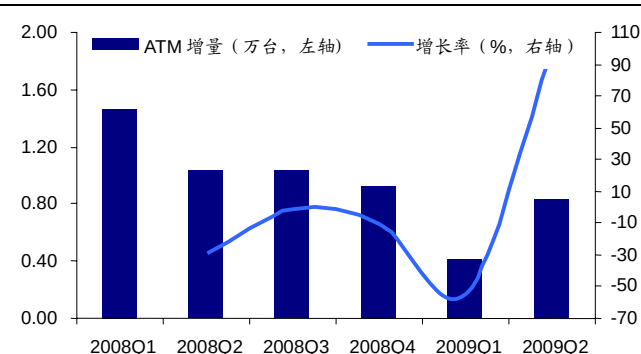
ATM 作为银行 IT 投资的组成部分，跟其他 IT 投资一样受到银行盈利能力的影响。虽然银行 IT 投资占银行盈利的比例非常小，但是随着银行盈利能力预期下降的影响，银行节约开支的影响反应在投资的各个方面。受宏观经济影响，2008 年-2009 年 1 季度银行盈利能力增速大幅下滑，甚至出现负增长。同样，我们也看到 ATM 销售量也在 2008 年一季度以后逐季下滑。2009 年二季度随着银行盈利能力回升，ATM 销售量出现明显反弹。随着 2009 年下半年经济逐渐趋稳，银行盈利能力恢复正常，定性来看，我们认为短期 ATM 行业受到的宏观经济影响将减弱。

图 4 上市银行净利润同比增速应在 1 季度见底 (%)



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 全国 ATM 季度销售量在 09 年二季度出现反弹



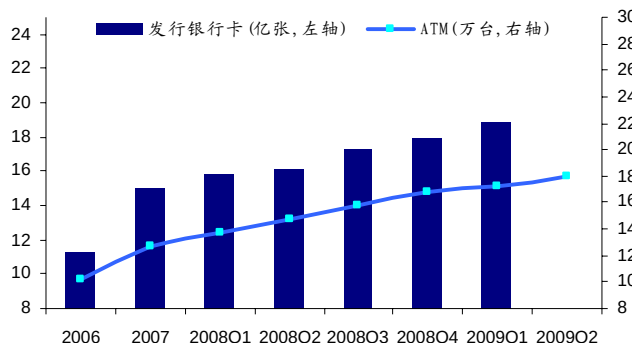
资料来源：央行，海通证券研究所

2.2 出口导向型经济向消费型经济转变，刺激现金流转

消费规模增长刺激现金流转，拉动 ATM 需求量。主要原因：第一、经历经济危机之后，中国经济增长模式正在从投资、出口拉动型向消费型转变，社会消费增长拉动现金交易量的增长，ATM 机作为现金的配送终端，需求量随之增长。2009Q1 社会消费品零售总额 29398 亿元，同比增长 15%，加快了 3.6 个百分点。第二、非现金交易（如信用卡、借记卡交易）对现金交易的替代作用不必过分担忧，美国信用卡拥有量 4.39 张/人，ATM 每百万人拥有量约 1300 台；国内信用卡拥有量 0.11 张/人，ATM 每百万人拥有量 130 台左右，也就说即使在国内信用卡持有量大幅增长达到美国水平，ATM 机也还有很大增长空间。

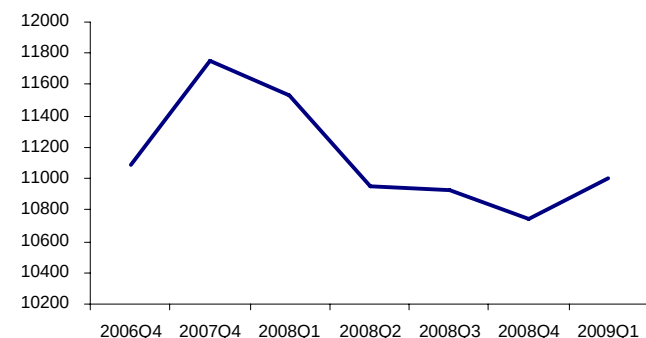
ATM 机对银行产生的最大效益在于给本行客户提供方便服务，提高满意度，最终目的是为了吸纳更多存款，赚取效益。从图 2 可以看出，2009 年 Q1 银行发卡量仍保持 20% 左右的增长，但是 ATM 机的发机量增速小于发卡量，导致银行卡/ATM 数值出现回升。我们认为这种情况是不符合长期趋势的，国内每台 ATM 机服务银行卡数量 11000 张/台，远高于世界其他国家水平。随着银行盈利预期的转变，短期 ATM 机采购量有望加速。总体上，我们认为今年大行 ATM 采购需求能够保持稳定增长，以农信社为代表的中小银行为了快速提高自身经营规模增速有望超越行业平均水平。

图 6 2006-2009Q1 年银行卡、ATM 机（联网）累计量统计



资料来源：央行，海通证券研究所

图 7 2006-2009Q1 银行卡/ATM（张/台）



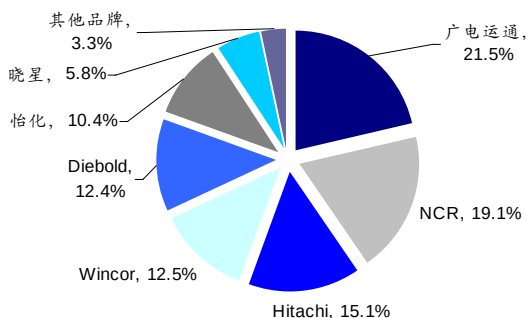
资料来源：央行，海通证券研究所

2.3 国内市场占有率第一

2007 年在全球 ATM 市场上，广电运通销售量排名第八位，较 2005 年全球第十的排名上升了两位。广电运通出货量占全球 ATM 出货量的 3%。全球排名前 7 位的 ATM 厂家为（按照英文字母排序，而非市场份额排序）：Diebold、Hitachi-Omron、NCR、Nautilus Hyosung、OKI、Triton、Wincor Nixdorf。

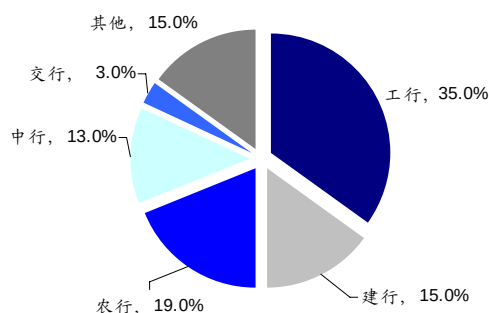
国内 ATM 市场上，2007 年公司排名第二位，市占率 21%；2008 年公司排名超过 Diebold，位列第一，市占率为 21.5%。成为国内 ATM 市场真正的领导企业。根据我们测算，公司在农行、中行 ATM 采购量中占到 50% 左右的比重，因此未来来自这两个客户的收入增长将依赖 ATM 行业的自然增长率，市场份额持续提升的空间较小。

图 8 2008 年 ATM 供应商的国内市场占有率



资料来源：海通证券研究所

图 9 2008 年商业银行 ATM 采购量占比



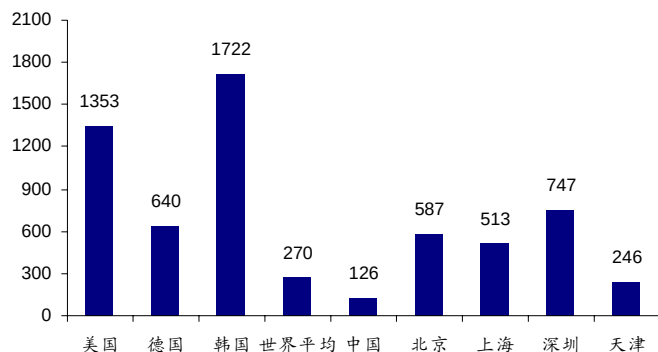
资料来源：海通证券研究所

2.4 国内发达城市 ATM 需求量仍有提升空间

从各国每百万人拥有 ATM 机数量的情况来看，中国为 126 台/百万人，远远低于发达国家水平，其中深圳、北京、上海、广西和天津，每百万人拥有 ATM 机的数量分别为 747 台、587 台、513 台、419 台和 246 台，仍然远低于美国的平均水平。

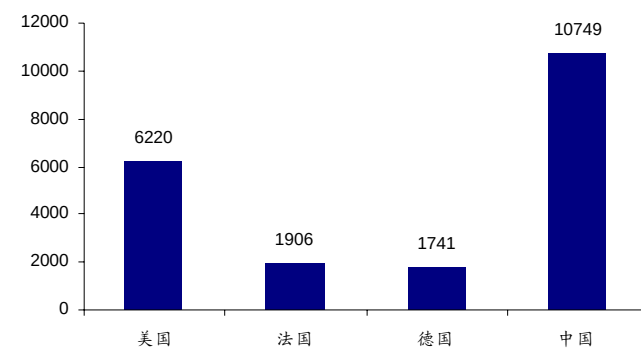
从各国每台 ATM 机服务银行卡数量的情况来看，中国为 10749 张/台，远远高于发达国家水平。综上所述，我们认为 ATM 机不管是在国内发达城市，还是在全国范围内都还有很大的成长空间。

图 10 各国每百万人拥有 ATM 量统计 (台/百万人)



资料来源：央行，海通证券研究所

图 11 ATM 机服务银行卡数量各国统计 (张/台)



资料来源：央行，海通证券研究所

3. 广电运通 SWOT 分析

通过分析广电运通目前的情况，我们认为公司的优势大于劣势，机会多于威胁。公司竞争力显而易见，从长期来看，如果能有效解决激励机制的问题，未来可以成长为全球 ATM 行业的领导厂商之一。

表 1 广电运通 SWOT 分析

优势 1. 遍布全国的服务网点和对客户需求快速响应能力 2. 技术研发实力强，规模扩大带来成本下降 3. 银行 ATM 采购进入门槛高	劣势 1. 核心零部件严重依赖少数国外厂商 2. 目前缺乏有效的激励机制
机会 1. 获得建行、工行的大批量采购 2. 国内市场份额提高， 逐渐打开海外市场（包括但不限于发展中国家） 3. 核心零部件的技术突破 4. 进一步研发现金处理相关的产品和服务	威胁 1. 来自国内 ATM 厂商的竞争 2. 来自海外 ATM 厂商的竞争 3. 银行 IT 投资下滑

资料来源：公司公告，海通证券研究所

优势

随着银行间竞争加剧，各大银行更加关注核心业务的发展，因此银行将外包越来越多的周边业务，如 ATM 服务业务。能否提供自动现金服务整体解决方案，成为银行选择 ATM 机商家的重要考核标准。自动现金服务整体解决方案主要包括：ATM 机的选址、审批、购置、运营、维护。公司在全国 174 个服务网点，及时有效地保证了各地 ATM 的正常运转，给予银行很好的用户体验。而且维护人员管理成本的优势，也让公司与国外厂商的竞争中占据一定优势。

ATM 的原材料包括液晶显示板、读卡器、出钞模块、验钞模块、钢材等。ATM 整机的技术水平主要体现在系统的稳定性上，公司的 ATM 已经在农、中行获得广泛应用，长期应用过程中未出现明显过失，显示出公司产品质量优秀。同时公司已经成功研发出钞模块，并应用于部分取款机，技术上不存在障碍。作为国内第一大 ATM 厂商，未来公司对上游零配件厂商的议价能力将逐渐加强，销售规模的扩大也将有利于降低生产成本。

各大银行对 ATM 入围供应商有严格的要求，从时间上来看少则 1 年，多则 5-6 年。同时银行会对 ATM 厂商的认证提出各方面的要求，公司 ATM 产品已通过了大部分国内和国际 ATM 行业的权威认证，包括中国强制性产品认证制度（CCC）、CE、FCC、UL、PCI、EMV 认证等，同时还是 ATMIA 和 WOSA 国际组织的核心成员。我们认为 ATM 行业还是存在一定的进入壁垒。

ATM 供应商要进入某一银行需经过严格的检测并通过其总行的入围评审；同时，银行对于 ATM 品质的评估必须通过长期的使用才可以得出。

劣势

公司目前大部分取款机中的出钞模块，存取款一体机中的循环出钞模块依赖 Hitachi 公司的进口构件。如果合作关系发生变化，更换该核心模块短期有可能严重影响到整机的质量。

ATM 行业是一个竞争相对温和的市场，竞争的核心在于管理效率的高低，因此公司需要有效的激励机制使得公司有动力去做更多的市场开拓和新产品研发。

机会

近年来农行、中行占公司 ATM 销售收入比例分别为 31.5%、31.4%。而农行、中行占 08 年全国 ATM 采购量的 19%、13%，建行、工行占 15%、35%。因此来自建行和工行的 ATM 采购量大概是农行、中行总和的 1.6 倍左右，也就是说如果公司能够在建行和工行延续在农行、中行的销售量占比，销售收入完全可以实现翻番的目标。

估计全球 ATM 机销售量在 30 万台以上，08 年国内 ATM 机销售量约为 5 万台，广电运通 08 年出货量约为 1.18 万台，国内市场份额约为 22%，全球市场份额仅为 4%。根据韩国的经验来看，随着国内 ATM 厂商的崛起，原先国外厂商的市场份额逐渐被抢占。因此我们有理由相信国内 ATM 厂商市场份额将进一步提高，广电运通作为行业龙头有望在这一渐变的过程中成为最大受益者。海外市场方面，随着公司产品被海外银行逐步接受，凭借成本优势有望在全球市场获得更高的市场份额。

存取款一体机的循环机芯模块是 ATM 行业技术含量最高的部分，公司尚处在研发阶段，成熟产品的推出只是时间问题。技术瓶颈的突破，一方面可以减少对国外厂商的高度依赖，另一方面可以降低成本（该模块占整机成本的 40%左右），提高盈利水平。

表 2 公司 07 年-08 年客户收入占 ATM 销售收入比例

2007		2008H1		2008	
客户名称	比例	客户名称	比例	客户名称	比例
农业银行	34.79%	农业银行	36.70%	农业银行	31.47%
中国银行	22.94%	中国银行	29.01%	中国银行	31.36%
交通银行	7.96%	交通银行	5.21%	IAC	9.12%
EasternAsia	4.85%	EasternAsia	4.54%	北京乐金	0.00%
邮政储蓄	4.30%	DfEI 公司	1.80%	交通银行	4.67%
建设银行	3.12%	上海银行	1.46%	EAB	2.83%
IAC 公司	2.63%	哈姆公司	13.60%	中信银行	1.68%
中国光大银行	2.25%	北京乐金系统	0.00%	易城科技	0.00%
广东省电信实业	1.41%	广东省电信实业	2.37%	中国建行	1.07%
EB 公司	1.24%	北控电信	0.00%	广东省电信	1.03%
其他	14.51%	其他	5.31%	其他	16.77%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

威胁

国内 ATM 制造商，如御银股份、东信和平等 ATM 企业的崛起，给公司的定价策略带来一定的影响。国外 ATM 制造商，纷纷将制造厂转移到国内，从而降低了生产成本，也将对公司构成一定的威胁。我们认为国内 ATM 企业研发能力较弱，在高端及后续现金处理产品上难以保持长久竞争力。国外 ATM 企业不会将研发外包，高昂的研发费用制约了他们对新产品的更新速度。未来现金处理产品的竞争在于新产品的研发成本竞争。

4. 国内外 ATM 行业比较

4.1 自助服务领域广泛，市场有待挖掘

广电运通目前面对的竞争对手主要是海外 ATM 巨头，包括 NCR、Diebold、Wincor、Hitachi、Nautilus Hyosung、OKI、Triton 等；国内竞争对手包括东方通信、广州御银、深圳兴达通、神州数码、湘计算机、深圳辰通等。

通过产品对比，我们认为广电运通与国外 ATM 厂商的差距之一在于产品类型单一。总结表 4 的内容，广电运通可扩展的产品类型包括：柜台现金机(Teller Cash Automation)、支票处理终端(Check Deposit & Payment Terminal)、零售自助服务机、医疗自助服务机、交通自助服务机。

柜台现金机的主要功能是帮助银行柜台人员自动清点、存放钞票，能够降低工作人员的工作强度，缩短单个用户服务时间。银行柜员机在海外已经得到广泛应用，在国内基本属于空白市场。按照全国银行网点 18 万间、每个银行网点平均需要 4 台柜员机计算，市场规模为 72 万台，至少约 300 亿元的市场空间。

零售自助服务机的主要功能是完成超市自助 Check-out 的服务，由顾客自助扫描商品上的标签，刷卡付款。该机器有助于减少商场收银人员，提高用户体验。在国内医疗信息化水平较低的情况下，我们认为医疗自助机的应用需要较长的等待时间。交通自助服务机已经在内地地铁得到普及应用，具体内容将在后文做详细介绍。

另一个 ATM 厂商的发展方向是身份安全识别设备的研发、销售。凭借对货币识别方面掌握的技术，该类厂商在识别领域能够延续这种技术优势。

表 3 ATM 厂商的产品类型

NCR	Hitachi	Wincor	Diebold	OKI	Triton	广电运通
ATM	ATM	ATM	ATM	ATM	ATM	ATM
POS	Teller Cash Automation	POS	Teller Cash Automation	存折票据打印机	ATM 管理软件	AFC
Self-Service Kiosks	读卡器、出钞模块等核心部件	Self-Checkout Systems	Check Deposit & Payment Terminal	人脸图像处理中间件		ATM 管理软件
Check&Document Imaging		Kiosk Terminals				
Software		Lottery Systems				
Supplies		Reverse Vending Systems				
		Electronic Price Labeling				

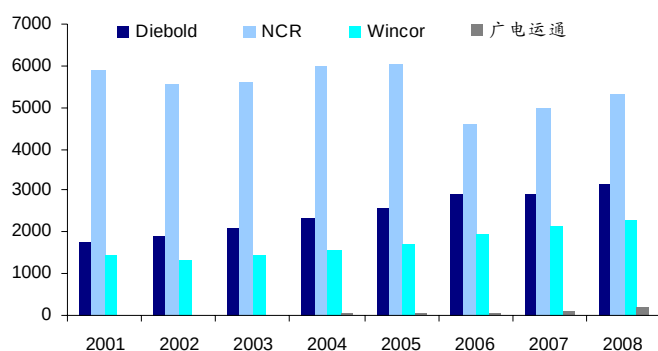
资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.2 国内企业成长性好、盈利能力强

从 2001 年-2008 年的主营业务收入数据看，其他三家海外 ATM 企业的收入增速最高达到 15% 左右，某些年份甚至出现负增长。而广电运通收入增速一直保持在 30% 以上。

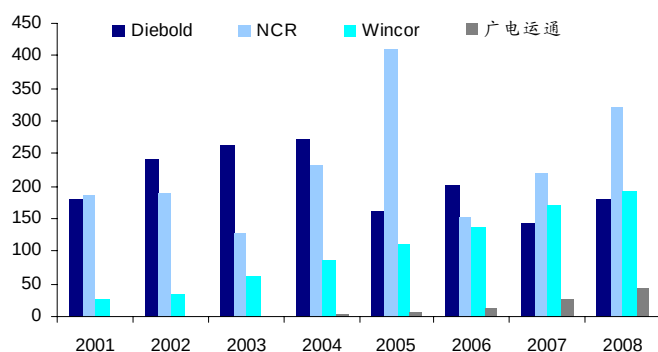
我们认为 EBIT 相比归属母公司净利润，剔除了很多非经常性损益的影响，更能代表公司主业的盈利能力。除了 Wincor 以外，NCR、Diebold 最近几年盈利经常出现大幅波动。相比之下，广电运通，每年 EBIT 都保持 30% 以上的正增长。

图 12 2001 年-2008 年主营业务收入比较 (百万美元)



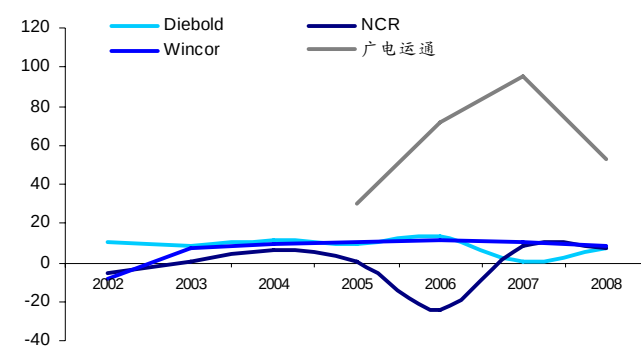
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 14 2001 年-2008 年 EBIT 比较 (百万美元)



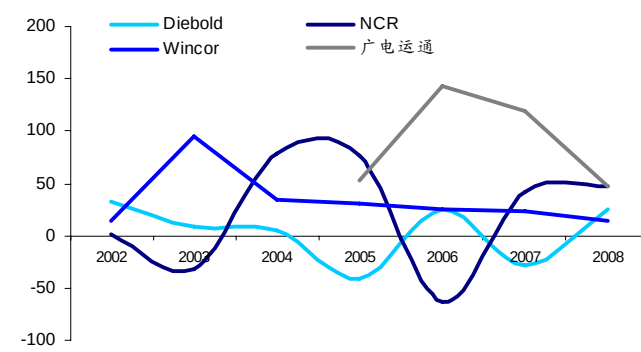
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 13 2002 年-2008 年主营业务收入增速比较 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 15 2002 年-2008 年 EBIT 增速比较 (%)



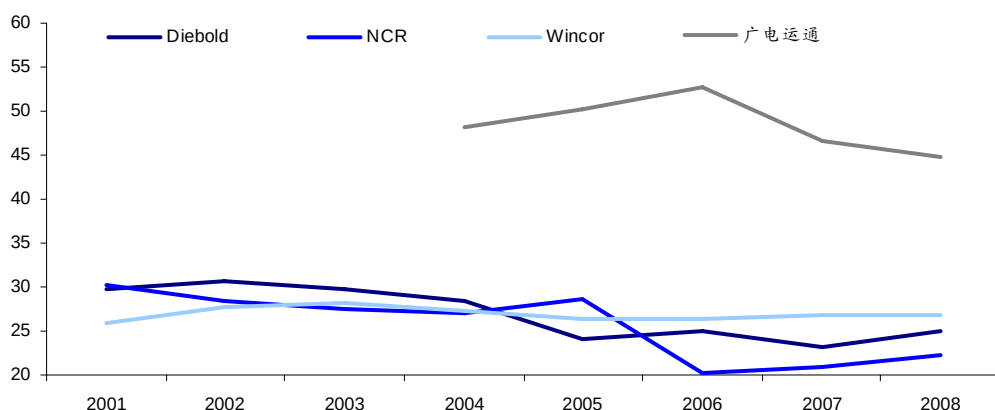
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

4.3 国外厂商总体市场份额仍占优势，进一步价格战可能性降低

目前，国外厂商 ATM 出货量占国内市场份额的 70% 左右，仍然处于领先地位。国外厂商希望维持目前的竞争格局，因此不会主动发起价格战。而且从成本角度来看，国外厂商的 ATM 制造成本，研发费用等都不会比国内厂商具有更多的优势，因此借降价来限制国内厂商发展并不会取得太好的效果。

2008 年 Diebold、NCR、Wincor 的毛利率分别为 25%、22%、27%；三者的 EBIT 率分别为 5.71%、6.06%、8.37%。可以看出，国外厂商的两项指标都落后于广电运通，发动价格战只会对国外厂商已经较低的盈利水平构成更大的压力。

图 16 2001-2008 年各厂商毛利率比较 (%)



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

5. AFC 市场空间广阔、为业务提供有益补充

地铁和轻轨建设带来 AFC 需求增长。国务院批准的第一批 15 个城市轨道交通规划显示，到 2015 年底将完成轨道线路建设 2400 公里，投资额 7000 亿元，目前已投资 1000 亿元；加上第二批城市和筹备城市，合计有 40 个城市将启动轨道交通建设，建设线路将达到 3400 公里。

轨道交通建设的高速发展给配套设备厂商带来了发展良机，估计自动售检票设备占 6000 亿投资额的 1% 左右。以广电运通为代表的 AFC 厂商仍有 60 亿的巨大市场。我们认为 AFC 设备对安全性的要求不如 ATM 机，因此符合资质要求的企业较多，未来竞争较为激烈。公司目前已经中标广州地铁 4 号线、北京地铁（1 号、2 号、8 号线）、南京地铁 1 号线南延段等。由于 AFC 从签订协议到收入确认需要较长的周期，因此每年对公司主营业务的贡献程度也较为有限。

目前轨道交通方面的竞争有日本的欧姆龙，韩国的三星、LG，美国的 CUBIC，国内的邮通、华虹等。

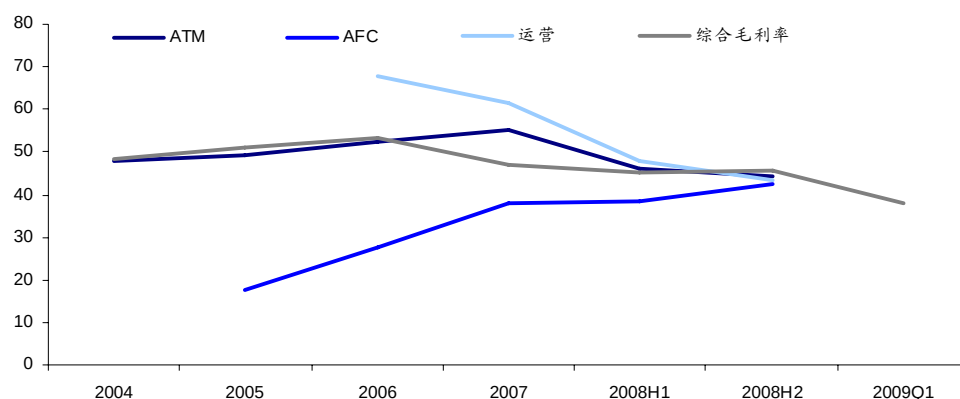
6. 经营状况分析

6.1 下半年农行大单影响减弱，毛利率有望止跌回升

去年下半年，公司曾公告农行的大订单，按照公司 3-6 个月的交货时间计算，我们认为一季度主营业务收入有部分来自于该订单的收入确认，二季度也同样会受到一定影响。在去年银行盈利能力下滑的情况下，公司表现出对客户的体谅，因此以更加优惠的价格让利于银行（我们估计今年没有这方面的措施）。各银行在 ATM 招标过程中，价格因素只是所有打分标准的一部分，而进一步提高市场份额的关键要素，还在于提高产品

的质量和后续服务。如果没有重大事件作为驱动，目前 ATM 行业竞争处于比较有序的状态，各 ATM 公司并没有太大的降价动力。因此我们认为二季度毛利率将不低于一季度毛利率，全年毛利率将高于一季度毛利率。

图 17 2004 年-2009Q1 主营业务毛利率 (%)



资料来源：海通证券研究所

6.2 经营现金流状况良好，负债率不断降低

近几年，每股经营现金流与 EPS 相当，每年都为正值，表明公司现金流非常健康。公司存货周转率和应收账款周转率在 08 年都有明显提升，表明公司的经营管理一直保持良好的状态。流动比率和速动比率基本保持稳定。资产负债率有所减低，表明公司资产质量不断提高。

表 4 公司部分重要财务指标

	2004	2005	2006	2007	2008
存货周转率 (倍)	2.03	3.13	3.00	1.90	2.34
应收账款周转率 (倍)	2.43	1.60	1.58	2.75	3.45
流动比率 (倍)	1.77	1.62	1.57	2.61	2.58
速动比率 (倍)	1.11	1.26	1.18	1.89	1.87
资产负债率 (%)	66.40	59.14	59.53	36.35	35.29
EPS (元)	0.09	0.11	0.26	0.68	0.97
每股经营性净现金流 (元)	0.14	0.14	0.18	0.71	0.90

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 盈利预测与估值分析

基于表 5 假设，我们预测公司 2009 年-2011 年 EPS 分别为 1.10 元、1.32 元和 1.60 元。我们分别用 DCF 和市盈率两种方式对广电运通进行估值。

7.1 销售收入及毛利率预测

假设条件：

(1) 基于对 ATM 行业的分析，我们认为未来三年行业的整体增速（出货量）将维持在 20% 以上。09 年，公司在农行、中行的市场份额基本保持稳定，在股份制银行和农村信用社方面的 ATM 出货量将有所增加。从中长期来看，建行和工行方面 ATM 出货量将逐渐放量，海外市场将有所突破。同时考虑降价因素，预计 ATM 收入 09 年-11 年增速分别为 24%、21%、24%。

(2) AFC 市场空间广阔, 公司产品先发优势显著, 伴随着地铁和轻轨的大规模建设, AFC 订单也会有所增长。单独年份 AFC 收入可能会出现较大的波动性, 我们预测该项业务未来三年增速不低于 20%。

(3) 09 年农行订单造成公司上半年毛利率下滑较大, 随着一次性影响的减弱, 我们认为全年毛利率水平将维持在 42%。成本和价格每年都保持一定比例的下降, 成本的下降速度低于价格的下降速度, 按照谨慎原则, 未来几年毛利率存在下降的趋势。

(4) 08 年公司人员增长了 25%, 考虑薪酬水平的提高, 我们预计 09 年-10 年销售费用增速为 19%、20%, 管理费用增速为 20%、18%。

(5) 公司所得税率按照 12%来计算。

表 5 广电运通主营收入预测

ATM	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	719	1039	1294	1568	1948
增长率 (%)	100.46	44.46	24.58	21.16	24.26
主营业务成本 (百万元)	322	570	757	933	1179
毛利率 (%)	55.19	45.16	41.50	40.50	39.50
AFC	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	7	77	105	132	160
增长率 (%)	50.47	972.92	35.80	26.10	21.25
主营业务成本 (百万元)	4	47	64	80	97
毛利率 (%)	37.76	39.03	39.03	39.03	39.03
ATM 运营	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万元)	23	31	40	52	68
增长率 (%)	60.08	34.47	30.00	30.00	30.00
主营业务成本 (百万元)	9	17	22	29	37
毛利率 (%)	61.52	45.32	45.00	45.00	45.00
主营业务收入合计 (百万元)	781	1200	1507	1837	2282
综合增长率 (%)	93.90	53.67	25.59	21.89	24.22
主营业务成本合计 (百万元)	412	655	870	1075	1354
综合毛利率 (%)	47.18	45.41	42.27	41.50	40.68

资料来源: 海通证券研究所预测

表 6 广电运通利润表预测 (百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	781	1200	1507	1837	2282
减：营业成本	412	655	870	1075	1354
营业税费营业税金及附加	8	16	16	20	25
销售费用	82	125	148	178	221
管理费用	83	116	139	163	196
财务费用	-2	-9	-9	-9	-9
资产减值损失	0	1	1	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	197	296	342	409	494
加：营业外收入	62	68	85	104	129
减：营业外支出	0	1	0	0	0
三、利润总额	258	363	427	512	623
减：所得税	27	32	51	61	75
四、净利润	232	332	376	451	548
归属于母公司所有者的净利润	232	332	376	451	548
少数股东损益	0	0	0	0	0
EPS (元)	0.68	0.97	1.10	1.32	1.60

资料来源：海通证券研究所预测

7.2 估值分析

7.2.1 DCF 估值

基于 10.59% 的贴现率、2% 的永续增长率和 30% 的目标资产负债率，利用海通 DCF 估值模型计算公司内在价值。DCF 估值模型结果显示，广电运通的每股内在合理价值为 31.28 元。

表 7 海通证券 DCF 估值模型的基本假设

股权成本 (%)	13.00
无风险收益率 (%)	4.18
风险溢价 (%)	10.14
贝塔值	0.87
债权成本 (%)	4.96
目标资产负债率 (%)	30.00
加权资本成本 (%)	10.59
永续增长率 (%)	2.00
企业价值 (百万元)	9821
净债务价值 (百万元)	-883
内在股权价值 (百万元)	10704
内在股权价值 (元)	31.28

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 8 DCF 估值敏感性分析 (元)

		g (%)				
		0.00	1.00	2.00	3.00	4.00
WACC(%)	8.59	34.63	37.58	41.44	46.67	54.18
	9.09	32.55	35.09	38.34	42.67	48.69
	9.59	30.70	32.90	35.67	39.28	44.19
	10.09	29.05	30.95	33.34	36.39	40.44
	10.59	27.55	29.22	31.28	33.88	37.28
	11.09	26.20	27.67	29.46	31.70	34.56
	11.59	24.98	26.27	27.84	29.78	32.22
	12.09	23.86	25.01	26.39	28.07	30.17
	12.59	22.84	23.86	25.08	26.55	28.37

资料来源：海通证券研究所

取折现率 10.09% - 11.09%，永续增长率 2%，利用 DCF 估值模型计算，广电运通的内在价值在 29.46 - 33.34 元之间。

7.2.2 市盈率估值

目前我们关注的计算机硬件行业公司 2009 年均动态市盈率约为 26 倍。鉴于 ATM 行业未来几年稳定增长，公司市场占有率不断提高，我们认为可以给予公司行业平均估值水平。我们以 25 ~ 30 倍 2009 PE 预测公司股票的合理价格区间为 27.50 ~ 33.00 元。

综上所述，我们认为公司股票的合理价格区间为 27.50 ~ 33.00 元，6 个月目标价为 30.00 元，给予“增持”的投资评级。

表 9 A 股软件公司相对估值

代码	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
		2009E	2010E	2011E	2009E	2010E	2011E
御银股份	28.5	0.41	0.53	0.65	31.2	24.0	19.5
证通电子*	22.7	0.71	0.84	1.12	24.4	20.6	15.4
同方股份*	136.2	0.46	0.59	0.66	30.3	23.6	21.1
航天信息	139.8	0.65	0.76	0.88	23.3	19.9	17.2
同洲电子*	30.9	0.48	0.62	0.80	21.9	17.0	13.2
均值					26.2	21.0	17.3

注：*代表 EPS 预测数据来自聚源数据库

资料来源：聚源数据库、海通证券研究所预测

8. 主要不确定因素

- 毕竟国内 ATM 市场是一个增量概念的市场，80% 以上的采购量来自新布 ATM 需求，行业增速有可能低于预期。
- 国外、国内厂商价格战超出市场预期，导致公司毛利率继续大幅下滑。2009 年 ATM 业务的毛利率估计较为乐观。
- 农行、中行策略性降低公司的市场份额，以及突发事件影响公司市场份额下降。
- 建行、工行方面，ATM 采购量变化具有很大的不确定性，对公司业务规模将产生较大影响。

信息披露

投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009年8月18日)		
	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

分析师负责的股票研究范围

陈美凤: 通信与计算机行业

重点研究上市公司: 中国联通、中兴通讯、东软集团、航天信息、用友软件、青岛软控、浙大网新、中国软件、清华同方、长城电脑、长城开发

李冠宇: 计算机行业

重点研究上市公司: 广电运通、石基信息、远望谷、宝信软件、亿阳信通、华胜天成、远光软件、东华合创、御银股份、新大陆

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

潘洪文
保险行业核心分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械及公用事业行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

区志航
纺织服装行业高级分析师
(021) 23219407
ouzh@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy@htsec.com

余闰华
银行业分析师
(021) 23219390
shemh@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

王茹远
互联网及传媒行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

曹小飞
化工小组助理分析师
(021) 23219267
caoxf@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

郭世凯
消费小组助理分析师
(021) 23219269
guosk@htsec.com

李 畅
机械小组助理分析师
(021) 23219268
lich@htsec.com

潘 鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

舒 灏
机械小组助理分析师
(021) 23219171
shuh@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

熊伟
宏观经济分析师
(021) 23219396
xiongww@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

单磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

陈瑞明
策略分析师
(021) 23219197
chenrm@htsec.com

娄静
金融工程首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡倩
金融工程首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

单开佳
金融工程高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

周健
金融工程分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
金融工程分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
金融工程助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
金融工程助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高溱
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
高级销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com