

分析师: 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209080256

联系人: 杨靖凤 021-68751636 yangjf@cjsc.com.cn

ATM 毛利率提升, ATM 服务加速, AFC 前景明朗

事件描述

广电运通今日发布 2010 年半年度报告, 主要财务指标如下:

表 1: 广电运通 2010 年上半年主要财务数据

	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	同比增速
营业收入 (万元)	80576	68576	15.81%
营业利润 (万元)	22534	17584	28.15%
净利润 (万元)	22010	18569	18.53%
经营活动现金流 (万元)	-23326	-29404	20.67%
EPS	0.64	0.54	
ROE	12.59%	13.14%	下降 0.55 个百分点

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

事件评论

第一, 业绩符合预期

上半年公司营收同比增长 15.81%, 净利润同比增长 18.53%, 业绩符合市场预期。公司分产品收入如表 2:

表 2: 广电运通 2010 年上半年分产品收入

产品名称	营业收入 (万元)	营业收入同比增长	毛利率	毛利率同比增长
ATM	74027	12.17%	44.80%	上升 6.51 个百分点
AFC	905	174.98%	33.98%	下降 1.89 个百分点
设备配件	1601	313.02%	64.18%	上升 2.31 个百分点
ATM 服务	2800	113.60%	59.64%	上升 19.04 个百分点
ATM 营运	1243	-19.92%	36.97%	下降 13.59 个百分点

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

从表 2 可看出, 由于上半年 ATM 销售主要来自去年跨期结转合同, 去年 ATM 合同额同比增长 4.47%, 而今年上半年 ATM 销售同比增长 12.17%, 这在一定程度上反映公司上半年 ATM 合同增长较为理想。

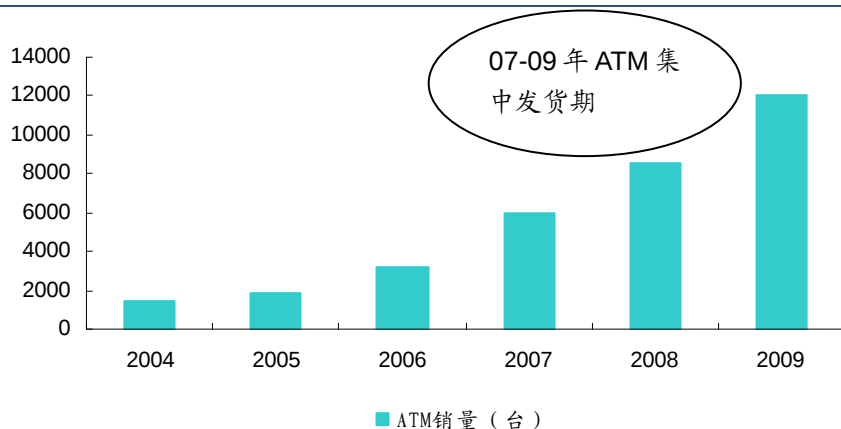
上半年 ATM 服务收入和毛利率同比均实现高速增长。我们认为，随着 07 年集中发货的 ATM 开始进入收费服务期，ATM 服务高速增长将会延续。由于 ATM 在免费服务期也需配置对应服务人员，故 ATM 服务具备明显的规模效应，毛利率仍有提升空间。

第二，ATM 毛利率提升、ATM 服务高速增长将延续

我们认为，中国 ATM 业经历了 05-08 年的高速增长后，自 09 年开始步入稳定增长期，作为 ATM 龙头，广电运通收入应与行业增速相当。同时，由于广电运通自主机芯开始逐步批量投入应用，其毛利率有望逐步提升，这一点可从上半年 ATM 毛利率上升 6.51 个百分点中得到佐证。我们测算，以一台毛利率 40%、价值 10 万元的 ATM 机计算，通常机芯成本约占 ATM 总成本的 25% 左右，即 1.5 万元（ $10 \times 60\% \times 25\%$ ），而机芯厂商毛利率为 50% 以上，也即机芯厂商生产一台 ATM 机芯约 0.75 万，若广电运通机芯自主化，其成本将从 1.5 万降为 0.75 万，也即 ATM 及成本从 6 万元降为 5.25 万元（ $10 \times 60\% \times 75\% + 0.75$ ），换言之，毛利率可从 40% 提升至 47.5%，改善空间相当可观。

在 ATM 服务领域，未来趋势将呈现两大特点：第一，公司历史 ATM 集中发货主要在 07、08、09 年，而随着 07 年 ATM 销售设备进入收费服务期，ATM 服务进入高速增长已无异议。截至到 2009 年底，公司 ATM 累计投放量近 40000 台，我们初步估计每台取款机的年维护费用 6000 元，存取一体机的年维护费用 10000 元，到 2012 年底，预计公司 ATM 服务收入将达到 2 亿元以上，为 2009 年 ATM 服务收入的 4.5 倍。如此看来，ATM 服务收入在未来三年占比将得到显著提升，从而成为公司业绩的主要增长点。第二，ATM 服务将历经 ATM 设备维护、ATM 清分、银行现金管理三个阶段，公司目前已第一阶段为主，并已进入第二阶段，既 ATM 清分在广州实行后，其在全国不同城市拓展同样值得期待，上半年已开始扭亏为盈利。我们按照离行式 ATM 占保有量比重约 25% 计算，目前全国离行式 ATM 总量约 60000 台，初步按照服务费 20000 台/年计算，ATM 清分、清机静态市场规模将达 12 亿元。同时，离行式 ATM 布局落后的特点使其增速较之在行式更为迅速，若按照动态计算，其市场规模更大。故从长远来看，公司 ATM 服务业务具备更为广阔的市场前景。

图 1：广电运通 ATM 历年销量



资料来源：长江证券研究部

第三，AFC 成为未来三年新的看点

上半年公司 AFC 业务实现高速增长，AFC 收入与高铁和城市轨道交通建设密切相关，无需争议的事实是，未来几年高铁、地铁将步入建设高峰。故我们对广电运通 AFC 业务未来几年高速增长持乐观态度。以未来三年新建 9200 公里高铁历程、36 公里设置一个站点、平均每个站点 20 台 AFC 计算，高铁 AFC 市场规模将超过 10 亿元，广电运通作为国内仅有的三家高铁供货商之一，其先入优势将使其拿到更多的市场份额。同时，城市地铁市场已逐步进入建设高

峰，22个城市地铁建设有望带来十几亿元的AFC市场空间。但由于地铁AFC厂商众多，竞争较为激烈，且AFC厂商与总包商的谈判中处于不利地位，因此对于广电运通而言，地铁市场不与高铁市场前景明朗。

第四，维持“推荐”评级

我们预计公司2010、2011年EPS分别为1.39、1.81元，目前股价对应2010、2011年EPS分别为25、19倍，估值优势十分明显，维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1489	1757	2169	2721	货币资金	1086	1178	1477	1891
营业成本	853	960	1177	1459	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	636	797	992	1262	应收账款	421	496	612	768
% 营业收入	42.7%	45.4%	45.7%	46.4%	存货	421	464	569	705
营业税金及附加	16	19	23	29	预付账款	12	14	17	21
% 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	164	193	228	286	流动资产合计	1941	2152	2676	3386
% 营业收入	11.0%	11.0%	10.5%	10.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	121	139	165	199	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	8.2%	7.9%	7.6%	7.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-9	0	-5	-6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.6%	0.0%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	252	345	434	519
资产减值损失	5	2	2	3	无形资产	14	13	12	12
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	10	0	0	0
营业利润	338	445	579	751	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	22.7%	25.3%	26.7%	27.6%	资产总计	2218	2512	3124	3918
营业外收支	85	85	95	105	短期贷款	168	0	0	0
利润总额	423	530	674	856	应付款项	184	208	255	316
% 营业收入	28.4%	30.1%	31.0%	31.5%	预收账款	72	79	98	122
所得税费用	36	53	54	69	应付职工薪酬	35	38	46	57
净利润	387	477	620	788	应交税费	52	72	77	98
归属于母公司所有者的净利润	387.9	476.7	619.6	787.8	其他流动负债	23	25	31	38
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	533	422	507	631
EPS (元/股)	1.13	1.39	1.81	2.30	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	255	449	509	653	其他非流动负债	10	10	10	10
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	544	432	517	642
收回现金					归属于母公司	1661	2066	2593	3262
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	14	14	14	14
固定资产投资	-85	-118	-122	-127	股东权益	1675	2080	2607	3276
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	2218	2512	3124	3918
投资活动现金流净额	-85	-118	-122	-127	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	1.134	1.393	1.811	2.303
银行贷款增加 (减少)	0	-168	0	0	BVPS	4.85	6.04	7.58	9.54
筹资成本	58	-71	-88	-112	PE	31.03	25.25	19.42	15.28
其他	-116	0	0	0	PEG	1.16	0.95	0.73	0.57
筹资活动现金流净额	-58	-239	-88	-112	PB	7.25	5.83	4.64	3.69
现金净流量	112	92	299	414	EV/EBITDA	31.69	23.12	17.38	12.87
					ROE	23.4%	23.1%	23.9%	24.1%

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。

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。