

广电运通 (002152) 深度研究报告

走向世界的中国 ATM 巨头

信息技术/信息服务

推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 10 月 22 日

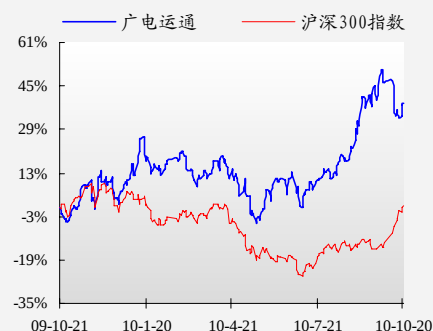
投资要点:

- 我广电运通是国内最大的 ATM 制造商, 2008 年、2009 年连续两年国内市场占有率第一, 同时公司是目前为止我国高速铁路网建设最大的 AFC 设备供应商。
- 我国 ATM 行业仍有 3-5 年快速增长期, 主要逻辑有以下三点: 我国银行业仍处高速发展阶段, 银行业务拓展空间广阔; 我国 ATM 每百万人拥有 ATM 数量还不到世界平均水平, 不及发达国家的一半; 我国地区差异显著, 小城镇和广大农村地区无论是金融分支机构建设、还是 ATM 布防密度都远低于大中城市。
- 广电运通未来业绩成长主要来自四方面: 农村金融市场的发展将带来大量 ATM 新增需求; 全球经济复苏和公司国际销售团队建设将给公司的海外市场开拓带来新局面; 高速铁路、城市铁路建设的热潮将带动高公司 AFC 业务的快速增长; 新的《保安押运条例》给公司开拓清分、加钞等金融外包服务带来契机, 同时随着市场上公司过保质期的机器数量增加, 公司服务收入将快速增长。
- 公司主要风险有两点: 银行自助设备投资减缓以及 AFC 领域竞争对手对公司市场份额的蚕食。
- 预计 2010-2012 年每股收益分别为 1.44、1.98、2.71 元, 相对于当前股价市盈率分别为: 30、22、16 倍, 处于计算机硬件板块低端。我们判断 ATM 行业未来仍有 3-5 年的高速增长, 广电运通作为国内 ATM 龙头企业, 预计未来三年将保持 30% 以上增长速度, 首次给予推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	148,874	24.06	38,793	17.01	1.13		38.5	
2010E	198,270	33.18	49,329	27.16	1.44		30.2	
2011E	268,438	35.39	67,581	37.00	1.98		22.0	
2012E	360,674	34.35	92,754	37.25	2.71		16.1	

走势图



市场数据

2010/10/22

收盘价:	43.50 元
52 周最高价:	45.49 元
52 周最低价:	27.20 元
平均持仓成本:	35.50 元

基本数据

2010Q2

总股本 (万股):	34,214
流通 A 股 (万股):	34,214
每股收益 (元):	0.62
每股净资产 (元):	5.10
每股经营现金流 (元):	(0.68)
市净率:	8.53

分析师: 周思立 联系人: 耿云

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 296

FAX: (8621)6337 3209

Email: gengy@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目录

一、公司简介	3
1. 经营简史及股权结构	3
2. 主营业务	3
3. 财务分析	4
二、行业分析：ATM 市场远未饱和	6
1. 产业链分析	6
2. 我国 ATM 仍有巨大增量空间	7
三、公司分析	11
1. ATM 一线品牌	11
2. 高铁、城铁建设高潮拉动 AFC 收入增长	14
3. 金融服务外包潜力无穷	15
四、盈利预测及投资建议	17
五、主要风险	18

表格目录

表格 1 我国每百万人 ATM 保有量与世界平均水平差距甚大	7
表格 2 2009 年度部分银行业金融机构自助设施配备情况表	11
表格 3 广电运通近期参与地铁 AFC 项目	15
表格 4 中国高铁四纵四横主干线路规划	15
表格 5 广电运通主营业务收入预测（单位：元）	18

图表目录

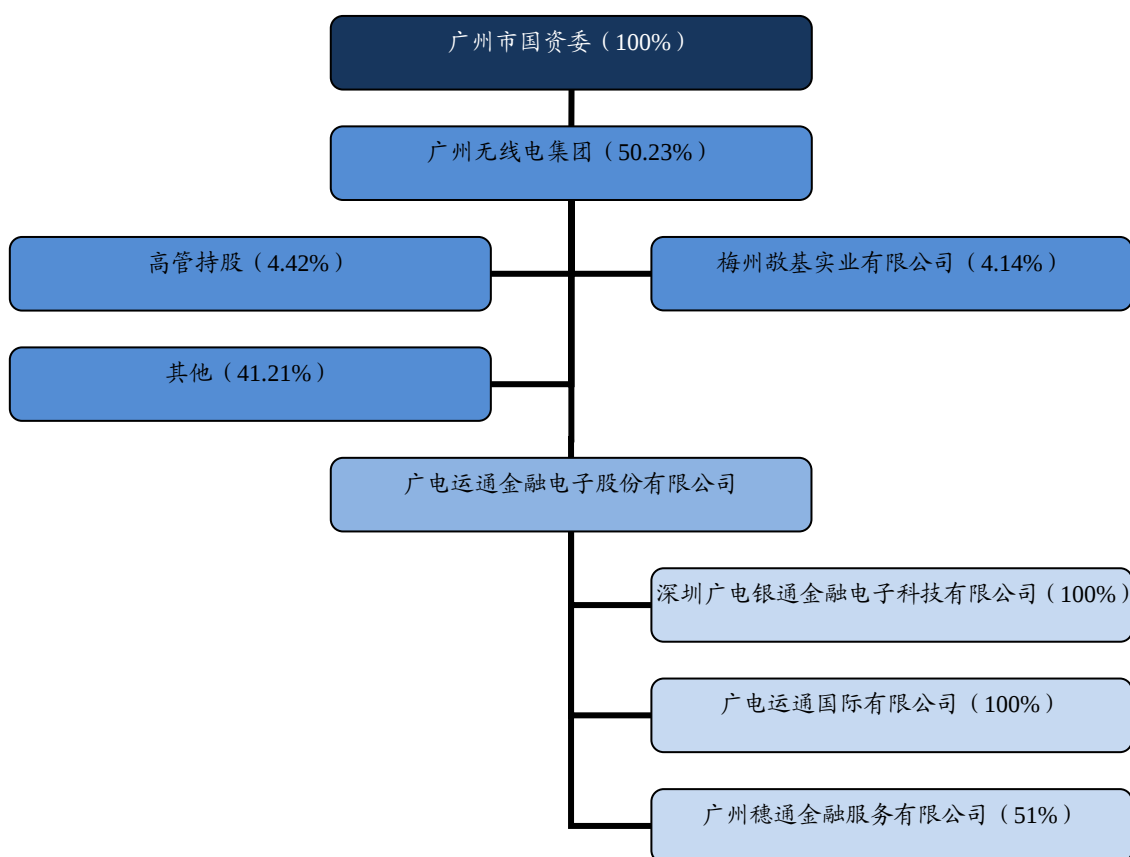
图表 2 2009 年广电运通主营业务收入构成	4
图表 3 2009 年广电运通主营业务毛利润构成	4
图表 4 广电运通基本财务状况	5
图表 5 广电运通盈利能力分析	5
图表 6 2002-2009 年中国联网 ATM 保有量级增长率	6
图表 8 每百万人 ATM 保有量对比	8
图表 9 2002-2009 我国银行卡累计发卡量及增长率	9
图表 10 2002-2009 年我国银行卡交易消费笔数及增长率	9
图表 11 2002-2009 年银行卡交易消费金额及增长率	10
图表 12 2009 年部分银行业金融机构自助银行运营发展情况	10
图表 13 2004-2009 年广电运通 ATM 国内市场占有率变化及其销量	11
图表 14 2009 年主要品牌国内 ATM 市场占有率	12
图表 15 广电运通海外收入情况	13
图表 16 广电运通海外市场布局	13
图表 17 广电运通历年 AFC 收入	14
图表 18 广电运通 ATM 制造、ATM 服务及综合毛利率对比	16
图表 19 广电运通、NCR 与 DIEBOLD 的 ATM 相关服务收入占比	16
图表 20 广电运通期间费率变化趋势分析	17

一、公司简介

1. 经营简史及股权结构

广电运通前身为广州广电运通金融电子有限公司，成立于1999年，2005年整体变更为广州广电运通金融电子股份有限公司，2007年8月A股发行上市。广电运通是国内最大的ATM制造商，其控股股东为广州无线电集团，实际控制人为广州市国资委。

图表 1 广电运通股权结构图

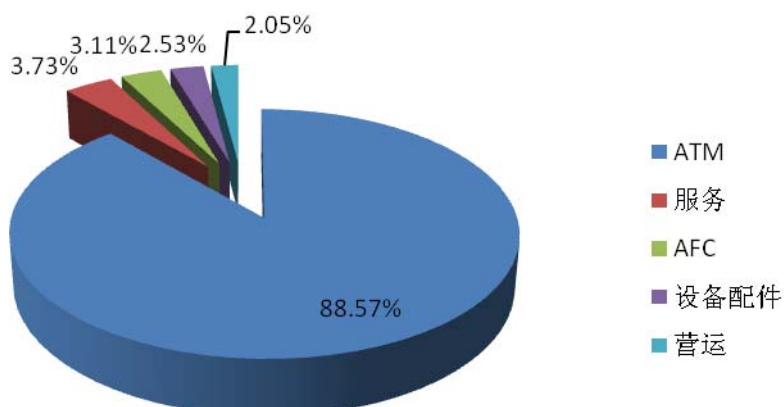


资料来源：上市公司公开信息、东北证券

2. 主营业务

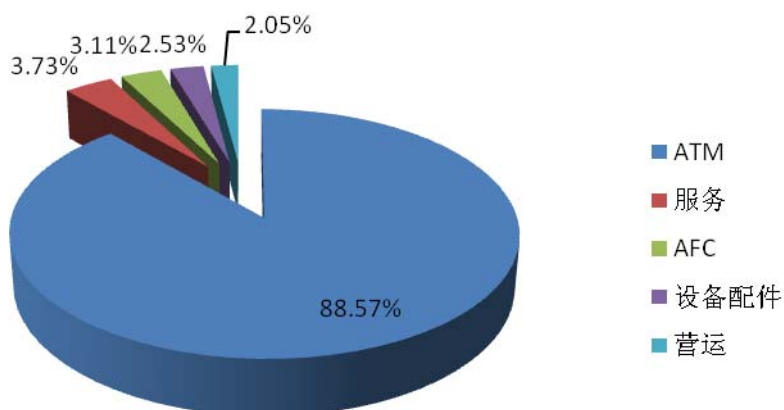
广电运通主要经营银行自动柜员机（ATM）、轨道交通自动售检票系统（AFC）等货币自动处理设备，以及ATM服务、维护等金融外包服务；其中ATM是公司最主要的收入来源。

图表 2 2009 年广电运通主营业务收入构成



资料来源：公司公告、东北证券

图表 3 2009 年广电运通主营业务毛利润构成

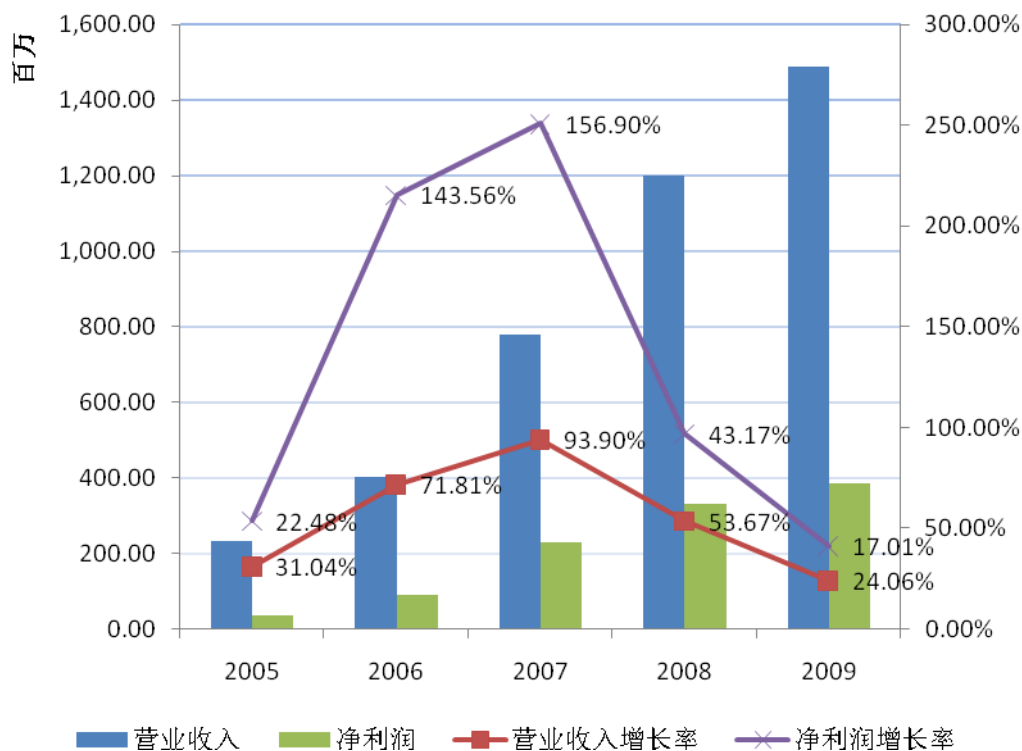


资料来源：公司公告、东北证券

3. 财务分析

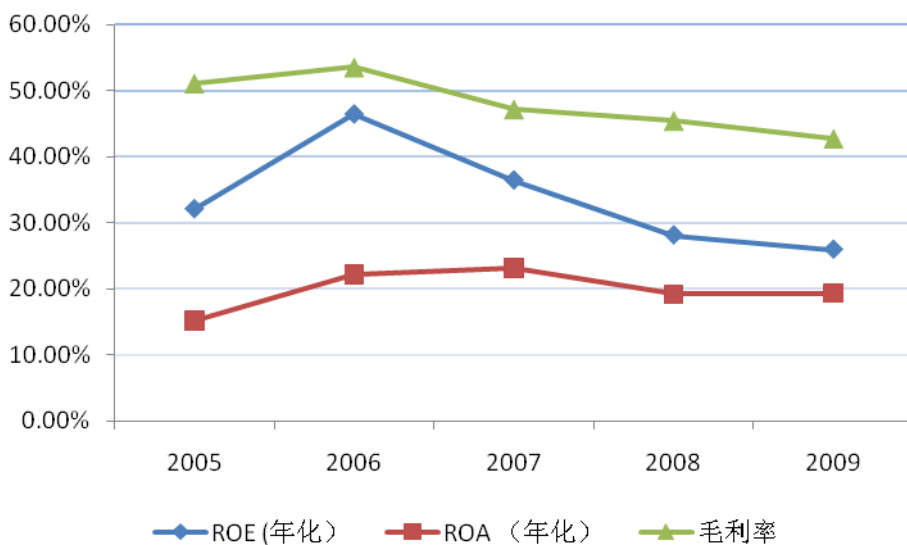
2005-2009 年以来，广电运通营业收入和净利润持续高速增长，其中营业收入年复合增长率 52.78%，净利润年复合增长率 66.61%；公司成本控制能力较强，毛利率维持在 40%以上，净资产收益率超过 25%，总资产收益率超过 13%。

图表 4 广电运通基本财务状况



资料来源：公司公告、东北证券

图表 5 广电运通盈利能力分析



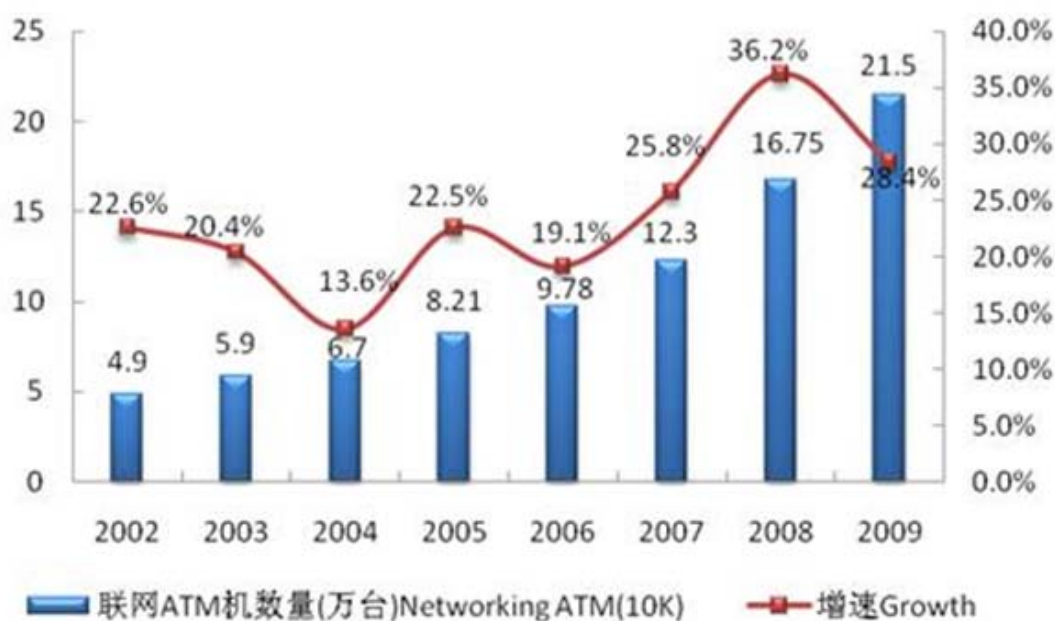
资料来源：公司公告、东北证券

二、行业分析：ATM 市场远未饱和

2000 年以来，我国 ATM 行业经历了十年快速增长，2002-2009 年我国联网 ATM 机保有量年均复合增长 20% 以上，增速是同期 GDP 增长的一倍以上，但我国 ATM 市场还远未饱和，主要逻辑有以下三点：下游客户银行业的发展程度是 ATM 行业发展的决定因素，我国银行业仍处高速发展阶段，银行业务拓展空间广阔；近五年来，我国 ATM 总保有量快速增长，目前已经仅次于美国全球排名第二，但每百万人拥有 ATM 数量还不到世界平均水平，不及发达国家的一半；我国地区差异显著，大中城市金融业发展水平和 ATM 普及程度较高，小城镇和广大农村地区无论是金融分支机构建设、还是 ATM 布防密度都远低于大中城市。

根据中国银联的预计，2010 年我国 ATM 保有量将超过 20 万台，到 2014 年左右我国城市地区 ATM 市场规模约为 41 万台。在新增 ATM 机中，80% 将以银行购买的形式出现，20%-30% 的 ATM 以运营或租赁形式出现

图表 6 2002-2009 年中国联网 ATM 保有量级增长率



资料来源：中国人民银行、东北证券

1. 产业链分析

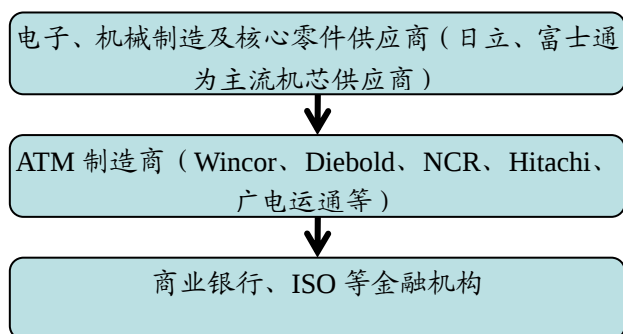
ATM 行业产业链的上游主要是电子、机械制造及核心零件供应商，产业链的下游主要是商业银行和 ISO（Independent Selling Organizations，独立运营商）等金融机构。ATM 行业发展主要受下游银行等金融机构业务发展的驱动，银行卡的产生和普及直接早于 ATM 产业的繁荣。

机芯是 ATM 最核心、最关键的零件，技术难度高，国际上大多数厂商都采用富士通、日

立等少数品牌，国内银行在批量采购时往往会指定机芯品牌。目前广电运通已经实现全部机芯自主生产，一旦大规模商用，将大幅降低生产成本。

美国等发达国家 ISO 拥有的 ATM 数量往往超过商业银行自有的 ATM 数量，但在我国独立运营 ATM 还处于起步阶段，与国外 ATM 独立运营有较大差距，国内 ATM 运营商仍旧没有加钞的权利，全部要由合作银行处理，其次 ISO 运营商没有自主运营网络，必须与商业银行进行合作。可以预见，受金融政策限制，在未来一段时间我国 ATM 行业主流仍然是制造商，ATM 厂商面临的主要客户仍然是商业银行。

图表 7 ATM 产业链分析



资料来源：东北证券

2. 我国 ATM 仍有巨大增量空间

1.1 总量持续快速发展，人均数量仍有巨大差距

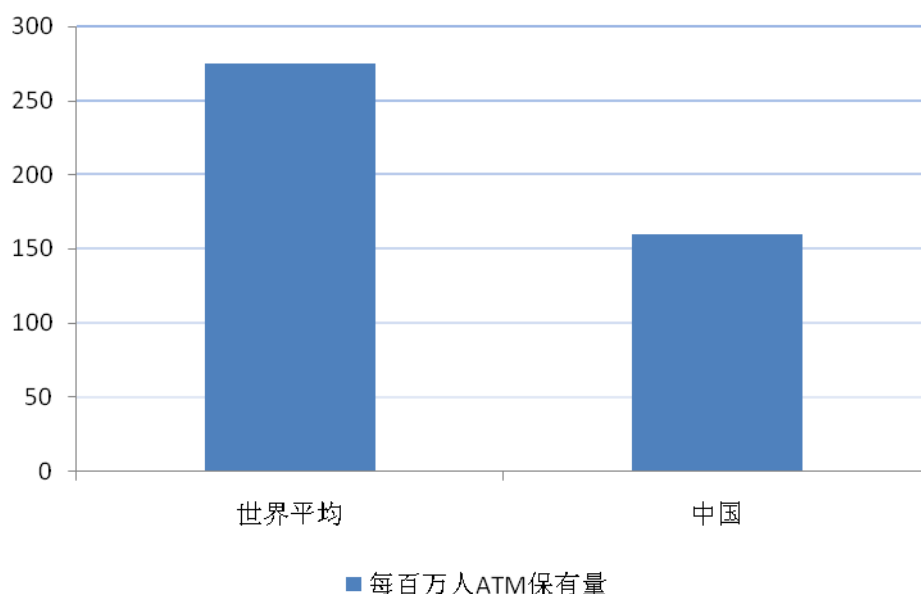
经过最近五年的快速发展，我国 ATM 保有量已经从 2005 年底的全球第四位上升至目前的全球第二位，仅次于美国，但每百万人保有量仍与世界平均水平相距甚远，尤其是考虑到我国发展的地区差异，中小城市和农村地区的每百万人保有量预计远低于全国平均水平。

表格 1 我国每百万人 ATM 保有量与世界平均水平差距甚大

注：人口数据来自联合国和中国政府官方数据，ATM 全球保有量数据来自 RBR，国内保有量采用人民银行官方数据（均为 2009 年数据）		人口（亿）	ATM 保有量（万台）	每百万人 ATM 保有量（台）
	全球	68	186.8	275
	中国	13.4	21.49	160

资料来源：东北证券整理

图表 8 每百万人 ATM 保有量对比



资料来源：东北证券整理

1.2 有待开发的农村市场蕴含巨大的增量市场

目前我国 ATM 基本都布放在城市和少数较为发达的乡镇，并没有普及到每个乡村。随着银行金融机构在农村的发展和国家对“三农”政策支持力度逐渐加强，我国农民工银行卡发卡量逐年增长，农村支付环境将大大改善，农村 ATM 需求也将面临爆发。根据中国行政区划网截至 2008 年底的数据，我国除港、奥、台地区外，共有约 300 万个自然村，以平均每村布放一台 ATM 计算，就有 300 万以上的增量空间。

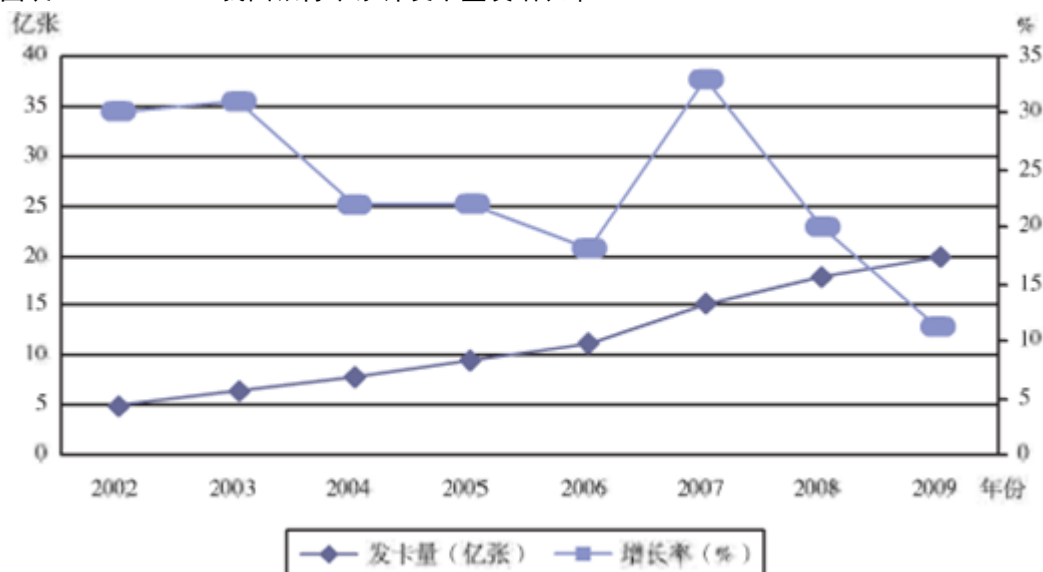
根据人民银行的数据，截至 2009 年底，全国成立新型农村金融机构 172 家，其中村镇银行 148 家、贷款公司 8 家、农村资金互助社 16 家；已有 5.2 万个县及县以下的农村合作金融机构营业网点、1.5 万个县及县以下的中国邮政储蓄银行营业网点开通了农民工银行卡特色服务受理方业务；2009 年农民工银行卡特色服务实现交易 221.02 亿元，较 2008 年增长 1.77 倍。

1.3 我国银行业务发展趋势决定 ATM 行业大方向向上

如前所述，在我国 ATM 行业面临的终端客户以银行为主，银行业务发展趋势直接决定对 ATM 产品的需求。近年来我国银行业发卡量持续增长、自助网点持续增加，对 ATM 的需求也持续增长。

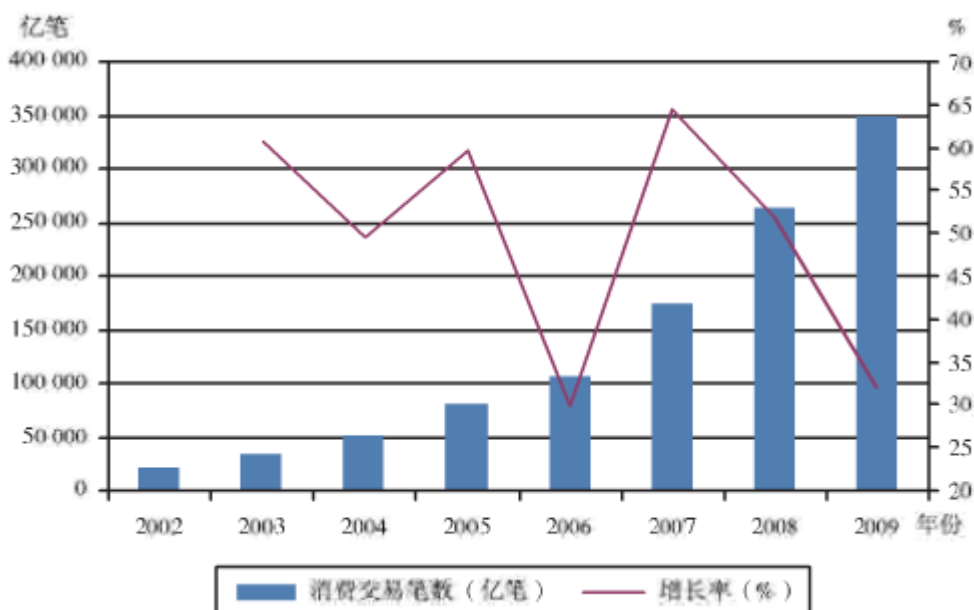
根据人民银行的数据，截至 2009 年年末，加入银联网络的发卡机构 261 家，全年新增 26 家，其中境内发卡机构 218 家，境外发卡机构 43 家；全国累计发行银行卡 20.66 亿张，同比增长 14.8%，其中借记卡发卡量为 18.80 亿张，同比增长 13.4%，信用卡发卡量 1.86 亿张，同比增长 30.4%；2009 年全年银行卡消费 34.91 亿笔，金额 6.86 万亿元，同比分别增长 38.8%和 73.8%。

图表 9 2002-2009 我国银行卡累计发卡量及增长率



资料来源：《中国支付体系发展报告（2009）》

图表 10 2002-2009 年我国银行卡交易消费笔数及增长率



资料来源：《中国支付体系发展报告（2009）》

图表 11 2002-2009 年银行卡交易消费金额及增长率

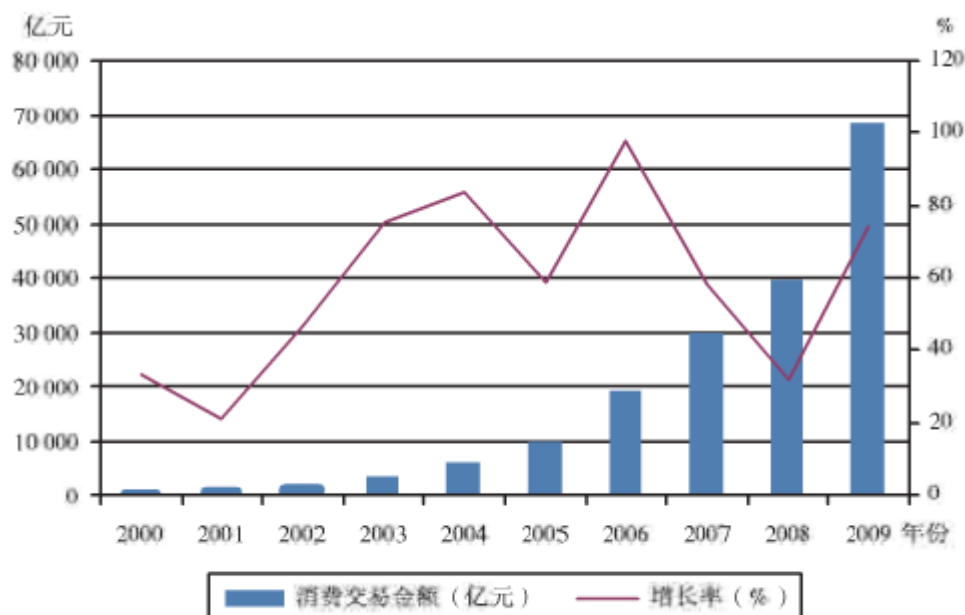
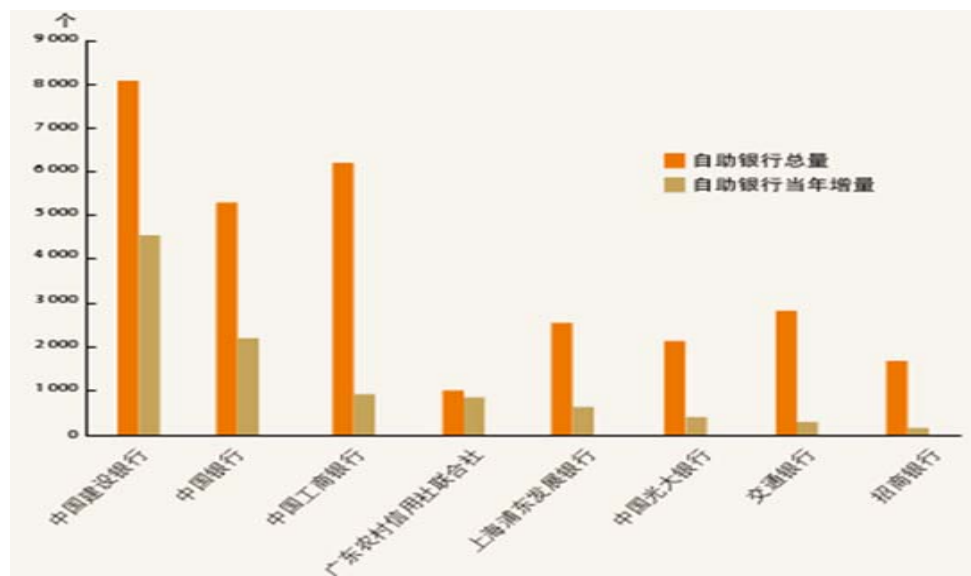


图 12 2000—2009 年银行卡消费交易金额和增长率

资料来源：《中国支付体系发展报告（2009）》

自助银行不断增加也是促进 ATM 需求增长的重要因素之一。国有商业银行是自助银行增量的主体，农村信用社联合社等涉农金融机构也正在逐渐加大自助银行的建设。根据中国银行业协会的数据，截至 2009 年末，中国银行业各金融机构共增加 11 231 个自助银行，总量达 46 232 个，增幅为 32%；共增加各类资助设施 350044 台，到 2009 年末，全行业共有 1003103 台自助设施投入运行。

图表 12 2009 年部分银行业金融机构自助银行运营发展情况



资料来源：中国银行业协会《2009 中国银行业服务改进情况报告》

表格 2 2009 年度部分银行业金融机构自助设施配备情况表

单位名称	自助设施总量	自助设施 2009 年增量
中国邮政储蓄银行	755, 399	295, 193
中国农业银行	54, 688	19, 501
中国工商银行	57, 411	8, 911
中国银行	29, 783	6, 002
中国建设银行	36, 021	4, 125
交通银行	12,149	2, 268
广东农村信用社联合社	5, 821	1, 822
山东农村信用社联合社	3, 192	1, 058

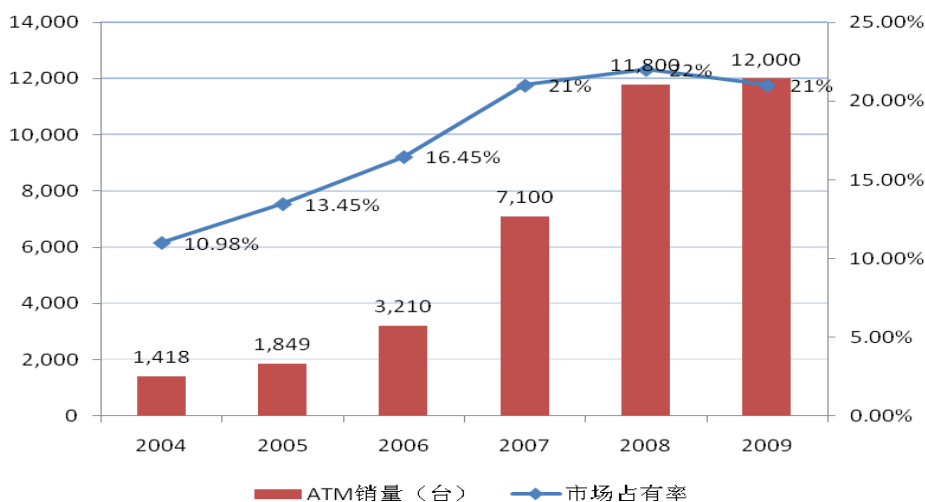
资料来源：中国银行业协会《2009 中国银行业服务改进情况报告》

三、公司分析

1. ATM 一线品牌

广电运通是国内最大的 ATM 制造商，2004 年以来销量不断增长，市场占有率快速提高。2004-2009 年广电运通的 ATM 销量年复合增长率高达 42.75%；2008 年、2009 年连续两年国内市场占有率第一，超过 NCR、Hitachi 等国际知名厂商。

图表 13 2004-2009 年广电运通 ATM 国内市场占有率变化及其销量

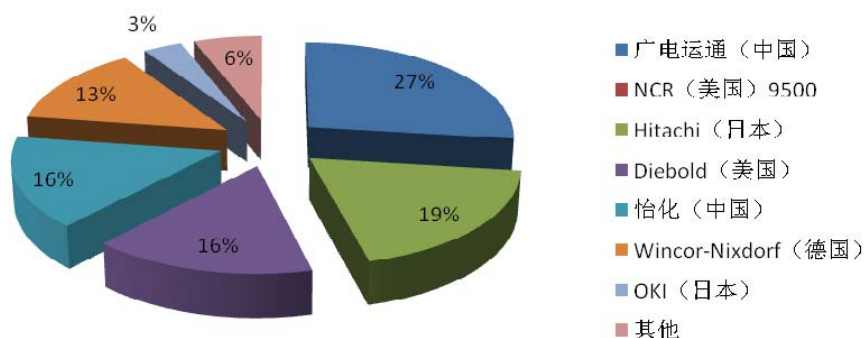


资料来源：公司公告、东北证券

国内 ATM 市场 ATM 主要供应商包括广电运通、NCR、Hitachi、Diebold 等，除了广电运通是国内企业，其余均为外资或合资企业。与 NCR、Hitachi 等国际企业龙头相比，广电运通具有“中国制造”的成本优势；与御银股份等国内竞争者相比，广电运通具有自主

知识产权的钞票识别、入钞等 ATM 核心技术，已经占据了较大市场规模，具有较高的先入优势。

图表 14 2009 年主要品牌国内 ATM 市场占有率



资料来源：金融时报、东北证券

1.1 国内市场：ATM 需求保持上升趋势

目前我国市场上工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及邮储银行是 ATM 采购主力，其采购量约占 2009 年我国 ATM 总采购量的 70%。广电运通在国内的主要客户包括农业银行、中国银行和交通银行，其中农业银行一直占据最大的比重。来自中行和交行的收入也都保持了持续增长的良好势头。公司仍未进入工商银行市场，建设银行处于小规模试用阶段，未来如果能获得这两家大银行批量订单，公司的 ATM 市场占有率有望进一步提高。

随着城市商业银行股份制改革的进行，各地城市商业银行为了应对激烈的市场竞争，日趋重视服务设施的完善，对 ATM 的需求也逐年增长。城市商业银行的订单虽然较为分散，但是毛利率相对较高。

另一方面，随着国家“三农”政策的深入，在“金融下乡”政策的号召下，农信社、邮储等的 ATM 订单也将有所增长，农村市场将是 ATM 行业重要增量来源。

1.2 海外市场启动

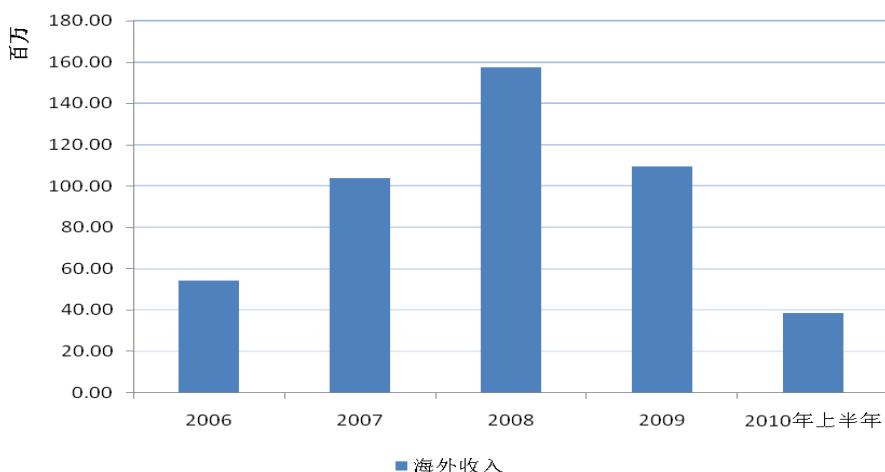
广电运通早在 2006 年就在海外市场取得了突破，2007、2008 年海外市场收入增幅都在 50% 以上，2009 年受金融为影响，海外市场收入首次下降。今年 9 月公告的土耳其 Ziraat Bank(土耳其最大国有银行)2 亿元的大额订单标志着广电运通海外市场取得了重大突破，而 2009 年广电运通海外市场全年收入仅 1 亿元左右。

最早公司的国际业务主要是通过代理商进行，2008 年公司设立了位于香港的全资子公

司运通国际，通过代销、运通国际等多种渠道进行海外市场拓展，逐步完善海外市场的布局。公司引入国际化高管团队，对国际业务进行全面规划，是海外业务拓展取得重大突破的关键因素。公司引入在全球 ATM 市场具备丰富经验的 Eduardas Vaigauskas 任职海外市场总监，Eduards 先生曾任职于 Wincor Nixdorf 东欧地区销售总监，负责东欧和中美洲市场开拓。

可以预见，经验丰富的海外管理团队将给广电运通带来持续性的海外订单增长，土耳其的大单只是开始。

图表 15 广电运通海外收入情况



资料来源：公司公告、东北证券

图表 16 广电运通海外市场布局



资料来源：广电运通、东北证券

1.3 服务费用将随市场存量增长

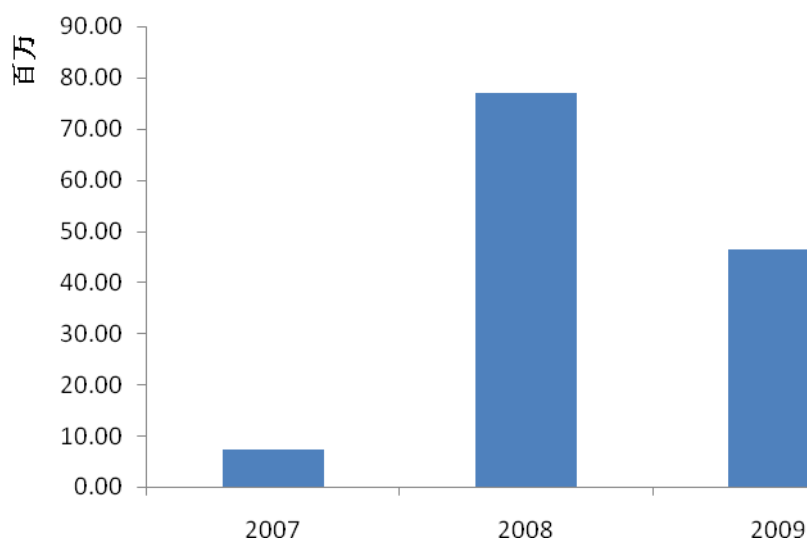
广电运通销售的 ATM 机保修期限一般为三年，每台取款机的维护费约为 6000 元/年，每台存取款一体的维护费约为 12000 元/年，目前市场上广电运通已售 ATM 超过三万台，到 2010 年底，广电运通已售过保 ATM 机将超过一万台。随着超过保修期的存量机器逐渐增加，公司每年的 ATM 服务收入将快速增长。

2. 高铁、城铁建设高潮拉动 AFC 收入增长

AFC 即 Automatic Fare Collection system，自动售检票系统。AFC 系统通常包括自动控制、计算机网络通信、现金自动识别、微电子计算、机电一体化、嵌入式系统和大型数据库管理等，主要由线路中央 AFC 系统、车站 AFC 系统、终端设备和车票四部分构成。

广电运通拥有自主知识产权的自动售票类、自动检票类、半自动检票类等车站终端设备，以及纸币识别、纸币找零等核心模块，自 2006 年起开始成为 AFC 设备供应商，2009 年公司的自动售票机（TVM）销量已经名列全国第二。

图表 17 广电运通历年 AFC 收入



资料来源：公司公告、东北证券

AFC 产品的市场主要有城市地铁和城际及干线铁路，目前我国的城市地铁建设和高速铁路网建设都进入了快速发展的阶段，对 AFC 设备的需求将随着快速增长。

2000 年之前，全国仅有北京、上海、广州三个城市拥有轨道交通线路，截至到 2008 年底我国建有轨道交通的城市已经增加至 10 个，轨道交通运营总里程已经突破 800 公里。此外，近期国务院又批复了 22 个城市的地铁建设规划，总投资超过 8000 亿元。按照国务院批准地铁建设的 3 项指标——城市人口超 300 万、GDP 超 1000 亿元、地方财政一般预算收入超 100 亿元——考察，目前全国有近 50 个城市达标。按照目前每年开工建设 100-120 公里线路的发展速度，到 2020 年我国建设城市轨道交通线路将达到 2000-2500 公里的规模。

表格 3 广电运通近期参与地铁 AFC 项目

广电运通近期参与地铁 AFC 项目
广州地铁四号线
广州地铁五号线
广州地铁二号线延长线
广州地铁八号线延长线
广州地铁四号线北延伸段
北京地铁 1 号线
北京地铁 2 号线
北京地铁八通线
深圳地铁四号线二期
南京地铁一号线南延段
武汉地铁一号线二期

资料来源：广电运通、东北证券

我国高速铁路建设已进入跨越式发展阶段。根据最新的高铁规划，三年内我国将建成四十二条高速铁路客运专线，总里程 1.3 万公里。到 2012 年，我国将建成“四纵四横”高速铁路专线网，铁路总里程将达到 11 万公里以上，建成新客站 800 多座，到 2020 年，我国将建设客运专线 1.6 万公里以上。

表格 4 中国高铁四纵四横主干线路规划

方向	起始站	里程（公里）	影响区域
四纵	北京-上海	1318	贯通环渤海和长三角东部沿海
	北京-武汉-广州-深圳（香港）	2350	连接华北、华中和华南地区
	北京-沈阳（大连）-哈尔滨	1612	连接东北和关内地区
	上海-杭州-宁波-福州-深圳	1650	连接长三角、东南沿海、珠三角地区
四横	青岛-石家庄-太原	906	连接华北和华东地区
	徐州-郑州-兰州	1346	连接西北和华东地区
	上海-南京-武汉-重庆-成都	1922	连接西南和华东地区
	上海-杭州-南昌-长沙-昆明	2264	连接华中、华东和西南地区

资料来源：东北证券整理

广电运通最初是高铁 TVM 设备唯一供应商，中国铁道科学研究院和新北洋陆续进入该市场，公司的市场份额有所下降，目前仍是最大供应商，公司在高铁 AFC 设备领域最大的风险也在于后续竞争者会进一步蚕食广电运通市场份额。京津城际线、沪宁杭线以及石太县等均采用了广电运通的 AFC 设备。

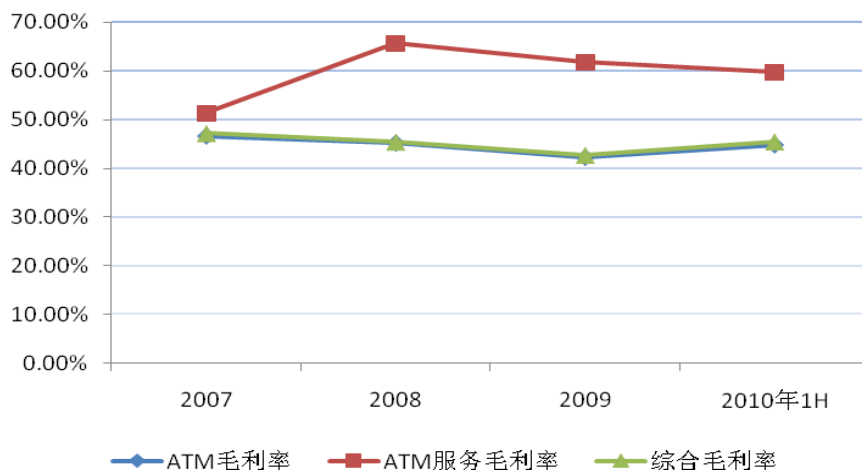
3. 金融服务外包潜力无穷

广电运通致力以 ATM 相关服务为核心，打造包括现金清分、清机加钞、技术服务监管、全面维护等在内的完整银行服务外包产业链。2008 年底，公司组建广州穗通金融服务

有限公司经营银行业务外包服务，已先后与中国工商银行广东省分行、浦发银行广州分行、光大银行广州分行以及招商银行广州分行签订了自助设备托管服务项目。

从改善收入结构、控制毛利率水平的角度来说，ATM 服务业务毛利率显著高于 ATM 制造毛利率，通过提高 ATM 服务收入比重，公司可以有效控制毛利率水平。

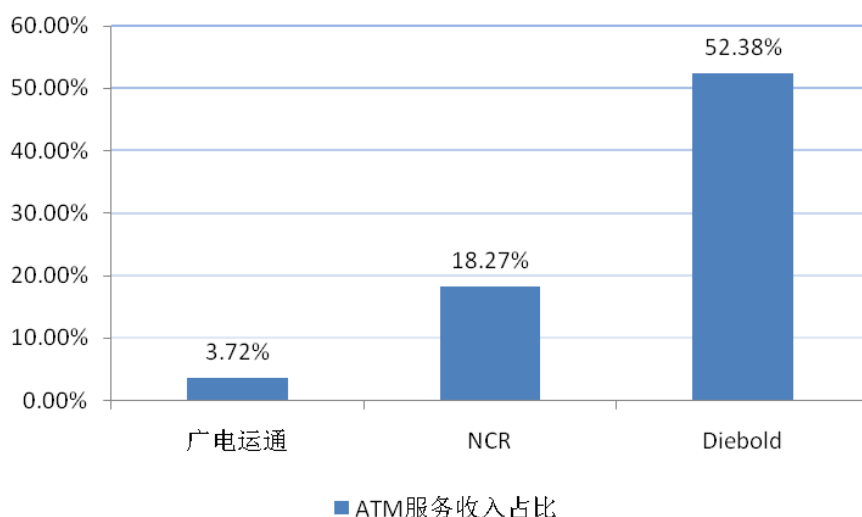
图表 18 广电运通 ATM 制造、ATM 服务及综合毛利率对比



资料来源：公司公告、东北证券

从发展趋势上来看，Diebold、NCR 等 ATM 巨头，服务收入比重都远高于广电运通目前的水平，可以预见随着规模的壮大，广电运通的服务收入比重也会逐渐提高。

图表 19 广电运通、NCR 与 Diebold 的 ATM 相关服务收入占比



*注：广电运通数据来自 2009 公司年报，NCR 数据由 2006 年 NCR 的 ATM 业务收入数据计算得到，Diebold 数据由 2009 年公司年报中 ATM 收入数据计算得到

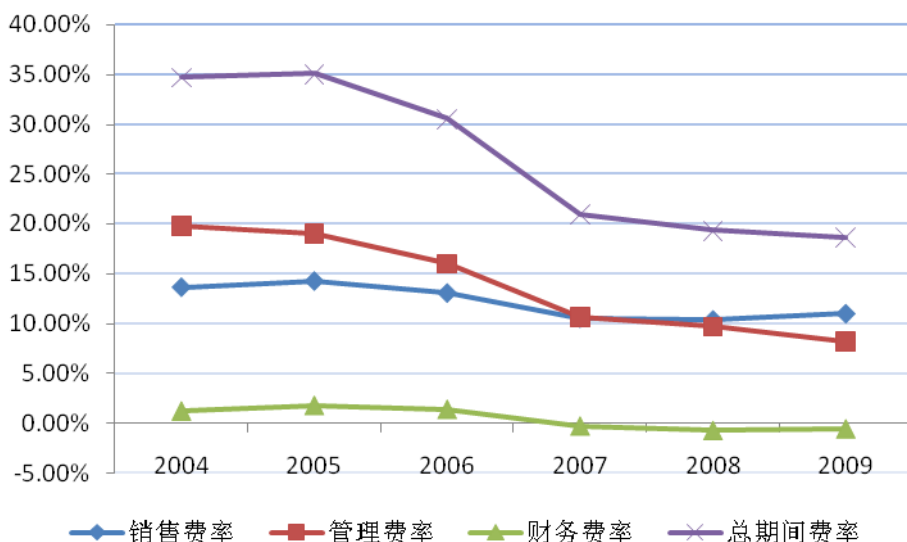
资料来源：Bloomberg、东北证券

从政策环境来看,新《保安押运条例》出台给广电运通开展金融外包服务带来了机会。2010年1月1日起,新《保安押运条例》正式开始实施,根据规定,各地公安部门不能参与保安公司,保安公司必须由国有企业实施控股,这给国资背景的广电运通跨地区开展现金押运、分钞、清机等金融外包服务业务带来了机会。

四、盈利预测及投资建议

通过自主知识产权的核心模块的逐步推广和不断的技术创新,广电运通几乎没有受到行业毛利率下滑趋势的影响。同时,不断下降的销售费率和管理费率也体现了公司强大的成本控制能力。

图表 20 广电运通期间费率变化趋势分析



资料来源:公司公告、东北证券

随着出口市场复苏,我们预计2010年ATM收入增长将恢复到30%以上;高铁建设和城铁建设热潮将继续拉动AFC收入增长,预计收入增速保持在40%以上;公司的ATM服务收入将随“过保”存量机器增加而增长,清分、加钞等金融服务外包业务随着新的《保安押运条例》实施将迎来从无到有的快速增长。ATM配件销售与运营业务不是公司经营重点,预计于公司整体业务规模增长保持一致。

预计公司2010-2012年每股收益分别为1.44、1.98、2.71元,相对于当前股价市盈率分别为:30、22、16倍,处于计算机硬件板块低端。我们判断ATM行业未来仍有3-5年的高速增长,广电运通作为国内ATM龙头企业,预计未来三年将保持30%以上增长速度,首次给予推荐评级。

表格 5 广电运通主营业务收入预测（单位：元）

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
ATM	收入	1038666995	1318575841	1714148593	2262676143	2941478986
	(+/-)	44.46%	26.95%	30%	32%	30%
	成本	569587360	761445043	994206184	1312352163	1706057812
	毛利率	45.16%	42.25%	42.00%	42.00%	42.00%
ATM 服务 (设备维护)	收入	29643000	55555983	111111965	200001537	360002767
	(+/-)	54.43%	87.42%	100%	80%	80%
	成本	10198893	21228409	44444786	80000615	144001107
	毛利率	65.59%	61.79%	60.00%	60.00%	60.00%
AFC	收入	76971156	46295489	64813685	93979843	131571780
	(+/-)	972.92%	-39.85%	40%	45%	40%
	成本	46926264	29959844	42128895	61086898	85521657
	毛利率	39.03%	35.29%	35.00%	35.00%	35.00%
设备配件 (材料)	收入	23923112	37729831	52821764	73950469	103530657
	(+/-)	89.14%	57.71%	40%	40%	40%
	成本	11530734	20535472	29051970	40672758	56941861
	毛利率	51.80%	45.57%	45.00%	45.00%	45.00%
ATM 营运	收入	30775290	30582787	39757623	51684910	67190382
	(+/-)	34.47%	-0.63%	30%	30%	30%
	成本	16826680	19882978	25842455	33595191	43673748
	毛利率	45.32%	34.99%	35.00%	35.00%	35.00%
总营业收入		1199979553	1488739930	1982653629	2682292901	3603774571
(+/-)		53.67%	24.06%	33.18%	35.29%	34.35%
总营业成本		655069931	853051747	1135674290	1527707625	2036196185
(+/-)		58.81%	30.22%	33.13%	34.52%	33.28%

资料来源：公司公告、东北证券

五、 主要风险

公司的核心业务仍然是 ATM 销售，其收入和利润增长与银行对自助服务设备投资增长密切相关，一旦银行自助服务设备投入减缓，公司 ATM 收入将出现下滑。另一方面，公司对大客户依赖度高也是 ATM 销售重要风险之一。

就 AFC 业务来说，其收入和利润增长与我国高铁、城铁建设密切相关，一旦我国城市化进程放缓，将对整个行业需求产生负面影响。在高铁领域，公司是先进入者，最大的风险来自后续竞争者分食公司的市场份额，2008 年公司是高铁 AFC 设备唯一供应商，2009 年铁道科学研究院也加入了竞争，最近新北洋的高铁自动售票机也开始小批量供货。在城铁领域，公司一直没有取得系统集成资质以及地方保护壁垒是公司最大的风险。

利润表					单位: 万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	119,998	148,874	198,270	268,438	360,647
增长率 (%)	53.67%	24.06%	33.18%	35.39%	34.35%
减: 营业成本	65,507	85,305	113,567	152,770	203,612
营业毛利	54,491	63,569	84,704	115,668	157,035
增长率 (%)	47.90%	16.66%	33.25%	36.56%	35.76%
毛利率 (%)	45.41%	42.70%	42.72%	43.09%	43.54%
减: 营业税金及附加	1,601	1,600	2,308	3,197	4,124
资产减值损失	105	461	261	473	742
销售费用	12,459	16,383	21,116	28,667	38,870
管理费用	11,593	12,150	18,815	24,438	32,163
财务费用	-901	-870	586	645	1,108
费用率 (%)	19.29%	18.58%	20.43%	20.02%	20.00%
加: 公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
影响营业利润的其他科目	0	0	0	0	0
营业利润	29,635	33,844	41,619	58,248	80,028
营业利润率 (%)	24.70%	22.73%	20.99%	21.70%	22.19%
增长率 (%)	50.75%	14.20%	22.97%	39.96%	37.39%
加: 营业外收入	6,774	8,535	12,755	15,938	21,763
减: 营业外支出	100	79	99	167	199
利润总额	36,309	42,299	54,275	74,019	101,592
增长率 (%)	40.55%	16.50%	28.31%	36.38%	37.25%
利润率 (%)	30.26%	28.41%	27.37%	27.57%	28.17%
减: 所得税	3,154	3,572	4,975	6,489	8,933
实际税负比率 (%)	8.69%	8.45%	9.17%	8.77%	8.79%
少数股东损益	0	-66	-28	-52	-94
归属于母公司所有者的净利润	33,155	38,793	49,329	67,581	92,754
增长率 (%)	43.17%	17.01%	27.16%	37.00%	37.25%
净利润率 (%)	27.63%	26.06%	24.88%	25.18%	25.72%
每股收益 (元) (目前股本全面摊薄)	0.97	1.13	1.44	1.98	2.71

资产负债表					单位: 万元
项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
流动资产					
货币资金	97,407	108,605	168,253	213,842	285,479
应收票据	522	68	318	573	504
应收帐款	34,750	40,928	61,364	78,206	105,279
存货	51,262	42,103	81,799	100,446	128,578
其它流动资产	0	0	21	9	17
流动资产的其它科目合计	2,431	2,420	4,212	5,168	6,823
流动资产合计	186,372	194,124	315,967	398,245	526,679

固定资产:					
在建工程	2,909	3,817	5,394	6,897	9,441
固定资产	16,193	21,423	24,178	35,863	48,020

固定资产合计	19,102	25,240	29,572	42,760	57,461
长期投资净额	0	0	0	0	0
无形资产及其它资产:					
无形资产	1,431	1,372	2,190	2,880	3,726
其它非流动资产	0	0	0	0	0
无形及其它非流动资产合计	1,431	1,372	2,190	2,880	3,726
非流动资产的其它科目合计	894	1,104	1,759	2,124	2,910
非流动资产合计	21,426	27,717	33,522	47,764	64,097
资产总计	207,798	221,841	349,488	446,009	590,776
流动负债:					
短期借款	9,141	16,764	16,764	16,764	16,764
应付帐款	16,249	12,709	37,117	36,506	49,117
一年内到期的长期借款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债的其它科目合计	46,797	23,841	57,259	75,066	87,585
流动负债合计	72,186	53,315	111,140	128,336	153,466
长期负债:					
长期借款	0	0	5,069	8,838	20,962
长期应付款	0	0	0	0	0
非流动负债的其它科目合计	1,141	1,035	2,027	2,388	3,135
非流动负债合计	1,141	1,035	7,096	11,226	24,097
负债合计	73,327	54,350	118,237	139,562	177,563
少数股东权益	1,470	1,404	1,375	1,324	1,230
股东权益:					
实收资本(股本)	28,512	34,214	39,283	43,052	55,176
资本公积	41,564	35,861	51,069	62,374	74,499
盈余公积	6,774	10,399	17,798	27,935	41,848
影响所有者权益的其它科目	0	0	0	0	0
未分配利润	56,159	85,625	121,736	171,781	240,485
其它权益科目合计	-8	-13	-10	-18	-25
所有者权益(或股东权益)合计	134,471	167,490	231,252	306,447	413,213
负债和所有者(或股东权益)总计	207,798	221,841	349,488	446,009	590,776

现金流量表

单位: 万元

项目	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
----	--------	--------	----------	----------	----------

经营活动产生的现金流量(万元)

净利润	33,155	38,793	49,329	67,581	92,754
加：折旧	1,504	2,050	2,739	3,608	4,955
运营资本的变化					
减：应收预付账款票据的增加	-6,849	-5,723	-20,686	-17,097	-27,004
减：存货的增加	-10,054	9,159	-39,696	-18,647	-28,132
减：其它流动资产的增加	24	0	-21	11	-7
减：流动资产的其它科目的增加	-305	11	-1,792	-956	-1,655
加：应付预收帐款的增加	-10,368	-3,539	24,408	-611	12,610
加：其它流动负债的增加	0	0	0	0	0
加：流动负债的其它科目的增加	22,101	-22,956	33,418	17,807	12,520
运营资本的净变化额	-5,450	-23,049	-4,369	-19,493	-31,667
其它	-23,161	6,393	0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	6,047	24,187	47,698	51,696	66,042
投资活动产生的现金流量					
减：固定资产的增加（除折旧）	-11,334	-8,188	-7,071	-16,796	-19,656
减：长期投资的增加	0	0	0	0	0
减：无形及其它非流动资产的增加	-493	58	-818	-690	-846
减：非流动资产的其它科目合计增加	24	-211	-655	-365	-786
其它	9,978	2,334	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	-1,826	-6,007	-8,544	-17,851	-21,287
筹资活动产生的现金流量					
加：短期负债的增加	2,914	7,624	0	0	0
加：长期负债的增加	32	-106	6,061	4,129	12,871
加：其他负债（少数股东权益）增加	1,470	-66	-28	-52	-94
加：普通股本的增加	14,256	5,702	5,069	3,768	12,125
减：应付股利	0	0	-5,819	-7,399	-10,137
加：资本公积的增加	-14,256	-5,702	15,208	11,305	12,125
加：其它权益科目合计的增加	-8	-5	3	-8	-6
其它	-5,121	38,357	0	0	0
筹资活动产生的现金流量净额	-714	45,804	20,493	11,744	26,882
现金及现金等价物净增加额（1）	3,504	63,942	59,648	45,589	71,637
现金及现金等价物净增加情况					
期末现金及现金等价物余额	14,503	78,446	168,253	213,842	285,479
减：期初现金及现金等价物余额	10,999	14,503	108,605	168,253	213,842
现金及现金等价物净增加额（2）	3,504	63,942	59,648	45,589	71,637

资料来源：公司公告、东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。