

# 大单延后是国内收入下滑主要原因

——广电运通 2011 年半年报点评

民生精品---简评报告/计算机应用行业

2011 年 08 月 29 日

## 一、事件概述

公司公布 2011 年半年报：上半年，公司实现营业总收入 86,790.44 万元，同比增长 7.71%；实现利润总额 27,349.29 万元，同比增长 6.82%；实现归属于上市公司股东的净利润 23,082.37 万元，同比增长 4.87%。

## 二、分析与判断

### 业绩符合预期，海外市场是公司主要亮点

业绩符合预期，国内收入有所下滑，海外收入大幅增长。上半年，来自国内的收入仅为 6 亿元，同比下降 21.8%，中行、农行等大行采购延后是主要原因。海外市场是公司主要亮点，收入达到 2.68 亿，同比上升 592%。海外收入大幅增长主要归功于土耳其 Ziraat 银行订单的顺利实现以及与伊朗 IAC 签订了近 1500 台的批量订单。公司加大海外市场投入，采用本土化战略，目前进展比较顺利，预计未来几年海外市场收入贡献将明显加大。

### AFC 产品收入高速增长，行业景气和销售政策转变是关键

上半年，AFC 产品销售收入达到 9171 万元，同比大幅增长 913.50%。我们认为，AFC 产品高速增长主要有两个原因：1) 全国城市轨道交通及高速铁路的快速发展，公司上半年取得京沪高铁项目以及北京地铁等合同；2) 公司转变销售策略，不仅销售整机，也出售模块，纸币识别模块和纸币找零模块在国内高铁、地铁市场上得到广泛应用。我们预计，AFC 产品未来几年将延续高速增长态势。

### 国内收入下降源于主要客户合同签订的推迟，但预计整体仍能实现增长

上半年，国内收入下滑主要源于中行、农行等大行采购延后，但我们判断，国内全年仍能实现收入增长。公司已经与中行签订 1.8 亿采购合同，我们估计中行后续可能还会有订单，总体订单规模同比不会大幅下降，而来自农行的收入将实现恢复性增长，建行取款机今年也有望放量。此外，农信市场、股份制银行和地方商业银行等新兴市场的增速将超过传统市场。

### 自主机芯占据行业制高点，公司发展跨入新时代

一体机自主机芯核心技术的重大突破具有重大战略意义：

1) 公司盈利能力将显著提升。上半年，公司 ATM 销售毛利率同比上升 2.37%，自主机芯批量生产是主要原因。自主机芯取款机的毛利率较外购机芯高约 10 个百分点，而机芯模块在一一体机成本中占比更高，自主机芯对毛利率的提升更明显。目前出钞机芯已经大批量使用，循环机芯也已取得批量订单，未来随着自主机芯占比的不断提升，毛利率有望重回上升周期。

2) 民族品牌有望在全球范围内攻城拔寨。掌握自主机芯核心技术将显著提高公司的定价能力，其价值已经在海外市场开拓中显现出来。土耳其 Ziraat 银行订单的顺利实现以及与伊朗 IAC 签订了近 1500 台的批量订单都离不开自主机芯的推广使用。未来，“中国智造”将在海外不断蚕食国际巨头市场份额，而国内的进口替代进程也将提速，尤其在一体机领域。

### 高端服务将成为公司另一增长引擎，提升估值水平

上半年，公司实现服务收入 4282 万，同比大幅上升 52.9%，存量 ATM 机的大幅上升以及服务业务领域的拓展是主要原因。公司 ATM 销售 2007 年开始放量，考虑 2-3 年的免费维护期，维护服务收入增长将在 2010 年后开始提速，再加上 2009 年新推出的清机押运服务，预计未来几年服务收入都将高速增长。服务占比提升是公司发展必由之路，并将提升公司估值水平。

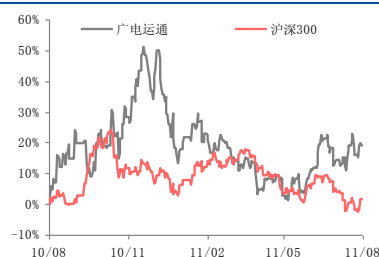
**强烈推荐**

维持

## 交易数据 (2011-08-28)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价          | 33.00     |
| 近 12 个月最高/最低 | 42.1/27.5 |
| 总股本 (百万股)    | 444.78    |
| 流通股本 (百万股)   | 426.12    |
| 流通股比例%       | 95.80     |
| 总市值 (亿元)     | 146.78    |
| 流通市值 (亿元)    | 140.62    |

## 该股与沪深 300 走势比较



## 分析师

**分析师：尹沿技**

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

**联系人：沈海兵**

电话：(8621)68885169

Email: shenhaibing@mszq.com

## 相关研究

《土耳其大单坚定海外业务高速增长的信心》2011-4-15

《自主机芯提高毛利率，费用率逐季下降》2011-4-27

### 三、盈利预测与投资建议

重申“强烈推荐”评级。自主机芯突破对公司具有重大战略意义，我们看好海外市场突破以及 ATM 服务为公司带来的收入持续增长。维持前期盈利预测，预计 2011-2013 年公司 EPS 为 1.36/1.69/2.11 元，给予公司 6 个月目标价 40.8 元，对应 2011 年 PE 为 30x。

#### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）       | 1,724  | 2,160  | 2,589  | 3,086  |
| 增长率（%）          | 15.82% | 25.26% | 19.88% | 19.18% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 475    | 605    | 754    | 938    |
| 增长率（%）          | 22.48% | 27.26% | 24.66% | 24.40% |
| 每股收益（元）         | 1.07   | 1.36   | 1.69   | 2.11   |
| PE              | 30.89  | 24.28  | 19.47  | 15.65  |
| PB              | 7.24   | 4.78   | 3.84   | 3.08   |

资料来源：民生证券研究所

**公司财务报表数据预测汇总**

| <b>利润表</b>        |        |       |       |       |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)          | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 一、营业总收入           | 1,724  | 2,160 | 2,589 | 3,086 |
| 减：营业成本            | 875    | 1,070 | 1,258 | 1,473 |
| 营业税金及附加           | 23     | 32    | 39    | 46    |
| 销售费用              | 212    | 270   | 311   | 355   |
| 管理费用              | 154    | 194   | 228   | 262   |
| 财务费用              | (2)    | (9)   | (15)  | (20)  |
| 资产减值损失            | 7      | 10    | 10    | 10    |
| 加：投资收益            | 0      | 0     | 0     | 0     |
| 二、营业利润            | 454    | 592   | 758   | 959   |
| 加：营业外收支净额         | 72     | 80    | 79    | 83    |
| 三、利润总额            | 526    | 672   | 838   | 1,042 |
| 减：所得税费用           | 50     | 67    | 84    | 104   |
| 四、净利润             | 476    | 605   | 754   | 938   |
| 归属于母公司的利润         | 475    | 605   | 754   | 938   |
| 五、基本每股收益 (元)      | 1.07   | 1.36  | 1.69  | 2.11  |
| <b>主要财务指标</b>     |        |       |       |       |
| 项目 (百万元)          | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| EV/EBITDA         | 21.24  | 21.10 | 15.54 | 11.29 |
| <b>成长能力：</b>      |        |       |       |       |
| 营业收入同比            | 15.8%  | 25.3% | 19.9% | 19.2% |
| 营业利润同比            | 34.1%  | 30.5% | 28.0% | 26.5% |
| 净利润同比             | 22.5%  | 27.3% | 24.7% | 24.4% |
| <b>营运能力：</b>      |        |       |       |       |
| 应收账款周转率           | 2.44   | 2.72  | 3.98  | 3.97  |
| 存货周转率             | 4.20   | 4.38  | 4.06  | 4.12  |
| 总资产周转率            | 0.69   | 0.67  | 0.61  | 0.57  |
| <b>盈利能力与收益质量：</b> |        |       |       |       |
| 毛利率               | 49.3%  | 50.5% | 51.4% | 52.2% |
| 净利率               | 27.6%  | 28.0% | 29.1% | 30.4% |
| 总资产净利率 ROA        | 17.1%  | 16.3% | 15.9% | 15.6% |
| 净资产收益率 ROE        | 23.5%  | 19.7% | 19.7% | 19.7% |
| <b>资本结构与偿债能力：</b> |        |       |       |       |
| 流动比率              | 3.31   | 5.57  | 4.92  | 4.58  |
| 资产负债率             | 27.0%  | 17.0% | 19.4% | 21.0% |
| 利息保障倍数            | -225.7 | -62.7 | -49.6 | -46.1 |
| <b>每股指标：</b>      |        |       |       |       |
| 每股收益              | 1.07   | 1.36  | 1.69  | 2.11  |
| 每股经营现金流量          | 0.27   | 1.94  | 1.79  | 2.23  |
| 每股净资产             | 4.56   | 6.90  | 8.59  | 10.70 |

资料来源：民生证券研究所

| <b>资产负债表</b>     |              |              |              |              |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 (百万元)         | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| 货币资金             | 999          | 2,101        | 2,894        | 3,887        |
| 应收票据             | 0            | 30           | 35           | 42           |
| 应收账款             | 995          | 592          | 709          | 845          |
| 预付账款             | 23           | 39           | 58           | 80           |
| 其他应收款            | 21           | 30           | 35           | 42           |
| 存货               | 399          | 586          | 690          | 807          |
| 其他流动资产           | (0)          | (0)          | (0)          | (0)          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,421</b> | <b>3,377</b> | <b>4,422</b> | <b>5,704</b> |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产             | 301          | 301          | 302          | 304          |
| 在建工程             | 1            | 1            | 1            | 1            |
| 无形资产             | 15           | 14           | 13           | 12           |
| 其他非流动资产          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>353</b>   | <b>322</b>   | <b>323</b>   | <b>324</b>   |
| <b>资产总计</b>      | <b>2,774</b> | <b>3,699</b> | <b>4,745</b> | <b>6,028</b> |
| 短期借款             | 167          | 0            | 0            | 0            |
| 应付票据             | 48           | 0            | 0            | 0            |
| 应付账款             | 239          | 293          | 345          | 404          |
| 预收账款             | 75           | 269          | 502          | 780          |
| 其他应付款            | 35           | 44           | 52           | 61           |
| 应交税费             | 106          | 13           | 15           | 15           |
| 其他流动负债           | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>731</b>   | <b>607</b>   | <b>899</b>   | <b>1,244</b> |
| 长期借款             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 其他非流动负债          | 17           | 17           | 17           | 17           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    | <b>17</b>    |
| <b>负债合计</b>      | <b>748</b>   | <b>630</b>   | <b>923</b>   | <b>1,268</b> |
| 股本               | 342          | 445          | 445          | 445          |
| 资本公积             | 368          | 839          | 839          | 839          |
| 盈余公积             | 152          | 152          | 152          | 152          |
| 未分配利润            | 1,146        | 1,614        | 2,368        | 3,306        |
| 少数股东权益           | 18           | 18           | 18           | 18           |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>2,026</b> | <b>3,069</b> | <b>3,823</b> | <b>4,760</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>2,774</b> | <b>3,699</b> | <b>4,745</b> | <b>6,028</b> |

| <b>现金流量表</b> |       |       |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流量     | 119   | 862   | 797   | 991   |
| 投资活动现金流量     | (68)  | 14    | (2)   | (2)   |
| 筹资活动现金流量     | (133) | 280   | 15    | 20    |

## 分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

沈海兵，IT行业分析师，复旦大学世界经济硕士、电子科学与技术学士。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 机构销售

| 销售  | 负责区域 | 电话            | 手机          | 邮箱                       |
|-----|------|---------------|-------------|--------------------------|
| 尹璠  | 北京   | 010-85127761  | 18611738655 | yintang@mszq.com         |
| 郭明  | 北京   | 010-85127762  | 18601357268 | guoming@mszq.com         |
| 郭楠  | 北京   | 010-85127835  | 15801209146 | guonan@mszq.com          |
| 杜婵媛 | 北京   | 010-85127761  | 13811313398 | duchanyuan@mszq.com      |
| 杨平平 | 北京   | 010-85127761  | 15210830789 | yangpingping@mszq.com    |
| 李珊珊 | 北京   | 010-85127506  | 18616891195 | lishanshan@mszq.com      |
| 平珂  | 上海   | 021-68885772  | 13818133101 | pingke@mszq.com          |
| 张瑜鑫 | 上海   | 021-68885790  | 13810338213 | zhangyuxin_jgxs@mszq.com |
| 陈康菲 | 上海   | 021-68885792  | 13917175055 | chenkangfei@mszq.com     |
| 朱光宇 | 上海   | 021-68885773  | 18601666368 | zhuguangyu@mszq.com      |
| 汪萍  | 上海   | 021-68885167  | 13402036996 | wangping@mszq.com        |
| 钟玲  | 上海   | 021-68885797  | 15900782242 | zhongling@mszq.com       |
| 郑敏  | 上海   | 021-68885159  | 18701944310 | zhengmin@mszq.com        |
| 王溪  | 上海   | 021-68885793  | 13585785630 | wangxi_sh@mszq.com       |
| 万小山 | 广深   | 0755-22662056 | 13902959014 | wanxiaoshan@mszq.com     |
| 许立平 | 广深   | 020-84228173  | 18601368846 | xuliping@mszq.com        |
| 韦珂嘉 | 广深   | 0755-22667772 | 13701050353 | weikejia@mszq.com        |
| 李潇  | 广深   | 0755-22662095 | 13631517757 | lixiao@mszq.com          |
| 马炜炎 | 广深   | 0755-22662089 | 18665855545 | maweiyan@mszq.com        |
| 王仪枫 | 广深   | 0755-22662093 | 13682556787 | wangyifeng@mszq.com      |

## 民生证券研究所:

**北京:** 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

**上海:** 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

## 评级说明

| 公司评级标准                                       | 投资评级 | 说明                          |
|----------------------------------------------|------|-----------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上         |
|                                              | 谨慎推荐 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间 |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间 |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 10%以上         |
| 行业评级标准                                       |      |                             |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 推荐   | 相对沪深 300 指数涨幅 5%以上          |
|                                              | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间   |
|                                              | 回避   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上          |

## 免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。