

# 翻开中国“智”造新篇章

民生精品---深度研究报告/计算机及信息服务行业

2011年09月26日

## 报告摘要:

### ● 中国“智”造大幕拉开，现金处理“航母”起航

公司刚刚走过中国制造第一篇章，进入中国“智”造第二篇章，成长空间和发展速度依然可观。公司内有掌握循环机芯核心技术带来的自身核心竞争力的大幅提高，外有人力成本不断提高带来的机器替代人工的浪潮，将自然被推向巅峰。我们看好公司 ATM 护城河的不断加宽，现金处理外延的不断拓展以及服务占比的不断提升。

### ● 国内ATM市场结构性机会凸现

国内 ATM 市场步入平稳发展期，但存在结构性机会：1) 一体机比重将继续提升，掌握循环机芯核心技术的公司将占据行业制高点；2) 离行式 ATM 比重加速提升，服务需求大幅增加；3) 农村 ATM 布放比重将提升，与农银、邮储银行和农信社长期合作的企业将面临更多的发展机遇。

### ● “中国芯”占据行业制高点，公司或成行业领导者

自主机芯的突破对公司具有重大战略意义：1) 盈利形式多样化，机芯或将成为新的收入来源，全球每年循环机芯的利润规模约为 18 亿元；2) 海外拓展将更加顺利，今年收入有望达到 4.5 亿；3) 建行今年收入超过 1 亿，工行终将突破，进口替代有望提速；4) 盈利能力有保障，毛利率有望继续小幅提升。

### ● 从维护走向全外包，服务收入未来3年CAGR接近60%

人力成本上升背景下，银行非核心业务外包意愿强烈，实力雄厚的本土企业有望成为最大受益者。公司 ATM 存量大幅上升，预计维护收入未来 3 年 CAGR 在 53% 左右。离行 ATM 占比加速提升，预计 2015 年国内全外包市场容量将达到 40 亿元。公司外包收入未来几年有望翻番增长，盈利能力更将显著提升。

### ● 产品线不断延伸，打造现金处理“航母”

现金处理外延广阔，很多领域都有几十甚至上百亿市场空间。公司储备丰富，只要有任何一个领域取得突破，公司业绩就将显著增厚，关键还是现金处理设备消费意识的形成。公司在 AFC 市场机遇大于挑战，受益销售策略调整，今年收入有望超过 1.6 亿。

### ● 重申“强烈推荐”评级，6个月目标价40元

公司正翻开中国“智”造的新篇章，有望成为全球 ATM 领域新王者，长期投资价值显著。我们看好海外市场突破和服务占比提升，维持强烈推荐评级，预计 2011-2013 年公司 EPS 为 1.32/1.66/2.11 元，给予公司 6 个月目标价 40 元，对应 2011 年 PE 为 30x。

### ● 催化剂

国内大行中标、新产品推广

## 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  | 2,153  | 2,639  | 3,281  |
| 增长率(%)          | 15.82% | 24.85% | 22.60% | 24.31% |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 475    | 588    | 738    | 940    |
| 增长率(%)          | 22.48% | 23.84% | 25.35% | 27.48% |
| 每股收益(元)         | 1.07   | 1.32   | 1.66   | 2.11   |
| PE              | 26.59  | 21.47  | 17.13  | 13.44  |

资料来源：民生证券研究所

**强烈推荐**

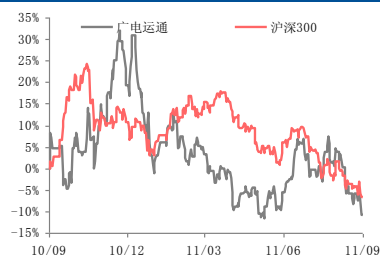
维持

**合理估值： 40 元**

## 交易数据 (2011-09-23)

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价          | 28.40     |
| 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)      | 126.32    |
| 流通市值(亿元)     | 121.02    |

## 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

《2011 年中报点评：大单延后是国内收入下滑主要原因》2011-8-29

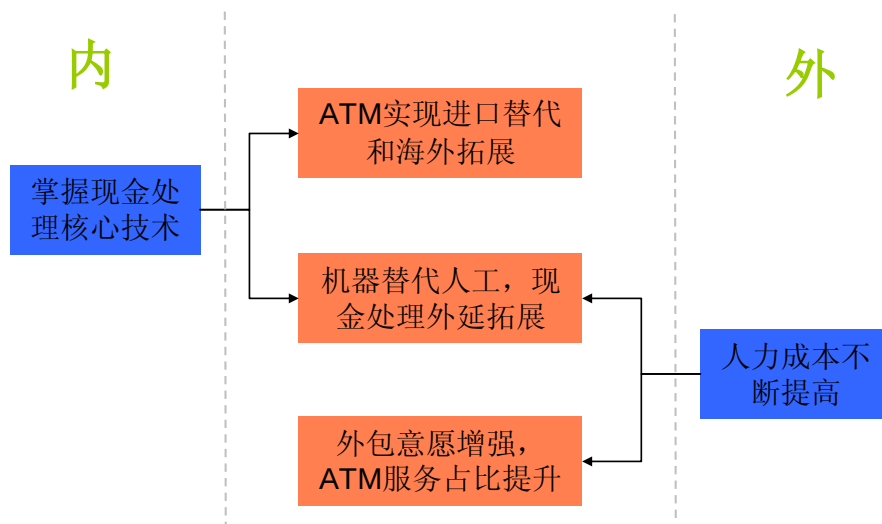
## 目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 引言——中国“智”造大幕拉开，现金处理“航母”起航.....               | 3  |
| 一、国内 ATM 市场结构性机会凸现.....                      | 6  |
| (一) 国内 ATM 市场步入平稳发展期.....                    | 6  |
| (二) 一体机比重将继续提升，循环机芯占据行业制高点.....              | 6  |
| (三) 离行式 ATM 比重加速提升，服务需求大幅增加.....             | 7  |
| (四) ATM 农村布放比重提升，植根农村市场将面临更多机遇.....          | 8  |
| 二、“中国芯”占据行业制高点，公司或成行业领导者.....                | 8  |
| (一) 盈利形式多样化，机芯或将成为新的收入来源.....                | 8  |
| (二) 海外市场进入收获期，今年收入有望达到 4.5 亿.....            | 9  |
| (三) 建行今年将放量，进口替代有望提速.....                    | 9  |
| (四) 保障盈利能力，毛利率有望继续小幅提升.....                  | 10 |
| 三、从维护走向全外包，服务占比将快速提升.....                    | 11 |
| (一) 人力成本上升背景下，银行非核心业务外包意愿强烈.....             | 11 |
| (二) ATM 存量大幅上升，维护收入未来 3 年 CAGR 在 53% 左右..... | 12 |
| (三) 离行 ATM 占比提升，全外包前景广阔.....                 | 13 |
| 四、产品线不断延伸，打造现金处理“航母”.....                    | 14 |
| (一) 现金处理外延广阔，打开公司成长空间.....                   | 14 |
| (二) 受益销售策略调整，AFC 今年将迎来爆发式增长.....             | 14 |
| 五、盈利预测与估值.....                               | 15 |
| 插图目录.....                                    | 17 |
| 表格目录.....                                    | 17 |

## 引言——中国“智”造大幕拉开，现金处理“航母”起航

短短几年时间，我们见证了一个民族品牌的成长：广电运通从国内 ATM 市场的跟随者变成领导者，国内市场占有率已经连续三年位居榜首。过去的辉煌和如今的高度难免让人开始担心公司未来的成长空间和发展速度：排名第一的市场占有率如何继续提升？ATM 之外公司还会做什么？……回顾世界 IT 和中国制造的发展征程，我们发现：公司仅仅走过中国**制造**第一篇章，中国**“智”造**第二篇章刚刚拉开序幕，成长空间和发展速度依然可观。

图 1：“内外兼修”掀开中国“智”造第二篇章



资料来源：民生证券研究所

公司处在一个非常有利的位罝，内有掌握循环机芯核心技术带来的自身核心竞争力的大幅提高，外有人力成本不断提高带来的机器替代人工的浪潮，只要自身不犯大错，公司将自然被推向巅峰。公司成长路径非常清晰且愈发确定：1）ATM 护城河不断加宽；2）现金处理外延不断延伸；3）服务占比不断提高。公司的成长空间开始显示弹性，业绩增长也更加稳定可靠。

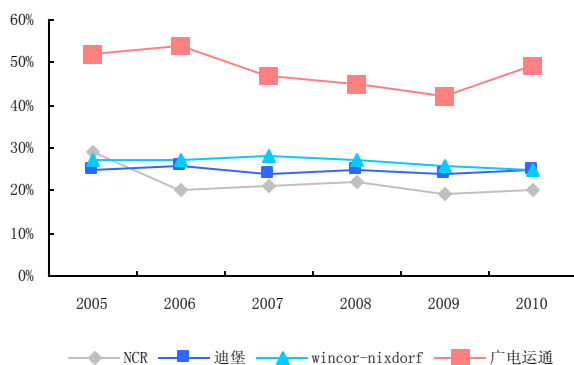
展望 2015 年：公司产品线将更加丰富，非 ATM 类的现金处理设备可能占到整个高端制造的 40%；服务占比大幅提升，占收入比重超过三成；海外拓展取得重大突破，收入占比达到三成。我们看好公司从中国制造走向中国“智”造，现金处理“航母”长期投资价值显著：

### 1）技术高度决定中国制造疆域广度，公司有望成为全球 ATM 领域新王者。

中国制造效应可以理解爲：如果某个产品中国可以制造，那么它的利润空间就会窄到让欧美公司退出市场。欧美公司能赚钱的时间只有技术从欧美传递到中国的这段时间差，而能否越过这个时间差直接影响到中国企业的成长空间。跨越时间差其实就是突破技术瓶颈，可以说，技术高度决定中国制造疆域的广度。华为对通信市场的冲击，联想对计算机市场的影响，都充分说明了这一点。循环机芯核心技术的突破意味着公司已经走到了技术前沿，中国制造成长空间已经打开，进口替代和海外拓展取得成功已是大概率事件，ATM 或许将成为中国制造的

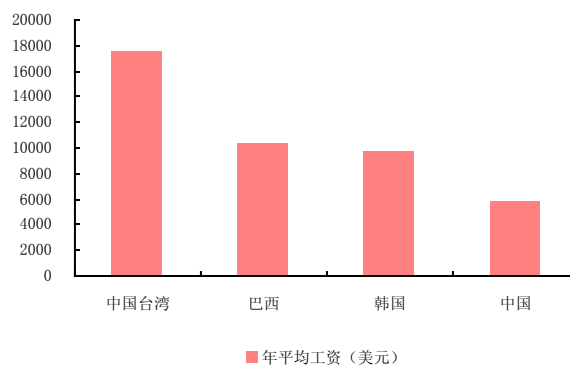
又一经典案例。

图 2: 中国制造盈利能力显著高于国外巨头



资料来源: bloomberg, 民生证券研究所

图 3: 与国外相比, 国内人力成本仍占优势

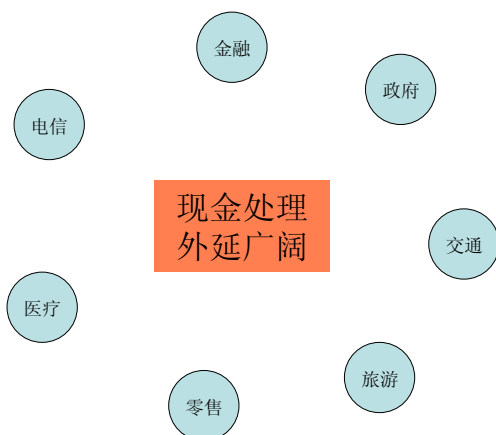


资料来源: wind, 民生证券研究所

## 2) 现金处理外延广阔, 公司成长空间开始显示弹性。

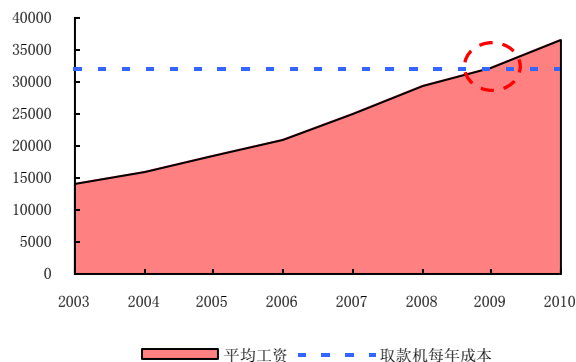
现金处理相关技术是公司核心竞争优势, 公司围绕现金处理完善产品线的思路也非常明确。ATM 是目前应用最普及的现金处理设备, 但其实现金处理设备可以应用的领域非常广阔, 本质来说, 需要处理现金的地方就有潜在需求。现金处理设备实际就是替代人工并可能涉及工作流程的调整, 因而其应用程度最终取决于人力成本的承受度以及机器使用的认可度。从国内外情况来看, 现金处理设备在金融、电信、医疗、商业零售、旅游、交通、政府等领域都有不错的应用前景, 很多市场国内每年的潜在市场容量都有几十甚至几百亿。公司围绕现金处理产品和技术储备丰富, AFC 只是在智能交通领域应用的成功案例。现金取款机、纸币清分机以及自助加油机等领域只要有任何一个取得突破, 公司业绩就将显著增厚, 关键还是现金处理设备消费意识的形成。

图 4: 现金处理外延广阔



资料来源: 民生证券研究所

图 5: 机器替代人工的成本优势已经显现



资料来源: 国家统计局, 民生证券研究所 (注: 取款机每年成本为估算值)

### 3) 服务占比不断提升, 公司有望同时成为国内 ATM 服务领域领头羊。

过去几年我国人力成本快速上升, 伴随刘易斯拐点的出现, 劳动力成本在未来一个时期延续上升趋势是大概率事件。从国内主要银行年报披露情况来看, 银行人力成本上升趋势也非常明显。另外, 国内主要银行基本都已上市, 在竞争压力加大的背景下, 银行在扩大收入来源的同时也开始注意控制成本。根据《深圳市自助银行外包模式的可行性分析》研究报告, ATM 服务外包的成本优势已非常明显。我们判断, **银行将包括 ATM 服务在内的非核心业务外包的力度会不断加大。**

图 6: 银行人均成本不断提升

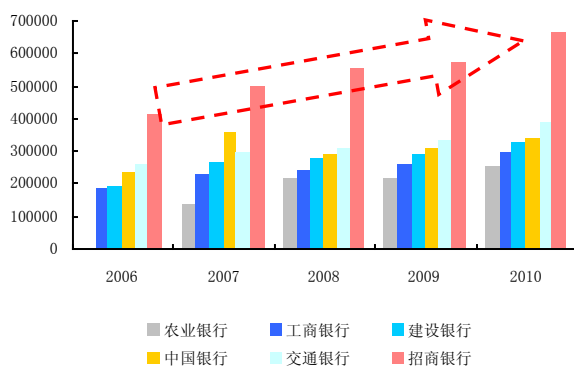
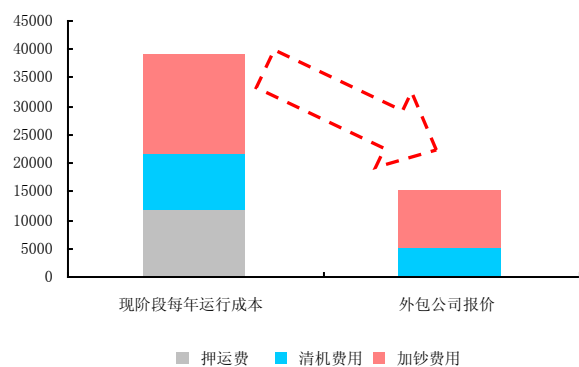


图 7: 外包成本优势明显



资料来源: IDC, 民生证券研究所 (注: 纵轴表示人均管理费用) 资料来源: 深圳市自助银行外包模式的可行性分析, 民生证券研究所

虽然目前我国离行式 ATM 占比只有 30% 左右, 但上升趋势明显, 新装机的 ATM 大部分是离行的。离行式 ATM 占比的不断提升将快速放大 ATM 服务的市场容量, 保守估计 2015 年, 潜在市场容量在 40 亿以上。目前国内 ATM 服务竞争格局比较分散, 国内主要 ATM 设备供应商中服务做得比较多就是广电运通和迪堡, 未来集中度将不断提高。服务行业先发优势明显, 本土企业占据有利位置, 在银行倾向于原厂提供售后服务的背景下, 我们判断, **国内 ATM 设备领先的民族企业广电运通, 将产品优势转化为服务优势是大概率事件, 公司有望同时成为国内 ATM 服务领域领头羊。**

#### 与大众不同的观点:

1) **公司成长空间依然广阔。**循环机芯核心技术的突破打开了公司 ATM 业务成长空间, 进口替代和海外拓展取得成功已是大概率事件。现金处理外延广阔, 很多领域都有几十甚至上百亿市场空间。公司储备丰富, 只要有任何一个领域取得突破, 公司业绩就将显著增厚。

2) **循环机芯突破带来赢利模式的多元化, 机芯或将成为新的重要收入来源。**公司未来会将模块单独销售, 国际巨头 NCR 和 Diebold 都是潜在客户, 全球每年循环机芯的利润规模为 18 亿元。

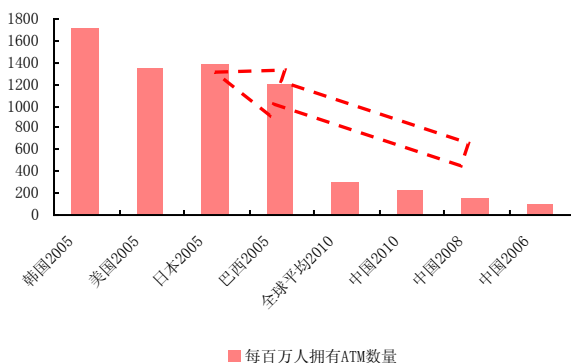
3) **广电运通有望成为国内 ATM 外包服务领导者。**ATM 存量大幅上升, 维护收入未来 3 年 CAGR 在 53% 左右。离行 ATM 占比不断提升, 预计 2015 年国内市场容量将达到 40 亿。

## 一、国内 ATM 市场结构性机会凸现

### (一) 国内 ATM 市场步入平稳发展期

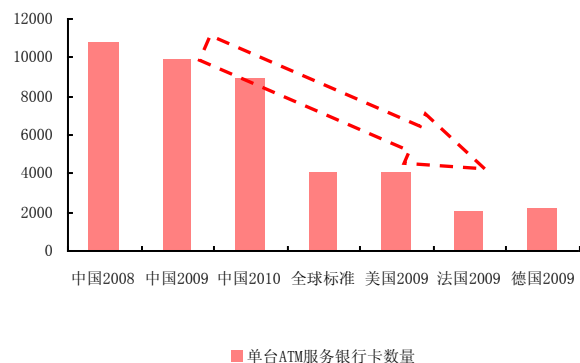
据统计,截至 2010 年底,我国 ATM 市场保有量约 30 万台,取代日本成为全球第二大 ATM 市场,排在美国之后。但是,从每台 ATM 对应的银行卡数量来看,我国每台 ATM 对应的银行卡数量远高于国际标准配置水平,国内 ATM 的发展远远落后于银行卡。从平均每百万人拥有 ATM 数量来看,我国的 220 台不仅低于世界平均的 315 台,更远远低于发达国家的 1250 台。综合考虑国外成熟市场经验以及国内银行网点配备情况,我国估计,国内潜在市场空间至少相当于现在的 3 倍,发展空间仍然很大。

图 8: 国内平均百万人拥有 ATM 数量仍较低



资料来源:央行,民生证券研究所

图 9: 每台 ATM 服务银行卡数量仍较高



资料来源:央行,民生证券研究所

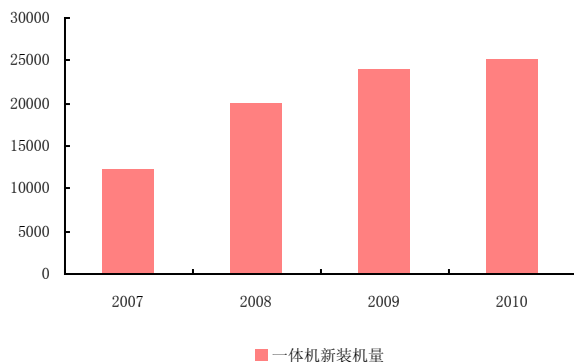
随着 ATM 价格的不断下降,替代人工的成本优势已非常明显,此外,ATM 也已经成为银行延伸服务、提高客户满意度的一种重要手段。我们预计,“十二五”期间,我国每年 ATM 需求量在 6 万台以上,到 2015 年我国 ATM 市场保有量将超过 50 万台。国内市场总体步入平稳发展期,但更新需求占比将逐渐加大,本土企业优势也将更明显。

### (二) 一体机比重将继续提升,循环机芯占据行业制高点

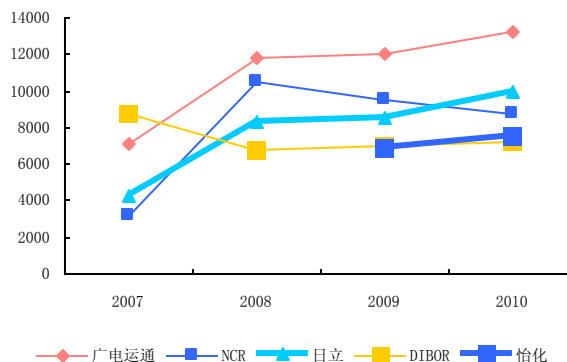
据不完全统计,2008-2010 年各大银行采购存取款一体机均在 2 万台以上,占比接近总采购量的一半。虽然最近几年银行加大存取款一体机采购力度,但从保有量来看,截至 2010 年底,一体机的占比只有 30%左右。日本和韩国一体机占比分别高达 80%和 60%,国内一体机占比提升空间还很大。另外,虽然存取款一体机在亚太地区已逐步普及,但出于对技术的成熟度与安全性的考虑,我国 ATM 的循环功能还未完全开通,存款与取款分开,并没有实现真正意义上的循环。我们判断,“十二五”期间银行仍然会持续加大对存取款一体机的采购力度,一体机正逐步取代取款机成为 ATM 市场中主流产品。一体机已成为 ATM 供应商参与竞争的关键因素,掌握循环机芯核心技术的公司将占据行业制高点。

图 10: 存取款一体机渐成 ATM 市场主流产品

图 11: 专注于一体机的日系厂商国内市场排名持续上升



资料来源：金融时报，民生证券研究所

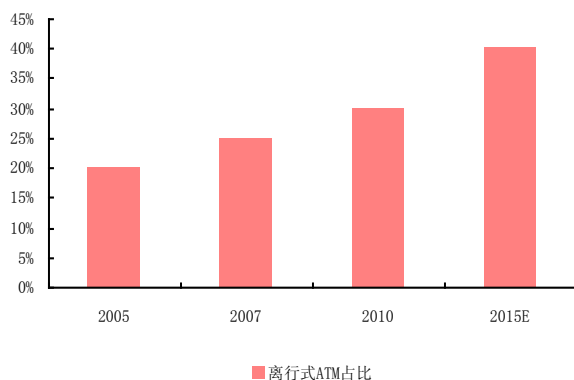


资料来源：金融时报，民生证券研究所

### (三) 离行式 ATM 比重加速提升，服务需求大幅增加

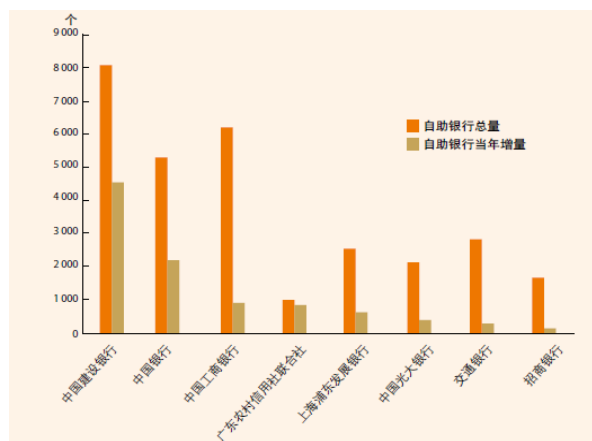
离行式 ATM 已成为银行开源节流，提高竞争力的重要手段，未来几年采购比重将加速提升。目前，国内银行网点还是以手工操作为主，网点作业效率与欧美发达国家和日韩相去甚远。据了解，浦发银行人均成本达到 25 万，工行人均也 20 万左右，机器替代人工已经开始显现成本优势，而且机器出错概率比人低，我们估计银行网点的革命性变化正渐行渐近，而离行式 ATM 网点建设是重要手段。除了减轻柜面压力、节省成本外，离行式 ATM 还能够提高客户粘性，延伸银行服务。

图 12: 离行式 ATM 比例不断提升



资料来源：RBR，民生证券研究所

图 13: 自助银行网点大幅增加



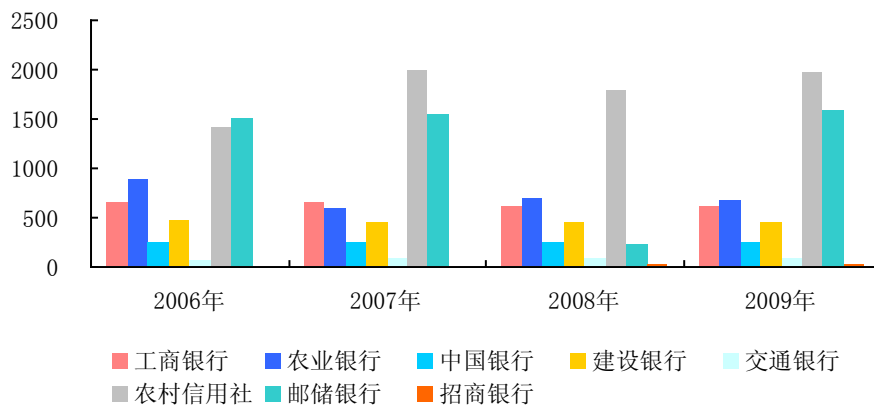
资料来源：2009 年度中国银行业服务改进情况报告，民生证券研究所

2005 年，我国离行式 ATM 的比例只有 20%，2010 年这一数字上升到 30% 左右，但是与西方发达国家离行式 ATM 占总量近 70% 相比较，我国离行式 ATM 还有很大的发展空间。虽然 2010 年底，我国离行式 ATM 占比只有 30% 左右，但新增量中离行式 ATM 比重要高一些，而这些新增网点会率先将 ATM 服务外包。我们判断，随着离行式 ATM 采购比重的加速提升，外包服务将迎来黄金发展期。

#### (四) ATM 农村布放比重提升，植根农村市场将面临更多机遇

农村金融服务力度加大，未来几年农村 ATM 布放比重将提升，与农业银行、邮储银行和农信社长期合作的企业将面临更多的发展机遇。截至 2009 年底，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，蓬勃发展的农村银行卡市场必然要求有大量的 ATM 来提供相应的金融服务。央行也发布指导意见，提出力争到 2012 年 ATM 在农村地区的布放数量达到 6 万台，在较贫困的县实现 ATM 布放零突破。目前，农业银行、邮储银行和农信社在农村铺设网点较多，与这些银行合作密切的企业将面临更多的发展机遇。

图 14: 农行、邮储在农村铺设网点较多



资料来源: wind, 民生证券研究所 (纵轴表示银行在黑龙江的机构数)

## 二、“中国芯”占据行业制高点，公司或成行业领导者

在公司研发出循环机芯之前，全球基本只有日立、OKI 和富士通三家公司能够提供 CRS 循环机芯。在一体机渐成 ATM 市场主流产品的背景下，自主机芯的突破对公司具有重大战略意义：1) 盈利形式多样化，机芯或将成为新的重要收入来源；2) 海外拓展将更加顺利，今年收入有望达到 4.5 亿；3) 建行今年将放量，进口替代有望提速；4) 盈利能力有保障，毛利率有望继续小幅提升。

#### (一) 盈利形式多样化，机芯或将成为新的收入来源

自主机芯突破后，公司的盈利模式将更加丰富，机芯或将成为新的重要收入来源。目前公司 ATM 收入主要来源于整机销售，未来随着模块逐渐成熟，公司可以将模块单独销售。现阶段，国际巨头 NCR 和 Diebold 分别采购富士通和日立的循环机芯，公司未来可能向它们出售机芯。另外，自主机芯突破后，公司可以跟当地企业合作，通过 OEM 拓展海外市场，这对公司来说更经济。我们假定一体机每年出货量为 15 万台，循环机芯单价为 3 万元，净利率为 40%，根据测算，全球每年循环机芯的利润规模为 18 亿元。如果公司能获得 20% 市场份额，

净利润将增厚 80%左右。

表 1: 一体机机芯市场容量测算

|     | 2.5  | 2.8  | 3.0  | 3.2  | 3.5  |
|-----|------|------|------|------|------|
| 30% | 11.3 | 12.6 | 13.5 | 14.4 | 15.8 |
| 35% | 13.1 | 14.7 | 15.8 | 16.8 | 18.4 |
| 40% | 15.0 | 16.8 | 18.0 | 19.2 | 21.0 |
| 45% | 16.9 | 18.9 | 20.3 | 21.6 | 23.6 |
| 50% | 18.8 | 21.0 | 22.5 | 24.0 | 26.3 |

资料来源: 民生证券研究所 (注: 横轴表示循环机芯单价, 纵轴表示净利率)

## (二) 海外市场进入收获期, 今年收入有望达到 4.5 亿

自主机芯突破大幅提高公司海外市场竞争力, 海外收入占比有望逐步提升。循环机芯的价值率先在海外市场得以体现, 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。循环机芯核心技术的突破对公司拓展海外市场具有深远意义, 公司获取订单的能力大幅提升, 未来几年, 中国“智”造有望不断蚕食国际巨头市场份额。考虑到结算周期因素, 海外收入今年有望大幅增长, 全年收入有望达到 4.5 亿。

表 2: 海外市场突破进程

| 时间     | 国家/地区 | 重大事项                                                   |
|--------|-------|--------------------------------------------------------|
| 2002 年 | 古巴    | 向古巴销售第一台样机, 无故障时间达到国际水平                                |
| 2005 年 | 越南    | 为越南 VNBC (Viet Nam Bank Card) 银行卡网络建设提供 ATM 设备及相应的支持系统 |
| 2006 年 | 越南    | 与越南 EAB 银行签订重大购销合同                                     |
| 2007 年 | 伊朗    | 与伊朗哈姆有限公司签订了两个合计总价款为约 9200 万元的 ATM 设备购销合同              |
| 2008 年 | 澳大利亚  | 出资设立广电运通国际有限公司, 作为公司进行海外拓展的平台                          |
| 2009 年 | 土耳其   | 运通国际中标土耳其 Ziraat Bank (土耳其最大的国有银行) 的 2 亿元存取款一体机订单      |
| 2011 年 | 伊朗    | 与伊朗 IAC 签订了近 1500 台的批量订单                               |

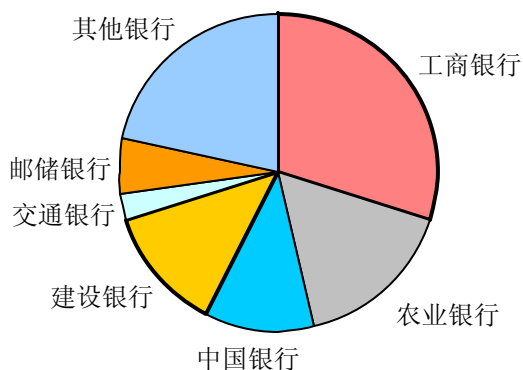
资料来源: 公开资料, 民生证券研究所

## (三) 建行今年将放量, 进口替代有望提速

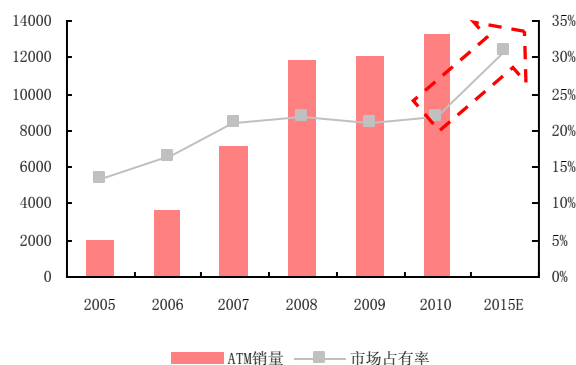
自主机芯突破或将成就公司领导地位, 进口替代进程将加速, 国内市场份额有望超过 30%。自主机芯突破在提高公司定价能力的同时, 更重要的是公司可以基于自有技术做更多的创新。公司在全球率先实现 ATM 钞票序列号跟踪功能, 可实现伪钞、可疑钞的主动防御。技术领先对公司进入国内大行至关重要, 而国外多年的积累为公司增加砝码。公司在建行已经率先取得突破, 虽然工行 ATM 目前还没有向国内品牌开放, 但是公司与工行一直有生意往来, 部分新产品也已经打入工行。我们判断, 随着公司技术的不断成熟, 工行终将取得突破, 而建行今年将放量, 销售收入有望过亿。

图 15: 工行、建行 ATM 采购比重较大

图 16: 公司国内市场份额稳步提升



资料来源：卡技术与安全，民生证券研究所

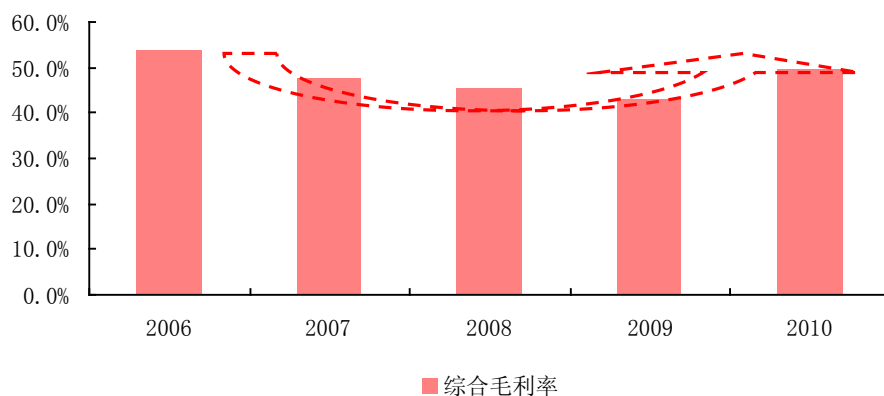


资料来源：金融时报，民生证券研究所

#### (四) 保障盈利能力，毛利率有望继续小幅提升

自主机芯占比提高将有效平抑售价下滑压力，毛利率有望继续小幅提升。公司 ATM 销售毛利率去年全年同比提升 7.7%，今年上半年又同比上升 2.4%，自主机芯批量生产是主要原因。我们假定，外购机芯取款机毛利率为 45%，机芯占成本 30%，自主机芯相对外购机芯折价 80%，根据测算，自主机芯取款机的毛利率较外购机芯高约 3.3 个百分点。而机芯模块在一体机成本中占比更高，自主机芯对毛利率的提升更明显，根据测算，自主机芯一体机的毛利率较外购机芯高约 7.4 个百分点。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，毛利率有望继续小幅提升。

图 17: 自主机芯带动毛利率上升



资料来源：wind、民生证券研究所

表 3: 自主机芯自产对毛利率影响敏感性分析

| 取款机 | 10%  | 15%  | 20%  | 25%  | 30%  |
|-----|------|------|------|------|------|
| 40% | 1.8% | 2.7% | 3.6% | 4.5% | 5.4% |
| 45% | 1.6% | 2.5% | 3.3% | 4.1% | 5.0% |
| 50% | 1.5% | 2.3% | 3.0% | 3.8% | 4.5% |
| 一体机 | 20%  | 25%  | 30%  | 35%  | 40%  |

|     |      |      |      |      |       |
|-----|------|------|------|------|-------|
| 40% | 5.4% | 6.7% | 8.1% | 9.5% | 10.8% |
| 45% | 4.9% | 6.2% | 7.4% | 8.7% | 9.9%  |
| 50% | 4.5% | 5.6% | 6.8% | 7.9% | 9.0%  |

资料来源：民生证券研究所（注：横轴表示自主机芯相对外购机芯折价比例，纵轴表示外购机芯 ATM 毛利率）

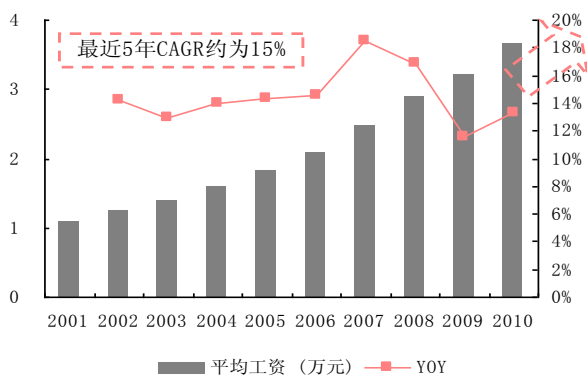
### 三、从维护走向全外包，服务占比将快速提升

公司 ATM 服务业务主要分为 ATM 维护和 ATM 外包两类。我们判断，在存量 ATM 大幅上升的背景下，传统 ATM 维护服务收入未来 3 年复合增长率在 53% 左右。另外，伴随离行 ATM 占比的不断提升，全外包市场规模不断扩大，预计 2015 年国内市场容量将达到 40 亿元，全外包从广州走向全国，预计未来几年将翻番增长。

#### （一）人力成本上升背景下，银行非核心业务外包意愿强烈

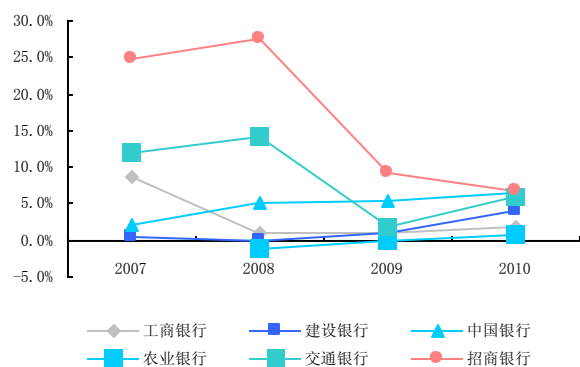
随着人力成本的上升和银行业竞争压力的增加，银行将非核心业务外包的意愿越来越强烈。我国正逐步迈入老年社会，伴随刘易斯拐点的出现，人口红利将逐渐消失，劳动力成本在未来一个时期延续上升趋势是大概率事件。另外，国内主要银行基本都已上市，在竞争压力加大的背景下，银行在扩大收入来源的同时也开始注意控制成本。我们看到，最近几年国内主要银行营业收入的增速明显超过人员的增长速度，这也是银行有意控制非核心业务员工数量增长的结果。从草根调研的结果来看，虽然各个银行的想法不太一样，但总体来说，银行对非核心业务外包的认知度越来越高，部分大行由于涉及人员分流问题可能动作较慢，但一些 IT 实力不是很强的股份制银行和城商行已经加快了非核心业务外包的步伐。

图 18：人力成本快速上升



资料来源：国家统计局，民生证券研究所

图 19：银行开始控制非核心业务员工数量增长



资料来源：wind，民生证券研究所

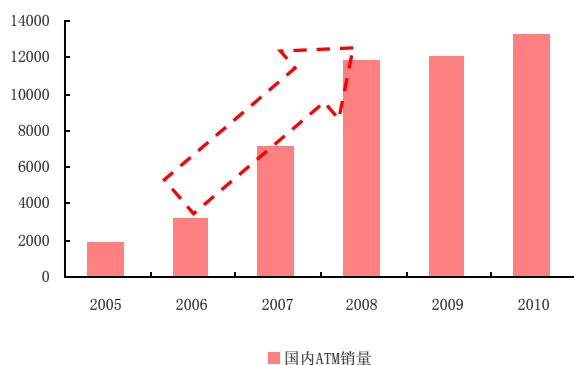
在银行将非核心业务外包的意愿越来越强烈的大背景下，银行业务外包有望蓬勃发展，实力雄厚的本土企业有望成为最大受益者。非核心业务外包可降低银行运营成本，在国外已经比较成熟。银监会 2008 年发布《商业银行外包风险管理指引》规范并促进了银行外包业务的发展，这有利于具有一定规模和资质的企业拓展业务。另外，银行也非常关注金融安全，在将业务外包时会更倾向于实力雄厚的本土企业，我们判断，在人力成本上升和银行业竞争压力

增加的大背景下, 银行非核心业务外包将加速发展, 像广电运通这样实力雄厚的本土企业可能受益最大。

## (二) ATM 存量大幅上升, 维护收入未来 3 年 CAGR 在 53%左右

公司一般对 ATM 销售有 2-3 年免费维护期, 因此, ATM 维护收入增长通常要滞后设备销售增长 2-3 年。公司 ATM 销售于 2007 年开始放量, 相应地, 服务收入的增长也在 2010 年后开始加速。由于最近几年 ATM 销售量较大, 未来几年维护服务收入将高速增长。公司 ATM 维护服务主要由子公司深圳银通提供, 业内最大的服务网络、数量众多的维护工程师以及完善的备件供应体系保证了维护服务的快速响应能力。

图 20: 公司 ATM 销售 2007 年开始放量



资料来源: 金融时报, 民生证券研究所

图 21: 公司服务网点遍布全国



资料来源: 公司网站, 民生证券研究所

仅考虑自有销售, 维护收入未来 3 年复合增长率在 53%左右。按照国际惯例和国内实际情况, ATM 年度维护费一般为原价的 7-10%左右。我们假定, 取款机的年收费为 5000 元, 循环一体机的年收费为 10000 元。根据测算, 仅考虑维护自己销售的机型, 2011-2013 年维护收入分别为 1.45、2.08 和 2.85 亿元。此外, 深圳银通具有 NCR、DIEBOLD 等多品牌 ATM 维修经验的工程师占 30%以上, 不排除未来为其他品牌的 ATM 提供维护服务的可能。

表 4: ATM 维护收入预测

|      |               | 2011  | 2012  | 2013  |
|------|---------------|-------|-------|-------|
| 核心假设 | 保外 ATM 存量     | 27800 | 39800 | 53000 |
|      | 一体机比重         | 4.2%  | 4.5%  | 7.5%  |
|      | 取款机维护费 (万元/年) | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
|      | 一体机维护费 (万元/年) | 1     | 1     | 1     |
| 收入测算 | 保外取款机数量       | 26620 | 38000 | 49040 |
|      | 取款机维护费 (万元)   | 13310 | 19000 | 24520 |
|      | 保外一体机数量       | 1180  | 1800  | 3960  |
|      | 一体机维护费 (万元)   | 1180  | 1800  | 3960  |
|      | 维护收入合计 (万元)   | 14490 | 20800 | 28480 |

资料来源: 民生证券研究所

### (三) 离行 ATM 占比提升, 全外包前景广阔

伴随离行 ATM 占比的不断提升, 全外包市场规模不断扩大, 预计 2015 年国内市场容量将达到 40 亿元。虽然目前银行外包的 ATM 服务还是维护为主, 但是将选址、安装、设备维护、技术支持、现金管理、清分等相关运营业务外包给专业公司是大势所趋, ATM 全外包市场空间广阔。目前国内 ATM 保有量约 30 万台, 离行占 30% 左右, 这些 ATM 以后都会全外包。我们假设, 2015 年, 全国 ATM 保有量达到 50 万台, 离行式 ATM 比重为 40%, 国内 ATM 外包服务市场规模有望达到 40 亿元。

图 22: ATM 服务从维护走向全外包



资料来源: 民生证券研究所

全外包从广州走向全国, 预计未来几年将翻番增长。公司 ATM 外包服务主要由子公司广州穗通提供, 2009 年才开始推出清机押运等高端金融服务, 2010 年上半年已经实现盈利。全外包服务机器数量 2010 年底只有 400 台左右, 目前估计已经在 1000 台左右。公司已经与花旗银行广州分行签订离行式自助设备专业化外包合同, 与浦发银行广州分行举行自助设备运维服务整体外包启动仪式, 另外, 深圳、东莞、南京、石家庄、成都、天津等其它区域市场拓展工作有序开展。在银行将非核心业务外包的意愿越来越强烈的大背景下, 公司作为 ATM 全外包服务的领先者和倡导者, 未来几年将迎来爆发性增长机会。我们假定, 2011-2013 年, 公司 ATM 全外包服务数量分别为 1000、2000 和 4000 台, 服务费按照成本加成法定价, 根据测算, 2013 年全外包服务收入有望达到 8000 万。需要强调的是, 收入增长的同时规模效应将逐步体现, 全外包盈利能力将显著提升。

表 5: ATM 全外包收入预测

|            | 2011 | 2012 | 2013 |
|------------|------|------|------|
| 全外包 ATM 数量 | 1000 | 2000 | 4000 |
| 全外包收入 (万元) | 1500 | 3600 | 8000 |

资料来源: 民生证券研究所

## 四、产品线不断延伸，打造现金处理“航母”

### (一) 现金处理外延广阔，打开公司成长空间

现金处理可拓展领域广阔，公司成长开始显示弹性。现金处理设备在金融、电信、医疗、商业零售、旅游、交通、政府等领域都有不错的应用前景，AFC 只是现金处理技术在智能交通领域应用的一个成功案例。现阶段，AFC 每年的市场容量也就在 10 亿左右，属于轻量级市场，而前面提到的很多市场国内每年的潜在市场容量都有几十甚至几百亿。公司围绕现金处理产品和技术储备丰富，现金出纳机、纸币清分机以及自助加油机等领域只要有任何一个取得突破，公司业绩就将显著增厚，关键还是现金处理设备消费意识的形成。

表 6: 现金处理外延空间广阔

| 现金处理设备 | 市场空间估算                                            |
|--------|---------------------------------------------------|
| ATM    | 国内每年装机 6 万台，平均每天售价 10 万元，每年的市场容量在 60 亿左右。         |
| 现金清分机  | 五大行支行超过 10000 个，假设每个支行配一台，每台 50 万，市场容量在 50 亿以上。   |
| 现金取款机  | 全国有 19 万个银行网点，假设每个网点配一台，每台 10 万元，市场容量在 190 亿左右。   |
| 自助加油设备 | 国内加油站约 95000 个网点，假设每个网点配一台，每台 10 万元，市场容量在 95 亿左右。 |
| 自助挂号机  | 国内有超过 20000 家医院，假设每个医院配一台，每台 10 万元，市场容量在 20 亿左右。  |
| 自助投注机  | 国内体彩和福彩投注点加起来有几十万个。                               |
| 电信自助设备 | 国内电信营业厅加起来超过十万个。                                  |

资料来源：公开资料整理，民生证券研究所

### (二) 受益销售策略调整，AFC 今年将迎来爆发式增长

公司 AFC 产品主要分为地铁和高铁自助售检票系统两大类。前者竞争较为激烈，存在地方政府保护主义问题；后者受到高铁建设进度放缓的负面影响。但我们认为，AFC 市场空间广阔，公司竞争优势明显，总体来说机遇大于挑战。

图 23: 调整销售策略，整机和模块销售并举



资料来源：公司网站，民生证券研究所

上半年，AFC 产品销售收入达到 9171 万元，同比大幅增长 913.50%。除了部分项目集中在上半年结算外，我们认为，转变销售策略是关键。公司不仅销售整机，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。公司在 AFC 领域最主要的劣势就是缺乏系统集成资质，而模块销售能规避这一问题，同时也能最大程度发挥公司优势，提高业务毛利率。整机和模块销售并举，AFC 今年将迎来爆发式增长，高速增长态势有望延续。

## 五、盈利预测与估值

公司刚刚走完中国制造第一篇章，进入中国“智”造第二篇章，成长空间和发展速度依然可观。自主机芯突破使公司占据行业制高点，公司有望成为全球 ATM 领域新王者。服务占比不断提升，公司有望同时成为国内 ATM 服务领域领头羊。此外，现金处理外延广阔，公司成长空间开始显示弹性。具体而言，对公司主要业务未来几年的发展我们作出如下判断：

- 1) 国内 ATM 收入规模稳步增长，一体机和自主机芯占比将不断提升，今年建行将放量；
- 2) 海外市场进入收获期，今年收入有望达到 4.5 亿，后续仍将快速增长；
- 3) 服务收入快速扩大，预计未来三年 CAGR 接近 60%，收入贡献持续加大；
- 4) 非 ATM 现金处理设备快速增长，其中 AFC 收入今年有望达到 1.6 亿。

表 7：公司主要业务收入和毛利预测（单位：万元）

|          |     | 2009   | 2010   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|----------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| ATM 设备   | 收入  | 131858 | 147479 | 171614 | 200666 | 237046 |
|          | 增速  | 26.9%  | 11.8%  | 16.4%  | 16.9%  | 18.1%  |
|          | 毛利率 | 42.25% | 49.93% | 51.0%  | 52.0%  | 53.0%  |
| 其他现金处理设备 | 收入  | 4630   | 6402   | 16006  | 24009  | 36014  |
|          | 增速  | -39.9% | 38.3%  | 150.0% | 50.0%  | 50.0%  |
|          | 毛利率 | 35.29% | 34.52% | 35.0%  | 35.0%  | 35.0%  |
| ATM 服务   | 收入  | 5556   | 9492   | 15990  | 24400  | 36480  |
|          | 增速  | 87.4%  | 70.9%  | 68.4%  | 52.6%  | 49.5%  |
|          | 毛利率 | 61.79% | 64.83% | 60.0%  | 62.0%  | 65.0%  |

资料来源：民生证券研究所

关于毛利率和期间费用率，我们预计，**毛利率将继续小幅提升，期间费用率今年有所上升，未来将稳中趋降。**毛利率会继续小幅提升主要是由于自主机芯占比的不断提高以及服务占比的提升。关于期间费用率，我们预计，销售费用率基本稳定，管理费用率受人员规模扩大和人力成本提高影响，今年会有所上升，未来随着规模效应逐步体现，管理费用率将稳中趋降。

表 8：期间费用率和所得税率核心假定

|       | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 11.0% | 12.3% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 管理费用率 | 8.2%  | 8.9%  | 9.5%  | 9.2%  | 9.0%  |
| 所得税率  | 8.4%  | 9.5%  | 10.0% | 10.0% | 10.0% |

资料来源：民生证券研究所

公司正翻开中国“智”造的新篇章，有望成为全球 ATM 领域新王者，长期投资价值显著。我们看好公司 ATM 护城河的不断加宽，现金处理外延的不断拓展以及服务占比的不断提升。维持强烈推荐评级，预计 2011-2013 年公司 EPS 为 1.32/1.66/2.11 元，给予公司 6 个月目标价 40 元，对应 2011 年 PE 为 30x。

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表          |        |       |       |       |
|--------------|--------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)     | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 一、营业总收入      | 1,724  | 2,153 | 2,639 | 3,281 |
| 减：营业成本       | 875    | 1,083 | 1,305 | 1,591 |
| 营业税金及附加      | 23     | 32    | 40    | 49    |
| 销售费用         | 212    | 258   | 317   | 394   |
| 管理费用         | 154    | 204   | 243   | 295   |
| 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    | 574   | 740   | 962   |
| 加：营业外收支净额    | 72     | 80    | 79    | 83    |
| 三、利润总额       | 526    | 654   | 819   | 1,044 |
| 减：所得税费用      | 50     | 65    | 82    | 104   |
| 四、净利润        | 476    | 588   | 737   | 940   |
| 归属于母公司的利润    | 475    | 588   | 737   | 940   |
| 五、基本每股收益 (元) | 1.07   | 1.32  | 1.66  | 2.11  |
| 主要财务指标       |        |       |       |       |
| 项目 (百万元)     | 2010A  | 2011E | 2012E | 2013E |
| EV/EBITDA    | 18.66  | 18.98 | 13.80 | 9.68  |
| 成长能力：        |        |       |       |       |
| 营业收入同比       | 15.8%  | 24.8% | 22.6% | 24.3% |
| 营业利润同比       | 34.1%  | 26.5% | 28.9% | 29.9% |
| 净利润同比        | 22.5%  | 23.8% | 25.3% | 27.4% |
| 营运能力：        |        |       |       |       |
| 应收账款周转率      | 2.44   | 2.72  | 4.02  | 4.05  |
| 存货周转率        | 4.20   | 4.34  | 4.03  | 4.14  |
| 总资产周转率       | 0.69   | 0.67  | 0.63  | 0.61  |
| 盈利能力与收益质量：   |        |       |       |       |
| 毛利率          | 49.3%  | 49.7% | 50.6% | 51.5% |
| 净利率          | 27.6%  | 27.3% | 27.9% | 28.6% |
| 总资产净利率 ROA   | 17.1%  | 16.0% | 15.6% | 15.5% |
| 净资产收益率 ROE   | 23.5%  | 19.3% | 19.5% | 19.9% |
| 资本结构与偿债能力：   |        |       |       |       |
| 流动比率         | 3.31   | 5.52  | 4.80  | 4.40  |
| 资产负债率        | 27.0%  | 17.2% | 19.9% | 21.9% |
| 利息保障倍数       | -225.7 | -61.1 | -49.1 | -47.4 |
| 每股指标：        |        |       |       |       |
| 每股收益         | 1.07   | 1.32  | 1.66  | 2.11  |
| 每股经营现金流量     | 0.27   | 1.90  | 1.71  | 2.13  |
| 每股净资产        | 4.56   | 6.86  | 8.52  | 10.63 |

资料来源：民生证券研究所

| 资产负债表     |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元)  | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 货币资金      | 999   | 2,083 | 2,839 | 3,789 |
| 应收票据      | 0     | 29    | 36    | 45    |
| 应收账款      | 995   | 590   | 723   | 899   |
| 预付账款      | 23    | 40    | 59    | 83    |
| 其他应收款     | 21    | 29    | 36    | 45    |
| 存货        | 399   | 593   | 715   | 872   |
| 其他流动资产    | (0)   | (0)   | (0)   | (0)   |
| 流动资产合计    | 2,421 | 3,364 | 4,408 | 5,732 |
| 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     |
| 非流动资产合计   | 353   | 322   | 323   | 324   |
| 资产总计      | 2,774 | 3,686 | 4,731 | 6,056 |
| 短期借款      | 167   | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据      | 48    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款      | 239   | 297   | 357   | 436   |
| 预收账款      | 75    | 269   | 506   | 802   |
| 其他应付款     | 35    | 44    | 54    | 65    |
| 应交税费      | 106   | 13    | 15    | 15    |
| 其他流动负债    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 流动负债合计    | 731   | 610   | 917   | 1,303 |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债   | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 非流动负债合计   | 17    | 17    | 17    | 17    |
| 负债合计      | 748   | 633   | 941   | 1,326 |
| 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 | 1,598 | 2,335 | 3,275 |
| 少数股东权益    | 18    | 18    | 18    | 18    |
| 所有者权益合计   | 2,026 | 3,053 | 3,790 | 4,730 |
| 负债和股东权益合计 | 2,774 | 3,686 | 4,731 | 6,056 |

| 现金流量表    |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 项目 (百万元) | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流量 | 119   | 845   | 759   | 949   |
| 投资活动现金流量 | (68)  | 14    | (2)   | (2)   |
| 筹资活动现金流量 | (133) | 280   | 15    | 20    |

## 插图目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图 1: “内外兼修”掀开中国“智”造第二篇章.....     | 3  |
| 图 2: 中国制造盈利能力显著高于国外巨头.....       | 4  |
| 图 3: 与国外相比, 国内人力成本仍占优势.....      | 4  |
| 图 4: 现金处理外延广阔.....               | 4  |
| 图 5: 机器替代人工的成本优势已经显现.....        | 4  |
| 图 6: 银行人均成本不断提升.....             | 5  |
| 图 7: 外包成本优势明显.....               | 5  |
| 图 8: 国内平均百万人拥有 ATM 数量仍较低.....    | 6  |
| 图 9: 每台 ATM 服务银行卡数量仍较高.....      | 6  |
| 图 10: 存取款一体机渐成 ATM 市场主流产品.....   | 6  |
| 图 11: 专注于一体机的日系厂商国内市场排名持续上升..... | 6  |
| 图 12: 离行式 ATM 比例不断提升.....        | 7  |
| 图 13: 自助银行网点大幅增加.....            | 7  |
| 图 14: 农行、邮储在农村铺设网点较多.....        | 8  |
| 图 15: 工行、建行 ATM 采购比重较大.....      | 9  |
| 图 16: 公司国内市场份额稳步提升.....          | 9  |
| 图 17: 自主机芯带动毛利率上升.....           | 10 |
| 图 18: 人力成本快速上升.....              | 11 |
| 图 19: 银行开始控制非核心业务员工数量增长.....     | 11 |
| 图 20: 公司 ATM 销售 2007 年开始放量.....  | 12 |
| 图 21: 公司服务网点遍布全国.....            | 12 |
| 图 22: ATM 服务从维护走向全外包.....        | 13 |
| 图 23: 调整销售策略, 整机和模块销售并举.....     | 14 |

## 表格目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1: 一体机机芯市场容量测算.....            | 9  |
| 表 2: 海外市场突破进程.....               | 9  |
| 表 3: 自主机芯自产对毛利率影响敏感性分析.....      | 10 |
| 表 4: ATM 维护收入预测.....             | 12 |
| 表 5: ATM 全外包收入预测.....            | 13 |
| 表 6: 现金处理外延空间广阔.....             | 14 |
| 表 7: 公司主要业务收入和毛利预测 (单位: 万元)..... | 15 |
| 表 8: 期间费用率和所得税率核心假定.....         | 15 |

## 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。

## 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         | 18610531518        | 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         |
| <b>平珂</b>  | <b>上海</b> | <b>021-68885772</b>  | <b>13818133101</b> | <b>pingke@mszq.com</b>      |
| 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          |
| <b>万小山</b> | <b>广深</b> | <b>0755-22662056</b> | <b>13902959014</b> | <b>wanxiaoshan@mszq.com</b> |
| 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; 518040

**深圳:** 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

## 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。