

广电运通 (002152)

强烈推荐

行业：计算机设备

事情正在起变化

近期，广东国企改革进一步深化，相关企业的创新方案也陆续出炉。其中，与公司同属一控股股东的海格通信 (002465) 亦推出了自己的定增方案及员工持股计划。我们认为，该方案较好地协调了各方面的利益并调动员工的积极性，对公司的发展有较大的借鉴作用。

投资要点：

◇ **二次成长持续进行中。**(1) 我们预期，更新换代周期+中小银行的需求上升，驱使 ATM 业务将迎来增速回升的阶段，在此基础上，ATM 现金全外包服务的爆发将促使公司的二次成长逐步开启 (未来三年 CAGR25%以上)；(2) 前三季度看，ATM 业务增速稳健 (~15%)，而外包业务保持高速增长 (60%+) 验证了我们的判断；(3) 此外，国产化大潮下，未来公司逐步进入建行一体机及工行采购名单将是大概率；

◇ **海格通信的定增方案及员工持股计划的启示：众口可调。**该方案很好地协调了各方面的利益：(1) 大股东无线电集团参与定增，其持股比例不降反升，保证了集团对优质资产的掌控；(2) 管理层及骨干员工的持股范围广、参与资金巨大；(3) 通过定增的方式绕开了国资委对股权激励收益超三年年薪总和 40%需上缴的规定，激励效果明显。因此，该方案对公司也有较高的借鉴意义，同时表明了大股东对国企改革的态度；

◇ **寻找新增长点已是箭在弦上。**硬件产品具有一定生命周期及天花板的固有缺陷，因此在产品线品类有限的情况下，公司的估值容易受压。对此，扩张全外包服务以及进军清分机、VTM 等新品为公司当前的应对措施。但我们认为，公司的产品更多是面向传统的银行模式，而在互联网金融的冲击下，产品创新则显得不足。因此，如何应付互联网金融的挑战、如何突破硬件模式的缺陷已是当务之急；

◇ **公司有望迎来业绩、估值双提升。**我们认为，(1) 国企改革大潮下，公司在管理层激励、员工持股等激励措施上有望取得突破，业绩增速可望提速；(2) 由硬转软是趋势，未来公司可能会在运营服务及信息安全等领域寻找新增长点，充裕的在手现金将是有力保证；

◇ **持续“强烈推荐”。**维持盈利预测不变，预计 14-16 年 EPS 0.98/1.23/1.56 元，对应当前股价 18/14/11 倍。考虑到公司的短期业绩有支撑，长期成长性仍然突出，给予目标价 24.50 元，对应 14 年 EPS 25 倍；

◇ **风险提示：**宏观经济低迷影响银行的采购意愿、公司的新品营销及服务网络扩张可能导致费用超预期、ATM 的降价风险、ATM 外包服务及 VTM 销售可能低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2516	3318	4222	5226
收入同比(%)	16%	32%	27%	24%
归属母公司净利润	705	879	1107	1403
净利润同比(%)	22%	25%	26%	27%
毛利率(%)	54.6%	54.4%	54.3%	54.5%
ROE(%)	20.2%	20.9%	21.8%	22.5%
每股收益(元)	0.79	0.98	1.23	1.56
P/E	22.46	18.01	14.30	11.29
P/B	4.54	3.76	3.11	2.54
EV/EBITDA	22	17	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6-12个月目标价：24.50

当前股价：17.50

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	897
流通股本(百万股)	863
总市值(亿元)	157
流通市值(亿元)	151
成交量(百万股)	4.64
成交额(百万元)	80.98

股价表现



相关报告

《广电运通-收入提速，可多一分期待》

2014-10-29

《广电运通-服务业务高增长持续，全年业绩无忧》2014-09-08

《广电运通-软硬兼顾，下半年会更好》

2014-08-26

一、海格通信的员工持股计划简介

海格通信 11 月 12 日公告非公开发行预案，拟发行股票数量不超过 7500 万股，占当前股本比例 7.5%，发行价格 15.76 元，拟募集资金总额不超过 11.82 亿元，参与对象为大股东和员工持股计划。

其中，6.2 亿元将用于偿还银行贷款，剩余 5.62 亿元全部用于补充流动资金，并主要用于外延式扩张。

(1) 大股东广州无线电集团认购 4500 万股，共计 7.1 亿元；

(2) 公司高管及核心员工通过添富-定增 35 号和添富-定增 36 号分别认购 355 万股、2645 万股，共计 4.7 亿元；

(3) 参与此次非公开发行的大股东、高管及员工锁定期为 36 个月。

注：截至 2014 年 9 月 30 日，大股东广州无线电集团的持股比例为 18.25%，因此本次定增方案执行后大股东的持股比例将进一步上升。

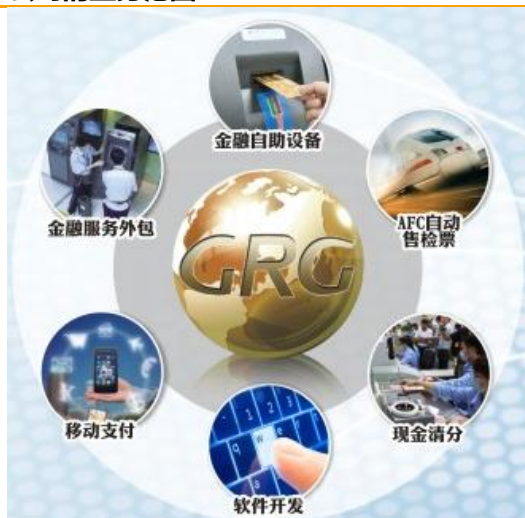
二、公司简介：ATM 绝对龙头，从高端制造向高端服务延伸

1.1 拥有自主芯的国产 ATM 龙头，连续六年市占率第一

公司是全球领先的货币处理设备及其系统解决方案提供商，是中国规模最大的 ATM¹（自动柜员机）产品及系统解决方案供应商、实力最雄厚的 AFC（自动售检票系统）设备及核心模块提供商，产品及服务覆盖金融电子、轨道交通两大领域。自 2008 年以来，公司的 ATM 产品在国内的市场占有率连续 6 年第一，其中 2013 年的市占率为 23.3%。

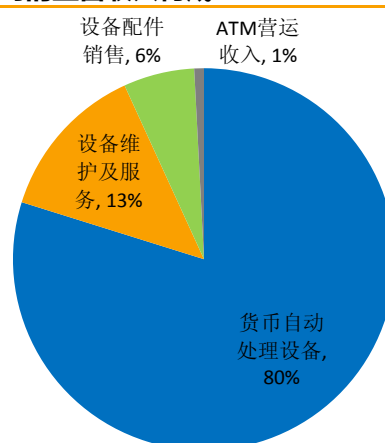
自成立以来，公司一直致力于核心技术的自主研发，是国内唯一一家掌握循环机核心技术的厂家，其中拥有自主出钞机芯、自主循环机芯的 N 系列产品的发货量已超过公司 ATM 全年总发货量的 90%。

图 1 公司的业务范围



资料来源：公司网站、中投证券研究所

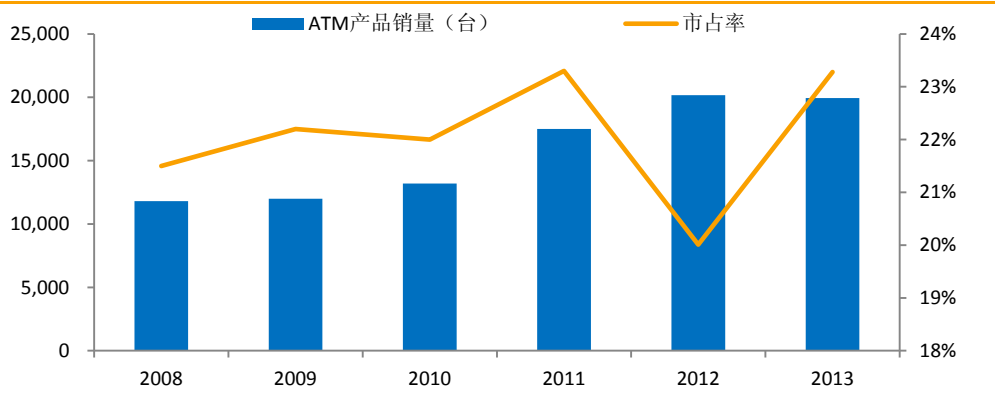
图 2 公司的主营收入构成



资料来源：Wind、中投证券研究所

¹ 主要产品分别为单取款机（以下简称“取款机”）、存取款一体机（以下简称“一体机”或 CRS）。

图 3 公司的 ATM 产品销量在国内的市占率连续 6 年第一



资料来源：《金融时报》、中投证券研究所

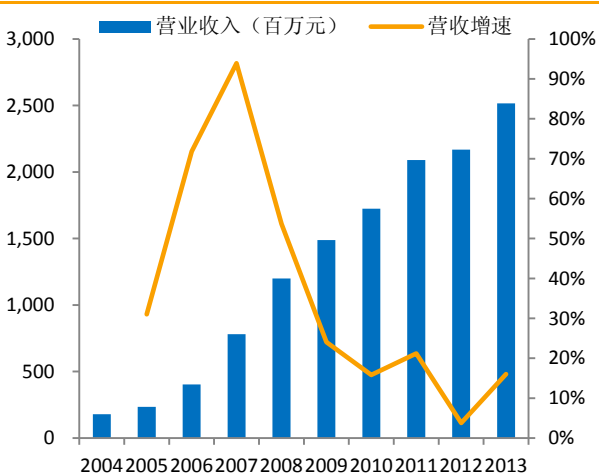
1.2 新挑战：进军高端服务，新一轮增长开启

上市至今，公司的收入及利润均保持增长态势，但近年来随着 ATM 设备在国内的保有量逐步上升，行业的销量增速有所放缓，因此公司的业绩增速亦随之放缓。

对此，公司在制造领域将继续打造新的增长点，VTM、清分机等新产品在 13 年开始在市场放量，同时以设备维保及金融服务外包为主导的高端服务业务保持高速增长。相应地，过去两年公司的收入及业绩增速均出现了触底反弹。

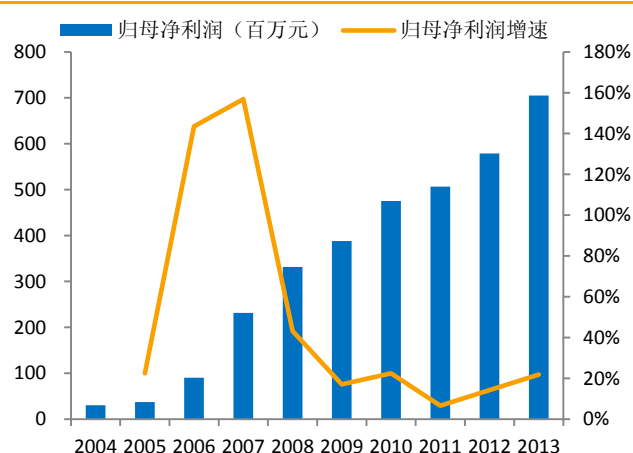
根据公司的规划，未来高端制造及高端服务在公司的收入及利润构成中将形成 1:1 的格局，公司新一轮的增长正在开启。

图 4 公司的收入增速反弹回升 (07-13CAGR≈22%)



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 5 公司的利润增速反弹回升 (07-13CAGR≈20%)



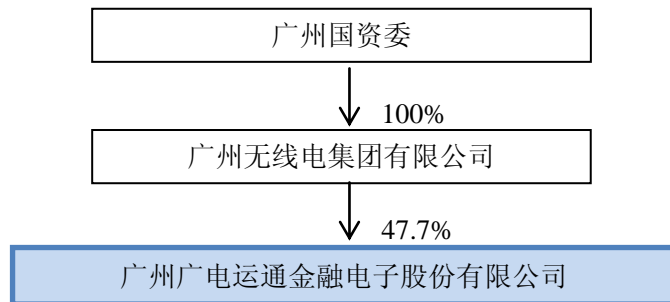
资料来源：Wind、中投证券研究所

1.3 股权结构：国资委是实际控制人，国企改革值得期待

公司前身是广州广电运通金融电子有限公司，1999 年广州无线电集团在广州市政府的支持下投资金融电子领域，高起点组建了“自主创新型”高科技企业——广电运通，开始生产自主知识产权的 ATM。

当前，公司的大股东为广州无线电集团有限公司，持股 47.7%，广州国资委为实际控制人。随着国企改革大潮的推进，公司有望受益国企改革。

图 6 公司的实际控制人为广州国资委，持股比例为 47.7%



资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4456	5381	6604	8077
现金	1645	2556	3167	3973
应收账款	714	939	1196	1479
其它应收款	50	60	79	97
预付账款	130	91	116	143
存货	1171	1134	1446	1783
其他	747	602	601	602
非流动资产	599	620	676	723
长期投资	65	70	80	90
固定资产	389	447	495	534
无形资产	17	16	15	15
其他	128	87	86	84
资产总计	5055	6001	7280	8800
流动负债	1388	1600	1995	2365
短期借款	0	0	0	0
应付账款	399	484	636	777
其他	989	1116	1359	1588
非流动负债	47	43	45	44
长期借款	0	0	0	0
其他	47	43	45	44
负债合计	1434	1643	2040	2408
少数股东权益	135	143	153	166
股本	747	897	897	897
资本公积	177	177	177	177
留存收益	2562	3142	4014	5152
归属母公司股东权益	3485	4215	5087	6225
负债和股东权益	5055	6001	7280	8800

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	715	1098	919	1137
净利润	711	887	1117	1416
折旧摊销	41	44	54	63
财务费用	-10	-21	-28	-36
投资损失	-9	-10	-10	-10
营运资金变动	-27	193	-222	-304
其它	10	5	8	7
投资活动现金流	-886	-58	-101	-101
资本支出	154	100	100	100
长期投资	-807	-34	10	10
其他	-1539	9	9	9
筹资活动现金流	-186	-129	-207	-230
短期借款	0	0	0	0
长期借款	-2	0	0	0
普通股增加	125	149	0	0
资本公积增加	-2	0	0	0
其他	-307	-278	-207	-230
现金净增加额	-359	912	611	806

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2516	3318	4222	5226
营业成本	1142	1512	1928	2378
营业税金及附加	35	54	63	81
营业费用	439	581	718	836
管理费用	307	406	507	601
财务费用	-10	-21	-28	-36
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	9	10	10	10
营业利润	613	796	1045	1375
营业外收入	164	180	198	218
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	776	975	1241	1591
所得税	65	88	124	175
净利润	711	887	1117	1416
少数股东损益	6	8	10	13
归属母公司净利润	705	879	1107	1403
EBITDA	644	819	1070	1403
EPS (元)	0.94	0.98	1.23	1.56

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	16.0%	31.9%	27.2%	23.8%
营业利润	20.9%	29.8%	31.2%	31.6%
归属于母公司净利润	21.9%	24.7%	25.9%	26.7%
获利能力				
毛利率	54.6%	54.4%	54.3%	54.5%
净利率	28.0%	26.5%	26.2%	26.8%
ROE	20.2%	20.9%	21.8%	22.5%
ROIC	29.3%	40.5%	45.7%	51.0%
偿债能力				
资产负债率	28.4%	27.4%	28.0%	27.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.21	3.36	3.31	3.42
速动比率	2.37	2.65	2.59	2.66
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.60	0.64	0.65
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	3.41	3.42	3.44	3.37
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.98	1.23	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	1.22	1.02	1.27
每股净资产(最新摊薄)	3.89	4.70	5.67	6.94
估值比率				
P/E	22.46	18.01	14.30	11.29
P/B	4.54	3.76	3.11	2.54
EV/EBITDA	22	17	13	10

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-29	《广电运通-收入提速，可多一分期待》
2014-09-08	《广电运通-服务业务高增长持续，全年业绩无忧》
2014-08-26	《广电运通-软硬兼顾，下半年会更好》
2014-06-24	《广电运通-跟踪报告：二次成长正在开启，持续推荐》
2014-05-29	《广电运通-深度报告：被低估的成长空间：近有业绩，远可憧憬》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

观富钦,计算机行业分析师,中山大学信息与计算科学学士、财务与投资管理硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434