

计算机

2016 年 04 月 11 日

广电运通 (002152)

——服务与新兴科技均在变化

报告原因：强调原有的投资评级

买入（维持）

市场数据：2016 年 04 月 08 日

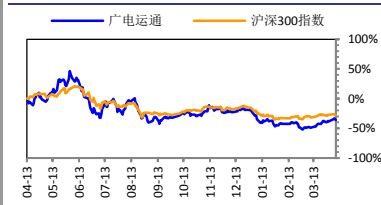
收盘价（元） 24.8
 一年内最高/最低（元） 58/18.13
 市净率 4.9
 息率（分红/股价） -
 流通 A 股市值（百万元） 21405
 上证指数/深证成指 2984.96/10413.54

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2015 年 12 月 31 日

每股净资产（元） 5.03
 资产负债率% 38.14
 总股本/流通 A 股（百万） 1080/863
 流通 B 股/H 股（百万） -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《晨会推荐版 160411》 2016/04/11
 《广电运通 (002152) 点评：2015 年服务毛利占比已达 23%，继续追加创新投入》
 2016/03/29

证券分析师

刘洋 A0230513050006
 liuyang2@swsresearch.com

研究支持

刘畅 A0230115090001
 liuchang@swsresearch.com

联系人

刘畅
 (8621)23297818x7391
 liuchang@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **“高增长现金牛”金融服务经过考验。**广电运通 2009 年年报提出“积极推进向高端服务业转型”，2010 年报提出“（金融服务）已逐步形成一套适合业务拓展的商业模式和运作机制”。将年报披露的“设备维护及服务”、“ATM 运营合并纳入“服务”，2009-2015 年服务毛利的 CAGR 为 48%，远高于公司整体毛利 CAGR 的 22%。**更关键的是金融服务的近年加速，“高增长现金牛”形态可以持续。**2013-2015 年，金融服务毛利的复合增速为 56%，既远高于公司整体的 23%，又高于 2009-2012 年金融服务平均水平。服务的盈利能力也较出色，尽管“ATM 运营”的毛利率不高（低于 40%），但设备运维的毛利率水平超过 50%，已与金融产品销售接近。
- **金融服务再加速，三优势支持网点收购的规模效应。**1) 2015 年，公司调整并基本形成了以广州银通作为金融服务业主体、以深圳银通为传统维保业务平台、以广州安保投资公司为金融外包业务的主要平台。公司在全国范围内已建立 800 多个服务网点。广州银通 2015 年实现净利润 1.9 亿元，同比 2014 年 1.24 亿增长 54%，公司自 2011 年至今净利润增长逐渐加速。2) 公司披露了近年 20 多项金融外包服务及押运公司收购，预计新网点整合后 1-2 年的利润将体现。推测来源是广电运通有三点优势：(a) 可开展多项增值业务，增值服务和网络性产生规模经济。(b) 可输出管理，提高效率。集约化管理提升净利润。(c) 较充裕的资金，在竞拍、投资等环节具有优势。
- **与传统谨慎行为极不相称资本运作：通过沪港通成为神州数码大股东、持续收购武装押运公司。**当前公司通过开立的证券账户，使用自有资金通过沪港通购买了在香港联交所主板上市的神州数码达到 10%，已经超过第一大股东和一致行动人持股，这是与传统谨慎行为极不相称的资本运作。我们推测神州数码的银行核心系统可以补充广电运通的银行后台 IT 业务，其运维网点快速补充公司服务网点数，其合作深度大概率超过公司的公开表述。
- **区块链方面：公开披露明确涉足区块链及生物识别技术领域。**根据微信号公开披露，广电运通已设立团队从事区块链和生物技术研究。在推出数字货币的信息发布后，博士后工作站与人民银行、工信部、国标委等保持密切交流。
- **维持买入评级和盈利预测。**预计 2016-2018 年收入为 53.0、70.6 和 86.8 亿元，净利润为 10.2、12.2 和 15.7 亿元，每股收益为 0.95、1.13 和 1.46 元。目前对应 16 年业绩为 26 倍。2015 年是行业毛利率承压之年，但服务收入增速乐观。一旦 2016-2017 年服务增长或内生行业增速上行，较低的估值凸显性价比。维持“买入”评级。买入广电运通等于 26 倍当年市盈率买入一个约年化 40% 的成长性现金牛，外加资本运作期权和一个区块链技术产生新业务的期权。

财务数据及盈利预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,152	3,973	5,304	7,055	8,678
同比增长率（%）	25.28	26.05	33.50	33.01	23.01
净利润（百万元）	807	898	1,021	1,223	1,572
同比增长率（%）	14.52	11.27	13.64	19.78	28.54
每股收益（元/股）	0.90	1.00	0.95	1.13	1.46
毛利率（%）	54.8	52.2	52.5	51.8	52.0
ROE（%）	19.5	19.9	19.4	18.9	19.5
市盈率	28	25	26	22	17

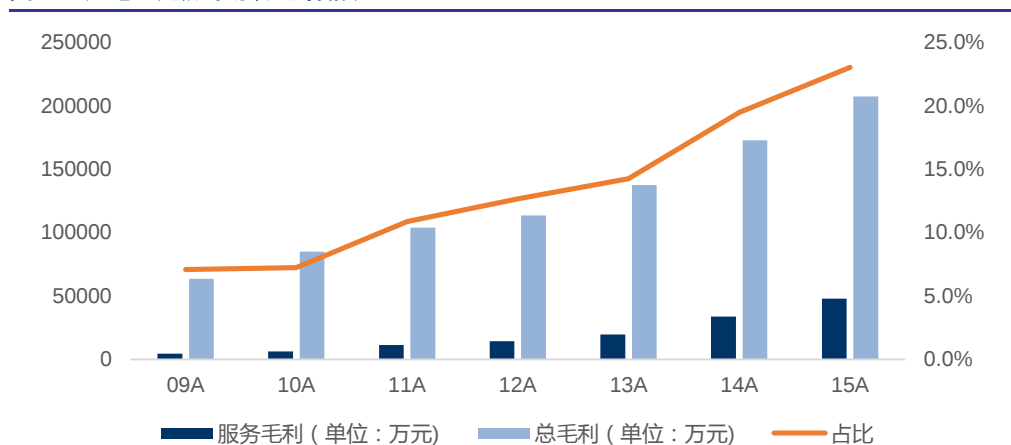
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

1. “高增长现金牛”金融服务经过考验

广电运通 2009 年年报提出“积极推进向高端服务业转型”，2010 年年报提出“（金融服务）已逐步形成一套适合业务拓展的商业模式和运作机制”。将年报披露的“设备维护及服务”、“ATM 运营合并纳入“服务”，2009-2015 年服务毛利的 CAGR 为 48%，远高于公司整体毛利 CAGR 的 22%（见图 1）。

图 1：广电运通历年服务毛利情况



资料来源：广电运通官网、申万宏源研究

2015 年服务毛利占比已达 23%。2015 年公司服务（设备维护及服务及 ATM 运营收入）收入达到 9.27 亿元，同比增长 52%。服务毛利同比增长 42%，毛利占比达到 23%。2015H2 服务收入达 6.1 亿元同比增长 56%，环比上半年 3.2 亿元增长 90%，预示公司金融服务外包业务进入快速增长阶段。

更关键的是金融服务的近年加速，“高增长现金牛”形态可以持续。2013-2015 年，金融服务毛利的复合增速为 56%，既远高于公司整体的 23%，又高于 2009-2012 年金融服务平均水平。服务的盈利能力也较出色，尽管“ATM 运营”的毛利率不高（低于 40%），但设备运维的毛利率水平超过 50%，已与金融产品销售接近。

2. 金融服务的再加速

2015 年明确服务主体。2015 年公司调整并基本形成了以广州银通作为金融服务业主体、以深圳银通为传统维保业务平台、以广州安保投资公司为金融外包业务的主要平台（注：为了明确子公司定位，公告将全资子公司深圳银通 100%股权转让给广州银通，已于 2015 年 9 月完成工商变更登记）。最新数据显示，公司在全国范围内已建立 800 多个服务网点。广州银通 2015 年实现净利润 1.9 亿元，同比 2014 年 1.24 亿增长 54%，公司自 2011 年至今净利润增长逐渐加速。

表 1：深圳银通历年净利润（单位：百万元）

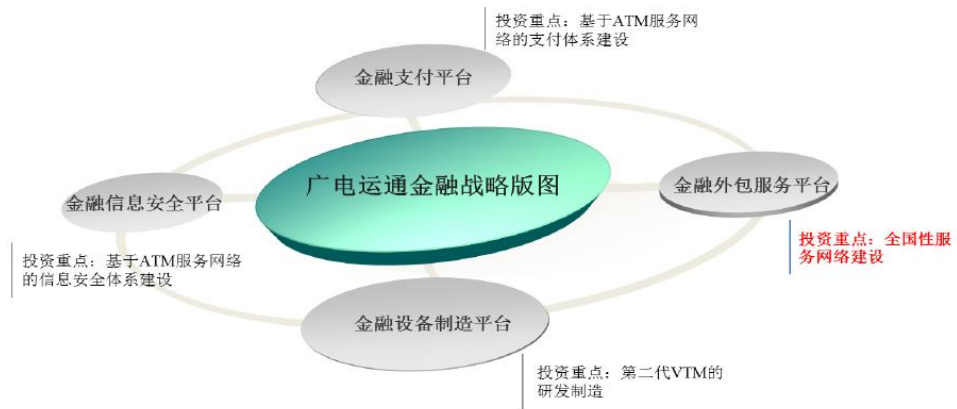
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
深圳银通净利润	16	28	35	38	50	67	116	191
利润增速		75%	25%	9%	32%	34%	73%	65%

资料来源：广电运通年报 申万宏源研究

基于已经过考验的金融服务，2015 年再加速。**体现在增发、传统谨慎行为极不相称资本运作举措、持续收购押运服务公司的协同性。**

1) 增发：投向金融服务、信息安全和支付，并首次完成员工持股。A)2015 年 3 月公告增发投向金融外包服务、金融支付、金融信息安全。方案包含员工持股计划，资金来源是 11 名骨干和其它核心骨干员工。.

图 2：广电运通增发拓展金融外包服务、金融支付、金融信息安全



资料来源：广电运通官网、申万宏源研究

2) 与传统谨慎行为极不相称资本运作：通过沪港通成为神州数码大股东、持续收购武装押运公司。当前公司通过开立的证券账户，使用自有资金通过沪港通购买了在香港联交所主板上市的神州数码达到 10%，已经超过第一大股东和一致行动人持股，**这是与传统谨慎行为极不相称的资本运作。**神州数码 2000 年从原联想集团分拆成立，是国内领先的 IT 服务提供商，主要为客户提供端到端的整合 IT 服务，目前有五大业务集团，公司在金融设备维护领域精耕细作建立了全国性的服务网络，长期服务于四大银行。公司的表述为“此次投资神州数码能够实现双方在业务上的协同，此外打通智慧业务和银行资源”，**我们推测神州数码的银行核心系统可以补充广电运通的银行后台 IT 业务，其运维网点快速补充公司服务网点数，其合作深度大概率超过公司的公开表述。**

3) 公司披露了一些押运服务公司的收购（见表 2），预计整合后 1-2 年的利润将体现。推测来源是广电运通有三点优势：（1）广电运通有金融服务业务背景，可以开展非常多的增值业务。而增值服务和网络性产生规模经济。（2）广电运通可以输出管理，提高效率。目前收购公司体量相对较小，未来会逐步专向向大型押运公司此外收购进的押运公司，通过集约化管理净利润有望得到大幅度提升。（3）广电运通有较充裕的资金，在竞拍、投资等环节具有优势。

表 2: 收购押运公司财务情况

	收购价 格 (万元)	股份	收入 (万元)	14 年净利 润	14 年归母净 利润	净利率
商洛市金盾押运	1,150	51%	1,669	405	207	24%
邵阳市押运公司	9,650	100%	5,853	246	246	4%
兴安盟	2,270	51%	2,014	760	388	38%
武威市	2,200	100%	1,454	61	61	4%
巴彦淖尔	3,508	51%	4,849	328	167	7%
海南	2,498	51%	2,593	277	141	11%
平顶山	3,586	60%	3,019	205	123	7%
西安金盾	5,743	60%	8,478	1,127	676	13%
合计	30,604		29,929	3,409	2,009	11%

资料来源：广电运通公告 申万宏源研究

3. 已开启区块链和生物识别的科技探索

除了金融服务，广电运通在新兴科技的研发探索也超过市场预期，这终究指引向新收入。

未来银行呼唤科技探索。2015 年 11 月，全球 ATM 行业协会与广电运通在广州联合主办了第十届“GCE 全球金融峰会”，大会重点探讨了 Bank3.0 时代未来银行的进化及全球金融业科技创新，中国是目前全球最大的 ATM 市场，智能金融与银行网点改造是未来主要的趋势。广电运通始终致力于用自主的创新技术为服务全球客户，每年研发投入占比营业收入的 6-8%，在各项领域均展开了深入研究。

区块链方面：公开披露明确涉足区块链及生物识别技术领域。公司的研发的体系来自于军工，在研究方面始终走在产业的前端，目前 ATM 机的核心技术以及机芯的研究自 2003 年就已经开始，公司也因此在此 2007 向市场推广自主化生产的 ATM 机系列，开启连续 8 年市场销量第一的壮举。根据公司微信号公开披露，广电运通有在区块链和生物技术方面已经展开了研究，率先起草推出 5 项生物识别标准，生物识别已在市场有案例。此外，在数字货币技术方面的研究累积深厚，在推出数字货币的信息出来后，公司的博士后工作站与人民银行、工信部、国标委等保持交流。

云计算大数据方面：加速探索人工智能、大数据、物联网、云计算等技术的商用与产业化。随着互联网金融领域的崛起，各家银行都在致力于提升客户在产品层面的体验感，已达到获取客户和巩固客户关系。预计人工智能将应用在银行网点转型方面，机器柜员或虚拟柜员有望来替代人工部分。2016 年 3 月 31 日，公司公告追加额度不超过 12 亿元用于投资金融机具、金融外包服务、云计算等国家政策鼓励发展的战略新兴产业。使用自有资金追加风险投资额度，推测是继续扩充高端金融服务的先导信号。

4. 维持“买入”评级

预计 2016-2018 年收入为 53.0、70.6 和 86.8 亿元，净利润为 10.2、12.2 和 15.7 亿元，每股收益为 0.95、1.13 和 1.46 元。目前对应 16 年业绩为 26 倍。2015 年是行业毛利率承压之年，但服务收入增速乐观。一旦 2016-2017 年服务增长或内生行业增速上行，较低的估值凸显性价比。维持“买入”评级。买入广电运通等于 26 倍当年市盈率买入一个约年化 40% 的成长性现金牛，外加资本运作期权和一个区块链技术产生新业务的期权。

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,152	3,973	5,304	7,055	8,678
货币自动处理设备	1,808	2,007	2,437	2,541	3,380
设备配件	107	152	182	418	502
ATM 营运	22	21	15	43	77
设备维护及服务	232	336	453	885	1,239
营业总成本	2,498	3,197	4,370	5,929	7,190
营业成本	1,424	1,899	2,517	3,400	4,164
货币自动处理设备	865	910	1,116	1,163	1,542
设备配件	60	69	95	209	251
营运收入	20	25	17	43	77
设备维护及服务	90	137	177	354	496
营业税金及附加	48	55	73	92	111
销售费用	580	711	1,028	1,469	1,656
管理费用	451	526	744	956	1,244
财务费用	-5	-15	8	12	15
资产减值损失	0	21	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	54	48	8	8	9
营业利润	708	824	942	1,134	1,497
营业外收支	209	229	256	298	333
利润总额	917	1,053	1,198	1,432	1,830
所得税	99	136	157	187	231
净利润	817	918	1,041	1,246	1,598
少数股东损益	10	19	20	23	26
归属于母公司所有者的净利润	807	898	1,021	1,223	1,572

资料来源：申万宏源研究

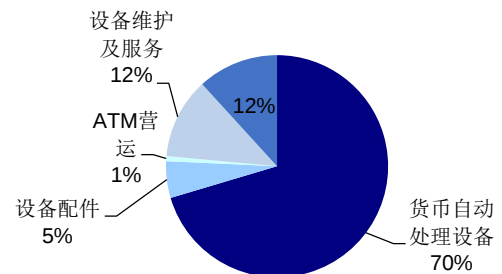
合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	5,851	6,397	5,006	6,296	7,948
现金及等价物	2,492	2,495	3,846	4,994	6,527
应收款项	730	901	175	235	305
存货净额	1,786	2,143	168	227	278
其他流动资产	843	858	817	839	838
长期投资	71	71	66	66	66
固定资产	547	638	593	547	501
无形资产及其他资产	176	594	108	112	117
资产总计	6,644	7,700	5,773	7,021	8,633
流动负债	2,279	2,865	239	241	254
短期借款	0	5	5	0	0
应付款项	2,157	2,683	234	241	254
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	38	72	0	0	0
负债合计	2,317	2,937	239	241	254
股本	897	897	1,076	1,291	1,549
资本公积	181	181	181	181	181
盈余公积	400	470	549	644	766
未分配利润	2,670	2,961	3,453	4,366	5,558
少数股东权益	180	253	273	296	322
股东权益	4,327	4,763	5,533	6,779	8,377

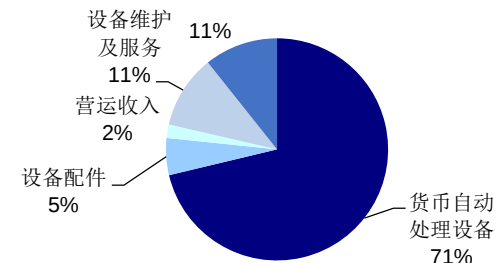
关键假设

	2016E	2017E	2018E	2015E
货币自动处理设备	2437.20	2541.00	3379.9	
设备			9	
设备配件	182.00	418.00	502.00	
ATM 营运	15.00	43.00	77.00	
设备维护及服务	453.00	885.00	1239.0	
收入结构	-	-	-	

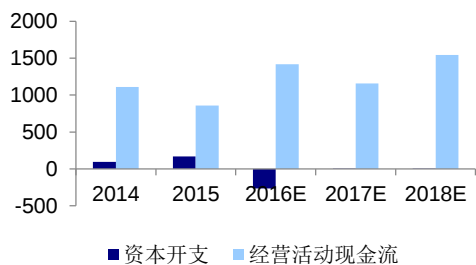
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



经营利润率(%)

负债和股东权益合计	6,644	7,700	5,772	7,020	8,631
-----------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

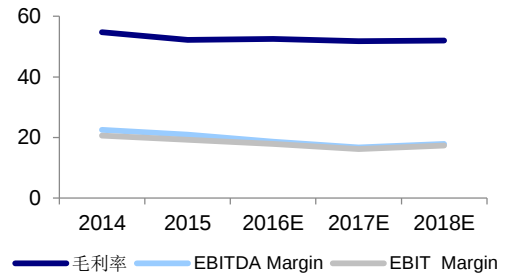
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	817	918	1,041	1,246	1,598
加：折旧摊销减值	59	91	45	43	44
财务费用	2	0	8	12	15
非经营损失	-71	-80	72	-8	-9
营运资本变动	302	-71	255	-112	-108
其它	0	0	-3	-22	1
经营活动现金流	1,109	858	1,418	1,159	1,542
资本开支	96	168	-267	2	3
其它投资现金流	-36	-48	13	8	9
投资活动现金流	-137	-319	281	6	6
吸收投资	27	1	0	0	0
负债净变化	0	0	-2	-5	0
支付股利、利息	150	541	280	12	15
其它融资现金流	0	0	-66	0	0
融资活动现金流	-122	-539	-347	-17	-15
净现金流	847	-1	1,351	1,148	1,533

资料来源：申万宏源研究

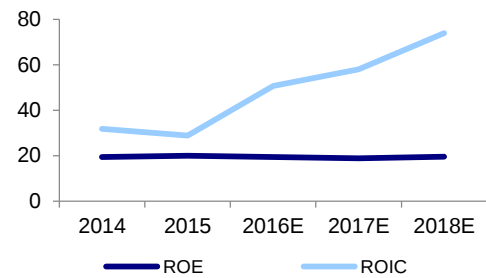
重要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.83	0.95	1.13	1.46
每股经营现金流	1.03	0.79	1.31	1.07	1.43
每股红利	-	-	0.25	-	-
每股净资产	3.84	4.18	4.87	6.00	7.46
关键运营指标(%)					
ROIC	31.8	28.9	50.7	58.0	74.0
ROE	19.5	19.9	19.4	18.9	19.5
毛利率	54.8	52.2	52.5	51.8	52.0
EBITDA Margin	22.4	20.9	18.6	16.7	17.8
EBIT Margin	20.6	19.2	17.8	16.1	17.3
收入同比增长	25.3	26.1	33.5	33.0	23.0
净利润同比增长	14.5	11.3	13.6	19.8	28.6
资产负债率	34.9	38.1	4.1	3.4	2.9
净资产周转率	0.76	0.88	1.01	1.09	1.08
总资产周转率	0.47	0.52	0.92	1.00	1.01
有效税率	11.5	13.5	13.2	13.1	12.7
股息率	-	-	1.1	-	-
估值指标(倍)					
P/E	31.1	28.0	24.6	20.6	16.0
P/B	6.1	5.6	4.8	3.9	3.1
EV/Sale	7.2	5.8	4.1	2.9	2.2
EV/EBITDA	32.2	27.6	21.8	17.2	12.2

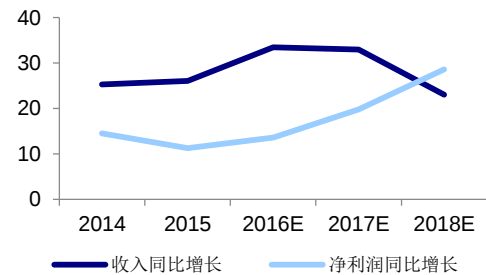
资料来源：申万宏源研究



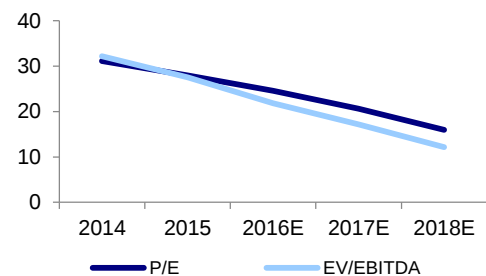
投资回报率趋势 (%)



收入与利润增长趋势 (%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。