业绩符合前期预期

买入维持

投资要点:

- 业绩增长基本符合预期，加大了销售和融资租赁业务力度;
- 规模优势逐步显现，销售和管理费用率维持下降趋势;
- 短期融资缓解现金压力。

公司今天发布了 2011 年年报，实现营业收入 7.41 亿元，同比增长 58.36%，实现归属于上市公司股东净利润 1.79 亿元，同比增长 90.13%:

- **公司业绩基本符合预期。**公司实现营业收入 7.41 亿元，同比增长 58.36%，实现净利润 1.79 亿元，同比增长 90.13%，业绩符合前期预期。从业务结构来看，公司加大了销售和融资租赁力度，降低了合作运营的收入增幅，其中销售增长了 56.47%，融资租赁增长 152.65%。
- **毛利率略有下滑。**公司全年毛利率为 52.35%，和去年同期的 54.12%相比，毛利率略有下滑。从分项情况来看，主要是融资租赁的毛利率下滑较多，下滑 8.08%，基本上维持产品销售毛利率水平；ATM 的金融服务也下滑了 10.24%。
- **销售费用和管理费用率维持下滑趋势。**公司的销售费用率为 10.99%，比去年同期的 14.1%，下滑了 3.1 个百分点，管理费用率为 12.35%，比去年同期的 15.69%，下滑了 3.34 个百分点。可以看出，随着公司收入的大幅增长，经营的规模优势逐步显现。
- **短期融资缓解现金压力。**因合作运营业务模式导致的固定资产投资（应收账款增加了 5960 万，长期应收款增加 7183 万）以及办公楼和厂房的使用权 4506 万元、投资花都稠州村镇银行 2500 万元，现金流出 2.21 亿元，同比增长 56.18%，因公司从银行融资，目前账面现金仍有 1.83 亿元。2009 年的超募资金在去年年底基本使用完。
- 利润分配方案：拟按每 10 股派现 0.5 元，资本金每 10 股转增 7 股，2012 年公司将进一步加大新老客户的开发力度，考虑到公司股权激励方案承诺业绩及行权价，我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.97 元和 1.22 元，当前价格 12.64 元，对应 2012 年 PE17.42 倍，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	468.20	741.46	972.64	1243.53	1526.18
增长率	3.42%	58.36%	31.18%	27.85%	22.73%
归属母公司净	94.05	178.81	249.92	335.52	419.70
增长率	3.56%	90.13%	39.77%	34.25%	25.09%
每股收益	0.273	0.519	0.726	0.974	1.219
净资产收益率	7.58%	13.60%	15.98%	17.66%	18.09%

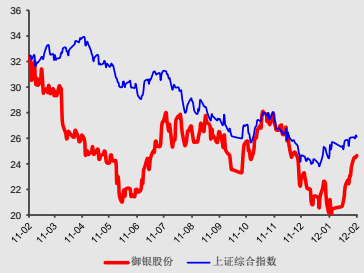
分析师

胡颖 S1180210020002

电话: 010-88085957

Email: huying@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本（万股）	34,443
流通股（万股）	20,342
每股净资产	3.82
控股股东	杨文江
控股股东持股	49.84%
股价（2.16）	12.64

数据来源：港澳资讯

相关研究

御银股份：业绩略超预期，关注现金流和投资 2011．10．13

御银股份：ATM 国内品牌的发展 2011．06．04

表 1：财务报表预测

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	741.46	972.64	1243.53	1526.18
减：营业成本	353.30	461.91	589.43	722.65
营业税金附加	25.09	32.10	41.04	50.36
营业费用	81.49	97.26	111.92	129.73
管理费用	91.57	111.85	136.79	164.83
财务费用	7.16	14.46	21.78	30.47
资产减值损失	5.57	5.00	5.00	5.00
加：投资收益	4.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	181.28	250.06	337.57	423.15
加：其他非经	18.33	29.18	37.31	45.79
利润总额	199.61	279.24	374.88	468.94
减：所得税	20.80	29.32	39.36	49.24
净利润	178.81	249.92	335.52	419.70
减：少股损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归母公净利润	178.81	249.92	335.52	419.70
资产负债表	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
货币资金	126.46	97.26	124.35	152.62
应收预付款项	267.05	335.04	413.36	484.88
存货	240.32	219.53	367.27	352.15
其他流动资产	76.06	76.06	76.06	76.06
长期股权投资	46.80	46.80	46.80	46.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固资和在建	523.53	721.40	977.27	1253.14
无资产和开发	55.44	54.67	53.89	53.12
其他非流资产	304.44	424.04	484.58	524.58
资产总计	1640.11	1974.80	2543.59	2943.35
短期借款	121.79	230.71	340.99	373.51
应付预收款项	164.96	140.82	263.81	211.35
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	38.95	38.95	38.95	38.95
负债合计	325.70	410.47	643.75	623.81
股本	344.43	344.43	344.43	344.43
资本公积	501.43	501.43	501.43	501.43
留存收益	468.54	718.46	1053.98	1473.68
归属母公司	1314.40	1564.33	1899.85	2319.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1314.40	1564.33	1899.85	2319.55
负债和权益合	1640.11	1974.80	2543.59	2943.35

现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	57.65	64.73	198.19	323.23
投资性现金净流量	-221.36	-193.88	-266.61	-309.02
筹资性现金净流量	116.83	99.96	95.50	14.05
现金流量净额	-46.88	-29.20	27.09	28.27
财务指标汇总	**2011A**	**2012E**	**2013E**	**2014E**
毛利率	0.52	0.53	0.53	0.53
三费/销售收入	0.24	0.23	0.22	0.21
EBIT/销售收入	0.27	0.30	0.31	0.32
EBITDA/销售收入	0.36	0.32	0.35	0.37
销售净利率	0.24	0.26	0.27	0.27
ROE	0.14	0.16	0.18	0.18
ROA	0.12	0.15	0.15	0.17
ROIC	0.24	0.19	0.19	0.19
销售收入增长率	0.58	0.31	0.28	0.23
EBIT 增长率	0.88	0.44	0.35	0.25
EBITDA 增长率	0.60	0.16	0.40	0.30
净利润增长率	0.90	0.40	0.34	0.25
总资产增长率	0.15	0.20	0.29	0.16
股东权益增长率	0.06	0.19	0.21	0.22
资产负债率	0.20	0.21	0.25	0.21
投资资本/总资产	0.76	0.84	0.83	0.87
带息债务/总负债	0.37	0.56	0.53	0.60
流动比率	2.48	1.96	1.62	1.82
速动比率	1.37	1.16	0.89	1.09
总资产周转率	0.45	0.49	0.49	0.52
固定资产周转率	2.11	1.94	1.84	1.69
应收账款周转率	4.06	4.37	4.21	4.48
存货周转率	1.47	2.10	1.60	2.05
EBIT	199.61	288.20	389.66	487.41
EBITDA	264.54	306.56	430.03	557.31
NOPLAT	160.48	231.82	315.36	395.25
净利润	178.81	249.92	335.52	419.70
EPS	0.52	0.73	0.97	1.22
BPS	3.82	4.54	5.52	6.73
PE	24.35	17.42	12.98	10.37
PEG	0.74	N/A	N/A	N/A
PB	3.31	2.78	2.29	1.88
EV/EBIT	21.48	15.44	11.70	9.42
EV/EBITDA	16.21	14.51	10.60	8.24
ROIC-WACC	0.24	0.18	0.19	0.18

分析师简介:

胡颖：宏源证券研究所软件与计算机行业研究员，中国人民大学金融学硕士，2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

华北区域	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	王艺 010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5％～+5％
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。