

**评级：强烈推荐****公司跟踪报告**第一创业研究所  
分析师：王皓宇 s1080510120005电 话：0755-25831644  
邮 件：wanghaoyu@fcsc.cn**御银股份（002177）****——业绩符合预期，亮丽风景全年可期****交易数据**

52周内股价区间（元）	8.79-16.92
总市值（百万元）	4570.59
流通股本（百万股）	203.42
流通股比率（%）	59.1%

**资产负债表摘要(06/11)**

股东权益(百万元)	1321.27
每股净资产	3.84
市净率	3.46
资产负债率	24.68%

**相关报告**

**事件：**御银股份 2011 年 7 月 28 日晚间发布半年报，1-6 月份实现营业收入 4.26 亿元，同比增长了 77.3%，实现归属母公司所有者净利润 1.14 亿元，同比增长 101.2%，每股摊薄收益 0.33 元。

**核心观点：**半年报完全符合预期，ATM 产品销售收入的快速增长打消市场对国内 ATM 需求增速放缓担忧。在股权激励刺激和中小银行 ATM 需求强劲推动下，公司进入新一轮业绩高速增长期。基于业绩高速增长驱动下的强吸引力，我们给予公司“强烈推荐”评级。

**点评****● 亮丽财报符合预期，预计全年净利润翻倍**

公司 2011 年上半年实现营业收入 4.26 亿元，同比增长 77.3%，母公司所有者净利润 1.14 亿元，同比增长 101.2%。业绩情况基本符合我们之前预期，如果考虑上半年所得税按 25% 计提，按 15% 税率折回将增加净利润 0.07 亿元左右，我们认为，在中小银行 ATM 需求加速和融资租赁业务推动下，公司进入新一轮 3-5 年得业绩增长期。

上半年公司分业务来看，ATM 产品销售和融资租赁占绝大份额。其中，产品销售实现收入 2.0 亿元，同比增长 36.3%；融资租赁实现收入 1.38 亿元，同比增长 593.6%。受邮储大订单和中小银行对 ATM 机需求增加，产品销售略超我们预期，但合作运营仅实现收入 0.81 亿元，同比增长 16.4%，约低于预期 4 个百分点。

**● 国内 ATM 需求由四大行向中小银行转移，利好公司业务拓展**

基于上半年公司主要客户为邮储银行、信用社等，我们判断国内中小银行完全接过 ATM 需求接力棒，预计未来几年国内 ATM 机需求增速有望保持在 20% 以上。

作为国内二线 ATM 设备提供商，公司目前在国有四大银行市场份额较低。公司上半年通过加强产品持续功能提升和市场推广力度，除获得邮储大单外，在地域拓展上成功进入上海市场。我们认为，通过多年与中小银行的持续合作关系，以及不断加强对建行、农行、中行等大银行销售，未来的市场格局利好公司持续发展。



### ● 竞争格局稳定毛利率略有提高，费用管控良好

目前国内 ATM 竞争格局基本以广电运通、NCR、Hitachi、Diebold、怡化、Wincor-Nixdorf 等为第一线品牌，市场占有率超过 80%。以御银股份为首的二线品牌市场占有率在 3-5%左右。

由于没有新进入者，且价格经过前几年的持续下降，目前较为稳定。公司上半年整体毛利率 54.11%，较 2010 年同期提高 1.75 个百分点。其中，产品销售毛利率 53.19%，下降 0.43 个百分点，合作运营毛利率提高 7.84 个百分点至 51.61%，融资租赁受未实现收益摊销占比提高而使毛利率下降 12.58 个百分点。

上半年公司期间费用增速低于收入增速，管理费用和销售费用占主营业务收入的比为 19.4%，低于 2010 年全年 29.8%的费率水平，说明公司收入增长的含金量在提升。

### ● 行业景气叠加激励到位，下半年业绩展望乐观

公司预计 1-9 月份净利润同比增速在 90-120%之间，业绩强劲增长主要缘于行业增长较快，以及公司循环一体机的推出和海外市场拓展。

我们维持对 2011 年全年预期，2011 年公司营业收入超过 8 亿元应该是大概率事件，净利润有望达到 1.85 亿元左右。判断依据主要基于行业增长较快，中小银行需求增加增大公司市场营销有效性，以及毛利率稳定与期间费用控制得当。

### ● 业绩高增长的强吸引力，给予“强烈推荐”评级

基于对行业增长和需求主体判断，预计 2011-2013 年营业收入为 8.25、10.92 和 13.84 亿元，净利润为 1.85、2.53 和 3.33 亿元，每股收益为 0.54 元、0.74 元、和 0.97 元。

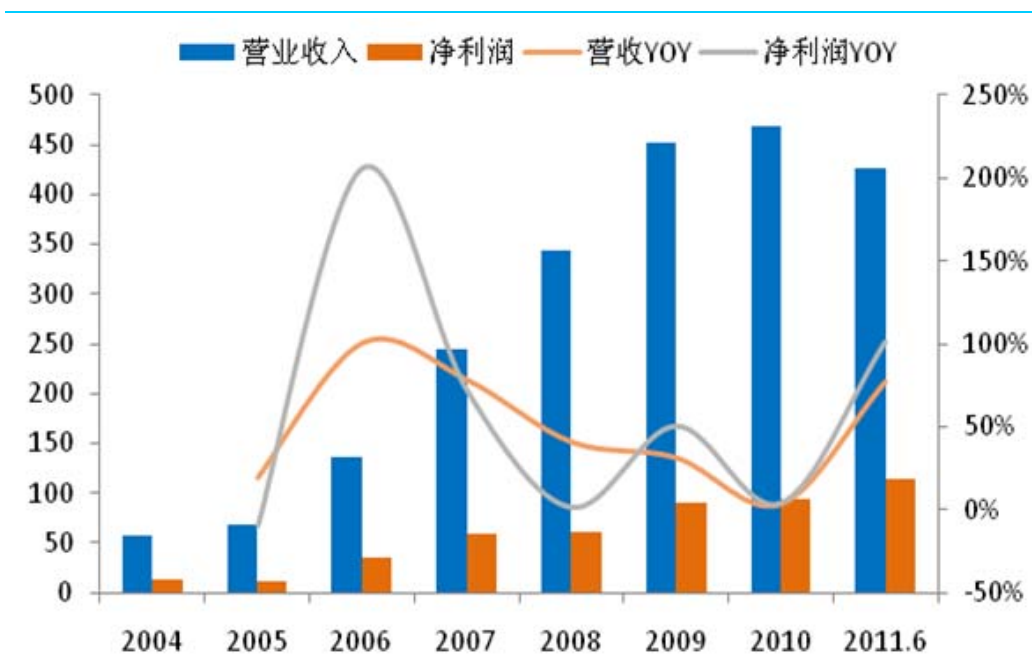
按照最新股价 13.27 元，对应的 PE 分别为 25、18 和 14 倍，行业竞争格局稳定下，预计毛利率水平在产品结构改善后尚有提升空间，以及期间费用控制良好，业绩持续高增长可期。在市场弱势环境下，业绩增长比任何故事都有吸引力，给予“强烈推荐”评级。

#### 风险提示：

业绩低于预期，融资租赁业务回款等投资风险

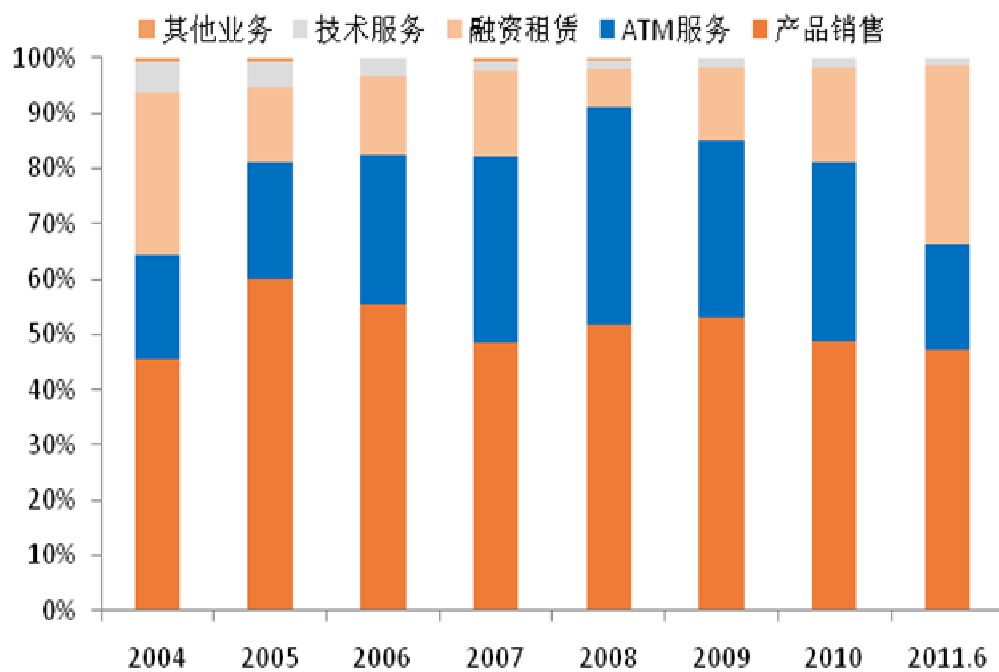


表 1 公司营业收入和净利润符合预期快速增长 单位：百万元、%



数据来源：公司资料、第一创业研究所

图 2 公司产品结构中融资租赁占比大幅提升，产品销售保持稳定 单位：%

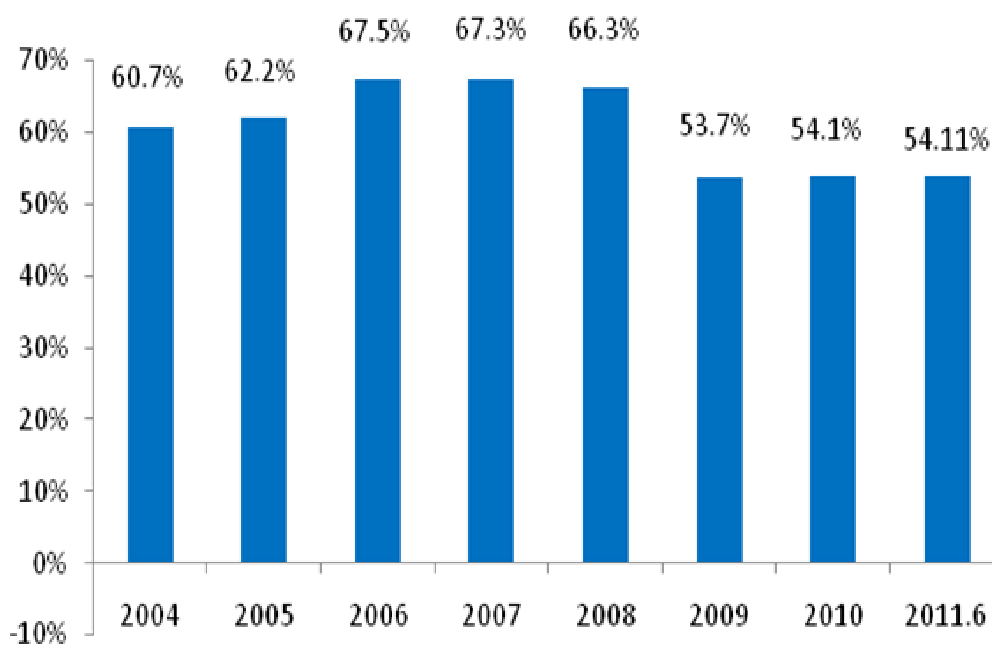


数据来源：公司资料、第一创业研究所



图3 公司毛利率水平维持稳定

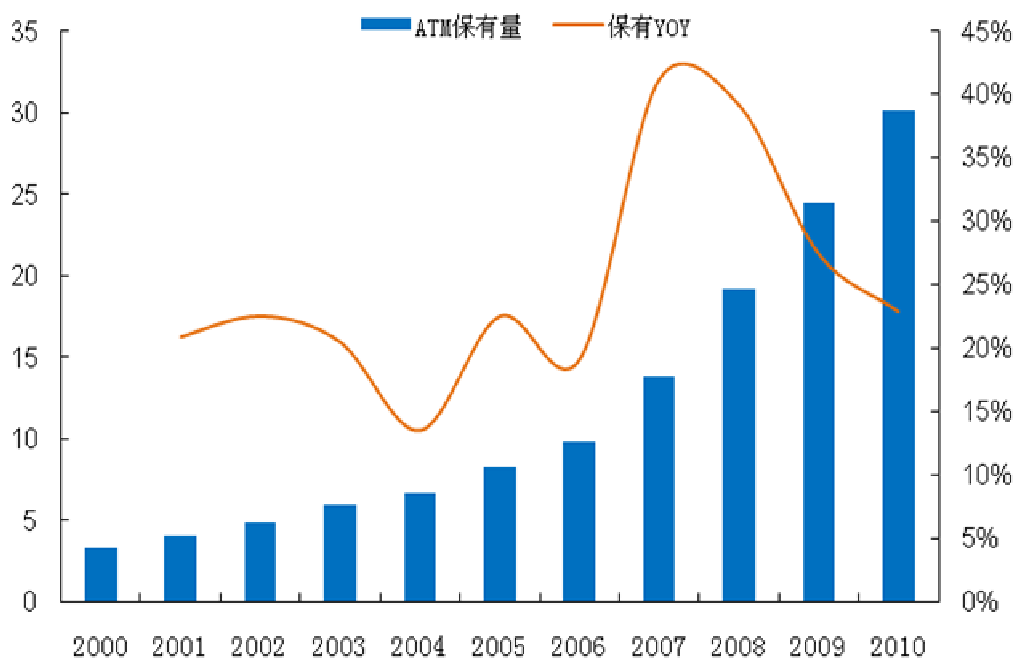
单位：%



数据来源：银联数据、第一创业研究所

图4 国内 ATM 保有量增速有望在 20%以上

单位：万台、%



数据来源：银联数据、第一创业研究所



### 公司盈利预测和附表 1

收入	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产品销售	118.68	178.61	239.03	226.38	357.00	474.75	660.00
合作运营	82.09	135.31	143.85	150.91	190.00	220.00	237.60
融资租赁	37.68	23.24	59.97	78.99	262.50	378.00	462.00
技术服务	4.14	5.42	7.55	8.52	10.80	14.40	18.00
其他业务	1.81	1.77	2.32	3.40	5.00	5.00	6.00
<b>营业收入合计</b>	<b>244.40</b>	<b>344.35</b>	<b>452.72</b>	<b>468.20</b>	<b>825.30</b>	<b>1092.15</b>	<b>1383.60</b>
YOY		40.90%	31.47%	3.42%	76.27%	32.33%	26.69%
<b>主营业务成本</b>	<b>79.40</b>	<b>115.22</b>	<b>207.16</b>	<b>213.35</b>	<b>373.12</b>	<b>497.06</b>	<b>627.84</b>
产品销售	49.41	78.96	119.87	103.33	164.22	223.13	310.20
合作运营	16.42	27.75	65.52	77.77	102.60	121.00	130.68
融资租赁	13.19	5.71	20.87	31.34	105.00	151.20	184.80
技术服务	0.39	2.79	0.89	0.91	1.30	1.73	2.16
其他业务	0.56	0.98	2.32	1.56	2.50	2.50	3.00
<b>营业成本合计</b>	<b>79.96</b>	<b>116.20</b>	<b>209.48</b>	<b>214.91</b>	<b>375.62</b>	<b>499.56</b>	<b>630.84</b>
		45.31%	80.28%	2.59%	74.78%	33.00%	26.28%

数据来源：第一创业研究所

### 公司盈利预测和附表 2

利润表	单位：百万元、元、%					
会计年度	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>344.35</b>	<b>452.72</b>	<b>468.20</b>	<b>825.30</b>	<b>1092.15</b>	<b>1383.60</b>
<b>营业成本</b>	<b>116.19</b>	<b>209.58</b>	<b>214.91</b>	<b>375.62</b>	<b>499.56</b>	<b>630.84</b>
营业税金及附加	11.69	13.94	15.16	26.71	34.78	44.55
<b>主营业务利润</b>	<b>216.47</b>	<b>229.19</b>	<b>238.13</b>	<b>422.97</b>	<b>557.81</b>	<b>708.21</b>
营业费用	92.42	59.42	66.04	107.29	136.52	166.03
管理费用	63.40	64.76	73.48	115.54	147.44	179.87
财务费用	11.96	10.65	-0.73	0.01	-3.16	-5.33
投资收益	0.00	0.62	0.01	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.01	1.77	5.21	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>48.70</b>	<b>93.20</b>	<b>94.14</b>	<b>198.13</b>	<b>275.01</b>	<b>365.65</b>
营业外收入	18.18	15.76	17.13	20.00	25.00	28.00
营业外支出	0.79	1.51	3.43	2.00	2.00	2.00
<b>利润总额</b>	<b>66.09</b>	<b>107.46</b>	<b>107.85</b>	<b>216.13</b>	<b>298.01</b>	<b>391.65</b>
所得税	5.69	16.65	13.80	31.34	44.70	58.75
<b>净利润</b>	<b>60.40</b>	<b>90.82</b>	<b>94.05</b>	<b>184.79</b>	<b>253.31</b>	<b>332.90</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利	60.40	90.82	94.05	184.79	253.31	332.90
EBITDA	93.69	152.18	150.84	305.23	408.94	509.40
总股本（百万）	149.14	264.95	264.95	344.43	344.43	344.43
<b>全面摊薄EPS（元）</b>	<b>0.18</b>	<b>0.26</b>	<b>0.27</b>	<b>0.54</b>	<b>0.74</b>	<b>0.97</b>

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120