



Research and
Development Center

ATM 市场空间大, 三业务协同快速发展

御银股份 (002177.SZ) 跟踪报告

2012 年 06 月 21 日

边铁城
计算机行业分析师

证券研究报告

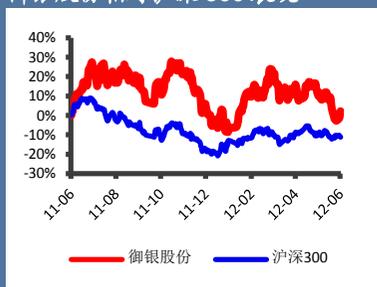
公司研究——跟踪报告

御银股份 (002177.sz)

买入 增持 持有 卖出

上次评级: 增持 (2011. 7. 29)

御银股份相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2012. 06. 19)

收盘价 (元)	6.60
52 周内股价波动区间 (元)	6.38-7.53
最近一月涨跌幅 (%)	-12.23
总股本 (亿股)	5.86
流通 A 股比例 (%)	62.97
总市值 (亿元)	38.65

资料来源: 信达证券研发中心

边铁城, 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱:

biantiecheng@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

ATM 市场空间巨大, 三业务协同快速发展

2012 年 06 月 21 日

本期内容提要:

- ◆ **中国 ATM 市场空间巨大。** 尽管近年来中国 ATM 布放量大幅增加, 但 ATM 拥有量仍然远低于世界平均水平, 尤其中小城市和农村地区 ATM 布放量较少但受政策影响存在较大需求潜力。目前中国已成为全球最大的 ATM 销售市场, ATM 销量未来将持续快速增长。
- ◆ **国产品牌市场份额不断提升。** 2011 年, 国产品牌 ATM 市场份额接近 50%, 呈不断上升趋势, 未来随着国产存取款一体机推广应用, 国产品牌 ATM 市场份额还将进一步提升。
- ◆ **ATM 销售、合作运营和融资租赁三业务协同快速发展。** 公司是国内 ATM 合作运营的龙头。ATM 销售收入占总收入之比保持在 50%, 呈持续快速增长态势。2010 年公司开始重点发展融资租赁业务, 现已成为公司主要业务, 未来有望快速增长。
- ◆ **成长性良好, 盈利能力强。** 近年来公司营收和利润保持快速增长, 2007-2011 年均复合增长率超过 30%。虽然综合毛利率有所下降, 但与同业公司相比保持在较高水平, 且随着募投项目的完成, ROE、销售净利率等指标不断回升。
- ◆ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2012、2013 年每股收益分别为 0.41、0.53 元, 目前股价对应的 PE 分别为 16、12 倍, 估值相对较低, 上调至“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂:** 获得大订单; 新客户突破。
- ◆ **风险因素:** 银行 ATM 布放放缓; 募投项目进度低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	468.20	741.46	993.57	1,290.02	1,647.45
增长率 YoY%	3.42%	58.36%	34.00%	29.84%	27.71%
净利润(百万元)	94.05	178.81	237.96	310.81	387.85
增长率 YoY%	3.56%	90.13%	33.08%	30.62%	24.78%
毛利率%	54.10%	52.35%	52.69%	52.82%	52.05%
净资产收益率 ROE%	8.48%	14.00%	16.70%	18.39%	19.01%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.52	0.41	0.53	0.67
市盈率 P/E(倍)	41	22	16	12	10
市净率 P/B(倍)	1.8	1.7	2.5	2.1	1.7

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2012 年 6 月 19 日收盘价

目 录

投资聚焦	1
中国 ATM 市场空间巨大	2
中国 ATM 市场处于快速发展阶段	2
中国 ATM 市场潜力还比较大	2
非现金支付手段发展不影响 ATM 布放	3
存取款一体机兴起提升银行布放 ATM 的积极性	5
国产 ATM 市场份额不断提升	5
销售、合作运营和融资租赁协同快速发展	6
合作运营业务进入稳定增长期	7
融资租赁业务后来居上	8
新、老客户带动销售业务快速增长	9
公司财务分析	10
收入和利润保持快速增长	10
盈利能力比较强	11
资产负债率较低, 但有待于改善负债结构	12
盈利预测与投资建议	13
基本假设与产品收入预测	13
估值与投资建议	13
风险提示:	14

表 目 录

表 1: 主要 ATM 公司毛利率对比	12
表 2: 公司分业务收入预测	13
表 3: 计算机设备行业上市公司估值	14
表 4: FCFE 估值法参数与估值结果	14

图 目 录

图 1: 1998-2011 年中国 ATM 新增量 (单位: 台)	2
图 2: 2007 年全球分地区百万人 ATM 拥有量(单位: 台)	3
图 3: 2007 年全球及部分国家银行每百个网点 ATM 拥有量	3
图 4: 美国主要支付手段每月使用情况	4
图 5: 2006 年以来美国现金增长情况	4
图 6: 2002 年以来中国 M0 增长情况 (单位: 万亿)	4
图 7: 2007 年以来银行卡存取现业务增长情况	4
图 8: 2007 年以来中国存取款一体机采购量情况	5
图 9: 2007 年和 2011 年中国 ATM 市场格局对比	6
图 10: 2011 年公司主要业务收入构成情况	7
图 11: 2004 年以来公司合作运营业务收入变化情况	7
图 13: 2004 年以来公司融资租赁业务收入变化情况	9
图 14: 2004 年以来公司销售业务收入变化情况	10
图 15: 历年公司营业收入增长情况	11
图 16: 历年公司利润总额增长情况	11
图 17: 历年公司主要盈利指标变化	11
图 18: 历年公司资本结构变化情况	12
图 19: 历年公司流动比率和速动比率变化情况	12

投资聚焦

中国 ATM 市场正处于快速成长期，市场空间巨大。 尽管近年来中国联网 ATM 数量大幅增加，但中国百万人均拥有量和每百个银行网点拥有量仍然低于世界平均水平，与北美、西欧、日韩等成熟市场相比还有较大增长空间。同时，国内 ATM 布放极不均衡，中小城市和农村地区 ATM 布放量较少，但近年来一系列支农、惠农政策等资金通过银行卡发放，因而对 ATM 等自助设备产生了大量需求。

存取款一体机兴起提升银行布放积极性。 存取款一体机可以更加有效缓解柜台压力，降低运营成本，而且可以吸收存款，因此成为银行当前布放的重点，部分银行对存取款一体机采购比例已经达到 50%。RBR 预测，2015 年存取款一体机采购比例上升至 65%以上。

ATM 销售、合作运营和融资租赁三业务协同快速发展。 虽然公司在业内以 ATM 合作运营而知名，但 ATM 销售业实现了较快增长，市场份额不断提升。2010 年，受宏观经济影响，公司主动放缓合作运营业务发展，转向融资租赁业务发展，这样既可以发挥公司运营选址的特长，也可以保持业绩稳定增长。

不同于市场的观点：

市场认为近年来国内 ATM 保有量大度增加，怀疑未来 ATM 销售能否保持较快增长。我们认为，中国 ATM 市场空间仍然很大，即使北京、上海、深圳等 ATM 布放量较大的城市与成熟市场相比还存在较大的增长空间，何况还有中小城市以及农村地区市场保有量还较低。

其次，怀疑融资租赁业务能否持续快速增长。我们认为，融资租赁以存取款一体机为主，银行对存取款一体机需求旺盛，可以缓解资本支出太大问题，并且可以发挥公司选址的特长。融资租赁需要的资金可以通过银行借款，或者发债，甚至增发等方式得到解决。

估值区间与目标价： 综合考虑相对估值法与绝对估值法，我们认为公司的估值区间为 7.95~10.60 元，目前股价对应公司 12、13 年的动态 PE 分别为 16 和 12 倍，估值比较低，上调至“买入”评级。

投资机会催化剂： 获得大订单、新客户突破。

核心假设风险

- 1、国内宏观经济下滑，银行 ATM 布放速度放缓；
- 2、募投项目进度低于预期。

中国 ATM 市场空间巨大

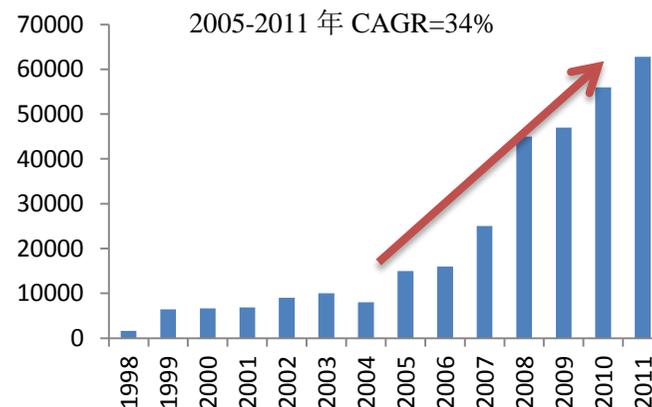
中国 ATM 市场处于快速发展阶段

1987 年 ATM 才开始在中国安装，经过十多年市场培育期，2005 年左右中国 ATM 市场开始进入快速发展阶段。中国人民银行的统计数据显示，1998 年中国 ATM 存量约 2.0 万台，年均新增 ATM 不足 2000 台，但其后年新增量逐年提升，尤其 2005 年开始每年新增 ATM 数量快速增长，2005-2011 年均复合增长率达到 34%。

截至 2011 年底，中国人民银行的统计数据显示，全国联网 ATM 数量已经达到 33.38 万台，与 2010 年相比新增 6.28 万台，新增量比 2010 年又增加了 0.68 万台，增幅 12.1%。RBR（Retail Banking Research）曾经于 2006 年预测中国 2011 年 ATM 数量达到 16 万台，2008 年又预测中国 2013 年 ATM 数量达到 30 万台。这些数据充分说明中国 ATM 市场发展迅速，增速远超人们对市场的预期。截至 2012 年第一季度末我国联网 ATM 数量已达到 35.40 万台，又新增了 2.02 万台。如果以此简单计算，预计 2012 年 ATM 新增量与 2011 年相比将保持快速增长态势。

RBR 研究报告显示，2007 年以来全球每年 ATM 新增量大约 15 万台。如果以此计算，无疑中国是当前全球最大的 ATM 销售市场（美国仅是全球最大 ATM 存量国家）。

图 1：1998-2011 年中国 ATM 新增量（单位：台）



资料来源：中国人民银行，信达证券研发中心

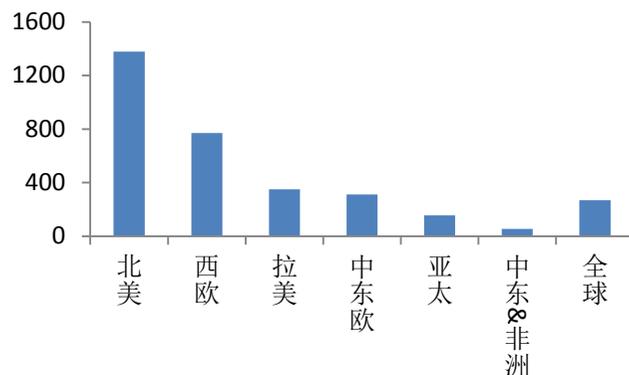
中国 ATM 市场潜力还比较大

尽管近年来国内 ATM 布放量大幅增加，但平均拥有量还相对较低，仍有较大增长潜力。截至 2011 年底，中国百万人均拥有 ATM 数量接近 250 台，相当于 2006 年全球平均水平，而全球 2011 年百万人均 ATM 拥有量已经达到 330 台，其中西欧、

美、日、韩等地区或国家百万人均 ATM 拥有量已经达到 1000 台左右。

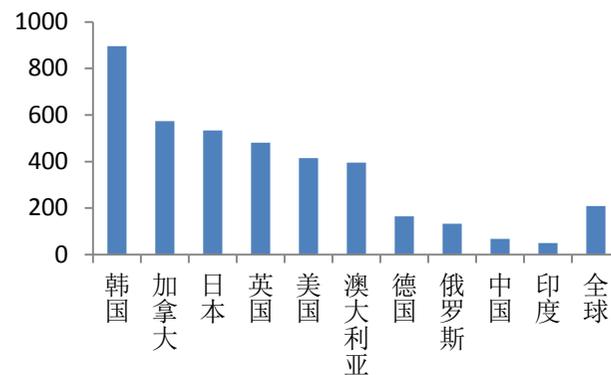
从另外一个指标—银行网点 ATM 拥有量来看，与成熟市场也有比较大的差距。目前国内银行机构共有营业网点大约 20 万个，按照 2011 年底联网 ATM 总量计算，相当于每百个营业网点不足 170 台 ATM。RBR 的 2008 年研究报告显示，2007 年全球银行每百个分支机构 ATM 平均拥有量为 208 台，北美、西欧、日、韩等均在 400 台以上。

图 2: 2007 年全球分地区百万人 ATM 拥有量(单位: 台)



资料来源: RBR, 信达证券研发中心

图 3: 2007 年全球及部分国家银行每百个网点 ATM 拥有量



资料来源: RBR, 信达证券研发中心

此外，目前中国 ATM 布放极不均衡，县城、乡镇以及农村地区 ATM 布放量太少。根据中国银联公布的 ATM 网点计算，北京、上海、深圳三城市百万人 ATM 拥有量超过世界平均水平，远远高于全国平均水平，而中小城市以及农村地区百万人 ATM 拥有量很低。但近年来中国出台了不少支农、惠农政策，不少补助资金通过银行卡进行发放，因此农村的银行卡服务对 ATM 等自助设备产生了大量的需求，并且支持农村地区 ATM 布放。如：2009 年，中国人民银行在《关于改善农村地区支付服务环境的指导意见》中明确提出，争取 2012 年在农村地区 ATM 布放量达到 6 万台；2011 年，中国人民银行又发布了《关于推广银行卡助农取款服务的通知》，提出到 2013 年底实现银行卡助农取款服务在全国乡镇及行政村基本覆盖。在政策刺激下，2009 年以来农村地区 ATM 布放发展快速，如截至 2011 年底，河北省县域安装 ATM 比 2009 年增加 2 倍，达到 5140 台；四川农村地区 ATM 安装量达到 6815 台，比 2010 年增加了 50.51%。正因为如此，近年来农业银行、邮储银行以及农村信用社等中小城市和农村地区的主要金融服务机构对 ATM 的采购量持续大幅增加。

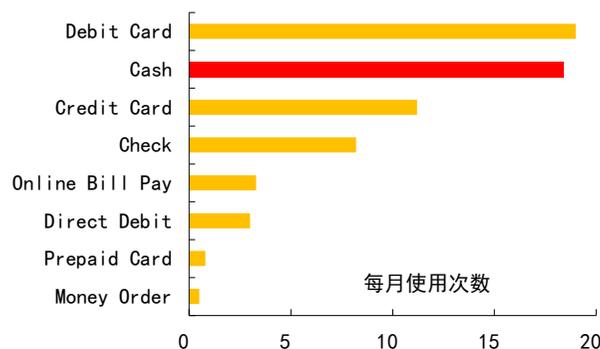
非现金支付手段发展不影响 ATM 布放

ATM 的重要功能是存取现金，当前非现金支付种类和使用频率越来越多，是否减少现金需求进而影响 ATM 布放需求下降？

从美国情况来看，尽管支票、信用卡、电子支付等应用十分普遍，但现金仍然是最主要的支付手段之一，而且现金需求

量仍然保持 4% 的增速，与 30 年前情况基本相同。

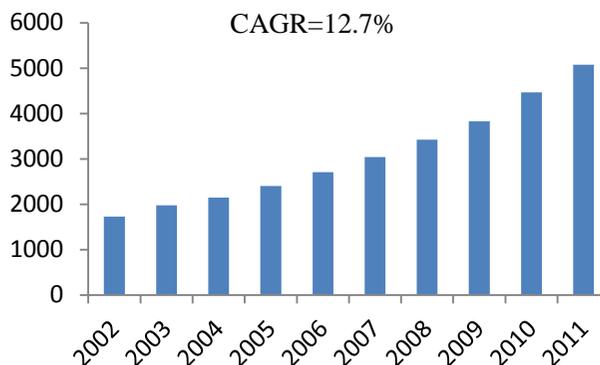
图 4: 美国主要支付手段每月使用情况



资料来源: 2009 Survey of Consumer Payment Choice FRB Of Boston

中国的现金使用更加普遍，每年现金流通量持续增长，2002-2011 年复合增长率约 12.7%。与此同时，存取现金业务仍然是当前银行卡的最主要业务。2011 年，银行卡存现 54.78 亿笔，取现 141.81 亿笔，同比分别增长了 17.0% 和 20.3%，合计占银行卡业务总笔数的 61.9%。

图 6: 2002 年以来中国 M0 增长情况 (单位: 万亿)



资料来源: WIND、信达证券研发中心

图 5: 2006 年以来美国现金增长情况



资料来源: 2012 年 ATM 未来趋势预测

图 7: 2007 年以来银行卡存取现业务增长情况



资料来源: 中国人民银行、信达证券研发中心

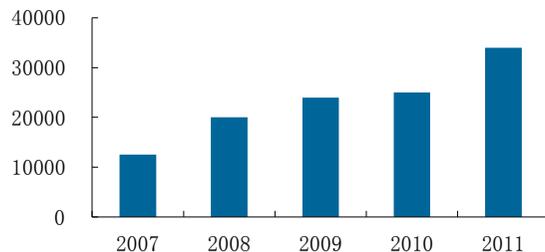
存取款一体机兴起提升银行布放 ATM 的积极性

所谓存取款一体机就是既可以取款，也可以存款，而且可以实现现金的自动循环（因此也称为现金循环机，英文：Cash Recycling System，缩写 CRS）。与只具有取款功能的 ATM 相比，存取款一体机具有以下优点：

- 对柜台的替代作用远大于单取款机，更加有效缓解银行柜台压力，提升银行整体工作效率；
- 可以实现现金循环存取功能，充分提高了资金的使用效率，降低银行运营成本；
- 可以直接吸收存款，为银行带来不小的资金流水和沉淀；

目前存取款一体机成为国内银行采购的重点，销量快速增长。金融时报关于 ATM 研究报告显示，2011 年中国各大银行共采购存取款一体机约 37000 台，较 2010 年增长 48%，其中不少银行的一体机采购量占全年 ATM 采购总量的 50% 以上。未来存取款一体机销售比例还将进一步提升。据 RBR 预测，到 2015 年，中国存取款一体机销售量将占到 ATM 总销量的 65%（现在日本存取款一体机销售比例为 85%）。

图 8：2007 年以来中国存取款一体机采购量情况



资料来源：金融时报, 信达证券研发中心

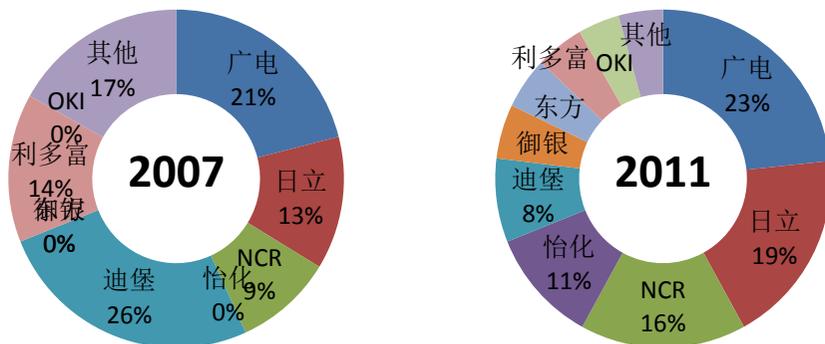
国产 ATM 市场份额不断提升

我国 ATM 供应商可分为进口品牌和国产品牌两大阵营，其中进口品牌主要包括：NCR、迪堡 (Diebold)、利多富 (Wincor)、日立等，它们也是全球 ATM 市场的主要供应商。近年来虽然进口品牌变化不大，但进口品牌整体市场份额不断下降，2011 年已经由 2007 年的 70% 左右下降至 50% 左右。尤其国际 ATM 巨头迪堡市场份额明显下降，市场份额经由 2007 年的 26% 降到 2011 年的 8%，市场排名也由第一降至第五。（日立的市场份额却在不断上升，因为其是目前全球存取款一体机主要厂商）。

与此同时，国产品牌市场份额不断提升，整体市场份额已接近 50%。其中，广电运通已成为国内 ATM 市场份额最大的供应商；御银股份已成为中国非银行最大 ATM 运营商，ATM 销售市场份额也不断提升；深圳怡化与日本 OKI 合作，存取款一

体机销量较大，市场占有率比较高。广电运通和御银股份也已经推出了存取款一体机，我们预计随着它们的存取款一体机推广销售，NCR、迪堡、利多富等品牌市场份额还将进一步下降。

图 9：2007 年和 2011 年中国 ATM 市场格局对比

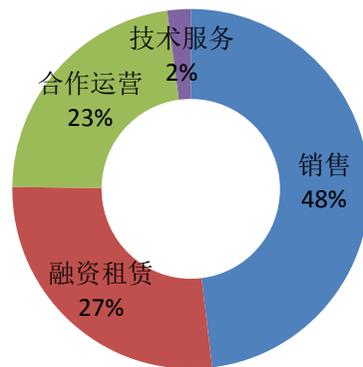


资料来源：金融时报,信达证券研发中心

销售、合作运营和融资租赁协同发展

公司的主营业务是 ATM 销售和 ATM 运营服务。所谓的运营服务是公司与银行类金融机构合作建设 ATM 终端，即公司负责提供 ATM 设备、网点选址、设备维护、技术支持等，合作银行负责向中国银监会或者其授权机构报备 ATM 网点、加钞和清算等服务。ATM 运营服务按照收款方式不同可分为合作运营和融资租赁两种业务。合作运营是公司按其所提供的 ATM 产生的跨行取款等收入的一定比例向合作银行收取服务费。融资租赁是公司将 ATM 出租给合作银行，在一定或不定期限内收取固定租金。

图 10: 2011 年公司主要业务收入构成情况

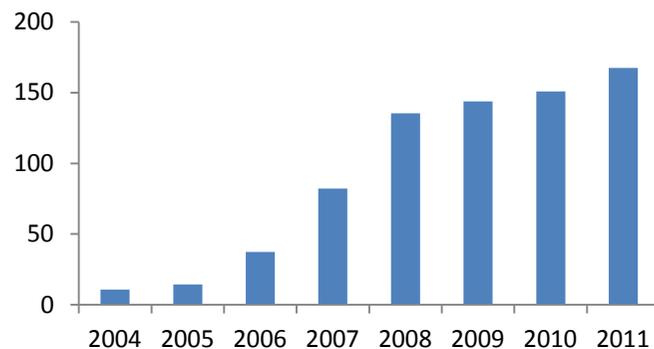


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

合作运营业务进入稳定增长期

合作运营一直是公司主营业务之一, 也是公司近年来重点投资的业务。公司 2007 年首发和 2009 年增发募集资金主要投向该业务。2011 年公司合作运营的 ATM 由 2003 年的 244 台发展到 8000 多台, 成为仅次于工、农、建、中、交、邮储之后最大的 ATM 运营商。随着运营 ATM 数量增加, 合作运营业务收入也实现了持续增长。

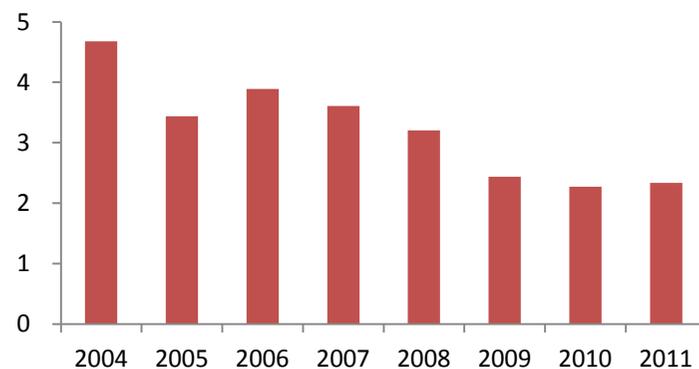
图 11: 2004 年以来公司合作运营业务收入变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2010 年公司主动放缓合作运营业务发展，原预定投资也进行了变更，其主要原因是：2008 年全球金融危机爆发后，全球经济持续低迷，珠三角、长三角等地区不少工厂破产或停产，导致合作运营 ATM 年收入持续下降，公司为了确保投资效益而在合作运营选点方面更加严格，从而导致原定投资计划放缓。

图 12: 2004 年以来公司合作运营 ATM 单台年均收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

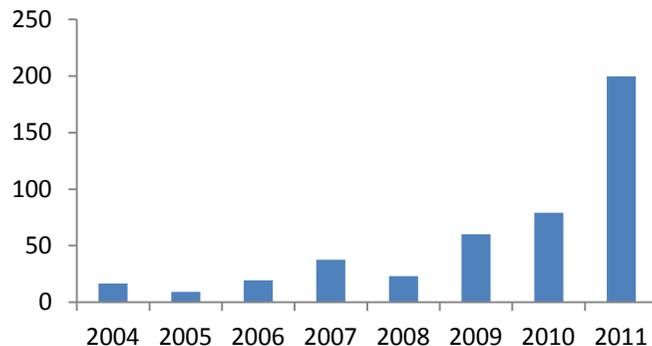
尽管我们预计未来几年合作运营投资将会有所减少，但未来三年该业务收入有望持续较快增长，因为 2010 年和 2011 年投放的 ATM 运行达到一年以上，将于 2012 和 2013 年进入稳定收入期（公司历史数据显示，ATM 上线后两年内跨行交易笔数持续上升，然后进入稳定期）。

长期来看，合作运营业务前景还是比较乐观。首先，目前中国离行式 ATM 占比较少，未来有望较快增长。2007 年全球离行式 ATM 占总量的 47%，而且在离行式 ATM 中独立运营商占有较大比例。如，美国 70% 的 ATM 是离行式的，其中 75% 是由独立运营商布放的。其次，ATM 服务外包趋势正在显现。近年来有关部门陆续发布了一系列政策，有利于 ATM 服务外包的开展。

融资租赁业务后来居上

融资租赁最初仅是合作运营模式的补充形式。但最近三年，公司按融资租赁模式投放 ATM 数量快速增长，因为融资租赁收取固定租金，其收入不受经济环境变化的影响，与合作运营相比具有收益基本确定、风险可控、投资回报周期相对较短等优点。近年来，全球经济低迷且中国经济增速有所下滑，发展融资租赁业务有利于保证公司业绩稳定增长。

图 13: 2004 年以来公司融资租赁业务收入变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

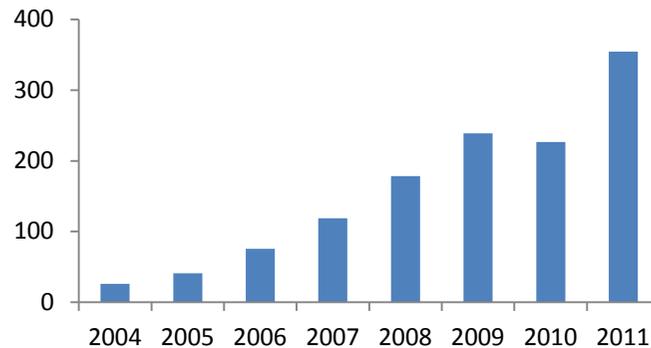
其次, 公司推出了存取款一体机 (CRS), 融资租赁模式也是公司推广新产品的策略。与单取功能的 ATM 相比, CRS 具有明显优势, 因此银行对布放 CRS 的需求比较旺盛, 但存在两个问题: (1) 价格相对较高; (2) 与 OKI、Hitachi 相比, 公司的 CRS 产品市场认可度较低。融资租赁模式既可以解决中小银行布放 CRS 面临资金不足的问题, 又可以实现推广新产品的目标。这也正是变更后募投资金主要投向 CRS 的原因。

2010 年开始公司加大融资租赁业务投资力度, 变更后增发募投资金投向融资租赁业务, 而且从投资进度来看也比较快, 原计划两年投资建设期 (即 2010.10-2012.10) 的 ATM 融资租赁服务项目到 2011 年底已完成计划投资额 84.33%, 说明融资租赁业务市场需求潜力比较大。该项目将于 2012 年达到预定可使用状态, 将于 2012 年确认较大金额的收入。

新、老客户带动销售业务快速增长

ATM 销售业务收入一直是公司最大的收入来源, 占比保持在 50%左右, 呈现快速增长态势, 主要得益于老客户 ATM 需求增长快, 并且不断拓展新客户。

图 14: 2004 年以来公司销售业务收入变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

邮储、农村信用社、城商行等区域性小银行是公司销售的老客户。公司这些老客户营业网点多而且 ATM 配备率相对较低, 而且不少网点位于中小城市以及县以下乡镇。近年来, 由于政策支持和自身业务发展需要, ATM 采购量增长相对较快。尤其是邮储每年 ATM 采购量较大, 已成为公司销售业务持续增长的主要动力。2012 年 5 月, 公司又获得邮储 1.1 亿元的 ATM 新订单 (2010、2011 年曾经也获得过大金额订单)。

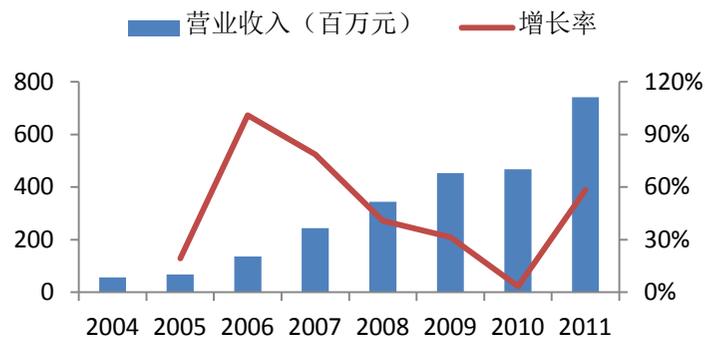
与此同时, 公司在四大国有银行的开拓也不断取得突破。2011 年, 公司入围建设银行 ATM 采购, 并且获得 800 多台 ATM 采购量。截至 5 月份, 2012 年又获得 700 多台 ATM 订单。建设银行已成为公司重要客户, 同时公司也成为建设银行 ATM 主要供应商之一。除建行外, 公司也已经成为农业银行的 ATM 入围供应商, 已经在重庆、安徽等省份开展了 ATM 合作运营, 未来有望获得销售订单突破。当前四大国有银行每年 ATM 采购绝对量还是明显高于其他银行, 获得它们的采购订单, 不仅可以大幅提升销售收入, 而且有利于公司开拓其他银行客户。

公司财务分析

收入和利润保持快速增长

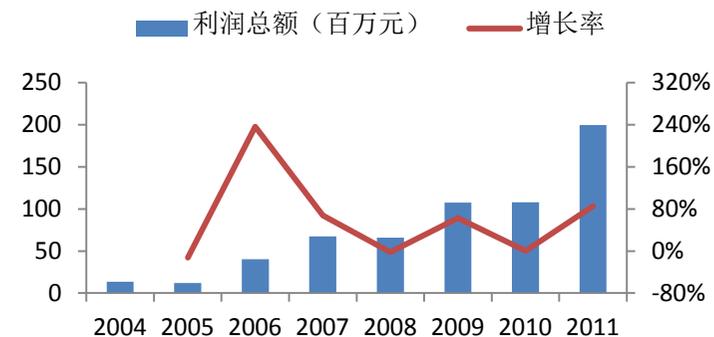
随着中国 ATM 市场快速发展, 公司营业收入和利润也实现了持续快速增长。2007 年上市后, 公司营业收入和利润总额复合增长率均超过 30%, 显示出良好的成长性。与国内外同类公司相比, 增速也相对较快。近几年公司营业收入和利润快速增长, 主要是由于公司的 ATM 销售、合作运营和融资租赁等各业务收入均保持快速增长所致。

图 15: 历年公司营业收入增长情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 历年公司利润总额增长情况

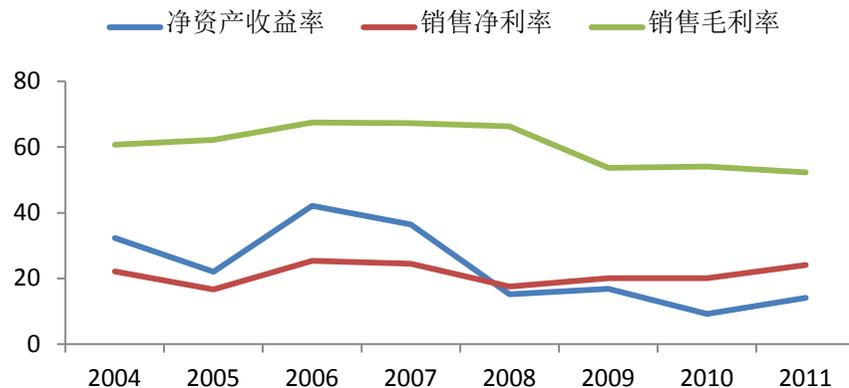


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利能力比较强

近年来公司综合毛利率以及分业务毛利率呈现下降趋势, 主要因为 ATM 单价下降导致销售业务毛利率下降, 合作运营业务是由于新增上线 ATM 较多且宏观经济不景气导致平均单台 ATM 收入下降所致。尽管如此, 公司仍然维持较高的盈利水平, 无论毛利率、净利率都明显高于同类公司。净资产收益率虽然在 2007 年首发和 2009 年增发后有所降低, 但 2011 年已回升至 14.06%。

图 17: 历年公司主要盈利指标变化



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表 1: 主要 ATM 公司毛利率对比(单位:%)

公司名称	2010A	2011A	2012E
御银股份	49.85	54.36	52.93
广电运通	42.25	49.93	49.92
东方通信		39.29	36.03
NCR	19.15	20.04	20.85
DBD	23.98	25.48	25.95
Wincor	25.66	25.12	24.50

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

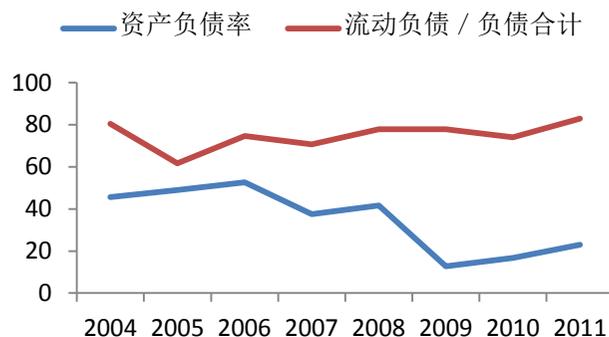
注: 上表中所列御银股份、广电运通和东方通信的毛利率为ATM销售毛利率。

资产负债率较低, 但有待于改善负债结构

2011 年, 公司负债率为 23.02%, 与上年相比有明显上升, 主要是融资租赁和合作运营业务发展需要使得银行短期借款增加。尽管如此, 但公司资产负债率仍然处于较低的水平, 明显低于 2007 年上市前水平 (50%左右)。不过, 公司负债结构不太合理, 流动负债占比相对较高 (80%左右)。虽然公司短期负债率相对较高, 但公司短期负债压力不太大, 因为流动比率、速动比率比较高。

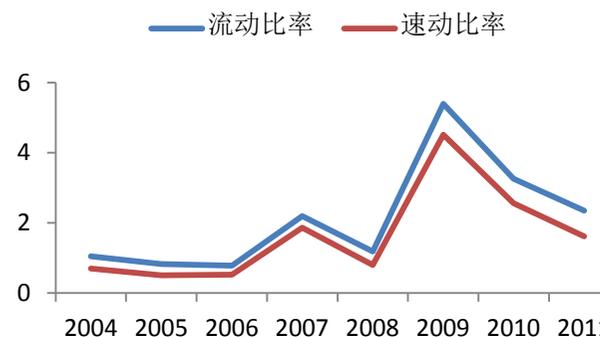
从公司长远发展来看, 融资租赁、合作运营等业务均需要大量资金投入才能持续增长, 因此公司可以通过增加长期负债满足公司资金需求, 同时还可以改善公司的负债结构。

图 18: 历年公司资本结构变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 历年公司流动比率和速动比率变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

盈利预测与投资建议

基本假设与产品收入预测

假设 1: 中国 ATM 市场保持快速增长, 公司销售 ATM 市场占有率由现在的 5% 上升至 2014 年的 10% 以上, 其中 CRS 销量占比提高至 40% 左右;

假设 2: 合作运营 ATM 数量维持现有水平并略有增长;

假设 3: 增发募集资金投向的融资租赁项目于 2012 年顺利完成, 并且公司继续推动融资租赁业务快速发展;

假设 4: 公司 ATM 产品单价和成本保持稳定, CRS 产品单价和成本将随着公司销售规模增大而下降;

表 2: 公司分业务收入预测

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
ATM 销售	收入 (百万元)	226.38	354.21	472.00	645.10	886.75
	增长率	-5.40%	56.47%	33.25%	36.67%	37.46%
	毛利率	54.36%	52.93%	52.33%	50.61%	49.52%
合作运营	收入 (百万元)	150.91	167.37	194.60	220.05	245.05
	增长率		10.91%	16.27%	13.08%	11.36%
	毛利率	60.33%	52.25%	53.44%	55.09%	54.00%
融资租赁	收入 (百万元)	78.99	199.57	299.89	389.70	470.61
	增长率		152.65%	50.27%	29.95%	20.76%
	毛利率	48.47%	49.38%	52.00%	54.81%	56.90%
技术服务	收入 (百万元)	0.91	3.26	4.24	5.51	7.16
	增长率		258.24%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	89.32%	79.08%	80.00%	80.00%	80.00%
收入合计 (百万元)		457.19	724.41	970.73	1260.36	1609.57
收入增速			58.45%	34.00%	29.84%	27.71%
综合毛利率		49.25%	49.71%	52.69%	52.82%	52.05%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

估值与投资建议

我们预测公司 2012-2014 年营业收入增长 34.0%、29.84% 和 27.71%, 净利润增长 33.08%、30.62% 和 24.78%, EPS

分别为 0.41、0.53 和 0.67 元。目前 A 股市场中计算机设备行业上市公司 2012 年和 2013 年的平均 PE 分别 23 和 17 倍。如果给予公司 2013 年动态 PE 区间 15~20 倍，公司的价格区间为 7.95~10.60 元。

表 3: 计算机设备行业上市公司估值

简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
海康威视	26.68	0.74	1.03	1.40	36	26	19
大华股份	32.19	0.68	1.02	1.43	48	32	22
同方股份	8.62	0.36	0.53	0.70	24	16	12
广电运通	15.76	0.81	1.05	1.29	19	15	12
新大陆	10.92	0.15	0.18	0.26	73	61	42
御银股份	6.60	0.31	0.43	0.56	22	15	12
行业平均					39	24	17

资料来源: wind 一致预期, 信达证券研发中心 注: 股价是 2012 年 6 月 19 日收盘价。

同时, 我们运用自由现金流模型, 按照下表所设参数对公司进行估值, 计算出公司内在价值为 9.50 元。

表 4: FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设		FCFE 价值分解	
行业平均资产 Beta	1.31	研究期经营价值 (亿元)	21.04
股票 Beta	1.16	TV (亿元)	21.61
无风险利率	3.70%	其他价值(亿元)	-
市场收益率	10.70%	合计 (亿元)	42.66
TV 增长率	2%	总股本 (亿股)	5.86
股权融资成本	11.79%	每股价值 (元/股)	7.29

资料来源: 信达证券研发中心

综合考虑相对估值法与绝对估值法, 我们认为公司目前估值比较低, 上调至“买入”评级。

风险提示:

- 1、国内宏观经济下滑, 银行 ATM 布放速度放缓;
- 2、募投项目进度低于预期;

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	605.05	766.94	1,020.88	1,339.61	1,821.63
现金	231.49	183.51	335.77	512.04	782.96
应收账款	0.00	40.40	29.81	38.70	49.42
其它应收款	83.22	142.32	168.80	219.17	279.89
预付账款	56.68	59.35	79.91	103.47	134.30
存货	129.70	240.32	305.55	365.20	474.02
其他	103.96	101.04	101.04	101.04	101.04
非流动资产	886.28	940.46	985.75	1,045.65	1,037.43
长期投资	21.86	46.80	46.80	46.80	46.80
固定资产	327.77	352.23	375.81	494.81	531.80
无形资产	0.27	47.71	46.40	45.09	43.77
其他	536.38	493.72	516.74	458.95	415.05
资产总计	1,491.33	1,707.40	2,006.63	2,385.26	2,859.06
流动负债	185.39	325.72	404.21	470.79	553.31
短期借款	0.00	121.79	171.79	171.79	171.79
应付账款	32.59	90.70	95.98	124.27	161.31
其他	152.80	113.23	136.44	174.73	220.21
非流动负债	65.16	67.28	67.28	67.28	67.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.16	67.28	67.28	67.28	67.28
负债合计	250.55	393.00	471.49	538.07	620.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	1,240.78	1,314.40	1,535.14	1,847.19	2,238.47
负债和股东权益	1491.33	1707.40	2006.63	2385.26	2859.06

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	468.20	741.46	993.57	1,290.02	1,647.45
同比	3.42%	58.36%	34.00%	29.84%	27.71%
归属母公司净利润	94.05	178.81	237.96	312.05	391.28
同比	3.56%	90.13%	33.08%	31.13%	25.39%
毛利率	54.10%	52.35%	52.69%	52.82%	52.05%
ROE	8.48%	14.00%	16.70%	18.45%	19.15%
每股收益(元)	0.27	0.52	0.41	0.53	0.67
P/E	41	22	16	12	10
P/B	1.83	1.73	2.52	2.09	1.73
EV/EBITDA	10.36	8.81	11.55	8.99	7.27

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	468.20	741.46	993.57	1,290.02	1,647.45
营业成本	214.91	353.30	470.08	608.66	790.03
营业税金及附加	15.16	25.09	32.13	42.37	54.37
营业费用	66.04	81.49	114.26	148.35	189.46
管理费用	73.48	91.57	124.20	161.25	205.93
财务费用	-0.73	7.16	8.84	9.42	8.71
资产减值损失	5.21	5.57	6.67	8.58	10.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	4.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	94.14	181.28	237.40	311.38	388.01
营业外收入	17.13	23.32	30.02	38.70	49.92
营业外支出	3.43	4.99	3.02	3.36	3.17
利润总额	107.85	199.61	264.40	346.72	434.76
所得税	13.80	20.80	26.44	34.67	43.48
净利润	94.05	178.81	237.96	312.05	391.28
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	94.05	178.81	237.96	312.05	391.28
EBITDA	168.84	271.83	349.58	448.98	555.39
EPS (摊薄)	0.27	0.52	0.41	0.53	0.67

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	36.95	50.49	249.74	338.02	382.68
净利润	94.05	178.81	237.96	312.05	391.28
折旧摊销	58.75	64.93	76.38	91.96	110.32
财务费用	2.24	7.29	8.81	10.31	10.31
投资损失	-2.53	-0.01	-4.01	0.00	0.00
营运资金变动	-124.79	-191.55	-79.85	-84.46	-139.52
其它	6.70	-4.98	6.45	8.17	10.29
投资活动现金流	-141.82	-221.36	-121.45	-151.45	-101.45
资本支出	-130.03	-196.37	-148.23	-181.75	-140.65
长期投资	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	-11.80	-25.00	26.78	30.30	39.20
筹资活动现金流	-33.24	116.83	23.97	-10.31	-10.31
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-31.00	123.50	50.00	0.00	0.00
支付利息或股息	2.24	6.67	26.03	10.31	10.31
现金净增加额	-138.12	-54.05	152.26	176.27	270.92

分析师简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。

机械行业重点覆盖公司

软控股份 (002073)	远光软件 (002063)	东华软件 (002065)	海隆软件 (002195)
御银股份 (002177)	大华股份 (002236)	广电运通 (002152)	北斗星通 (002151)
北纬通信 (002148)	超图软件 (300036)	用友软件 (600588)	同方股份 (600100)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021- 63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。