

证券研究报告

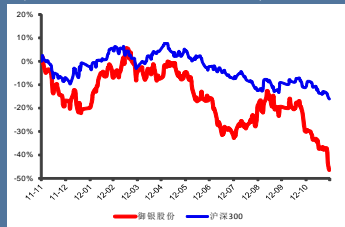
公司研究——调研报告

御银股份 (002177.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入 2012.8.27

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 (2012-11-29)

收盘价(元)	4.15
52周内股价波动区间(元)	4.1-14.07
最近一月涨跌幅(%)	-23.85
总股本(亿股)	5.86
流通A股比例(%)	63.10
总市值(亿元)	24.30

资料来源: 信达证券研发中心

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9号院  
1号楼6层研究开发中心  
邮编: 100031

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

肖金德 研究助理

联系电话: +86 10 63080927

邮箱: xiaojinde@cindasc.com

相关研究

《ATM 市场空间巨大三业务协同快速发展》2012.6.21

《上半年业绩低于预期 全年仍有望较快增长》

2012.8.27

# ATM 需求强劲 但公司募投项目进展缓慢

2012 年 11 月 30 日

## 本期内容提要

◆ **ATM 市场需求强劲。**根据央行最新报告数据,截至 2012 年第三季度末,全国联网 ATM 已经达到 39.14 万台,与年初相比新增 5.76 万台,全年预计新增台数超过 7 万台,与 2011 年相比明显提高(2011 年新增 6.28 万台)。

◆ **业务发展失衡,募投项目进展缓慢。**2012 年公司 ATM 销售业务收入快速增长,获得了邮储、建行等多个金额较大的订单,但融资租赁和合作运营业务收入均出现下滑,尤其融资租赁业务收入上半年同比大幅减少 47.65%,主要因为审批验收缓慢导致无法确认收入所致。

◆ **转让募投 ATM 有利于公司长远发展。**近期公司公告,将不超过 9400 万元募集资金建成的部分 ATM 设备对外逐步转让出售。我们认为,本次转让目的主要是缓解库存压力,解决流动资金不足的问题,也预示着公司业务发展战略正在改变,运营业务未来投入将会逐步减少。

◆ **盈利预测:**募投项目进度低于预期,我们下调公司盈利预测。我们预计,2012~2014 年归属于母公司净利润分别为 1.83 亿元(下调 23.1%)、2.21 亿元(下调 28.9%)和 2.58 亿元(下调 33.5%),对应的每股收益分别为 0.31 元、0.38 元、0.44 元。目前股价对应市盈率分别为 13 倍、11 倍、9 倍,估值水平较低,维持“买入”投资评级。不过,业绩增速放缓、大股东持续减持等影响股价的因素值得关注。

◆ **风险因素:**单台 ATM 收入持续下降;融资租赁 ATM 验收进度缓慢。

## 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	468.20	741.46	820.22	977.08	1,167.71
增长率 YoY %	3.42%	58.36%	10.62%	19.12%	19.51%
净利润(百万元)	94.05	178.81	182.88	220.62	257.88
增长率 YoY%	3.56%	90.13%	2.28%	20.64%	16.89%
毛利率%	54.10%	52.35%	50.47%	50.52%	49.61%
净资产收益率 ROE%	8.48%	14.00%	13.09%	13.87%	14.09%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.31	0.31	0.38	0.44
市盈率 P/E(倍)	26	14	13	11	9
市净率 P/B(倍)	1.15	1.09	1.64	1.43	1.24

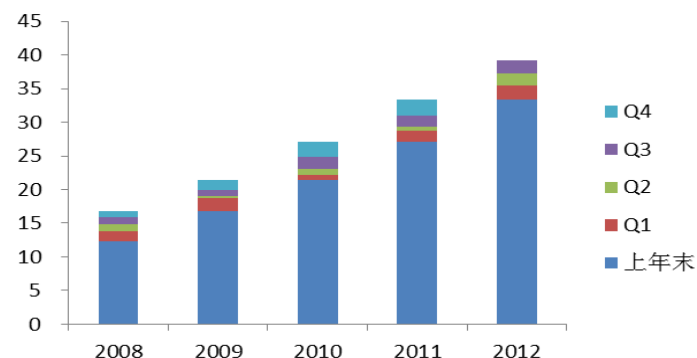
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 11 月 29 日收盘价

## ATM 市场需求强劲

### 联网 ATM 数量持续快速增长

根据中国人民银行最新发布的《2012 年第三季度支付体系运行总体情况》的数据显示，截至第三季度末，全国联网 ATM 已经达到 39.14 万台，与年初相比新增 5.76 万台，全年预计新增台数超过 7 万台，与 2011 年相比明显提高（2011 年新增 6.28 万台），充分说明国内 ATM 需求比较强劲。

图 1:2008 年以来各季度全国联网 ATM 新增台数（万台）



数据来源：中国人民银行、信达证券研发中心

### 银行卡存取现金业务较快增长

截至第三季度末，全国发行银行卡 34.00 亿张，环比增长 5.4%，同比增长 21.2%。

2012 年第三季度，全国共发生银行卡业务 100.78 亿笔，同比增长 25.0%，增速较上年同期加快 3.9 个百分点；金额 88.20 万亿元，同比增长 5.2%，增速较上年同期放缓 27.2 个百分点。其中，银行卡存现业务 17.73 亿笔，金额 14.72 万亿元，同比分别增长 28.2%和 12.8%；银行卡取现业务 41.72 亿笔，金额 15.69 万亿元，同比分别增长 17.9%和 11.3%。

## 业务发展失衡，募投资项目进展缓慢

公司业务收入主要来源于 ATM 销售、ATM 合作运营和 ATM 融资租赁等三大业务。2012 年三大业务发展严重不均衡，销售业务进展较好，但募投资金投资的融资租赁和合作运营业务进展缓慢。

### ATM 销售增长快速

2012 年上半年，公司 ATM 销售业务收入已经达到 3.35 亿元，同比增长 66.9%，占总收入之比由上年同期 47.09% 上升至 68.83%。

2012 年公司订单金额保持较快增长，因为获得了一些较大金额的订单。其中，2012 年 5 月份，公司中标中国邮储 1.15 亿元 ATM 采购订单。目前该中标项目仅有少部分确认收入。此外，公司今年 3 月份和 5 月份两次获得建设银行 ATM 采购订单，采购数量约 1000 台左右。公司已成为中国邮储和建设银行的最主要 ATM 供应商。

从销售机型来看，目前仍然以单取款 ATM 为主，但存取款一体机销售比例不断上升。

### 审批验收导致募投项目进展缓慢

2012 年上半年，公司合作运营和融资租赁业务收入分别为 7347 万元和 6699 万元，同比分别减少 9.03%和 47.65%，远远低于我们前期预测数据，主要原因公司募集资金投资项目由于审批、验收手续繁琐，导致进度缓慢而难以确认收入。根据公司公告，公司 2009 以来募集资金投资的合作运营和融资租赁等项目资金投入进度都已经超过 100%，但项目完工程度分别为 74.40%和 46.51%，明显低于公司原计划进度。正因为如此，导致公司存货和在建工程持续增加。2012 年第三季度末，公司在建工程已达到 2.16 亿元，与 2010 年第二季度末相比增加了 2 倍多。

**表 1: 公司募投项目情况**

项目名称	项目内容	投资金额	建设期	公告日期
合作运营 ATM 网络建设项目	在珠江三角地区、长江三角地区、环渤海地区及其他经济发达地区增加布放 8,000 个 ATM 终端。项目完成后，稳定盈利期预计可实现年销售收入 25920.00 万元，年利润总额 11741.20 万元	4.95 亿元 (ATM 设备投资 4.2 亿元)	2 年	2009/10/29
ATM 融资租赁运营服务项目	投放 3,000 台融资租赁 ATM 设备，其中现金循环机 2000 台，单取款机 1000 台。预计可实现总营业收入 82,080 万元，利润总额 45,472.21 万元	2.79 亿元	2010 年 11 月至 2011 年 10 月计划投放 1250 台，2011 年 11 月至 2012 年 10 月计划投放 1750 台	2010/11/22

数据来源：公司公告、信达证券研发中心

此外，2012 年全球经济不景气，中国经济增速下滑，对长三角地区、珠三角地区等加工企业影响严重，因从而导致公司合作运营单台 ATM 收入减少，也是合作运营业务收入减少的重要原因之一。

### 转让使用募集资金建成的部分 ATM 设备有利于长远发展

公司最近公告，将不超过 9400 万元募集资金建成的部分 ATM 设备对外逐步转让出售。

我们认为，本次转让目的主要是缓解库存压力，解决流动资金不足的问题。2012 年第三季度末，公司库存已达到 3.14 亿元，持续创出新高，与此同时，货币资金仅为 3647 万元，持续走低。虽然第四季度是公司最主要的回款期，但流动资金不

足的风险还是显现。通过转让，有利于提高资金使用效率。

同时，我们认为，本次转让也预示着公司业务发展战略正在改变，运营业务未来投入将会逐步减少。与发达国家相比，中国非银行 ATM 运营发展处于起步阶段，市场潜力巨大，但受政策限制发展缓慢。公司前几年重点发展运营业务有助于公司产品推广，促进 ATM 销售业务发展。目前，国内 ATM 市场需求增长较快，而且相当长一段时期内影响运营业务进展缓慢的客观因素难以消除，因此调整有利于公司长远发展。

本次转让主要包括效益不好的和未验收的 ATM。所谓效益不好可能因为收入减少，也可能因为租金等成本上升较快。我们认为，本次转让持续时间较长，短期内难以完成，预计 2013 年内完成。

## 盈利预测和投资建议

根据目前情况，我们判断，2012 年公司融资租赁业务收入大幅下降不可避免，合作运营业务与去年基本持平，虽然销售业务收入增长快速，但公司营业总收入增速低于我们前期预测数据，因此下调公司盈利预测。

**表 2: 公司分业务收入预测情况 (单位: 百万元)**

业务	2010	2011	2012E	2013E	2014E
ATM 销售	226.38	354.21	525.00	690.00	886.75
增长率	-5.44%	56.47%	48.22%	31.43%	28.51%
合作运营	150.91	167.37	171.25	179.30	185.90
增长率	4.86%	10.91%	2.32%	4.70%	3.68%
融资租赁	78.99	199.57	100.87	79.80	61.05
增长率	31.67%	152.65%	-49.45%	-20.89%	-23.50%
技术服务	0.91	3.26	4.24	5.51	7.16
增长率	12.85%	258.24%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	457.19	724.41	801.36	954.61	1140.86
增长率	3.42%	58.45%	10.62%	19.12%	19.51%

数据来源: 公司公告、信达证券研发中心

我们预计，2012~2014 年公司营业收入分别为 8.20 亿元 (下调 17.5%)、9.77 亿元 (下调 24.3%) 和 11.68 亿元 (下调 29.1%)，归属于母公司净利润分别为 1.83 亿元 (下调 23.1%)、2.21 亿元 (下调 28.9%) 和 2.58 亿元 (下调 33.5%)，对应的每股收益分别为 0.31 元、0.38 元、0.44 元。目前股价对应市盈率分别为 13 倍、11 倍、9 倍，估值水平较低，维持“买入”投资评级。不过，融资租赁业务进展缓慢，未来业绩增速放缓，而且大股东不断减持，短期内都会对股价有较大负面影响，值得投资者关注。

## 风险提示

经济下滑严重导致长三角、珠三角工厂关停，运营 ATM 收入大幅下降；融资租赁 ATM 验收进度缓慢使得收入无法确认。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	605.05	766.94	960.17	1,221.97	1,609.12
现金	231.49	183.51	362.03	553.37	821.55
应收账款	0.00	40.40	24.61	29.31	35.03
其它应收款	83.22	142.32	139.35	166.00	198.39
预付账款	56.68	59.35	69.07	82.19	100.04
存货	129.70	240.32	264.07	290.07	353.08
其他	103.96	101.04	101.04	101.04	101.04
非流动资产	886.28	940.46	969.30	1,009.20	975.52
长期投资	21.86	46.80	46.80	46.80	46.80
固定资产	327.77	352.23	359.47	460.02	473.22
无形资产	0.27	47.71	46.40	45.09	43.77
其他	536.38	493.72	516.63	457.29	411.72
资产总计	1,491.33	1,707.40	1,929.46	2,231.17	2,584.64
流动负债	185.39	325.72	382.12	463.19	558.78
短期借款	0.00	121.79	171.79	221.79	271.79
应付账款	32.59	90.70	82.95	98.71	120.15
其他	152.80	113.23	127.38	142.70	166.84
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	449.40	530.48	626.06
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	1,480.07	1,700.69	1,958.57
负债和股东权益	1491.33	1707.40	1929.46	2231.17	2584.64

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	468.20	741.46	820.22	977.08	1,167.71
同比	3.42%	58.36%	10.62%	19.12%	19.51%
归属母公司净利润	94.05	178.81	182.88	220.62	257.88
同比	3.56%	90.13%	2.28%	20.64%	16.89%
毛利率	54.10%	52.35%	50.47%	50.52%	49.61%
ROE	8.48%	14.00%	13.09%	13.87%	14.09%
每股收益(元)	0.16	0.31	0.31	0.38	0.44
P/E	26	14	13	11	9
P/B	1.15	1.09	1.64	1.43	1.24
EV/EBITDA	6.51	5.71	9.02	7.59	6.56

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	468.20	741.46	820.22	977.08	1,167.71
营业成本	214.91	353.30	406.27	483.44	588.46
营业税金及附加	15.16	25.09	26.52	32.09	38.54
营业费用	66.04	81.49	94.32	112.36	134.29
管理费用	73.48	91.57	102.53	122.13	145.96
财务费用	-0.73	7.16	8.84	10.71	12.88
资产减值损失	5.21	5.57	5.54	6.53	7.79
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	176.20	209.80	239.79
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	203.20	245.14	286.54
所得税	13.80	20.80	20.32	24.51	28.65
净利润	94.05	178.81	182.88	220.62	257.88
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	182.88	220.62	257.88
EBITDA	168.84	271.83	288.39	349.25	412.01
EPS (摊薄)	0.16	0.31	0.31	0.38	0.44

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	36.95	50.49	259.67	285.14	309.65
净利润	94.05	178.81	182.88	220.62	257.88
折旧摊销	58.75	64.93	76.38	92.30	110.67
财务费用	2.24	7.29	8.81	11.81	14.81
投资损失	-0.01	-4.01	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-124.79	-191.55	-13.83	-45.92	-81.17
其它	6.70	-4.98	5.43	6.33	7.46
投资活动现金流	-141.82	-221.36	-105.11	-132.00	-76.66
资本支出	-130.03	-196.37	-148.23	-180.75	-139.65
长期投资	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
其他	-11.80	-25.00	43.12	48.76	62.99
筹资活动现金流	-33.24	116.83	23.97	38.19	35.19
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-31.00	123.50	50.00	50.00	50.00
支付利息或股息	2.24	6.67	26.03	11.81	14.81
现金净增加额	-138.12	-54.05	178.53	191.34	268.18

## 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，从事计算机行业研究。

## 计算机行业重点覆盖公司

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
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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  $\pm 5\%$  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。