

御银股份（002177）调研简报

——销售与运营两翼发展

基本数据	2010-11-25
收盘价（元）	15.29
市盈率	30.37
市净率	3.86
股息率（分红/股价）	0.00%
每股净资产（元）	3.96
资产负债率%	7.92%
总股本（亿股）	2.65
流通 A 股（亿股）	1.56
流通 A 股市值（亿元）	23.85

一年内股价走势：



相关研究：

研究员：冯福来
 执业证书：S0270209110081
 电话：020-37865166
 EMAIL: fengfl@wlzq.cn
 报告日期：2010-11-26

事件： 我们于2010年11月25日对于公司进行实地调研。

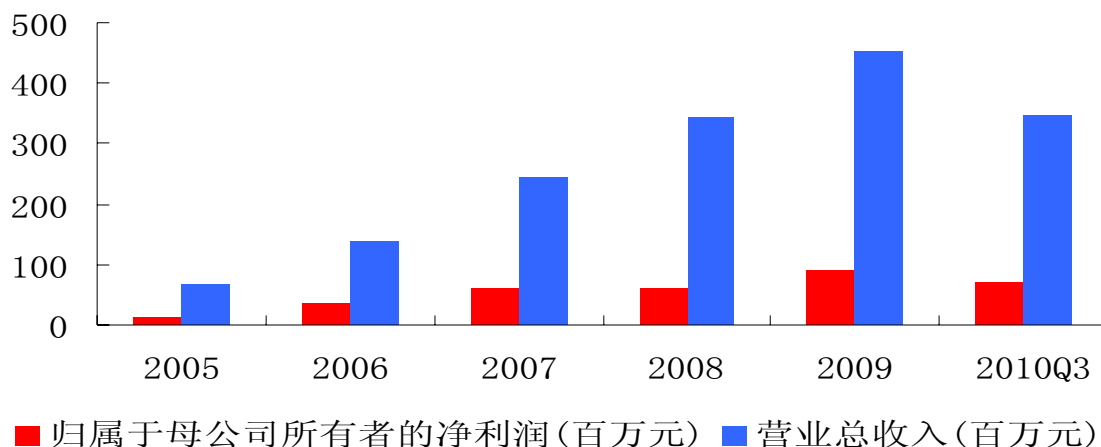
点评：

- **ATM 销售和运营两翼发展。** 公司是国内专门从事 ATM 设备的研究、开发、生产、销售和为银行类金融机构提供 ATM 运营服务的龙头企业，公司的客户包括中国邮政储蓄银行、建设银行、农业银行等，公司最大的特色就是 ATM 销售和运营两翼发展。
- **ATM 行业发展前景看好。** 无论是从中国 ATM 的布放密度、地理分布还是 ATM 机与银行卡的匹配比率来看，中国 ATM 市场仍然处于成长期，未来中国 ATM 市场具有巨大的发展潜力，我们认为正如 RBR 预测的那样，从 2008 到 2013 年中国 ATM 市场将保持两位数的增长。
- **ATM 产品销售业务受益于中小银行机构加大 ATM 机采购力度。** 我们认为未来随着农村经济的发展，农村信用合作社等中小银行机构对于 ATM 机的需求量会越来越大，公司的客户主要以中小银行机构为主，将充分受益这些机构加大对于 ATM 机的采购力度。
- **ATM 合作运营业务收入增长有望重新进入快车道。** 展望未来，随着公司拥有的进入稳定盈利期的 ATM 合作运营机规模不断扩大，公司 ATM 合作运营业务收入增长有望重新进入快车道。
- **ATM 融资租赁业务未来具有较大的增长空间。** 公司计划两年内投放 3000 台融资租赁 ATM 设备，我们认为随着 ATM 设备的投放，未来公司 ATM 融资租赁业务还有很大的增长空间。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.65 元，动态 PE 分别为 35.39、24.06 和 17.87，考虑到公司已经进入一个盈利拐点，未来发展前景看好，我们给予公司“增持”评级。

1. ATM 销售和运营两翼发展

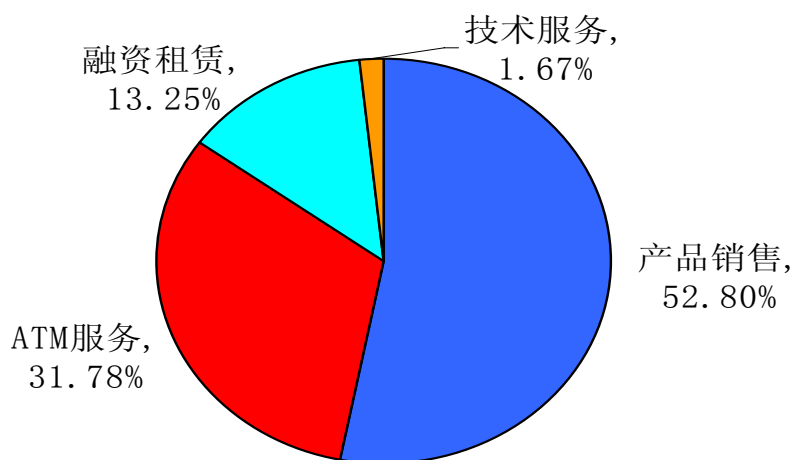
公司是国内专门从事 ATM 设备的研究、开发、生产、销售和为银行类金融机构提供 ATM 运营服务的龙头企业，公司的客户包括中国邮政储蓄银行、建设银行、农业银行等。公司最大的特色就是 ATM 销售和运营两翼发展，2010 年上半年公司 ATM 产品销售实现营业收入 14705.04 万元，ATM 合作运营服务实现营业收入 6941.08 万元。截至 2009 年年底，公司累计上线合作运营设备数量达 6527 台，公司成为继工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、交通银行和邮政储蓄银行之后的国内第七大 ATM 运营商，也是国内最大的 ATM 独立运营商。

2005-2010Q3 公司营业总收入和归属于母公司所有者的净利润趋势变动图



资料来源：万联证券

2009 年公司收入构成



资料来源：万联证券

2. ATM 行业发展前景看好

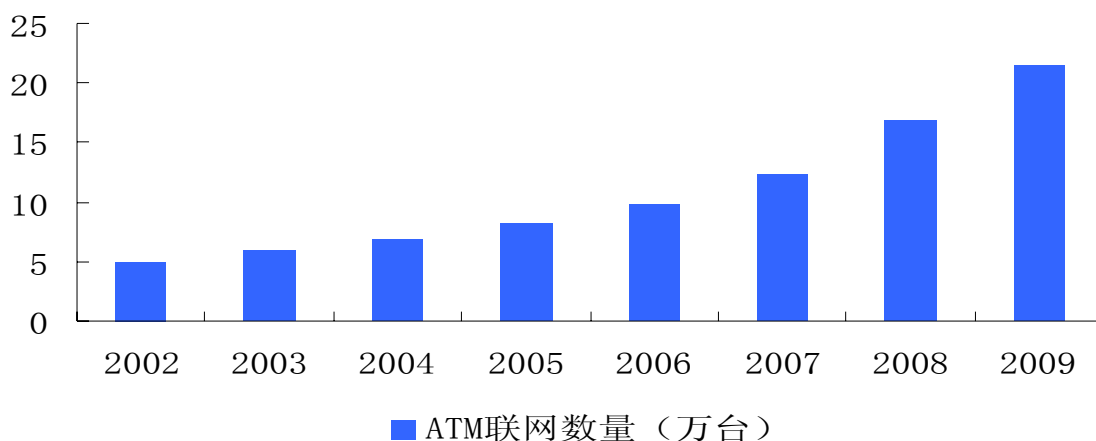
根据中国人民银行发布的《2009年支付体系总体运行情况》报告显示，2009年我国ATM市场需求依然保持快速增长，截至2009年底，全国ATM数量为21.49万台，比2008年新增4.74万台，增长速度为28.3%。经过几年的发展，虽然我国ATM数量已经达到相当数量的规模，但是从我国每百万人口拥有的ATM数量来看，我国的ATM密度还是远远低于世界平均水平的。根据英国独立调查机构“零售银行研究”（Retail Banking Research，下称RBR）发表的研究报告，2007年底全球平均每百万人拥有270台ATM，韩国每百万人拥有ATM机高达1700多台，美国、加拿大、日本、西班牙等较发达国家市场平均在1300台左右，而作为经济发展迅速的中国，直到2009年底每百万人大约仅拥有161台ATM机，中国ATM的布放密度远远落后世界平均水平，更是不到发达国家的一半水平。中国的ATM保有量仅次于美国，居全球第二。预计到2012年中国ATM保有量2012年超过美国，成为全球拥有ATM机数量最多的国家。

从ATM机地理分布上看，中国的ATM还主要集中在北京、上海、广州等大城市，然而在中小城市和农村，ATM机使用率和布放率都还很低。我们认为ATM在中国广大的中小城市和农村市场还有广阔的市场空间。

从ATM机与银行卡匹配数量方面看，也充分说明中国ATM机市场远远没有达到饱和状态。截止2009年底，中国银行卡发行总量达到20.66亿张，成为全球发卡量最多的国家。也就是说，我国仅有的21.49万台ATM机需要处理20.66亿张银行卡的交易要求，平均每台ATM需要处理约9600张银行卡的交易需求，远远高于国际平均4000张的配置水平，对于当前我国的发卡量而言，我国市场上的ATM设备数量仍然过少，持卡人对ATM的需求正日益迫切。

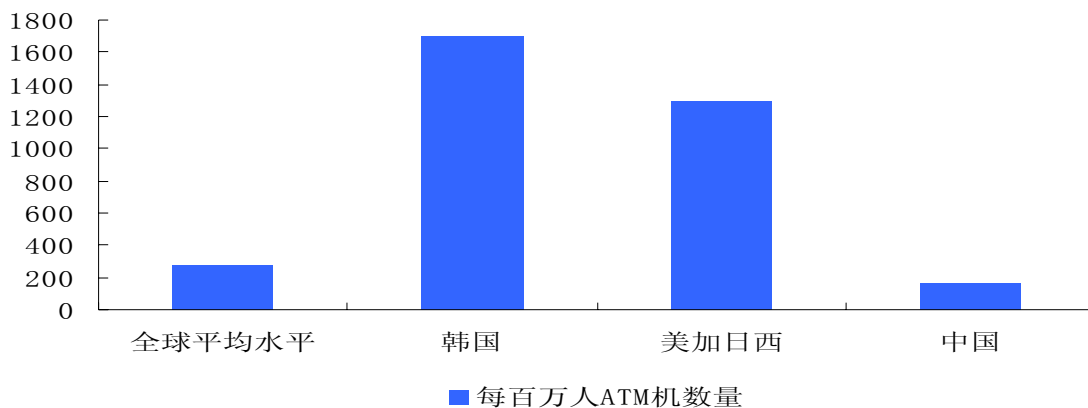
无论是从中国ATM的布放密度、地理分布还是ATM机与银行卡的匹配比率来看，中国ATM市场仍然处于成长期，未来中国ATM市场具有巨大的发展潜力，我们认为正如RBR预测的那样，从2008到2013年中国ATM市场将保持两位数的增长。

2002-2009 我国 ATM 联网数量变动趋势图



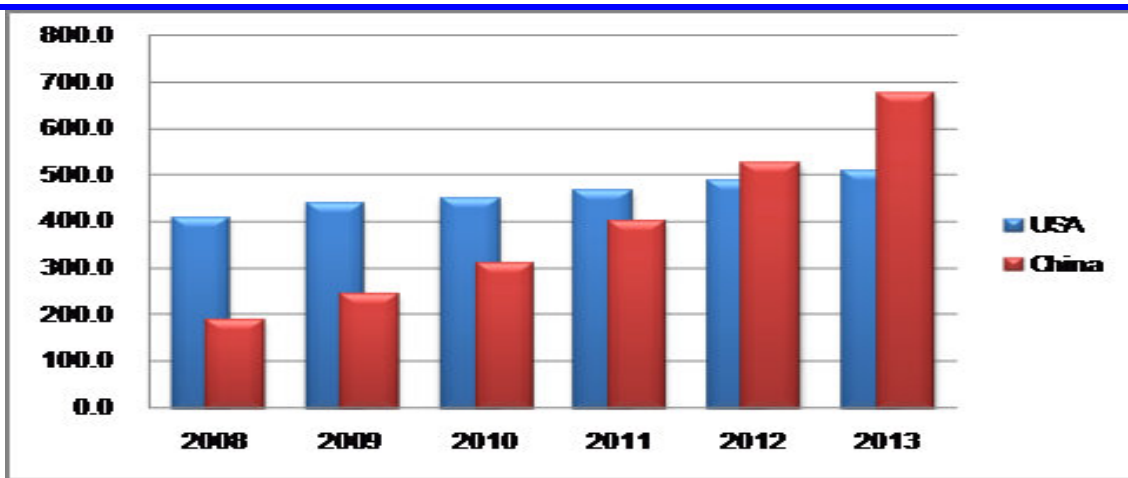
资料来源：万联证券

全球各地区每百万人 ATM 机数量



资料来源：万联证券

2008-2013 年中国和美国 ATM 机保有量趋势预测（单位：千台）



资料来源：赛迪网，万联证券

3. ATM 产品销售业务受益于中小银行机构加大 ATM 机采购力度

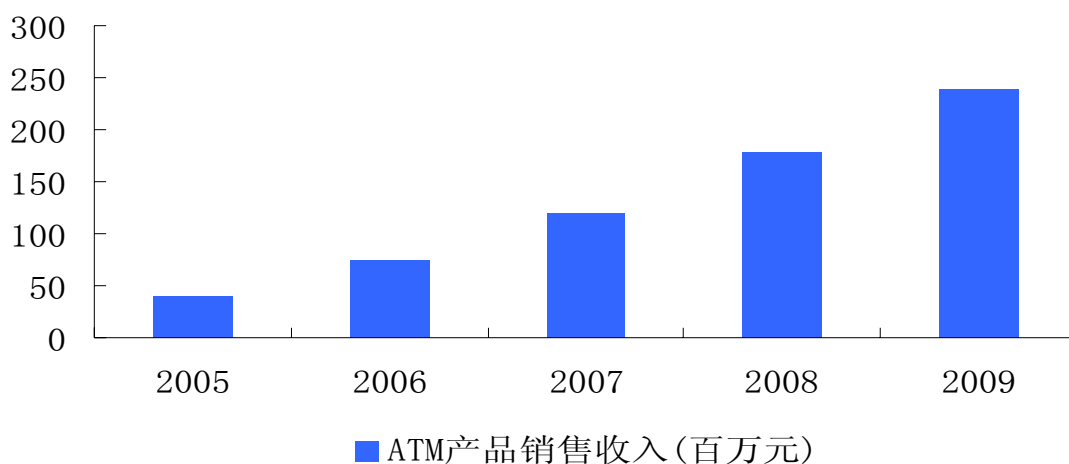
ATM 产品销售是公司收入和利润的主要来源之一，目前客户主要是中国邮政储蓄银行、建设银行、各大股份制商业银行以及农信社和城商行。2010 年上半年公司 ATM 产品实现销售收入 1.47 亿元，占全部收入的比重为 61.27%。公司的客户比较分散，主要以中小银行金融机构为主，大型银行客户方面已经实现批量销售的大型银行客户主要是中国邮政储蓄银行和建设银行，其他三大国有商业银行尚未实现销售业务的突破，不过公司已经成为农业银行的入围供应商，目前的合作模式是 ATM 运营，随着双方合作业务的深入，未来有望获得农行的销售订单。

广电运通的客户结构则与公司不同，主要是大型银行客户为主，2009 年来自农业银行和中国银行的销售收入所占的比重高达 55.80%。2009 年公司 ATM 产品实现的销售收入为 2.39 亿元，而同期广电运通 ATM 产品的销售收入为 13.19 亿元，是公司销售收入的 5.5 倍。

工商银行、农业银行、中国银行、建设银行及邮储银行一直是我国 ATM 机采购的主力军，2009 年它们五家的采购量所占的比重合计达到 70%。但是 2008 年以来，股份制银行、农村信用合作社以及城市商行也开始逐步

加大 ATM 的采购力度，而这些中小银行金融机构正是公司的主要客户群体。从拥有的 ATM 总量来看，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行及邮储银行合计拥有的 ATM 机约占中国 ATM 市场总量的 85%，而其他中小银行金融机构拥有的 ATM 机数量所占的比重只有 15%，但是他们拥有的营业网点却不少，尤其是农村信用合作社的网点几乎遍及中国所有的乡镇，一个省级农村信用合作社的网点就有几千个。我们认为未来随着农村经济的发展，农村信用合作社等中小银行机构对于 ATM 机的需求量会越来越大。公司长期服务于农信社等中小银行机构，双方形成良好的合作关系，将充分受益这些机构加大对于 ATM 机的采购力度。同时公司 ATM 产品销售收入的基数远低于广电运通，未来销售收入增长的弹性空间很大，一旦这些中小银行机构的 ATM 采购规模上量，将大幅提高公司的业绩。

2005-2009 公司 ATM 产品销售收入变动趋势图



资料来源：万联证券

4. ATM合作运营业务收入增长有望重新进入快车道

公司是国内最大的 ATM 独立运营商，截止 2009 年底累计已上线的合作运营 ATM 机达到 6527 台。2010 年上半年公司 ATM 合作运营业务实现收入 6941.08 万元，同比增长 3.15%。与其他合作运营商相比，公司具有成本、规模等优势，其中公司发展 ATM 合作运营的最大优势是公司通过对合作运营 ATM 地点、受益和成本等数据的监控，逐渐形成的一套适合中国国情的 ATM 布放数据库。

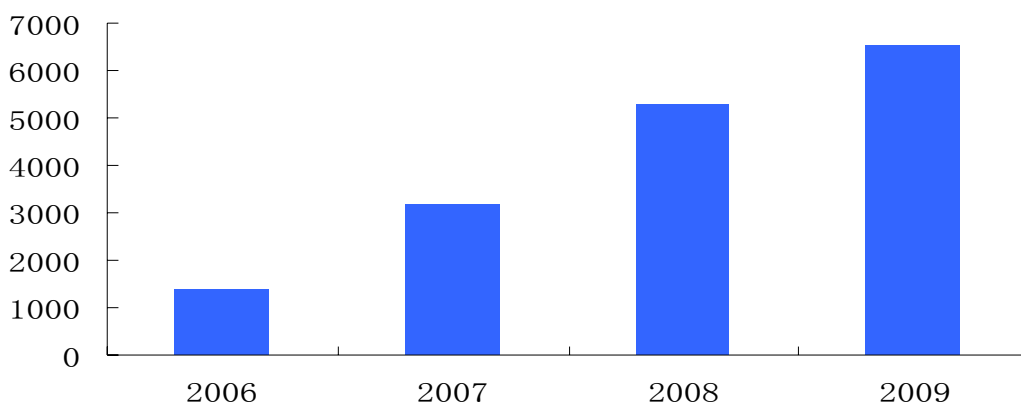
经过几年的高速发展，公司 ATM 合作运营业务的增长在 2009 年开始放缓，增长速度下降到个位数。我们认为主要是两方面的原因造成的，一方面是因为公司 2008 年和 2009 年分别新增上线的合作运营 ATM 机数量比较高，分别达到 2115 台和 1246 台，而这些新上线的 ATM 机需求 9-24 个月不等的时间才能够达到稳定的盈利期；另外一方面是因为公司加大对于河北、山西等非珠三角地区市场的开拓，这些地区由于地理环境及经济发展水平的原因为，导致 ATM 合作运营的平均收益水平要低于珠三角地区。

2009 年公司通过非公开增发募集资金 4.7 亿元，准备在在珠三角地区、长三角地区、环渤海地区及其他经济发达地区布放 8000 个 ATM 终端，在全国范围内扩建 ATM 运营网络。截止 2010 年 10 月 31 日，公司已经累计投入 10517.59 万元，完成计划总投资的 21.25%，剩下的募集资金中有 27889 万元公司准备转投向市场风险更低

和收益更稳定的融资租赁业务，其余的资金 8883.63 万元继续投向 ATM 合作运营，公司预计未来一年内就能够完成全部的投放目标。公司非公开增发募集资金新布放的 ATM 合作运营机的收入仍然处于成长期，尚未进入稳定盈利期，我们保守预计 2012 年开始新布放的 ATM 合作运营机逐渐开始进入稳定盈利期。

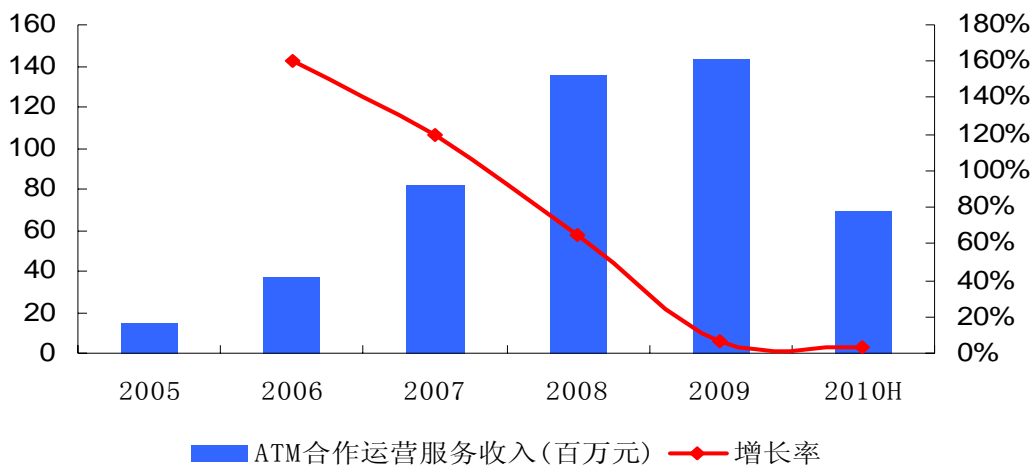
展望未来，随着公司拥有的进入稳定盈利期的 ATM 合作运营机规模不断扩大，公司 ATM 合作运营业务收入增长有望重新进入快车道。

2006-2009 公司 ATM 合作运营数量



资料来源：万联证券

2005-2010H 公司 ATM 合作运营服务收入及增长率



资料来源：万联证券

5. ATM 融资租赁业务未来具有较大的增长空间

2009 年公司 ATM 融资租赁业务实现营业收入 5997 万元，所占全部营业收入的比重为 13.25%。公司今年开始加大对于 ATM 融资租赁业务的市场开发力度，准备把 2009 年非公开发行募集资金中的 27889 万元改用来实施 ATM 融资租赁运营服务项目。相对于 ATM 合作运营而言，ATM 融资租赁业务收益风险基本可控，而且在合作年限内基本可以准确预测，即使在经济环境变化的情况下，也可有效的保证公司的运营服务收益，进一步降低

企业的经营风险。公司计划两年内投放 3000 台融资租赁 ATM 设备，其中现金循环机 2000 台，单取款机 1000 台；投资时间方面按 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。本项目完成后，预计可实现总营业收入 82,080 万元，利润总额 45,472.21 万元。ATM 融资租赁的期限一般是 5 年，我们认为随着 ATM 设备的投放，未来公司 ATM 融资租赁业务还有很大的增长空间。

6. 公司子公司参股的星河生物即将上市，获利丰厚

公司全资子公司广州御新软件有限公司参股的广东星河生物科技股份有限公司即将登陆创业板，广州御新公司持有星河生物 500 万股，初始投资金额为 1500 万元，折合每股投资成本为 3 元/股，持有股票的上市锁定期间为一年。根据星河生物披露的上市发行公告，星河生物的发行价格为 36 元/股，也就是说按照发行价格计算这部分股权的价值为 1.8 亿元，公司对于星河生物的投资获利丰厚。公司发展 ATM 合作运营和融资租赁需要占用大量的资金，参股星河生物带来的丰厚收益将有助于公司这两项业务未来的发展。

7. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.52 元和 0.65 元，动态 PE 分别为 35.39、24.06 和 17.87，考虑到公司已经进入一个盈利拐点，未来发展前景看好，我们给予公司“增持”评级。

财务和估值数据						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	244.401	344.350	452.715	574.350	787.744	1062.184
增长率(%)	0.785	0.409	0.315	0.269	0.372	0.348
归属母公司股东净利润	59.765	60.403	90.815	114.464	168.397	226.637
增长率(%)	0.718	0.011	0.503	0.260	0.471	0.346
每股收益(EPS)	0.226	0.228	0.343	0.432	0.636	0.855
每股经营现金流	0.039	0.546	0.116	0.659	0.528	0.987
销售毛利率	0.673	0.663	0.537	0.526	0.538	0.535
销售净利率	0.244	0.175	0.201	0.199	0.214	0.213
净资产收益率(ROE)	0.153	0.146	0.093	0.105	0.134	0.152
投入资本回报率(ROIC)	0.367	0.186	0.200	0.160	0.262	0.341
市盈率(P/E)	64.369	63.689	42.361	33.609	22.845	16.974

资料来源：万联证券

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	244.40	344.35	452.72	574.35	787.74	1062.18
减：营业成本	79.96	116.19	209.58	272.10	364.14	493.85
营业税金及附加	7.66	11.69	13.94	17.52	24.03	32.40
营业费用	51.47	92.42	59.42	73.23	100.20	134.90
管理费用	38.72	63.40	64.76	83.28	111.86	149.77
财务费用	8.55	11.96	10.65	-7.94	-12.20	-17.06
资产减值损失	3.13	-0.01	1.77	1.50	1.60	1.70

加: 投资收益	0.00	0.00	0.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.91	48.70	93.21	134.66	198.11	266.63
加: 其他非经营损益	12.37	17.39	14.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.28	66.09	107.46	134.66	198.11	266.63
减: 所得税	7.55	5.69	16.65	20.20	29.72	39.99
净利润	59.73	60.40	90.82	114.46	168.40	226.64
减: 少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净 利润	59.76	60.40	90.82	114.46	168.40	226.64
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	209.88	106.82	344.53	496.89	649.75	928.96
应收和预付款项	91.80	70.60	95.01	102.77	126.68	140.13
存货	54.51	90.19	97.89	177.74	191.13	309.14
其他流动资产	0.00	0.00	43.09	43.09	43.09	43.09
长期股权投资	0.06	10.06	25.06	25.06	25.06	25.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	213.89	371.25	407.13	354.66	302.09	249.41
无形资产和开发支出	0.08	0.38	0.32	0.27	0.22	0.17
其他非流动资产	44.89	50.34	82.08	81.35	80.61	80.61
资产总计	615.10	699.64	1095.11	1281.84	1418.63	1776.57
短期借款	57.48	79.91	31.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	47.38	97.14	60.02	163.29	131.67	262.99
长期借款	52.29	45.61	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	66.26	62.21	25.61	25.61	25.61	25.61
负债合计	223.40	284.87	116.63	188.89	157.28	288.59
股本	74.57	149.14	264.95	264.95	264.95	264.95
资本公积	235.33	160.76	517.85	517.85	517.85	517.85
留存收益	81.75	104.87	195.68	310.15	478.54	705.18
归属母公司股东权益	391.65	414.77	978.48	1092.95	1261.34	1487.98
少数股东权益	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	391.70	414.77	978.48	1092.95	1261.34	1487.98
负债和股东权益合计	615.10	699.64	1095.11	1281.84	1418.63	1776.57

资料来源：万联证券

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，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。

基准指数：沪深 300 指数

免责声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。