

机械、设备、仪表

强烈推荐 (首次)

刘武

0755-22627860

liuwu001@pingan.com.cn

御银股份 (002177)

股权激励驱动下，特色业务保障业绩高速增长

事项：

2010年12月2日，公司公告股权激励草案，拟对总经理、财务总监、董秘及技术、管理骨干等32人授予270万股的股票期权激励，占当前总股本的1.02%，其中20万份为预留部分，行权价为15.40元，分5期行权，每期行权比例分别为20%。

■ 以 ATM 设备制造为本，合作运营和融资租赁增添特色

公司主要从事 ATM 机生产销售，以及 ATM 合作运营和融资租赁业务，目前是国内第二大 ATM 机提供商，其中合作运营和融资租赁业务在国内处于领先地位。2009 年三大主要业务收入分别为 2.39、1.44 和 0.60 亿元，即设备销售收入占比在 53%左右，运营及技术服务收入占比在 47%左右。

随着未来公司加大融资租赁业务，及保有量增加和纳入收费保养比例提升，预计未来运营和技术服务收入占比呈快速上升态势。其中，融资租赁业务更适合目前国内国情和法规要求，预计未来在增发项目实施驱动下，融资租赁业务收入占比有望提高至 50%以上。

■ 股权激励行权条件具有极大吸引力。

根据股权激励草案，拟分 5 期授予公司高管和技术、中层管理骨干 270 万股股票期权，其中 20 万股为预留部分，行权时间分别为首次授权日期 12、24、36、48 和 60 个月。授予对象为董事总经理吴宁、董事财务总监王志杰、副总经理兼董事会秘书郑蕾以及中层管理与核心技术（业务）人员，合计 32 人。

行权条件为 2011 年平均净资产收益率不低于 12%，以 2010 年经审计的净利润为基数，2011 年净利润增长率不低于 80%；2012 年加权平均净资产收益率不低于 15%，且以 2010 年净利润为基数，2012 年净利润较 2010 年增长率不低于 160%。此后至 2015 年加权平均净资产收益率不低于 16%，以 2010 年为基数，净利润增长率分别不低于 240%、320%和 400%。我们认为，假设该增长预期能够实现的话，扣除股权激励费用，公司未来净利润年复合增长率至少在 50%以上，股权激励的成功实施，公司未来业绩高速增长更为确定。

■ ATM 机制造销售以二线城市为主，特色业务成为未来业绩强劲增长支柱。

目前，公司 ATM 机销售业务主要客户邮政银行、农信社、城商行和中国银行、建设银行等，设备销售业务在国内同行中处于二线品牌，目前市场占有率在 4-5%左右，

较国内一线品牌广电运通差距较大。

除 ATM 设备销售业务外，其合作运营和融资租赁业务在国内较有起色，在国内处于龙头地位，特别是过去几年公司注重合作运营业务拓展，收入持续增长。受国内相关法规限制，公司加大对融资租赁业务的拓展力度，近期改原合作运营增发项目为融资租赁业务，我们认为，由于融资租赁业务更符合当前国情，且毛利率水平相对较高，该项目达到预期目标的概率较大。随着增发项目的逐渐完成，公司合作运营和融资租赁等特色业务将成为未来业绩强劲增长的支柱。

■ **预计 2010-2012 年营业收入和净利润高速增长，首次给予“强烈推荐”评级。**

预计 2010-2012 年营业收入分别 5.39、8.23 和 12.25 亿元，考虑股权激励费用但不考虑新增股本摊薄，2010-2012 年 EPS 分别为 0.41、0.75 和 1.23 元。即使考虑到公司为确保股权激励成功实施，由于 2010 年前三季度实现净利润 0.72 亿元，预计 2010 年每股收益保守应该在 0.35 元左右或更高点。

以 12 月 1 日收盘价（15.40 元）对应的动态 PE 估值为 38、21 和 12 倍。目前，广电运通、新北洋和南天信息 2011 年的动态 PE 分别在 25、37 和 31 倍左右。我们认为，由于未来公司净利润复合增长率有望在 50% 以上，给予公司 2011 年 30 倍的合理估值，未来三个月目标价为 22.5 元以上，首次给予“强烈推荐”投资评级。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257