

**计算机设备Ⅲ**

署名人:王鹏(研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 25.20元

当前股价: 18.00元

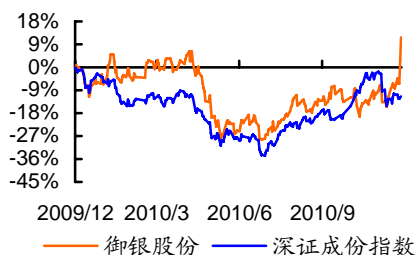
评级调整: 首次

**基本资料**

深证成份指数	12422.79
总股本(百万)	265
流通股本(百万)	156
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	0.36
每股净资产(元)	3.69
资产负债率	12.7%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
御银股份	21.63	24.95	44.66
深证成份指数	-9.54	6.58	21.95



**相关报告**

**御银股份**

**002177**

**强烈推荐**

**受益于客户结构和技术进步, 股权激励锁定高成长**

公司12月1日发布公告,董监事会通过《关于<股票期权激励计划(草案)>及其摘要的议案》。公司拟授予股票期权激励对象270万份股票期权,占激励计划公告日前总股本1%;其中首次授予250万份,行权及不低于15.4元,另外预留授予20万份。股票来源为公司向激励对象定向发行。

**投资要点:**

- **行权条件超预期。**行权条件以2010年为基期,2011-2015年净利润增长率分别不低于80%、160%、240%、320%和400%。如果达成,对应未来5年复合增长率接近40%,行权条件超预期。
- **受益于客户结构和技术进步,达到行权条件是大概率事件。**公司主要客户是邮储银行和农信社,同时经过近年大量研发投入,公司已经掌握循环机的核心技术,今年以来循环机出货量是去年的十倍。我们认为公司有望受益于客户需求和循环机技术成熟,取得高于行业平均水平的增速,达到行权条件是大概率事件。
- **变更募投项目将为公司加速增长奠定基础。**11月22日,公司公告将原募投项目“8000台合作运营ATM网络建设项目”中的2.79亿元变更为“ATM融资租赁运营服务项目”。据了解,募投方案变更好于市场预期:其中投放的2000台循环机,每台机器保底收入3.18万元/年,而浮动部分仍然按照原比例和银行分成跨行交易手续费。新方案下ATM融资租赁运营服务收益更稳定、运营风险更低、投资回收期更短,将为公司加速增长奠定基础。
- **ATM设备销售未来有望在国内大行和海外市场取得突破。**我们认为,公司在ATM设备销售领域市场份额还很小,具有一定的成本优势和本土化优势,随着公司ATM设备品牌的建立以及持续的营销努力,公司ATM设备销售有望在国内大行和海外市场取得突破。
- **合作运营增速将逐步企稳。**虽然变更募投项目使得未来合作运营ATM数量减少,但是考虑到之前投放的合作运营ATM设备在在一段时间后(1-2年)贡献的单体收益逐步提高,我们认为这部分业务增速将逐步企稳。
- **给予公司强烈推荐的投资评级。**我们预计公司2010、2011年、2012年EPS分别为0.37、0.72和1.03元,未来6-12个月目标价25.2元,给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:**ATM运营分成收入低于预期。

**主要财务指标**

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	453	508	800	1057
同比(%)	31%	12%	57%	32%
归属母公司净利润(百万元)	91	98	190	271
同比(%)	50%	8%	94%	43%
毛利率(%)	53.7%	55.0%	57.8%	58.5%
ROE(%)	9.3%	9.1%	15.0%	17.6%
每股收益(元)	0.34	0.37	0.72	1.02
P/E	52.16	48.52	24.97	17.48
P/B	4.84	4.40	3.74	3.08
EV/EBITDA	28	29	16	11

资料来源:中投证券研究所

## 1、行权条件超预期

行权条件以 2010 年为基期,2011-2015 年净利润增长率分别不低于 80%、160%、240%、320%和 400%。以 11 月 30 日收盘价计算,如果达成,对应未来 5 年复合增长率接近 40%,行权条件超预期。和最近几家推出股权激励方案的企业相比,公司的行权条件也是最高的。

表 1: 股权激励方案对比 (计算公式: 报告期净利润/基期净利润-1)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
御银股份		基期	80%	160%	240%	320%	400%
用友软件	基期		70%	120%	185%		
新北洋	基期		80%	120%	180%		

资料来源: 中投证券研究所

## 2、受益于客户结构和技术进步, 达到行权条件是大概率事件

### 2.1 从国内 ATM 市场客户结构来看:

四大国有银行仍是采购的主力, 2009 年采购量占比超过 60%, 其他银行从 2008 年开始也逐步加大了 ATM 的投放力度, 特别是随着国家对三农的支持, 农村的银行卡市场加速发展, 网点主要集中在农村的邮储银行和农信社等 ATM 采购力度空前。

目前邮储银行共有营业网点约 4 万个, 而其 ATM 设备仅为 1 万多台, 按照每个网点增加 1.5 台 ATM 设备, 我们估算其需求量在 5 万台左右。

平均每个省农信社约有 3000 个营业网点, 按照每个网点增加 1 台 ATM 设备, 我们估算其需求量在 10 万台左右。

仅这两者的 ATM 需求就达到了 15 万台, 相当于近三年国内 ATM 销量之和。

### 2.2 从国内 ATM 市场机型结构来看:

2007 年底, 国内存循环机占 ATM 比例为 30%, 远远低于发达国家。近年来, 一体机逐渐成为国内市场的发展主流, 采购比例持续增加, 2009 年已达到 50%左右。

图 1: 2007 年底循环机比例比较

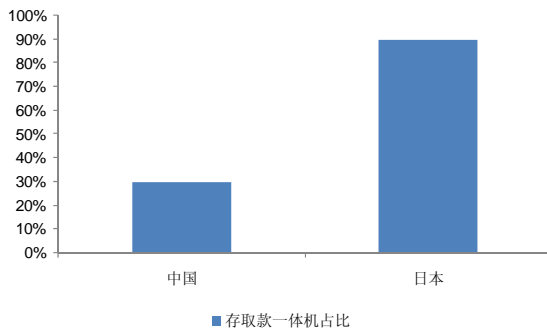
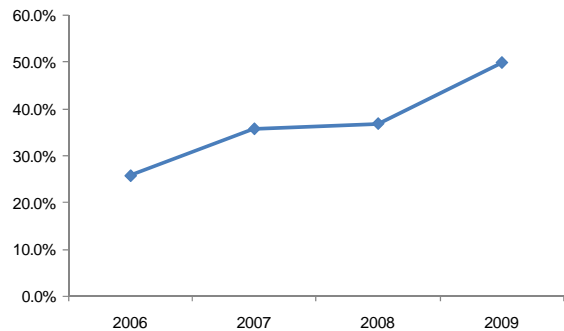


图 2: 近年来国内新增存循环机比例



资料来源: 金融时报, 中投证券研究所

### 2.3 公司有望受益于客户结构和技术进步

公司主要客户是邮储银行和农信社, 我们估计两者占据了该领域公司收入的 70%左右; 同时经过近年大量研发投入, 公司已经掌握循环机的核心技术, 循环机已经批量投入市场并得到客户的认可, 今年以来循环机出货量是去年的十倍。

表 2: 2007-2009 年前五名客户销售情况 (单位: 万元)

年份	客户名称	销售金额	占比
2009	前 5 名客户		
	1 广东省邮政局	5138	11%
	2 中国邮政储蓄银行深圳分行	4357	10%
	3 安徽省农信社	4171	9%
	4 山东省邮政局	3682	8%
2008	前 5 名客户		
	1 广东省邮政局	7129	21%
	2 中国邮政储蓄银行深圳分行	5303	15%
	3 山西省邮政局	2007	6%
	4 中国建设银行股份有限公司	1381	4%
2007	前 5 名客户		
	1 中国邮政储蓄银行深圳分行	3698	15%
	2 广东省邮政局	2259	9%
	3 广东东莞邮政	2255	9%
	4 中国建设银行股份有限公司	2217	9%
	5 重庆市农村信用合作社联合社	918	4%

资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

我们认为公司有望受益于客户需求和循环机技术成熟, 取得高于行业平均水平的增速, 达到行权条件是大概率事件。

### 3、变更募投项目将为公司加速增长奠定基础

11月22日，公司公告将原募投项目“8,000台合作运营ATM网络建设项目”中的2.79亿元变更为“ATM融资租赁运营服务项目”，包括1000台取款机和2000台循环机。

之前公司用于融资租赁运营的机器**主要是取款机**，分为两类，主要是A类：公司将ATM出租给银行类金融机构，在一定期限内收取固定租金。

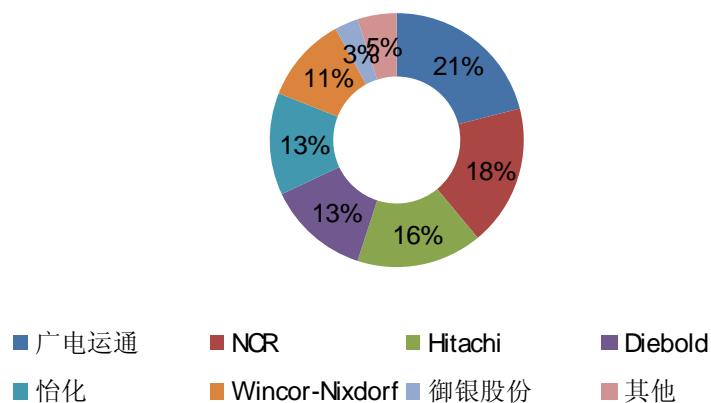
而合作运营的**循环机为银行带来了可观的效益**：（1）为银行带来的可观资金沉淀：通过抽取广州地区合作运营循环机发现，日平均存款金额约18万元，（2）循环机具有现金循环存取款功能，对于柜台的替代性强于取款机，从而大大提高了银行的工作效率。**这客观上也肯定了公司ATM机选点评估能力。**

因此，银行加大了循环机的合作布放力度（仅12月份广东地区几个地市每个地市就有100多台的需求），并且在合作中给予公司更优惠的条件：**本次用于合作的2000台循环机，每台机器保底收入约3.18万元/年，浮动部分仍然按照原比例和银行分成跨行交易手续费**，新的融资租赁运营方案好于市场预期，我们认为新方案下ATM融资租赁运营服务收益更稳定、运营风险更低、投资回收期更短，将为公司加速增长奠定基础。

### 4、ATM设备销售未来有望在国内大行和海外市场取得突破

ATM设备销售中，公司客户以邮储银行和中小银行为主，虽然在国产品牌中仅次于广电运通，但是和一线品牌相比还有一定的差距。广电运通、NCR、日立、Diebold、怡化和Wincor-Nixdorf前六家主流ATM厂商占据了全年92%的市场销售份额（不包括运营的数量），公司市场份额在3%左右，位居第二阵营。

图 3：2009 年国内 ATM 设备销售市场份额



资料来源：金融时报，中投证券研究所

公司ATM设备销售虽然以中小银行为主，但是已经在建行取得了一定的ATM销售份额，和农行主要以合作运营的方式开展ATM业务。我们认为，公司在ATM设备销售领域市场份额还很小，具有一定的成本优势和本土化优势，

通过持续的营销努力，公司有望在国内大行取得突破。

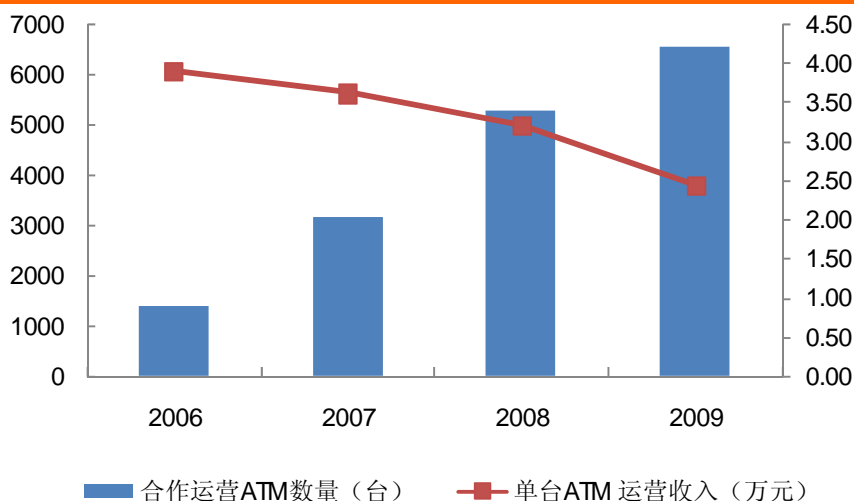
同时，公司也很注重海外市场的开拓：从华为聘请了具有丰富海外市场销售经验的负责人主管海外销售，海外市场逐步由代销模式转为直销模式，目前公司产品已经在土耳其、印度和孟加拉等过银行进行测试，我们认为，随着公司 ATM 设备品牌的建立，公司有望在海外市场取得突破。

## 5、合作运营增速将逐步企稳

选点评估能力是公司的核心竞争力，也是公司进行合作运营的基础。据统计，通过公司选点布放的 ATM 机，平台单台机器产生的收入高于行业平均水平 70%。

虽然变更募投项目使得未来合作运营 ATM 数量减少，但是考虑到之前投放的合作运营 ATM 设备在一段时间后（1-2 年）贡献的单体收益逐步提高，同时合作运营 ATM 数量是逐年累积的存量概念，我们认为这部分业务未来增速将逐步企稳。

图 4：近年来合作运营 ATM 情况



资料来源：公司资料，中投证券研究所

## 6、给予推荐的投资评级。

我们预计公司 2010、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.37、0.72 和 1.03 元，未来 3 年净利润复合增长率 43%，按照 2011 年 35 倍 PE，未来 6-12 个月目标价 25.2 元，给予公司强烈推荐的投资评级。

## 7、风险提示：

ATM 运营分成收入低于预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	601	745	923	1137	<b>营业收入</b>	453	508	800	1057
现金	365	400	450	500	营业成本	210	229	337	439
应收账款	63	97	169	244	营业税金及附加	14	15	24	32
其它应收款	15	72	115	152	营业费用	59	71	104	127
预付账款	17	23	34	44	管理费用	65	86	128	159
存货	98	108	155	197	财务费用	11	-1	8	16
其他	43	46	0	0	资产减值损失	2	6	0	0
<b>非流动资产</b>	521	603	808	1029	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	30	35	40	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	356	434	508	584	<b>营业利润</b>	93	101	199	286
无形资产	0	1	1	1	营业外收入	16	16	22	26
其他	139	139	264	404	营业外支出	2	2	0	0
<b>资产总计</b>	1121	1348	1731	2166	<b>利润总额</b>	107	115	221	312
<b>流动负债</b>	111	237	426	587	所得税	17	17	31	41
短期借款	31	134	272	379	<b>净利润</b>	91	98	190	271
应付账款	15	46	67	88	少数股东损益	0	0	0	0
其他	66	57	86	120	<b>归属母公司净利润</b>	91	98	190	271
<b>非流动负债</b>	32	35	39	43	EBITDA	154	151	272	384
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.37	0.72	1.03
其他	32	35	39	43					
<b>负债合计</b>	143	272	465	630	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	265	265	265	265	<b>成长能力</b>				
资本公积	518	518	518	518	营业收入	31.5%	12.2%	57.4%	32.2%
留存收益	196	293	483	754	营业利润	91.4%	8.5%	96.7%	43.6%
归属母公司股东权益	978	1076	1266	1537	归属于母公司净利润	50.3%	7.5%	94.3%	42.9%
<b>负债和股东权益</b>	1121	1348	1731	2166	<b>获利能力</b>				
					毛利率	53.7%	55.0%	57.8%	58.5%
					净利率	20.1%	19.2%	23.7%	25.6%
					ROE	9.3%	9.1%	15.0%	17.6%
					ROIC	15.2%	11.6%	16.9%	19.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	12.7%	20.2%	26.9%	29.1%
					净负债比率	21.69	49.29%	58.55	60.21%
					流动比率	5.40	3.15	2.17	1.94
					速动比率	4.51	2.69	1.80	1.60
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.49	0.41	0.52	0.54
					应收账款周转率	7	6	6	5
					应付账款周转率	7.07	7.59	5.96	5.65
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.37	0.72	1.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.16	0.02	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.06	4.78	5.80
					<b>估值比率</b>				
					P/E	52.16	48.52	24.97	17.48
					P/B	4.84	4.40	3.74	3.08
					EV/EBITDA	28	29	16	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元



## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

王鹏, 中投证券研究所副所长。

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434