

**证券研究报告—深度报告**

信息技术

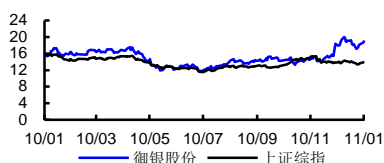
IT 硬件与设备

**御银股份(002177)**
**推荐**

目标价: 27.68 元 昨收盘: 19.32 元

上调评级

2011年1月10日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本(百万股)	264.9/262.7
总市值(百万元)	4,954.5/4,912.2
沪深300/深圳成指	2,838.59/12,647.63
12个月最高/最低(元)	20.00/11.79

**相关研究报告:**

《御银股份-002177-ATM设备销售、运营双引擎驱动》——2010-8-13

《御银股份中报点评:费用控制超出市场预期》——2009-7-29

《御银股份:07年ATM行业增长60%》——2008-3-12

**证券分析师: 段迎晟**

电话: 0755-82130761

E-mail: duanyingsheng@guosen.com.

证券投资咨询执业资格证书编码:

S0980510120014

**联系人: 高耀华**

电话: 0755-82130771

E-mail: gaoyhua@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**深度跟踪**

# 融资租赁业务实现突破, ATM 合作运营市场领先

**●融资租赁业务明年起实现爆发**

融资租赁业务加速确认当期收入,在循环机市场需求增加较快的情况,融资租赁将迅速增加公司出机量并提升公司业绩。

融资租赁业务可以为客户节省运维费用、得到完善的选址服务而且节省当期资本金,所以得到客户较多认可;对于公司来说,确定的保底收入相对于传统的合作运营模式来说收入更为确定,而且也发挥了公司在选址、设备运维等方面的业务专长,是银行和公司的双赢方案。

根据我们的测算,融资租赁的当期收入确认比设备销售高20%以上,而银行节省的设备运维费用可以抵消多付出的融资租赁费用。

**●合作运营国内领先,未来前景良好**

公司是国内最大的ATM合作运营厂商,由于具备自主品牌,公司的运营成本较没有产品的独立运营商有较大成本优势。

未来在离行式ATM设备需求增加以及欠发达地区的设备市场,公司作为第三方运营商具备较强的优势。

另外,公司自主研发的机芯已经投产,可以率先使用在合作运营的ATM设备上,有望大幅降低成本,提高盈利能力。

**●6个月目标价27.68元,调高至“推荐”评级**

我们预测公司2010年-2012年的每股收益为0.42元、0.78元和1.10元,未来5年的净利润符合增长率达到38%,由于公司业绩从2011年起有望实现高速增长,将公司投资评级调高到“推荐”,给予6个月目标价27.68元。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	344.35	452.72	498	860	1,164
(+/-%)	40.90%	31.47%	10.0%	72.6%	35.4%
净利润(百万元)	60.40	90.82	111	206	292
(+/-%)	1.07%	50.35%	22.6%	84.8%	41.9%
每股收益(元)	0.41	0.34	0.42	0.78	1.10
EBIT Margin	23.10%	26.07%	21.8%	26.1%	28.4%
净资产收益率(ROE)	14.56%	9.28%	10.4%	16.6%	20.2%
市盈率(PE)	46.17	54.56	45.4	24.6	17.3
EV/EBITDA	25.58	29.64	34.1	19.1	13.7
市净率(PB)	6.72	5.06	4.72	4.09	3.51

## 投资摘要

### 估值与投资建议

预计公司业绩在融资租赁业务爆发的情况下将出现高速增长，预计 2010 年-2012 年每股收益分别为 0.42、0.78 和 1.10 元，目前股价对应动态市盈率分别是 66 倍、35 倍和 25 倍。根据我们 PE 估值和 PEG 估值结果，公司在未来 5 年持续增长的情况下，合理价值为 25.74~29.62 元/股，目前股价为 19.32 元，存在较高安全边际。鉴于公司的股权激励方案以及募投项目变更方案的公告，股价催化剂已经出现，我们调高投资评级至“推荐”。

### 核心假设或逻辑

(1) 融资租赁的收入模式假设：单取款机月平均收款 2500 元，循环机月平均收款 6000 元，均为 5 年期合同，按照 10%的折现率折现确认当期收入，差额在 60 个月内逐月确认收入；(2) 合作运营业务量假设：假设 2010 年-2012 年合作运营的设备分别为 7000 台、8000 台和 10000 台，单台收入保持小幅下降，分别为 28000 元、27500 元和 27000 元；自主研发的机芯在 2012 年规模化应用于合作运营的设备；(3) 银监会对于跨行结算手续费和其他 ATM 设备操作收费无重大变更。

### 与市场预期的差异之处

市场对于其高速增长存在疑问，我们认为在循环机市场需求增加较快的情况下，公司通过融资租赁这种银行容易接受的方式迅速拓展市场而实现高速增长是比较合理的选择；市场认为国内的 ATM 设备空间已经有限，我们认为国内 ATM 远没有满足市场需求，而且存在设备布放和持卡人需求不匹配的情况；市场对 ATM 设备合作运营的前景存在质疑，我们认为中国 ATM 设备市场需求较高，尤其是离行式设备需求增加的情况下第三方运营将有非常广阔的前景。

### 股价变化的催化因素

公司在公告股权激励计划方案之后，期权行权计划相当于管理层对公司业绩的承诺，股价催化因素已经出现，按照合理估值水平仍有较大提升空间。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、如果设备价格和毛利率出现大幅下滑，将会影响公司业绩；
- 2、公司的合作运营以及融资租赁业务有较大部分是银行跨行结算收费分成，如果跨行结算政策出现变更，公司业务模式存在一定风险。

## 内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	4
盈利预测：公司业绩从 2011 年起实现高增长.....	5
分项收入预测.....	5
基本假设和关键说明.....	6
合理估值 25.74-29.62 元，调高到“推荐”评级.....	6
相对估值：PE 估值，25.74 元-26.64 元.....	6
PEG 估值：29.62 元.....	7
融资租赁业务实现公司和银行双赢.....	8
创新的融资租赁的业务模式拥有保底收入，公司业务更稳定.....	8
银行实现非主业外包、削减运维费用，分期付款节省当期资本金，且得到更好的 ATM 选址服务.....	8
合作运营模式领先是长期趋势，自主品牌成本更低.....	9
合作运营已初具规模，公司在国内市场保持领先.....	9
自主品牌保证合作运营成本优势，机芯自产未来进一步提高盈利..	11
全球最大独立运营商已有成功范例，金融服务及外包未来有广阔空间.....	11
估值与投资建议.....	12
调高到“推荐”的投资评级.....	12
主要风险提示.....	13
附表 1：财务预测与估值.....	14
国信证券投资评级.....	15
风险提示.....	15
证券投资咨询业务的说明.....	15

## 图表目录

表 1: 主营业务收入预测 (百万元) .....	5
表 2: 可比公司盈利预测及估值比较 .....	6
表 3: 公司至 2015 年的盈利预测及关键估值指标 .....	7
图 1: 公司融资租赁收入模式 .....	8
表 4: 银行采购 ATM 设备和融资租入设备的费用比较 .....	9
图 2: 国内合作运营的收入模式 .....	10
表 5: 国内主要 ATM 合作运营厂商 .....	10
表 6: ATM 运营成本分析 (单位: 元) .....	11
图 3: 世界各国每百万人口 ATM 设备数量 .....	12
表 7: 海外市场 ATM 销售和运营企业盈利增长及估值比较 .....	12

## 盈利预测：公司业绩从 2011 年起实现高增长

### 分项收入预测

**表 1：主营业务收入预测**

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>1、融资租赁</b>					
收入（百万元）	23.24	59.97	<u>60.00</u>	<u>283.54</u>	<u>390.67</u>
--单取款机销量（台）				<u>417</u>	<u>583</u>
--单取款机当期确认收入（万元）				<u>11.37</u>	<u>11.37</u>
--循环机销量（台）				<u>833</u>	<u>1,167</u>
--循环机当期确认收入（万元）				<u>27.29</u>	<u>27.29</u>
毛利率	75.44%	65.20%	<u>65.00%</u>	<u>65.00%</u>	<u>65.00%</u>
<b>2、合作运营</b>					
收入（百万元）	135.31	143.85	<u>196.00</u>	<u>220.00</u>	<u>270.00</u>
--运营数量（台）	5,281	6,527	<u>7,000</u>	<u>8,000</u>	<u>10,000</u>
--平均单台收入（元）	32037.19	24365.61	<u>28,000.00</u>	<u>27,500.00</u>	<u>27,000.00</u>
毛利率	79.49%	54.45%	<u>54.00%</u>	<u>55.00%</u>	<u>58.00%</u>
<b>3、产品销售</b>					
收入（百万元）	178.61	239.03	<u>234.00</u>	<u>342.00</u>	<u>483.50</u>
--单取款机销量（台）			<u>2,000.00</u>	<u>2,100.00</u>	<u>2,300.00</u>
--单取款机单价（万元）			<u>9.00</u>	<u>9.00</u>	<u>8.50</u>
--循环机销量（台）			<u>300</u>	<u>900</u>	<u>1,800</u>
--循环机单价（万元）			<u>18.00</u>	<u>17.00</u>	<u>16.00</u>
毛利率	55.79%	49.85%	<u>51.00%</u>	<u>50.00%</u>	<u>49.00%</u>
<b>4、技术服务</b>					
收入（百万元）	5.42	7.55	<u>8.00</u>	<u>14.00</u>	<u>20.00</u>
毛利率	48.47%	88.19%	<u>75.00%</u>	<u>75.00%</u>	<u>75.00%</u>
<b>5、其他业务</b>					
收入（百万元）	1.77	2.31			
毛利率	44.62%	-57.87%			
<b>公司经营情况总表</b>					
主营业务总收入（百万元）	344.35	450.41	<u>498.00</u>	<u>859.54</u>	<u>1,164.17</u>
--收入增长率%		30.80%	<u>10.00%</u>	<u>72.60%</u>	<u>35.44%</u>
主营业务利润（百万元）	227.37	243.25	<u>270.18</u>	<u>486.80</u>	<u>662.45</u>
营业成本/营业收入	33.5%	46.0%	<u>45.7%</u>	<u>43.4%</u>	<u>43.1%</u>
主营业务毛利率	66.5%	54.0%	<u>54.3%</u>	<u>56.6%</u>	<u>56.9%</u>

资料来源：国信证券经济研究所预测

### 基本假设和关键说明

我们对于收入预测做了如下关键假设和计算:

1、融资租赁业务在形式上是销售商品分期付款,我们假设公司签订的都是5年合同,按月现金流量折现值确认当期收入,合同总额和现值的差额记“未实现融资收益”,以后各期收款时冲减“未实现融资收益”。

假设单取机平均月收款为2500元,5年合同,按照10%的折现率计算,则融资租赁销售每台单取机当期确认收入11.37万元,以后每月确认0.06万元。

假设循环机平均月收款为6000元,5年合同,按照10%的折现率计算,则融资租赁销售每台单取机当期确认收入27.29万元,以后每月确认0.145万元。

2、融资租赁的设备出货台数按照公司公告的计划数量,2011年1250台,2012年1750台,其中1/3为单取款机,2/3为循环机。

3、合作运营的设备台数假设2010年-2012年分别为7000台、8000台和10000台,由于国内各银行ATM设备的增加,跨行取款业务量小幅下降,假设平均单台收入在2010年-2012年分别为28000元、27500元和27000元。

4、假设公司自主研发的机芯在2012年会有一定比例用在合作运营的单取款机上,根据我们的测算,公司使用自主机芯将使单台运营设备的毛利率提升约9.26%,公司2012年合作运营整体的毛利率假设提升到58%。

5、设备销售方面,单取款机销量基本保持稳定,2010年-2012年分别为2000台、2100台和2300台;循环机销量保持较高增速,2010年-2012年分别为300台、900台和1800台;售价约保持每年1万元的下滑。

### 合理估值 25.74-29.62 元, 调高到“推荐”评级

#### 相对估值: PE 估值, 25.74 元-26.64 元

A股上市公司同公司产品及业务比较类似的公司是主营ATM销售的广电运通,但是广电运通的收入和市值约为公司的3.3倍,同公司相比成长性稍差,所以市场估值存在一定的折价。

另外,其他可比公司包括从事其他金融设备的三泰电子和新国都,三泰电子最大的收入是银行的回单柜,新国都最大的收入来源是POS机销售,同公司存在一定可比性。

表 2: 可比公司盈利预测及估值比较

代码	公司名称	最新股价 (12.28)	摊薄 EPS				PE				总市值 (亿元)
			2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	
002152	广电运通	49.29	1.13	1.42	1.83	2.31	44	35	27	21	168.64
002312	三泰电子	26.55	0.40	0.55	0.72	0.95	66	48	37	28	31.41
300130	新国都	44.61	0.93	0.97	1.28	1.90	48	46	35	23	28.33
算术平均 PE							43	33	24		

资料来源: 国信证券经济研究所

根据我们的测算,公司 2010 年-2012 年的每股收益分别为 0.42 元、0.78 元和 1.10 元。可比上市公司 2011 年和 2012 年的市盈率分别为 33 倍和 24 倍,对应公司的股价分别为 25.74 元和 26.40 元。

### PEG 估值: 29.62 元

经过我们的研究和测算,公司较大可能可以达到股权激励的期权行权计划,我们按照公司行权计划中的净利润增长率对公司进行 PEG 估值。

按照公司股权激励计划的行权条件,2011 年-2015 年净利润较 2010 年增长不低于 80%、160%、240%、320%和 400%,即公司未来 5 年的复合增长率不低于 37.97%。

我们给予公司 1 倍的 PEG,根据 5 年复合增长率 37.97%和 2011 年的 EPS 计算 PEG 估值为 29.62 元。

表 3: 公司至 2015 年的盈利预测及关键估值指标

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	453	498	860	1,164	1,490	1,848	2,217
(+/-%)	31.5%	10.0%	72.6%	35.4%	28.0%	24.0%	20.0%
净利润(百万元)	91	111	206	292	405	503	604
(+/-%)	50.3%	22.6%	84.8%	41.9%	38.6%	24.2%	20.2%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.78	1.10	1.53	1.90	2.28
EBIT Margin	23.2%	21.8%	26.1%	28.4%	31.0%	31.0%	31.0%
净资产收益率 (ROE)	9.3%	10.4%	16.6%	20.2%	23.5%	25.1%	25.9%
市盈率 (PE)	55.7	45.4	24.6	17.3	12.5	10.1	8.4
EV/EBITDA	33.9	34.1	19.1	13.7	10.2	8.4	7.3
市净率 (PB)	5.17	4.72	4.09	3.51	2.93	2.53	2.17

资料来源: 国信证券经济研究所

根据 PE 相对估值和 PEG 估值,公司的合理估值范围为 25.74-29.62 元。

公司的 ATM 合作运营模式符合银行的非核心业务外包的长远发展趋势,融资租赁的模式实现了公司和银行的双赢,将是公司业绩从 2011 年起实现较高增长,而未来公司自主研发的机芯在运营设备上的应用将较大程度的提高盈利能力。

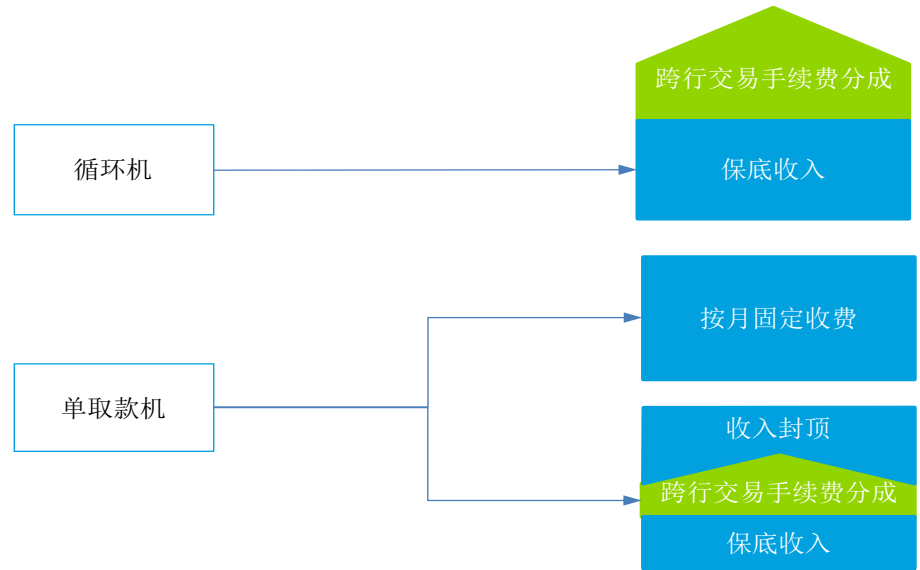
公司发展进入较高速增长期,调高公司的投资评级到“推荐”;未来 6 个月目标价 27.68 元。

## 融资租赁业务实现公司和银行双赢

### 创新的融资租赁的业务模式拥有保底收入，公司业务更稳定

公司的融资租赁业务模式结合了销售分期付款和合作运营的模式，另外，由于分期付款总额合计较高，而且付款期末 ATM 设备归客户所有，所以具备融资的性质。

图 1: 公司融资租赁收入模式



资料来源: 国信证券经济研究所

对于循环机的融资租赁，因为本身成本比较高，而且存款业务没有分成，所以公司会收取保底收入，根据具体合同金额，保底收入每月 2.5K-3.5K 不等；另外公司还按月收取跨行交易手续费分成，根据业务量，月收入 2K-3K 不等。

而对于单取款机，公司有两种收入模式，一种是按月收取固定费用，另一种是设定保底收入和收入封顶数，在保底收入的基础上收取跨行交易手续费的分成，直到收费到合同确认的总额位置，根据不同的合同规定，收入总额预计可以达到 13 万到 20 万。

由于设定了保底收入，所以融资租赁业务的收入比合作运营更容易保证；另外由于交易本身具备融资性质，按照会计准则的规定应该按以后各年的收入折现确认当期收入，根据我们的测算，公司单台设备的融资租赁收入较销售价约高 50%左右，所以融资租赁业务大量增加使公司具备营业收入从 2011 年起实现高速增长的基础。

### 银行实现非主业外包、削减运维费用，分期付款节省当期资本金，且得到更好的 ATM 选址服务

客户银行融资租入设备之后，只需要按照合同条款支付给公司每个月的固定或者浮动费用，公司发挥自己独立第三方 ATM 合作运营商的领先优势，帮助银行按照合理的商业为止选址，提供完善的选址服务；另外，公司可以发挥自身的设备技术优势，为银行提供免费的 ATM 运维服务，银行光节省下来的运维费用就可以完全抵减多付的融资租赁设备成本。



**表 4: 银行采购 ATM 设备和融资租入设备的费用比较**

		银行采购 ATM 机			银行融资租入设备		
		折旧费	运维费用	年费用合计	折旧费及融资租入费用	运维费用	年费用合计
2 年之内费用(万元/年)	单取款机机	1.8	1.4	3.2	3	0	3
	循环机	4	2	6	7.2	0	7.2
2 年-5 年间费用(万元/年)	单取款机机	1.8	2	3.8	3	0	3
	循环机	4	3	7	7.2	0	7.2
5 年之后费用(万元/年)	单取款机机	0	2	2	0	0	0
	循环机	0	3	3	0	0	0
费用合计(万元)	单取款机			<b>23.8</b>			<b>30</b>
	循环机			<b>42</b>			<b>36</b>

资料来源: 国信证券经济研究所

在上表的测算中, 我们假设银行按照 5 年对 ATM 设备进行折旧, 实际使用寿命为 8 年, 假设合同条款御银股份对于融资租赁的客户提供 8 年的免费运维服务, 对于设备采购 2 年免维护费, 运维费用采取各年平均值, 在 8 年的试用期内不考虑因设备老化而逐年递增的运维费用。

我们的测算结果显示, 单取款机银行融资租入的费用在免费维护期内较采购低 0.2 万元, 免维护期之后的折旧期内较采购费用低 0.8 万元, 如果计算折旧期后的继续使用寿命, 按 8 年计算, 公司融资租入单取款机较采购节省费用共 6.2 万元, 而融资租入循环机较采购节省费用共节省 4 万元。

在设备选址方面, 国内规模较大的国有银行的大部分 ATM 设备都是在行式的 (在银行网点), 离行式的 ATM 设备比例非常低, 而对于用户的 ATM 设备使用需求来说, 确广泛存在于银行网点之外的地方, 如住宅小区、学校、商业区等, 公司作为国内最大的独立第三方 ATM 运营商, 具备较完善的选址方案及能力, 可以为银行提供完善的选址服务。

ATM 设备的运维本来非银行的主业, 将 ATM 设备运维外包业符合银行业非主业外包的长期发展趋势。

另外, 在银监会加强监管并对银行资本充足率要求越来越严格的情况下, 银行采用融资租赁的方式代替直接采购设备, 在付款形式上相当于 5 年期的分期付款, 可以节省当期资本金, 在银行资本金不足的情况下具备较高吸引力。

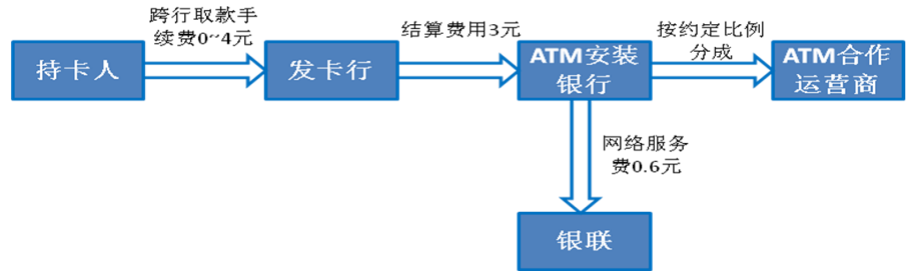
## 合作运营模式领先是长期趋势, 自主品牌成本更低

### 合作运营已初具规模, 公司在国内市场保持领先

国内 ATM 设备合作运营的主要收入模式是跨行交易的取款费用, 国内跨行交易每笔结算费用由发卡行支付给 ATM 安装银行每笔 3 元, ATM 安装银行再按照约定好

的比例分成给合作运营商。

图 2: 国内合作运营的收入模式



资料来源: 国信证券经济研究所

目前, 跨行取款的手续费分成占到合作运营收的 90%以上, 是主要的收入构成; 此外, 部分中间业务也有分成收入, 如代缴、广告、及网上购物, 按双方协商好的收入比例, 就某一时间段进行分成, 由合作银行支付给运营商。

中国目前的“离行式 ATM”仅占 25%左右, 远低于美国 63%和其他发达国家 50%左右的平均水平, 也低于亚太区 30%的平均水平, 因为离行式 ATM 的成本相对于银行设立营业网点成本低很多, 在中国银行发展的过程中, 离行式 ATM 将占据越来越大的市场份额, 而 ATM 独立运营机构在运营离行式 ATM 设备方面拥有独特的优势。

表 5: 国内主要 ATM 合作运营厂商

ATM 合作运营商	ATM 设备	ATM 运营数量	公司主要业务及经营状况
御银股份	KingTeller (自有品牌)	约 7000 台	ATM 生产、运营商, 通过 2007 年在深交所上市之后获得了较快的发展, 合作运营设备 80%都是同邮储合作, 另外在各地农信社、城商行等具备一定优势
通邮集团	NCR、晓星、德利多富、富士通、迪堡等	约 6000 台	ATM 独立运营、维护及服务提供商, 目前仍专注于 ATM 运营及服务, 同邮储合作较多
神州金信	NCR、TRITON、德利多富、晓星、OKI、三商、神州数码 (自有品牌) 等	约 4000 台	ATM 运营、销售商, 原神州数码商用设备部门, 于 2009 年推出神州数码自主品牌 ATM 机, 发展主要借助于神州数码较为强大的分销渠道
银联商务	NCR、晓星等	约 3000 台	银行卡综合服务支付机构, ATM 运营主要依靠银联的优势, 在光大银行、中信银行等省级分行实现一些业务合作
广电运通	GRG Banking (自有品牌)	约 1000 台	ATM 生产商, 全资子公司广电银通负责从事 ATM 合作运营业务, 广电运通作为国内市场占有率第一的 ATM 设备生产商, 合作运营不是其主要发展方向
银创控股	N/a	约 300 台	香港上市公司, 业绩较差, ATM 合作运营业务都在中国大陆, 2009 年收入 1188 万港币, 亏损 8176 万港币; 2010 年 3 月出资 3 亿美元收购金矿采掘公司 Omchak 的 80%股权, 预计 ATM 业务很难有较大发展

资料来源: 国信证券经济研究所

公司是国内最大的 ATM 设备合作运营商, 运营设备约 7000 多台, 运营设备在国内仅次于工行、建行、农行、中行、交行和邮储等六大金融机构。

### 自主品牌保证合作运营成本优势，机芯自产未来进一步提高盈利

相比于其他 ATM 合作运营厂商，公司具备自主 ATM 品牌，具备较大的成本优势；对于银行运营 ATM 设备来说，设备折旧约占运营成本的 40%，没有拥有自主品牌的合作运营厂商成本要比没有自主产品的厂商成本低 20% 左右，所以拥有自主品牌将占据较大优势。

表 6: ATM 运营成本分析 (单位: 元)

	费用明细	原始支出	单位/天费用
1	折旧费	90000/台, 5 年折旧	50
2	维护费	6000 元/台	16.7
3	通讯费	光纤月租 650 元, 假设 2 个柜员机共用	10.8
4	场地租金	机占地 1 平米, 加上操作场地共 3 平米, 120 元/平米/月计	12
5	装修费	平均为 10000 元, 保 5 年	5.6
6	车辆保安费	40 元/台, 每周 2 次	11.5
7	人员费	处理装钞, 吞卡, 客诉 1 小时人工, 人工按 4 万计算	13.9
8	电费	按历史数据, 为 250W/小时, 电费计 0.68 元	4.1
9	色带	10000 笔/色带框&带芯 2 条; 框/25 元&芯/10 元, 每天平均 133 笔	0.6
10	打印纸	900 笔/卷纸, 卷纸 9 元, 按平均 133 笔计算	1.4
		合计费用	126.6

资料来源: 国信证券经济研究所

另外, 公司已经推出自主设计的机芯, 由于国内银行在设备采购的时候会规定机芯厂商, 所以公司具备较好的优势将自主设计的机芯使用在合作运营的设备上。

我们假设公司的机芯有望在 2012 年大规模应用于合作运营的设备上, 由于单机机芯采购成本约 2-3 万元, 我们预测公司自主设计的机芯成本将降低约 50%, 经过测算, 单机合作运营的毛利率有望提升 7%-10%。

### 全球最大独立运营商已有成功范例, 金融服务及外包未来有广阔空间

非银行 ATM 运营商在国内还是较为创新运营模式, 但是 ATM 独立运营商已经有先进的成熟商业模式在欧美地区实现应用。

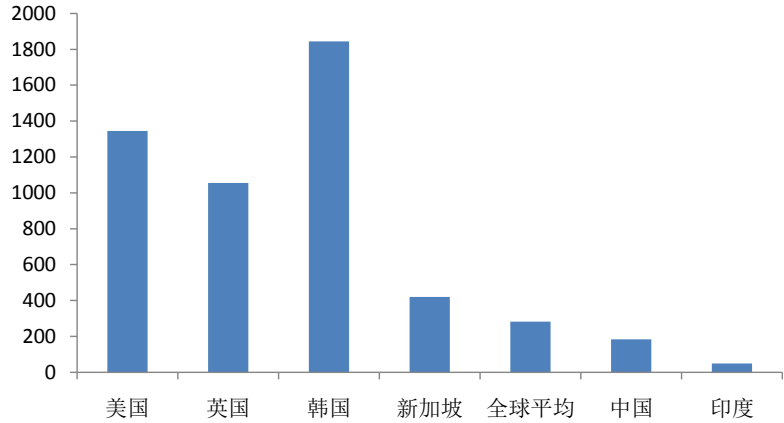
全球最大的 ATM 独立运营商 Cardtronics 运营 ATM 设备超过 33500 台, 设备遍布美国、英国、墨西哥和波多黎各等国家, 在美国本土运营 ATM 设备超过 28400 台, 远超过其他商业银行, 相比之下, 规模最大的几家商业银行如美国银行、JPMorgan、Wells Fargo 运营的 ATM 设备分别为 18500 台、14264 台和 12225 台。

相比之下, 国内的工行、建行、农行等大型国有银行的 ATM 设备运营数量均在 20000 台以上, 而最大的 ATM 独立运营商仅运营设备 7000 多台; 而且国内的现金支付比例远高于支票、信用卡等其他支付方式, 国内拥有巨大的 ATM 需求, ATM 设备独立运营商还有巨大成长空间。

从百万人 ATM 设备数量来看, 美国、英国、韩国等发达国家均在 1000 台以上, 全球平均数也在 282 台, 而国内近几年 ATM 设备数量增速非常快的情况下, 到 2009

年底也仅达到每百万人 183 台，ATM 设备运营数量还有较高成长空间。

图 3: 世界各国每百万人口 ATM 设备数量



资料来源: 国信证券经济研究所

从估值来看, 我们比较全球最大的 ATM 设备销售厂商 NCR 和全球最大的 ATM 独立运营商 Cardtronics。Cardtronics 的 ATM 设备运营收入 95% 以上都是来自于美国和英国, 即使在 ATM 设备布放较为完善的情况下, Cardtronics 仍然可以实现 20% 左右的增长速度, 成长性高于 NCR, 相应的市场估值也高于 NCR。

表 7: 海外市场 ATM 销售和运营企业盈利增长及估值比较

代码	公司名称	最新股价 (美元)	摊薄 EPS (美元)				PE				总市值 (亿美元)
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009	2010	2011	2012	
NCR	NCR	16.59	0.50	1.49	1.66	1.74	33	11	10	10	26.54
CATM	Cardtronics	17.20	0.63	0.95	1.17	1.39	27	18	15	12	7.19

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

综合来看, 国内 ATM 设备未来更多的需求在于离行式 (ATM 设备不在银行所在地) ATM 市场以及经济次发达地区, 这都是第三方 ATM 运营商的优势, 我们认为公司存在长期的发展机会。

## 估值与投资建议

### 调高到“推荐”的投资评级

根据我们的测算, 公司 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.42 元、0.78 元和 1.10 元, 根据 PE 相对估值和 PEG 估值, 公司合理的价格范围为 25.74 元-29.62 元。

公司作为国内领先的 ATM 合作运营商, 融资租赁业务将使公司业绩从明年起实现高速发展, 循环机的大量市场需求也为公司发展提供了机会。本次股权激励计划的推出和募投项目的变更使得公司股价催化剂已经出现, 给予公司 6 个月目标价 27.68 元, 调高投资评级到“推荐”。

## 主要风险提示

- 1、 相比于国外领先 ATM 厂商 NCR、Diebold 等设备销售 18%-25%的毛利率，国内的设备销售 45%-55%的毛利率仍然较高，不排除大型银行客户在大规模招标时将价格压低的可能，存在设备销售价格及盈利下降快于预期的风险；
- 2、 虽然融资租赁业务当期确认收入增加，但是现金流分期回收，应收账款周转率将出现下降；另外，随着融资租赁业务的持续增加，主要收入都确认在当期，但是后期的维护成本增加，体现在财务指标上可能出现几年以后盈利能力的下降；
- 3、 合作运营的收入目前仍以跨行取款手续费分成为主，在 ATM 设备持续增加的情况下单台设备收入存在下降的风险。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	365	229	150	125
应收款项	78	116	283	431
存货净额	98	109	166	208
其他流动资产	17	17	30	41
<b>流动资产合计</b>	<b>601</b>	<b>471</b>	<b>629</b>	<b>804</b>
固定资产	407	612	849	972
无形资产及其他	0	1	2	3
其他长期资产	88	88	88	88
长期股权投资	25	55	70	85
<b>资产总计</b>	<b>1121</b>	<b>1227</b>	<b>1639</b>	<b>1953</b>
短期借款及交易性金融	31	0	143	146
应付款项	22	43	92	151
其他流动负债	58	69	115	151
<b>流动负债合计</b>	<b>111</b>	<b>113</b>	<b>350</b>	<b>449</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	32	42	52	62
<b>长期负债合计</b>	<b>32</b>	<b>42</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
<b>负债合计</b>	<b>143</b>	<b>154</b>	<b>401</b>	<b>511</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	978	1073	1238	1442
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1121</b>	<b>1227</b>	<b>1639</b>	<b>1953</b>

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.34	0.42	0.78	1.10
每股红利	0.04	0.06	0.16	0.33
每股净资产	3.69	4.05	4.67	5.44
ROIC	12%	9%	17%	20%
ROE	9%	10%	17%	20%
毛利率	54%	54%	57%	57%
EBIT Margin	23%	22%	26%	28%
EBITDA Margin	34%	31%	33%	35%
收入增长	31%	10%	73%	35%
净利润增长率	50%	23%	85%	42%
资产负债率	13%	13%	24%	26%
息率	0.2%	0.3%	0.8%	1.7%
P/E	55.7	45.4	24.6	17.3
P/B	5.2	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	33.9	34.1	19.1	13.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	<b>453</b>	<b>498</b>	<b>860</b>	<b>1164</b>
营业成本	210	228	373	502
营业税金及附加	14	15	26	35
销售费用	59	70	114	146
管理费用	65	77	122	151
财务费用	11	(7)	(2)	3
投资收益	1	1	1	1
资产减值及公允价值变	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	93	116	227	329
营业外净收支	14	15	15	15
<b>利润总额</b>	<b>107</b>	<b>131</b>	<b>242</b>	<b>344</b>
所得税费用	17	20	36	52
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>206</b>	<b>292</b>

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>206</b>	<b>292</b>
资产减值准备	2	1	1	1
折旧摊销	48	44	61	77
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	11	(7)	(2)	3
营运资本变动	(77)	(6)	(131)	(94)
其它	(2)	(1)	(1)	(1)
<b>经营活动现金流</b>	<b>64</b>	<b>150</b>	<b>136</b>	<b>275</b>
资本开支	(84)	(251)	(301)	(201)
其它投资现金流	(43)	43	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(142)</b>	<b>(238)</b>	<b>(316)</b>	<b>(216)</b>
权益性融资	473	0	0	0
负债净变化	(46)	0	0	0
支付股利、利息	(11)	(17)	(41)	(88)
其它融资现金流	(32)	(31)	143	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>329</b>	<b>(48)</b>	<b>101</b>	<b>(84)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>251</b>	<b>(136)</b>	<b>(79)</b>	<b>(25)</b>
货币资金的期初余额	114	365	229	150
货币资金的期末余额	365	229	150	125
企业自由现金流	(24)	(120)	(180)	63
权益自由现金流	(101)	(146)	(36)	64

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

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询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫莉	010-88005316
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
吴土金	0755-82130833-1332	刘子宁	021-60933145		
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
<b>机械</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>	
余爱斌	0755-82133400	李君	021-60933156	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646	左涛	021-60933164	秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
<b>商业贸易</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147
		罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
<b>石油与石化</b>		<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>	
严蓓娜	021-60933165	皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163
<b>有色金属</b>		<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
<b>通信</b>		<b>造纸</b>		<b>家电</b>	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程峰	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
<b>计算机</b>		<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
		黄磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
<b>农业</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
张如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄茂	0755-82138922
<b>建材</b>		<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>	
				邱波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>		<b>指数与产品设计</b>	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁剑	0755-82139918	阳瑾	0755-82133538
		余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓岳	0755-82150533
<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>		<b>交易策略</b>	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑云	021-60875163		
		毛甜	021-60933154		



**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
<b>王立法</b>	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b>	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b>	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b>	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b>	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b>	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦戢</b>	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b>	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b>	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b>	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b>	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b>	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>李文英</b>	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>刘塑</b>	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b>	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>赵海英</b>	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b>	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b>	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
<b>原祎</b>	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>孔华强</b>	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b>	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				<b>严小燕</b>	13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				<b>赵晓曦</b>	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				<b>温馨</b>	13612901872 wenxin@guosen.com.cn