

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: 18.82元

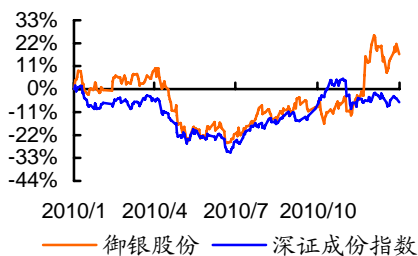
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12385.17
总股本(百万)	265
流通股本(百万)	156
流通市值(亿)	29
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	-2.39	29.61	51.41
深证成份指数	-0.60	1.21	26.16



相关报告

《御银股份-受益于客户结构和技术进步, 股权激励锁定高成长》2010-12-8

御银股份

002177

强烈推荐

邮储大单给力, 股权激励条件达成是大概率事件

公司1月10日发布公告, 收到中国远东国际招标公司关于2010年度中国邮政金融设备集中采购项目的《签约通知书》: 预计中国邮政向公司采购ATM取款机、存取款一体机设备采购总金额约为人民币9,990万元, 相当于公司2009年营业总收入的22%。

本报告消除了投资者关于公司的3个担心: 高增长仅仅依靠融资租赁; 股权激励行权条件难以达成; 2010年业绩负增长。维持我们之前的判断: 受益于客户结构和技术进步, 公司2011年将进入新的高速成长期。

投资要点:

- **近年来金额最大的设备销售合同:** 据了解, 此次合同是ATM设备销售合同, 金额上取款机、存取款一体机各占一半。此次合同金额9990万元, 相比2009年度中国邮政金融设备集中采购合同(金额6834.6万元)增长了46%, 是公司近年来金额最大的设备销售合同, 消除了此前市场对于公司高增长仅仅依靠ATM融资租赁的担心。
- **股权激励条件达成是大概率事件:** 此前市场比较担心公司此次股权激励行权要求高, 行权条件难以达成。我们认为从此次公告的邮储大单来看, 公司股权激励未雨绸缪, 达成条件是大概率事件。
- **2010年业绩仍将增长:** 由于公司股权激励方案基期是2010年, 因此市场担心公司为了达成股权激励行权条件, 基期业绩可能下滑。通过沟通, 我们认为公司2010年业绩至少将维持正增长。
- **维持我们之前的判断: 受益于客户结构和技术进步, 公司2011年将进入新的高速成长期。** 公司主要客户是邮储银行和农信社, 其ATM需求增速远远超过了四大国有银行; 随着公司循环机技术的成熟, 10年循环机出货量是09的十倍多。据了解, 公司近几个月ATM整体出货量屡创新高, 产能偏紧, 客观上也印证了我们的判断。
- **维持公司强烈推荐的投资评级。** 我们维持公司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, 考虑到公司目前市值不到广电运通的1/3, 我们认为ATM设备进口替代的进程中, 公司的市值增长空间更大, 维持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

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%		

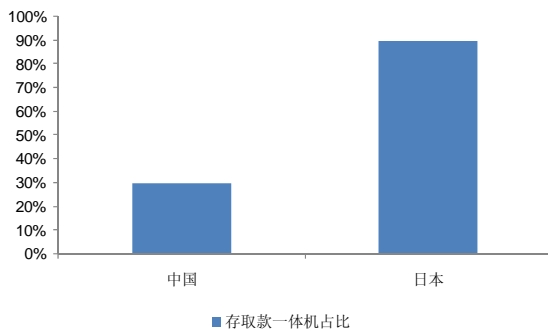
资料来源: 中投证券研究所

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%

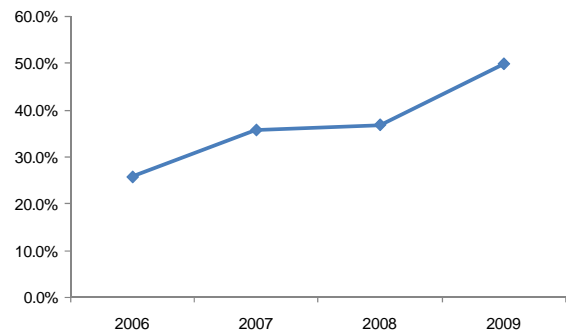
资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

图 1: 2007 年底循环机比例比较



资料来源: 金融时报, 中投证券研究所

图 2: 近年来国内新增循环机比例



公司主要客户邮储银行和农信社 ATM 需求测算:

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。

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
流动资产	601	745	923	1137	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	1121	1348	1731	2166	利润总额	107	115	221	312
流动负债	111	237	426	587	所得税	17	17	31	41
短期借款	31	134	272	379	净利润	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	归属母公司净利润	91	98	190	271
非流动负债	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					
负债合计	143	272	465	630	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	265	265	265	265	成长能力				
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%
负债和股东权益	1121	1348	1731	2166	获利能力				
					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%
					偿债能力				
					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
					营运能力				
					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
					每股指标 (元)				
					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
					估值比率				
					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 $\pm 10\%$ 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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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