公司报告

年报点评

中国平安 PING AN 平安证券公司

金融电子设备制造业

2011 年 2 月 28 日

御银股份 (002177)

2010年业绩符合预期，2011年更值得期待

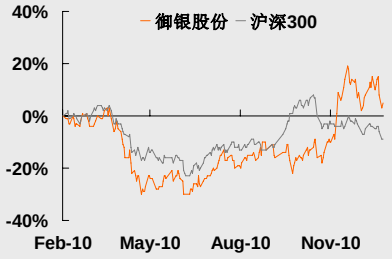
强烈推荐 (维持)

现价：20.10 元

主要数据

行业	金融电子设备制造业
公司网址	www.kingteller.com.cn
大股东/持股	杨文江/53.85%
实际控制人/持股	杨文江/53.85%
总股本(百万股)	265
流通 A 股(百万股)	156
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	53.10
流通 A 股市值(亿元)	31.36
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	16.8

行情走势图



相关研究报告

《事项点评-御银股份（002177）101202：御银股份（002177）：股权激励驱动下，特色业务保障业绩高速增长》

《事项点评-御银股份（002177）110123：高管增持，三大业务协调高增长预期强烈》

《事项点评-御银股份（002177）：邮政大订单奠定2011高成长基石，提高目标价至26元》

研究员

刘武 S1060209090181
0755-22627860
liuwu001@pingan.com.cn

投资要点

2011 年 2 月 25 日，公司公告 2010 年财务报告。2010 年公司实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 3.42%，实现归属母公司股东净利润 0.94 亿元，同比增长 3.56%，每股收益 0.35 元。以 2010 年年末总股本 2.65 亿股为基数，拟以资本公积金每 10 股转增 3 股。

■ 2010 年业绩基本符合预期，各项业务储备良好

2010 年三大主营业务收入分别为 2.26、1.51 和 0.79 亿元，收入结构向运营服务倾斜，ATM 运营及技术服务收入占比在 52%。

为迎接下一个快速发展期，根据市场需求做了充分的技术和营销积累。公司大幅扩充技术和市场营销人员，员工数由 2009 年的 300 人提高至 405 人。

■ 合作运营获快速发展，毛利率水平略有提高

2010 年合作运营 ATM 新投机量 2386 台，累计发机规模已达 8913 台，同比增长 37%。由于新投机在第一年的收入通常较低，单台 ATM 机营收预计 2011 年将由 2010 年的 1.7 万元提高至 2 万元以上。整体毛利率由 2009 年的 53.73%提高至 54.1%，改变此前几年持续下降趋势。

■ 行业需求增长较快，竞争格局基本稳定

2010 年，联网 ATM 数量 27.1 万台，新增 5.6 万台，增长 26.1%。发生银行卡业务 257.6 亿笔，增长 30.8%，交易金额 246.8 万亿元，增长 48.7%；跨行交易业务量保持高速增长，发生交易 55.8 亿笔，金额 11.1 万亿元，分别增长 23.2%和 44.5%。

■ 预计未来业绩增长在 50%以上，维持“强烈推荐”评级

预计未来三年公司净利润复合增长率在 50%以上，2011–2013 年，每股收益为 0.70、0.96 和 1.26 元，对应目前股价（20.10 元）市盈率为 29、21 和 16 倍。给予 2011 年合理 PE 估值区间 35–40 倍，合理股价在 25–28 元，维持 26 元的目标价，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	452.72	468.20	825.30	1092.15	1383.60
YoY(%)	31.5	3.4	76.3	32.3	26.7
净利润(百万元)	90.82	94.05	186.54	253.35	332.91
YoY(%)	50.3	3.6	98.3	35.8	31.4
毛利率(%)	53.7	54.1	54.5	54.3	54.4
净利率(%)	20.1	20.1	22.6	23.2	24.1
ROE(%)	9.3	7.6	13.1	15.1	16.5
EPS(元)	0.34	0.35	0.70	0.96	1.26
P/E(倍)	59.7	57.6	29.0	21.4	16.3
P/B(倍)	5.5	4.4	3.8	3.2	2.7

本文为证券研究报告，请务必阅读正文后免责条款

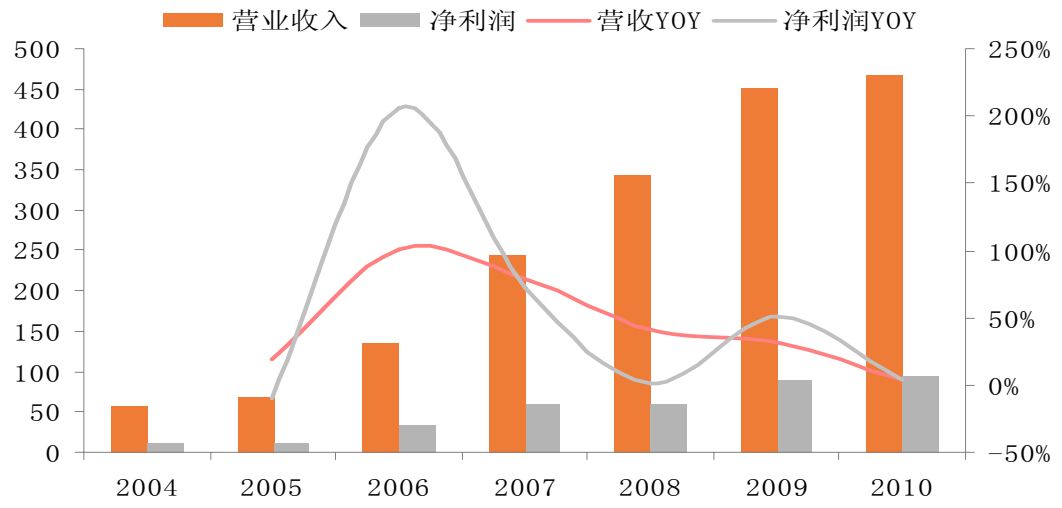
2010 年，公司每股收益为 0.35 元，略低于我们此前 0.39 元的预期，主要是合作运营收入低于 0.5 亿元左右，导致我们的营业收入预测较实际多 0.28 亿元。此外，公司期间费用占收入的比重提高了 2.4%，影响净利润约 1000 万元，折合每股收益在 0.038 元左右。

我们认为，2011 年将在充沛的资金支持下，公司产品销售和融资租赁业务将获得高速增长，实现股权激励条件障碍不大。**预计 2011 年每股收益在 0.70 元左右，对应目前股价（20.10 元）市盈率为 29 倍，给予 2011 年合理 PE 估值区间 35–40 倍，合理股价在 25–28 元，维持 26 元的目标价，维持“强烈推荐”评级。**

一、2010 年业绩基本符合预期，各项业务储备良好

公司主要从事 ATM 机生产销售、合作运营和融资租赁业务，是国内第二大 ATM 机内资提供商，其中合作运营和融资租赁业务在国内处于领先地位。2010 年实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 3.42%，实现归属母公司股东净利润 0.94 亿元，同比增长 3.56%。三大主营业务收入分别为 2.26、1.51 和 0.79 亿元，ATM 销售收入占比在 48%左右，**运营及技术服务收入占比在 52%，公司收入结构向运营服务倾斜**。

图表1　2010年营业收入和净利润增速下降，预计2011年有望根本扭转　　单位：百万元、%



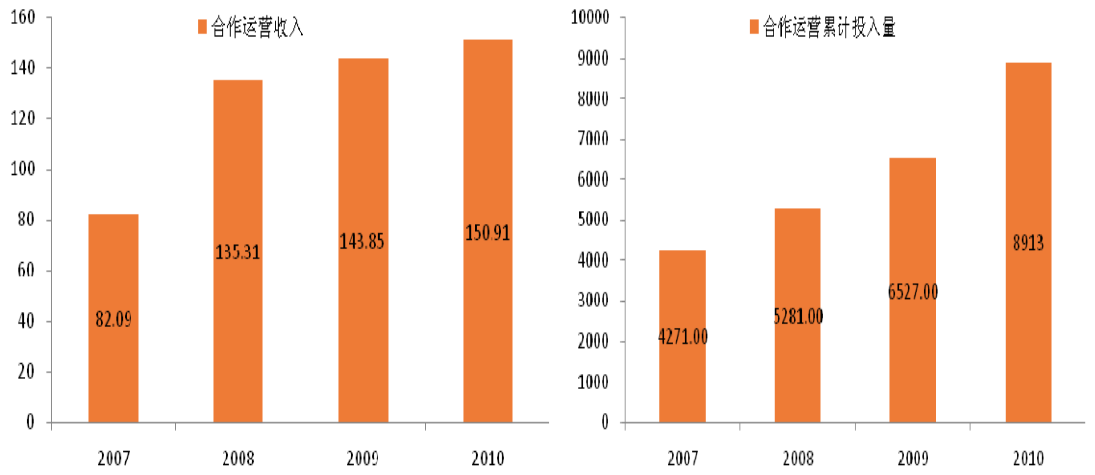
资料来源：公司资料、平安证券研究所

2010 年，**为迎接下一个快速发展期，公司根据市场需求做了充分的技术和营销积累**。一方面，公司向市场批量投入存取款一体机设备，为公司的长足高速发展奠定基础；另一方面，通过加强市场拓展，公司订单快速增长，截至 2010 年底，尚有建设银行、邮政总局、广州农商行约 6366.43 万元订单转结算至 2011 年。此外，为提高产能和市场销售能力，公司大幅度扩充技术人员和市场营销人员，员工数由 2009 年的 300 人提高至 405 人。

二、合作运营获快速发展，毛利率水平略有提高

2010 年，公司合作运营 ATM 新投机量 2386 台，累计发机规模已达 8913 台，同比增长 37%。2010 年实现合作运营收入 1.51 亿元，同比增长 4.91%。由于新投机在第一年的收入通常较低，2010 年平均每台合作运营 ATM 机实现营业收入在 1.7 万元左右，预计 2011 年将提高至 2 万元以上。因此，通过 2010 年合作运营投机量的大幅增长，为 2011 年及以后合作运营业务收入快速增长奠定基础。

图表2　公司合作运营收入（左）和累计ATM投入数量（右）　　单位：百万元、台



资料来源：公司资料、平安证券研究所

2010 年，公司整体毛利率由 2009 年的 53.73%提高至 54.1%，改变此前几年持续下降趋势。由于 ATM 机价格已经有大幅下降，并且行业竞争格局稳定，ATM 机销售毛利率提高 4.5 个百分点。在 ATM 机销售毛利率提高和收入结构向服务倾斜的推动下，未来几年毛利率将维持稳定或有所提升。

图表3　公司毛利率水平小幅提升，未来几年有望维持稳定或有所提升　　单位：%

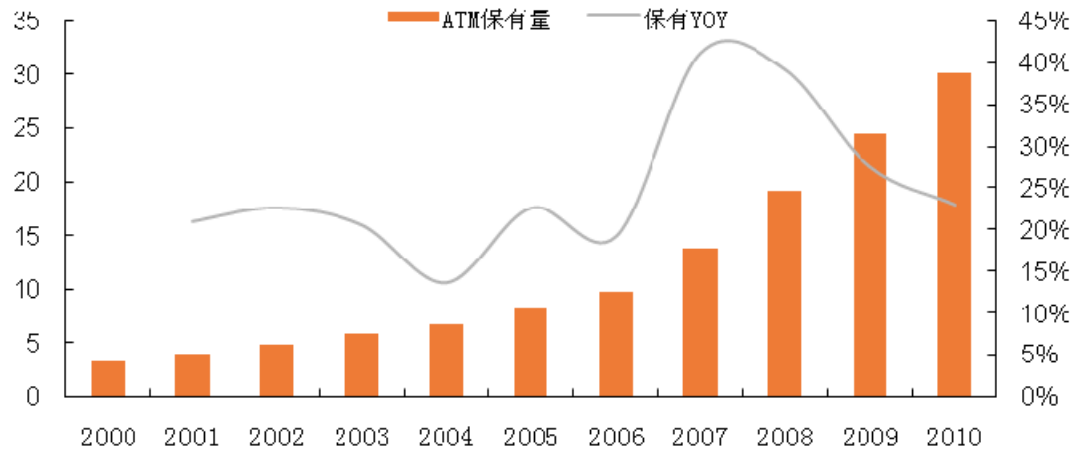
资料来源：公司资料、平安证券研究所

三、行业需求增长较快，竞争格局基本稳定

据央行发布的《2010 年支付体系运行总体情况》报告显示，2010 年底，全国联网 ATM 数量为 27.10 万台，新增 5.61 万台（如果按照银联数据，保有量约 30.1 万台），同比 26.11%。目前，我国每台 ATM 对应的银行卡数量为 0.89 万张，远高于国际 0.40 万张的水平，国内 ATM 市场需求潜力大。

2010 年，发生银行卡业务 257.56 亿笔，同比增长 30.8%，交易金额 246.76 万亿元，同比增长 48.7%；跨行交易业务量保持高速增长，银行卡跨行支付系统共处理业务 55.77 亿笔，金额 11.07 万亿元，同比分别增长 23.2%和 44.5%。因此，银行卡发卡量增长、跨行业务量的增长等为 ATM 机市场需求的进一步拓展奠定基础，同时也为提供 ATM 服务的企业提供发展机遇。

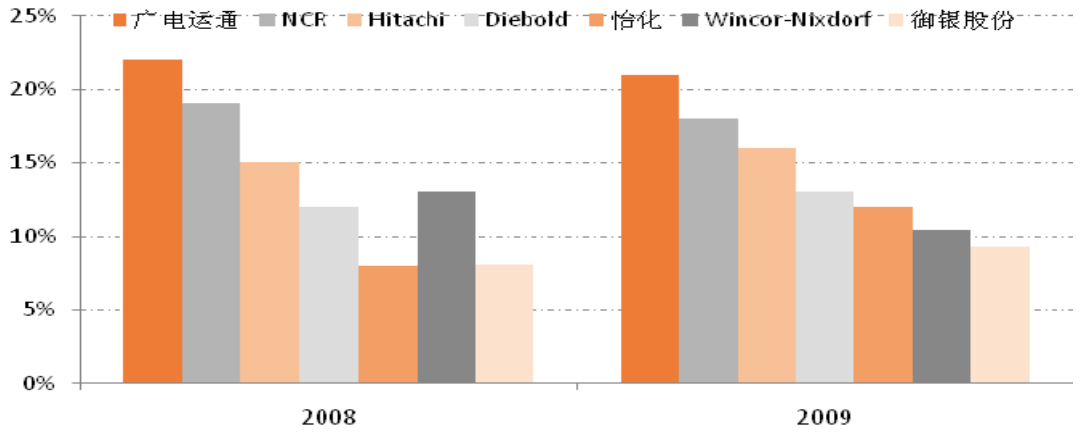
图表4　国内ATM机需求保持快速增长态势　　单位：万台、%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

我国 ATM 行业竞争格局基本稳定。国内 ATM 主要由 NCR、Diebold，Wincor Nixdorf、Hitachi、Fujitsu、OKI，Hyosung，以及广电运通、怡化、御银股份等企业占领，除国内对一体机的需求增加使得怡化在 2009 年市场占有率较大提高外，**近三年来市场竞争主体的市场份额座次较为稳定**。2010 年，御银股份 ATM 产品发机数量创历史新高，全年共发机约 5200 台，**约占全国联网 ATM 新增量的 9.27%**。

图表5　国内ATM机市场格局未发生根本变化　　单位：%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

随着农村经济金融的发展，我国农村 ATM 市场有望进入快速发展期。2010 年我国农民工银行卡特色服务交易再创新高，实现交易金额 155.8 亿元、交易笔数 1404.5 万笔，同比增长 32%和 47%。由于现阶段为农村地区和城郊地区提高金融服务的银行均以中小银行或信用社为主，资金实力相对不足，需求多种模式的 ATM 经营模式。因此，农村金融发展对御银股份、通邮集团等提供合作运营、融资租赁的企业带来一个良好的发展机遇。

四、维持未来三年 50%以上的净利增速和“强烈推荐”评级

根据公司规划，2011 年一方面进一步提高公司产能，在第二生产基地顺利投产的基础上，增加第三生产基地建设，届时有望新增产能 3 万台左右；另一方面，积极推进募投项目 3000 台融资租赁业务，计划 2011 年投放约 1250 台一体机和单取款机。此外，将自主研发的单取款机机芯投放在合作运营及融资租赁项目中，降低经营成本，并加大对一体机机芯的研发和生产。

因此，根据公司各项规划，以及行业的发展态势，预计未来三年公司净利润复合增长率有望在 50%以上。预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.70、0.96 和 1.26 元，以 2011 年 2 月 26 日收盘价（20.10 元）对应的动态 PE 估值为 29、21 和 16 倍。

考虑到订单的获取使未来业绩增长的确定性更高，我们认为，可给予公司 2011 年 35-40 倍的动态 PE 估值，**合理股价预计在 25-28 元，维持 26 元的目标价和“强烈推荐”评级**。

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	600.56	605.05	673.39	976.58
现金	364.56	231.49	151.67	263.70
应收账款	63.38	83.22	133.48	178.05
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	17.07	56.68	51.68	80.39
存货	97.89	129.70	231.22	280.78
其他流动资产	11.55	57.65	103.96	105.34
非流动资产	520.84	886.28	1029.19	1092.10
长期投资	25.06	21.86	21.86	21.86
固定资产	356.30	327.77	616.84	679.76
无形资产	0.32	0.27	0.26	0.25
其他非流动资产	139.16	536.38	390.22	390.22
资产总计	1121.40	1491.33	1702.58	2068.68
流动负债	111.31	185.39	210.11	322.86
短期借款	31.00	0.00	0.00	14.99
应付账款	21.93	32.59	56.34	74.93
其他流动负债	58.37	152.80	153.77	232.94
非流动负债	31.61	65.16	65.16	65.16
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	31.61	65.16	65.16	65.16
负债合计	142.92	250.55	275.27	388.02
少数股东 权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	264.95	264.95	264.95	264.95
资本公积	517.85	686.10	686.10	686.10
留存收益	195.68	289.73	476.27	729.61
归属母公司股东权益	978.48	1240.78	1427.31	1680.66
负债和股东权益	1121.40	1491.33	1702.58	2068.68

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	30.23	36.95	172.02	365.54
净利润	90.82	94.05	186.54	253.35
折旧摊销	48.39	57.48	107.09	137.09
财务费用	10.65	-0.73	-2.03	-3.21
投资损失	0.62	0.01	0.00	0.00
营运资金变动	444.51	-69.59	43.62	190.44
其他经营现金流				
投资活动现金流	-102.82	-141.82	-250.01	-200.01
资本支出	88.42	130.03	250.00	200.00
长期投资				
其他投资现金流				
筹资活动现金流	321.97	-33.24	94.09	10.44
短期借款	31.00	0.00	0.00	14.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	115.81	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	357.09	168.24	0.00	0.00
其他筹资现金流	-181.93	-201.48	94.09	-4.55
现金净增加额	249.37	-138.12	16.10	175.98

利润表				单位:百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	452.72	468.20	825.30	1092.15
营业成本	209.58	214.91	375.62	499.56
营业税金及附加	13.94	15.16	26.71	34.78
营业费用	59.42	66.04	107.29	136.52
管理费用	64.76	73.48	115.54	147.44
财务费用	10.65	-0.73	-2.03	-3.21
资产减值损失	1.77	5.21	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.62	0.01	0.00	0.00
营业利润	93.20	94.14	200.17	275.06
营业外收入	15.76	17.13	20.00	25.00
营业外支出	1.51	3.43	2.00	2.00
利润总额	107.46	107.85	218.17	298.06
所得税	16.65	13.80	31.63	44.71
净利润	90.82	94.05	186.54	253.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	90.82	94.05	186.54	253.35
EBITDA	152.18	150.84	305.23	408.94
EPS（元）	0.34	0.35	0.70	0.96

主要财务比率				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	31.5%	3.4%	76.3%	32.3%
营业利润	91.4%	1.0%	112.6%	37.4%
归属母公司股东权益	135.9%	26.8%	15.0%	17.7%
获利能力				
毛利率（%）	53.7%	54.1%	54.5%	54.3%
净利率（%）	20.1%	20.1%	22.6%	23.2%
ROE(%)	9.3%	7.6%	13.1%	15.1%
ROIC(%)	14.2%	8.2%	13.5%	16.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	12.7%	16.8%	16.2%	18.8%
净负债比率（%）	-34.1%	-18.7%	-10.6%	-14.8%
流动比率	5.40	3.26	3.20	3.02
速动比率	4.52	2.56	2.10	2.16
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.36	0.52	0.58
应收账款周转率	7.90	6.39	7.62	7.01
应付账款周转率	4.27	7.88	8.45	7.61
每股指标				
每股收益	0.34	0.35	0.70	0.96
每股经营现金流	0.11	0.14	0.65	1.38
每股净资产	3.69	4.68	5.39	6.34
估值比率				
P/E	58.6	56.6	28.5	21.0
P/B	5.4	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	32.8	33.8	17.0	12.4

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 ± 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 ± 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）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

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：

此报告旨为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 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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) 8244 9257