

分析师： 马先文 陈志坚 何之渊 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 021-63217917 yangjf@cjsc.com.cn

## 加速布局，资金瓶颈凸显

### 事件描述

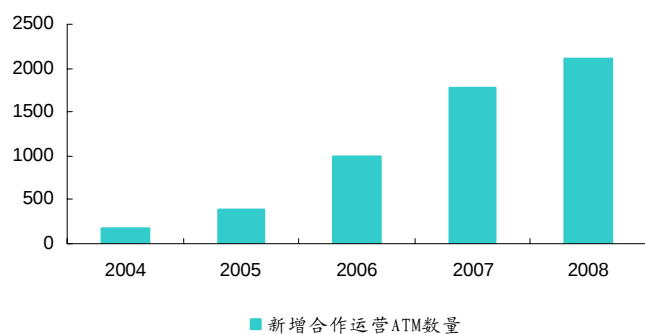
近期调研了御银股份，并与公司高管进行了交流

### 事件评论

#### 第一，ATM 运营布局加速，资金瓶颈凸显

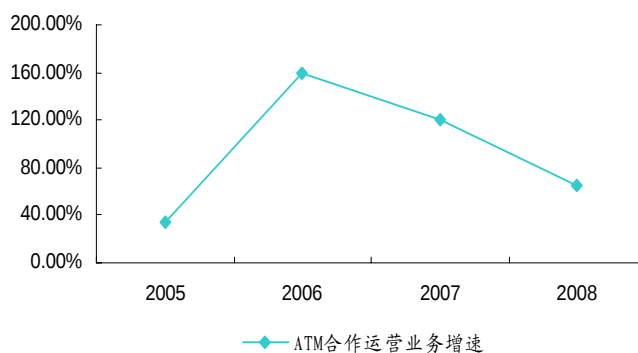
从御银股份08年ATM合作运营布局数量来看，08年ATM合作运营共发机3070台，其中上线2115台，其余的正处于安装测试阶段，预计09年一季度将全部上线。从近几年新增ATM合作运营数量来看，呈加速上涨趋势，而这也成为公司ATM合作运营业务高速增长的主要原因。

图 1：御银股份历年 ATM 合作运营新增量



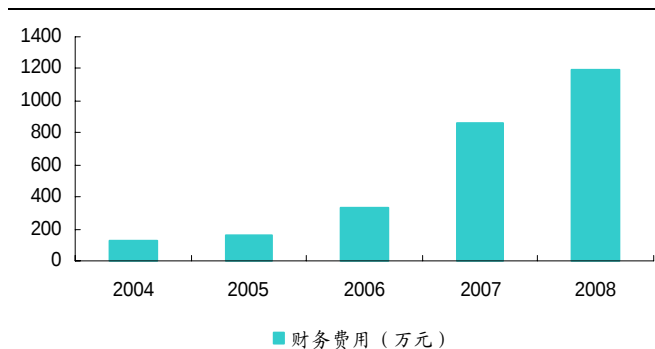
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：御银股份 ATM 合作运营业务收入增速

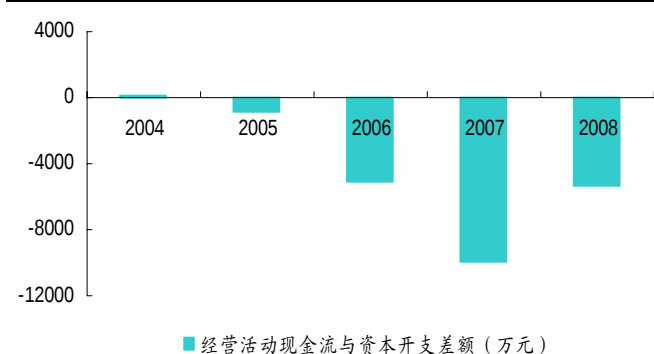


资料来源：公司公告，长江证券研究部

从公司的发展战略来看，未来几年公司将继续采取较为激进的扩张政策，预计 09 年新增 ATM 合作运营数量与 08 年持平。然而值得我们关注的是，ATM 合作运营对御银和银行虽说是一种双赢的合作模式，但由于御银股份必须先垫资制造 ATM，这对公司现金流要求非常高，而从公司近几年财务费用来看，其现金流较为紧张。而 08 年经营活动现金流无法满足资本开支也显示公司 ATM 合作运营的扩张面临一定的现金瓶颈，尤其是在 09 年上半年募集资金投放完毕后，后续的扩张若依靠银行借款，公司的财务费用压力陡增。

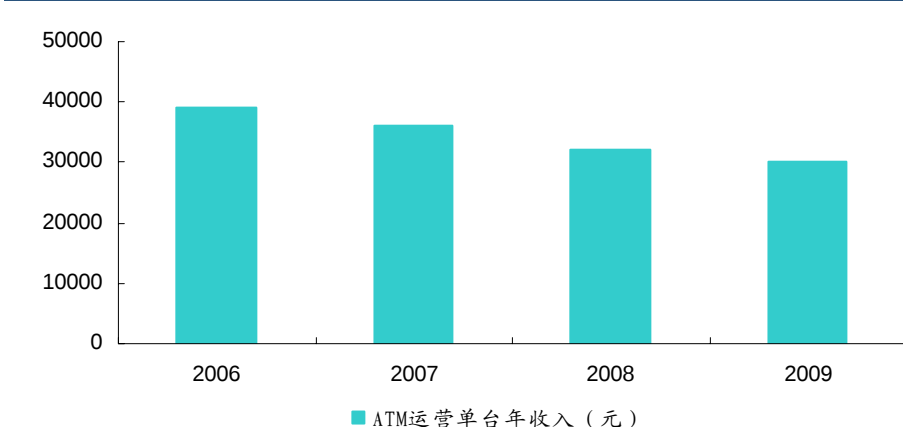
**图 3：御银股份历年财务费用**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

**图 4：御银股份经营活动现金流与资本开支差额**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

对于未来 ATM 合作运营市场空间，由于 ATM 运营目前还处于初步发展阶段，目前在珠三角、长三角、环渤海地区投放量与可投放的地点相比仍然较少，而目前中小银行与御银合作意向较多，其未来高速增长主要在于公司所拥有的现金能力。我们认为，在公司现金瓶颈问题解决之前，我们对公司 2010 年后的 ATM 的加速扩张持较为谨慎的态度。而市场对于御银股份单台 ATM 合作运营收入减少的担忧，我们认为，随着 ATM 投放量的增加，单台跨行取款笔数减少属正常现象，我们预计 09 年 ATM 运营单台年收入由 08 年 32037 降为 30000 元左右。

**图 5：御银股份单台 ATM 合作运营年收入**


资料来源：公司公告，长江证券研究部

## 第二，ATM 景气延续，09 年 ATM 销售增长已无悬念

我们在前期广电运通的深度报告中已详细论述中国 ATM 行业景气仍将延续的观点（详细数据可参考我们 2 月 19 日发布的广电运通深度报告），简单概括主要表现为三点：

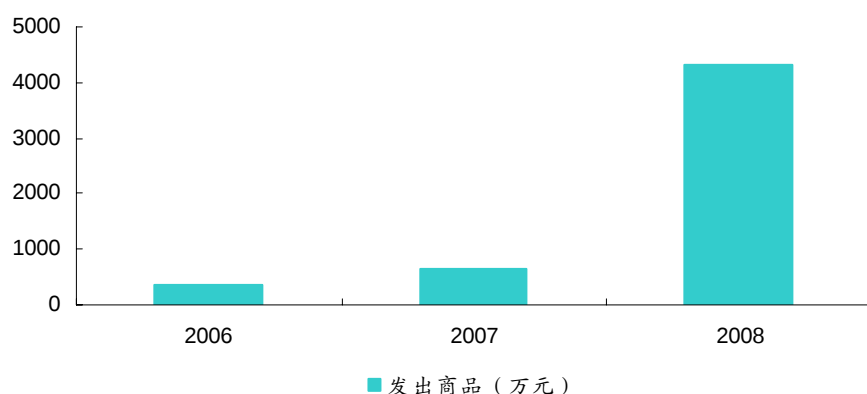
第一，中国一线城市 ATM 投放水平远低于发达国家和世界平均水平（发达国家为 1000 台，世界平均水平为 240 台，中国 130 台左右），同时，从 ATM 支持银行卡数量看（中国每台 ATM 支持 10000 张以上银行卡，世界平均水平为 4000 张左右），中国 ATM 已超负荷运行，且滞后于银行卡的发展。

第二，跨行取款收费机制的建立使银行投放 ATM 变得有利可图，银行通过投放 ATM，不但可以分流柜台工作人员压力，同时可获取稳定的现金流，这也就意味着银行投放 ATM 的动力十足。

第三，从银行发展战略来看，各大银行无人自助服务网点高速增长仍将延续，这无疑将刺激 ATM 需求的高速增长，同时，中国银行业自助服务水平的落后（工行年报数据表明，每个网点 ATM 仅为 1.4 台）也将促使银行加大 ATM 投放力度。

在 ATM 行业景气延续的背景下，公司 08 年 ATM 销售收入增长 50.5%，值得我们关注的是，公司 08 年财报显示，存货中的发出商品为 4307 万元，其主要为尚未确认收入的 ATM 销售，较 07 年底 653 万元大幅增加，按目前毛利率计算，发出商品在 09 年形成销售后直接可结转 ATM 销售收入 9742 万。依此看来，公司 09 年 ATM 销售保持快速增长较为可靠。

图 6：御银股份近几年发出商品比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

### 第三，我们给予公司“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.60、0.73 元，由于 08 年 ATM 合作运营设备在 09 年效益将得以体现，因此 09 年公司盈利或将加速，但 09 年后公司增长将面临一定瓶颈，目前股价对应 09 年 PE 为 24 倍，股价基本合理，首次给予“谨慎推荐”评级。

### 公司财务报表及指标预测

| 利润表（百万元） |       |       |       |       | 资产负债表（百万元） |       |       |       |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |            | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E |
| 营业收入     | 344   | 458   | 584   | 715   | 货币资金       | 114   | 46    | 58    | 72    |
| 营业成本     | 116   | 156   | 203   | 257   | 交易性金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利       | 228   | 302   | 381   | 458   | 应收账款       | 63    | 87    | 111   | 136   |
| % 营业收入   | 66.3% | 66.0% | 65.2% | 64.1% | 存货         | 90    | 117   | 153   | 194   |
| 营业税金及附加  | 12    | 16    | 20    | 24    | 预付账款       | 8     | 11    | 14    | 17    |
| % 营业收入   | 3.4%  | 3.4%  | 3.4%  | 3.4%  | 其他流动资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用     | 92    | 105   | 134   | 161   | 流动资产合计     | 274   | 261   | 337   | 420   |
| % 营业收入   | 26.8% | 23.0% | 23.0% | 22.5% | 可供出售金融资产   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用     | 63    | 78    | 99    | 122   | 持有至到期投资    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入   | 18.4% | 17.0% | 17.0% | 17.0% | 长期股权投资     | 10    | 10    | 10    | 10    |
| 财务费用     | 12    | 20    | 26    | 34    | 投资性房地产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入   | 3.5%  | 4.3%  | 4.5%  | 4.7%  | 固定资产合计     | 371   | 534   | 679   | 807   |
| 资产减值损失   | 0     | 1     | 1     | 1     | 无形资产       | 0     | 0     | 1     | 1     |
| 公允价值变动收益 | 0     | 0     | 0     | 0     | 商誉         | 0     | 0     | 0     | 0     |

|                    |       |       |       |       |             |       |       |       |       |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 投资收益               | 0     | 0     | 0     | 0     | 递延所得税资产     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润               | 49    | 82    | 100   | 117   | 其他非流动资产     | 50    | 50    | 50    | 50    |
| % 营业收入             | 14.1% | 18.0% | 17.1% | 16.3% | 资产总计        | 710   | 856   | 1077  | 1288  |
| 营业外收支              | 17    | 17    | 21    | 25    | 短期贷款        | 126   | 132   | 209   | 254   |
| 利润总额               | 66    | 99    | 121   | 142   | 应付款项        | 76    | 104   | 135   | 172   |
| % 营业收入             | 19.2% | 21.7% | 20.7% | 19.8% | 预收账款        | 17    | 23    | 29    | 36    |
| 所得税费用              | 6     | 10    | 12    | 14    | 应付职工薪酬      | 2     | 2     | 3     | 4     |
| 净利润                | 60    | 89    | 109   | 127   | 应交税费        | 5     | 8     | 10    | 12    |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 60.4  | 89.4  | 108.9 | 127.4 | 其他流动负债      | 4     | 5     | 6     | 8     |
| 少数股东损益             | 0     | 0     | 0     | 0     | 流动负债合计      | 230   | 273   | 392   | 485   |
| EPS (元/股)          | 0.41  | 0.60  | 0.73  | 0.85  | 长期借款        | 46    | 76    | 86    | 96    |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> |       |       |       |       | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
|                    | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 递延所得税负债     | 4     | 0     | 0     | 0     |
| 经营活动现金流净额          | 143   | 134   | 175   | 218   | 其他非流动负债     | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 取得投资收益收回现金         | 0     | 0     | 0     | 0     | 负债合计        | 295   | 365   | 494   | 596   |
| 长期股权投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 归属于母公司所有者权益 | 415   | 491   | 583   | 692   |
| 无形资产投资             | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产投资             | -197  | -205  | -206  | -207  | 股东权益        | 415   | 491   | 583   | 692   |
| 其他                 | -10   | 0     | 0     | 0     | 负债及股东权益     | 710   | 856   | 1077  | 1288  |
| 投资活动现金流净额          | -207  | -205  | -206  | -207  | <b>基本指标</b> |       |       |       |       |
| 债券融资               | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS         | 0.405 | 0.599 | 0.730 | 0.854 |
| 股权融资               | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 2.78  | 3.29  | 3.91  | 4.64  |
| 银行贷款增加 (减少)        | 9     | 36    | 87    | 56    | PE          | 35.92 | 24.28 | 19.93 | 17.03 |
| 筹资成本               | 51    | -33   | -43   | -53   | PEG         | 1.27  | 0.86  | 0.71  | 0.60  |
| 其他                 | -101  | 0     | 0     | 0     | PB          | 5.23  | 4.42  | 3.72  | 3.14  |
| 筹资活动现金流净额          | -42   | 3     | 44    | 3     | EV/EBITDA   | 23.77 | 16.18 | 12.87 | 10.67 |
| 现金净流量              | -105  | -68   | 13    | 13    | ROE         | 14.6% | 18.2% | 18.7% | 18.4% |

资料来源：长江证券研究所

### 分析师介绍

马先文，华中科技大学财务金融硕士，武汉理工大学计算机科学学士，从事计算机行业研究。

陈志坚，清华大学工商管理硕士，华中理工大学通信工程学士，从事 TMT 行业研究。

何之渊，复旦大学产业经济系数量经济专业硕士，复旦大学材料系电子科技专业学士，从事家电、电子行业研究。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail                |
|-----|---------|-----------------|-------------|-----------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 33130735 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn      |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 63296362 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn     |
| 杨 忠 | 华南区客户经理 | (8621) 33130737 | 13916835319 | yangzhong@cjsc.com.cn |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 63299572 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 销售经理    | (8621) 33130450 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn     |

### 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 相对表现弱于市场                                                                                                          |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。