

上市公司动态报告

计算机

合作获取“双赢”

以 ATM 运营为主的盈利模式还有较大市场空间

御银股份是国内“ATM 合作运营模式”的开拓者和运营服务行业的龙头企业。我们认为，随着地方商业银行实力的增强以及开设分支行管制的放松、国内庞大银行卡用户的刚性需求、以及“农民工银行卡特色服务”的不断深入发展，国内以 ATM 运营为主的盈利模式还有较大市场空间。

行业竞争将会加剧，但公司盈利能力依然有保障

随着去年经济危机的蔓延，国外银行业受到巨大打击，因此 ATM 国际厂商把更多的注意力放在了处境相对较好的中国，国内 ATM 厂商面临着更加激烈的竞争。尽管如此，御银股份通过自身的优势合理布放运营 ATM 设备，使公司保持了较高的毛利率。另外，2009 年公司还将加大对各项费用的控制力度，我们认为公司今年盈利能力还是有保障。

合作获取“双赢”，增持评级

2009 年依然是公司面临挑战的一年。一方面国内外厂商在 ATM 设备销售上竞争不断加剧，导致设备售价不断降低；另一方面公司在 ATM 合作运营方面还需极力开拓市场，并且新增上线的运营 ATM 机还需 6 个月至 1 年的时间才能到达收入稳定期，这也将导致单台的运营 ATM 收入不断下滑；最后便是公司如何控制各项费用于合理范围之内，也值得我们关注。不过尽管如此，凭借国内“ATM 合作运营模式”的龙头地位和公司合作运营 ATM 机台数的不断增加，我们认为公司 2009 年总的营业收入增长水平依然会保持在 30% 以上。根据 2009 年每股 0.5 元收益，我们给其 37 倍的估值水平，则目标价在 18.5，目前公司股价是 16.37 元，我们给予御银股份增持评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（百万）	344	461.50	646.10	904.54
主营收入增长率	40.90%	34.02%	40.00%	40.00%
净利润（百万）	60.40	74.97	103.08	138.28
净利润增长率	1.07%	24.11%	37.51%	34.14%
EPS（元）	0.41	0.50	0.69	0.93
P/E	39.93	32.74	23.72	17.60

御银股份（002177）

维持

增持

董志强

Dongzhiqiang@csc.com.cn
010-85130966

吕江峰

Lvjiangfeng@csc.com.cn
010-85130795

分析日期：2009 年 05 月 05 日

当前股价：16.37 元

目标价格 6 个月：18.50 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
7.8/2.0	41.2/19.2	-13.8/18.2
12 月最高/最低价（元）		22.65/6.12
总股本（万股）		14,914
流通 A 股（万股）		5,376
总市值（亿元）		24.46
流通市值（亿元）		8.82
近 3 月日均成交量（万）		365
主要股东		
上海中路实业有限公司		3.02%

股价表现

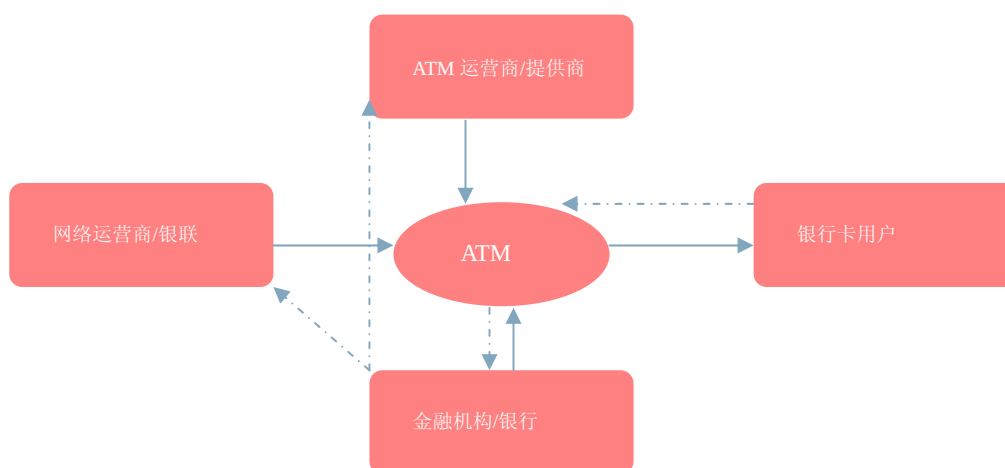


以 ATM 运营为主的盈利模式还有较大市场空间

1、公司有独特的盈利模式

公司是国内“ATM 合作运营模式”的开拓者和运营服务行业的龙头企业。ATM 营运服务是 ATM 营运商通过与 ATM 提供商、网络运营商、金融机构建立合作关系，共同拓展金融自助服务，为储户提供现金零售业务、代付代收中间业务等各种储蓄业务的服务，并从中获取收益的运作模式。在国外特别是发达国家，ATM 合作运营是常见的运作模式。下图是一个 ATM 合作运营模式的简要流程图。实线表示各项服务的提供，包括 ATM 运营商选址、布放、维护，银行放钞，网络运营商提供网络服务等，最终银行卡用户通过跨行 ATM 接受各项服务。而虚线表示手续费的收取以及各服务提供商之间的分成。

图 1：ATM 合作运营模式简要流程图



资料来源：中信建投研究发展部

服务费分成的依据是中国人民银行[2003]126 号《中国银联入网机构银行卡跨行交易收益分配办法》的规定：“ATM 跨行取款交易收益分配采用固定代理行手续费和银联网络服务费方式。持卡人在他行 ATM 机上成功办理取款时，无论同城或异地，发卡行均按每笔 3.0 元的标准向代理行（提供机具和代理业务的代理银行）支付代理手续费，同时按每笔 0.6 元的标准向银联支付网络服务费。”

2、国内 ATM 合作运营还有较大市场空间

目前国内大型商业银行主要以自己采购 ATM 机并自己布放。据中国银联的数据显示，工、农、中、建四大国有商业银行以及交通银行和中国邮政储蓄银行的 ATM 机占有量达到了 85%。而采取营运方式安装 ATM 设备的银行主要集中在一些资金实力有限的地方性商业银行及农村信用社。即使如此，国内采取“ATM 合作运营模式”依然有较大市场空间。

其一，各地方商业银行和农村信用社对于 ATM 机的需求在增加。随着这些金融机构在实力上的不断增强以及部分地方商行的改制上市，特别是银监会对地方商业银行在分支行设立上的管制正在逐步放宽，这些都促使这些金融机构合作运营 ATM 机需求的不断增加；

其二，国内庞大的银行卡市场也要求有更多的 ATM 机为其提供良好服务。据央行《2008 年第四季度支付体系运行总体情况》统计，截至到 2008 年底，加入银联网络的发卡机构有 235 家，全国累计发行银行卡 180038.92 万张，同比增长 20.0%。我国每台 ATM 对应的银行卡数量为 1.07 万张，虽然比第三季度末略有下降，但 2007 年末，美国、法国、德国每台 ATM 对应的银行卡数量分别为 6220 张、1906 张、1741 张。由此可见国内 ATM 机市场依然存在巨大发展空间。正如 RBR 预测，从 2008 到 2013 年，中国 ATM 市场均将保持两位数的增长；

图 1：2002 年以来我国银行卡发卡情况

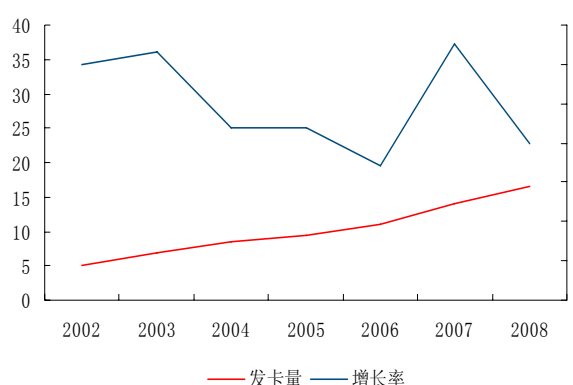
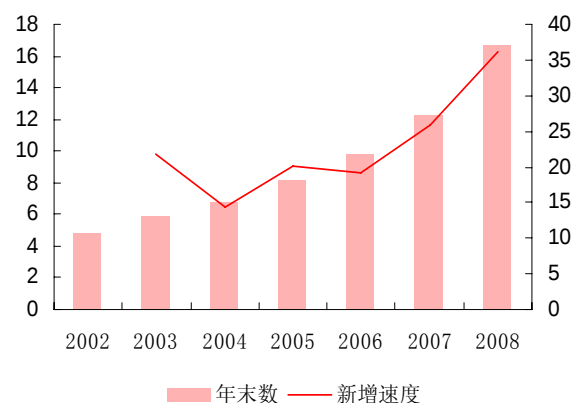


图 2：2002 年以来我国 ATM 增长情况

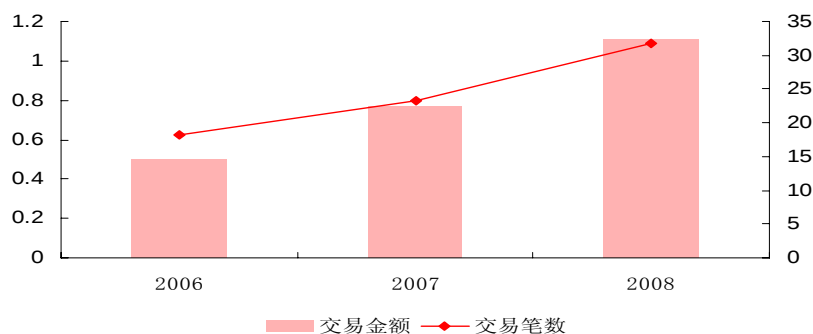


资料来源：《中国支付体系发展报告(2008)》 中信建投研究发展部

其三，随着“农民工银行卡特色服务”的不断深入发展，也为御银股份在内的各 ATM 以及金融服务终端提供商创造了更多的商机。2008 年“农民工银行卡特色服务”交易额突破 80 亿元。由于对农村金融扶持力度的加大，城市商业银行以及农村信用社等机构的 ATM 市场份额将加大。由于御银股份合作运营业务主要的客户群为邮政储蓄银行，各城市商业银行和农村信用社，因此，与这些银行的 ATM 合作运营业务将在 2009 年度将继续保持较快的增速；

其四，人们利用 ATM 跨行进行现金交易正在不断增长。据《中国支付体系发展报告》统计，2008 年全国共实现银行卡跨行成功交易笔数为 57 亿笔，交易金额 4.6 万亿元，较 2007 年分别增长 43.22% 和 42.86%。其中 ATM 成功交易笔数和交易金额分别为 31.8 亿笔和 1.11 万亿元，同比分别增长 36.83% 和 43.82%。显示出随着人民群众生活水平的日益提高，我国银行卡消费交易的增长展现出巨大潜力。

图 3：近三年通过 ATM 机跨行现金交易情况



资料来源：历年《中国支付体系发展报告》 中信建投研究发展部

行业竞争将会加剧，但公司盈利能力依然有保障

1、行业竞争不断加剧

目前国内 ATM 机厂商面临的竞争来自于国外领先厂商的强力竞争。不断快速增长的中国市场早就成为了诸如 Diebold, Hitachi-Omron, NCR 等国际领先 ATM 机厂商眼中的“肥肉”。据统计，国外厂商的 ATM 机占国内总量比重超过 70%。随着去年经济危机的蔓延，国外银行业受到巨大打击，而处境相对较好的中国银行业以及 ATM 市场在这些国际厂家眼中的地位将会再次大大提升。他们已经不再局限于金额较大的订单，一些小订单他们也都开始介入。这在一定程度上会积压以中小银行为主要目标客户群的国内 ATM 厂商的市场空间。可以预见，有关于 ATM 的价格战还将继续，这对公司带来了一定压力。

2、公司依然可以保持较高毛利率

尽管面临更为激烈的竞争环境，但御银股份的毛利率依然能够保持较高水平。根据公司 2008 年年报，御银股份在 ATM 产品销售和 ATM 合作运营服务这两方面的毛利率分别为 55.79% 和 79.49%，仅比 2007 年各降低了 2.59 和 0.51 个百分点。较高的毛利率为公司获得稳定收益提供了保障。

表 1：公司各产品毛利率情况

	2007 年度		2008 年度	
	毛利	毛利率 (%)	毛利	毛利率 (%)
ATM 产品销售	69,280,013.25	58.37	99,641,220.96	55.79
ATM 合作运营服务	65,673,090.25	80.00	107,562,949.73	79.49
ATM 融资租赁	24,479,396.27	64.99	17,534,807.06	75.44
技术服务	3,747,658.42	90.59	2,628,242.35	48.47
其他业务	1,258,931.59	68.93	788,155.66	44.62
合计/平均	164,439,089.78	67.28	228,155,375.76	66.26

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

3、公司在 ATM 设备的布局上有优势，预计 2009 年新增运营 ATM 机大体与 2008 年持平

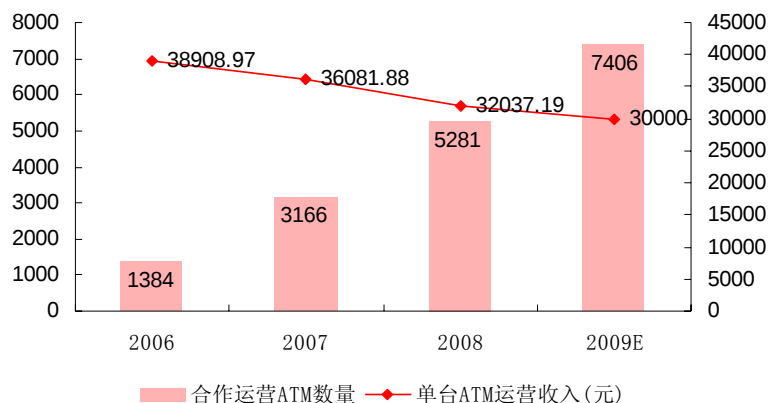
公司在 2004 年起创立合作运营业务，截至 2008 年底，公司累计发出 6,675 台合作运营 ATM，其分布在全国城乡的广大地区。公司透过对合作运营 ATM 地点，收益，成本等数据的监控，摸索出了一套适合中国国内的 ATM 布放数据库。公司透过研究业已发出的合作运营 ATM 的收益成本等数据，用以对新增合作运营 ATM 的选点，布放等进行综合评估，以保证每台 ATM 的收益达到或超过当地 ATM 平均收益水平。随着公司合作运营 ATM 不断增加，该数据库的规模将日益加大，覆盖的范围也日益广泛，因此，公司对未来合作运营 ATM 选点的准确性和收益率会日益提高，保证合作运营 ATM 收益的稳定。

2009 年，公司对已布放的 ATM 合作运营设备进行积极调整，提高单台 ATM 合作运营设备的盈利能力，继续巩固公司在 ATM 技术和运营领域的领先优势，将公司打造成为全国最优秀的 ATM 运营商。

公司 2008 年营业利润中有 47% 左右来自于 ATM 合作运营服务。因此该项业务在 2009 年的情况将很大程度上影响着公司的盈利情况。在 2008 年，公司新增上线了 2,115 台合作运营 ATM 设备，使公司总的上线合作运营 ATM 设备达到了 5281 台，近三年来保持较快增长。2009 年，公司将继续完成剩余部分的 IPO 募集资金

的投入，完成新增 5,600 台合作运营 ATM 的项目。也就是说，2009 年公司将新增上线合作运营 ATM 设备 2125 台左右，稍微超过 2008 年新增数量。届时公司总计的合作运营 ATM 机台数将达到 7406 台。

图 4： 公司合作运营 ATM 运营情况



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

4、2009 年公司将加强费用控制力度

2008 年公司在三项费用上增长过快，其中销售费用、管理费用和财务费用较 2007 年分别增长了 79.55%、63.75% 和 39.82%。其中前两项远超过公司营业收入同比 40.90% 的增长水平。据公司年报显示，费用的增加主要原因在于合作场地租赁费的大幅增加以及销售人员和公司员工工资、福利费、差旅费、办公费、研发费等相关费用的增加。2009 年，在业务量继续扩大以及合作运营 ATM 设备更为分散的情况下，公司承诺将加大力度合理控制各项费用，总费用率将控制在 40% 以下。

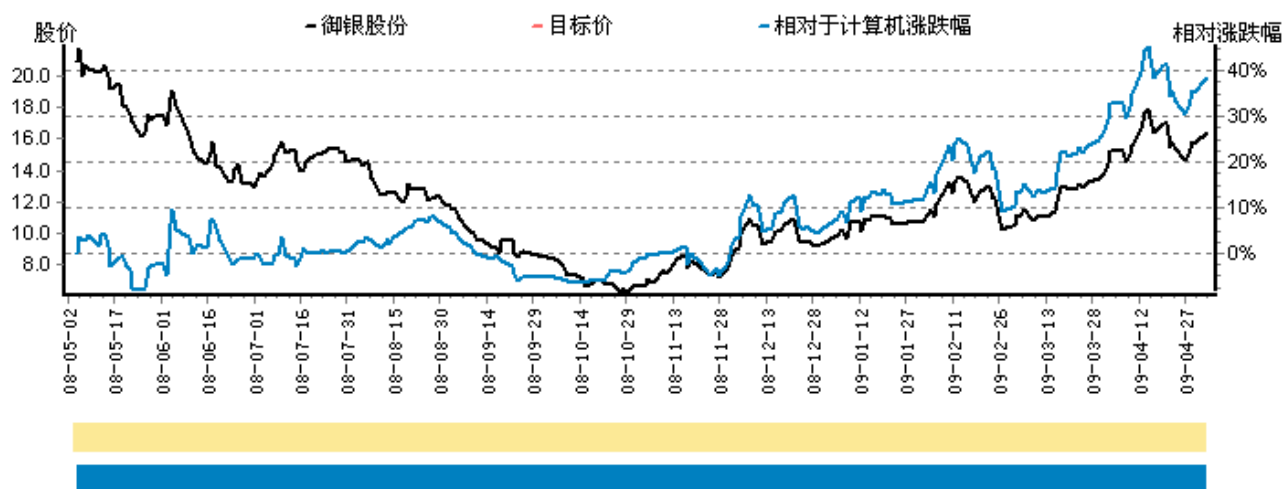
风险分析

- 1、宏观政策风险：如果跨行取款的代理手续费标准发生变化，则将对公司的经营业绩产生重大影响。
- 2、宏观经济周期风险：随着国际金融危机的影响逐步深入到实体经济，有可能对公司 ATM 的销售和运营带来影响。
- 3、市场风险：随着国内 ATM 市场的不断成熟发展，将吸引越来越多的企业参与竞争，无论在 ATM 制造行业还是 ATM 运营行业，对公司未来的发展均形成较大的市场竞争压力。
- 4、技术风险：如果出现技术外泄或者核心技术人员外流情况，将会影响本公司的持续的技术创新能力。
- 5、费用控制不当的风险：如果公司并没有将各项费用控制在合理范围之内，将会极大吞噬公司利润。
- 6、A 股市场系统风险：A 股市场在经历近段时间的大涨之后，不排除有大规模调整的可能。

合作获取“双赢”，增持评级

2009 年依然是公司面临挑战的一年。一方面国内外厂商在 ATM 设备销售上竞争不断加剧，导致设备售价不断降低；另一方面公司在 ATM 合作运营方面还需极力开拓市场，并且在新增上线的运营 ATM 机还需 6 个月至 1 年的时间才能到达收入稳定期，这也将导致单台的运营 ATM 收入不断下滑；最后便是公司如何控制各项费用于合理范围之内，也值得我们关注。不过尽管如此，凭借国内“ATM 合作运营模式”的龙头地位和公司合作运营 ATM 机台数的不断增加，我们认为公司 2009 年总的营业收入增长水平依然会保持在 30% 以上。根据 2009 年每股 0.5 元收益，我们给其 37 倍的估值水平，则目标价在 18.5，目前公司股价是 16.40 元，我们给予御银股份增持评级。

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
董志强 计算机行业分析师，曾获得《新财富》计算机行业最佳分析师
吕江峰 计算机行业分析师助理

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010