

御银股份 (002177) 调研报告

ATM 运营龙头：“路遥知马力！”

维持评级

信息技术/信息服务

2010 年 5 月 26 日

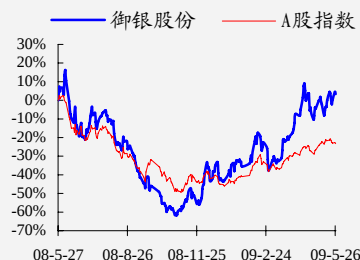
投资要点:

- 公司现在已经成长为国内最大的 ATM 合作运营商。2008 年，公司累计投入运营的 ATM 已经达到 5281 台，营业收入达到 1.35 亿元，同比增长 64.84%。进 4 年来，公司 ATM 运营业务的营收的年均复合增长率 88.41%，增长迅猛。
- 虽然定位于 ATM 合作运营商，但是公司同样重视 ATM 销售业务的拓展。2008 年，公司共销售 ATM 1795 台，实现销售收入 1.79 亿元，同比增长 50.49%。从销量上看，公司已经成为第二大本土 ATM 生产商，在行业内仅次于广电运通。
- 由于运营业务的特殊性，公司当期投入的新机器越多，单机的年平均收入和毛利率反而可能下降得越快。但是一旦公司扩张放缓后，公司的盈利能力将显著回升。所以公司的优势需要较长时间才能得以体现。
- 合作运营业务对资金的需求较大，公司若要进一步扩张，则面临一定的资金压力。2009 年 5 月 16 日，公司发布公告称，拟定向增发募集资金不超过 49491 万元，用于建设 8000 台合作运营 ATM 项目。一旦公司定向增发成功，其 ATM 营运业务的高速增长将更有保障。
- 根据我们的预测，公司在 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.44 元、0.39 元、0.45 元，对应 5 月 25 日的收盘价 17.14 元，市盈率为 38.95、30.60、25.21 倍，考虑到公司稳定的成长性，给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示：1) 跨行取款手续费收费标准变化风险。2) 公司产品毛利率下滑的风险。3) 定向增发风险。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	34,435	40.90	6,040	1.07	0.41		41.37	
2009E	45,701	32.72	8,747	44.81	0.44		38.95	
2010E	56,767	24.21	11,093	26.83	0.56		30.60	
2011E	68,861	21.30	13,498	21.68	0.68		25.21	

走势图



市场数据

2009-5-26

收盘价:	16.96 元
52 周最高价:	19.55 元
52 周最低价:	6.12 元
平均持仓成本:	16.32 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	14,914
流通 A 股 (万股):	14,914
每股收益 (元):	0.11
每股净资产 (元):	2.89
每股经营现金流 (元):	(0.18)
市净率:	5.87

分析师: 潘喜峰
周小锋

TEL: (8621)6336 7000-268

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nescn.cn

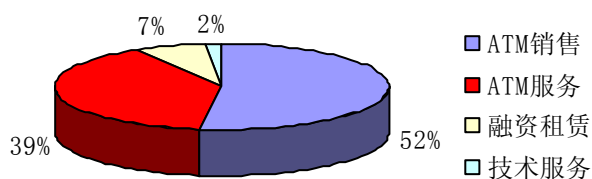
地址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

一、公司经营现状分析

御银股份是一家专业从事金融自助服务设备及软件等研发、生产销售和服务，并提供各种金融交易专业解决方案的双软高新技术企业，其主导产品是KINGTELLER系列银行存、取款机。目前公司已形成年产8000台ATM的生产能力，其产能和销售规模在国产ATM制造厂商中仅次于广电运通，位列第二。公司率先在国内开展ATM合作运营业务，拥有丰富的合作运营经验，是国内最大的ATM合作运营商。

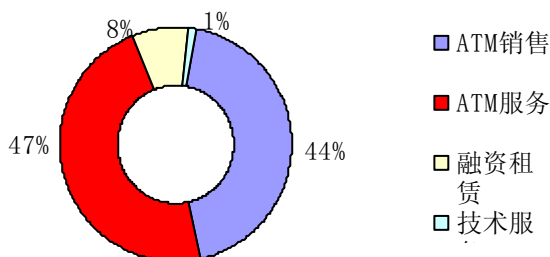
公司的营业收入主要来自ATM销售和ATM合作运营两项业务。目前，ATM销售业务的营收占比高达52%，处在第一位。ATM合作运营业务的收入占比略小，为39%。融资租赁和技术服务等业务的营收占比很小，总共还不到10%。公司的主营业务十分清晰。从利润贡献上看，ATM合作运营业务的贡献了47%的毛利，盈利能力最强。ATM销售业务贡献了44%的毛利，不如营运业务。总的来看，虽然公司的主要发展方向是合作运营业务，但目前仍处在ATM销售和合作运营并行发展的态势之中，两项业务在国内的发展前景均较为看好。

图 1.1 2008 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

图 1.2 2008 年公司主营业务毛利构成



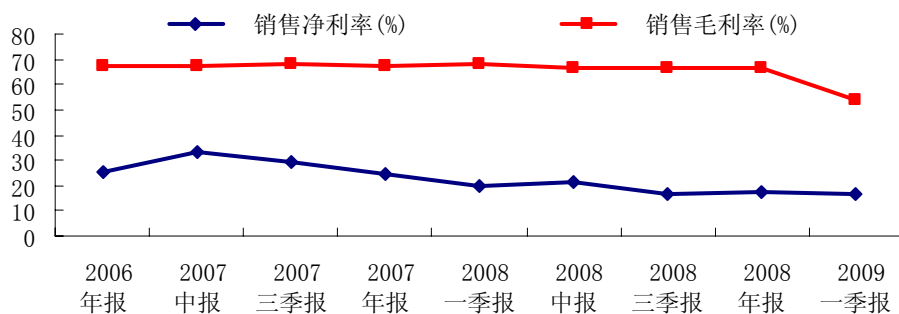
资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

二、公司盈利能力分析

公司产品的综合毛利率一直维持在较高水平，近几年来均不低于 50%。但是由于公司的期间费用率一直居高不下，导致公司的净利润率近两年呈下降态势。但值得注意的是，公司的净利润率仍然能维持在 16% 以上。在当前的经济形势下，能达

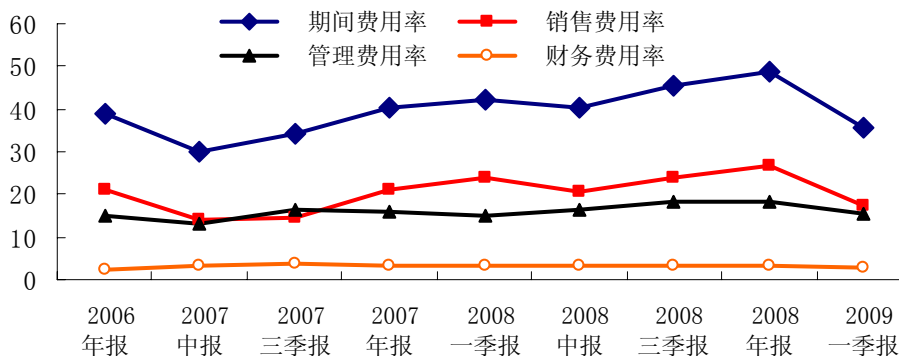
到这样高净利润率的公司是不多见的。2009 年一季度，布放在东莞的机器受经济危机的影响，收入有一定下滑。此外，公司和建行签了个较大单子，单台 ATM 机的售价有一定程度下降。由此导致公司的综合毛利率与 2008 年全年相比下降了 12.25 个百分点，但是由于公司控制了期间费用，因此净利润率仅下降了 1.06 个百分点，仍基本维持稳定。

图 2.1 公司销售毛利率和净利率的变化



资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

图 2.2 公司期间费用率的变化



资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

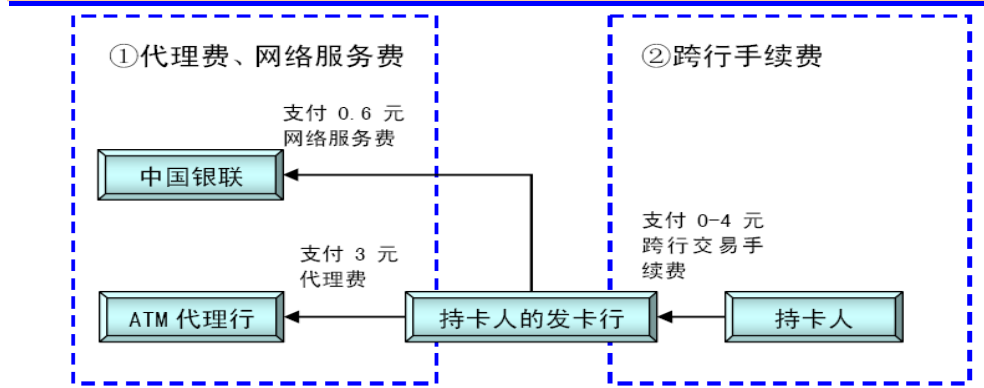
对于 ATM 运营业务来说，每台 ATM 在开展运营服务前的前期投入比较大，而在进入服役期后所需的费用则相对较少，所以当期的各种摊销相对较大。因此公司的期间费用率偏高。同时由于新投入运营的 ATM 机的收入一般要经过 6 个月左右才能达到正常水平，所以当年投入运营的 ATM 越多，单台 ATM 的年平均收入反而可能下降得越大。短期内，由于公司的运营业务还处于快速扩张期，公司净利润的增长速度跟不上营收增长速度的现状仍难改变。但是由于一台 ATM 一旦投入运营，理论上就锁定了今后数年的收入，所以只要运营的环境不发生大的变化，这种收入是十分稳定的。同时，当投入运营的 ATM 的数量增长放缓后，公司的期间费用率则有望一定程度下降，而净利润率则有望相应提高。所以从长期来看，公司的营收和业绩是很有保障的。

三、主营业务分析

1、ATM 合作运营业务驶入快速发展通道

ATM合作运营业务的模式为ATM出机机构与银行类金融机构合作建设ATM终端，即出机机构负责提供ATM设备、网点选址、设备维护、技术支持等，合作银行负责将ATM网点向中国银监会或其授权机构报备、提供加钞和清算服务，合作银行在收取跨行交易的代理手续费后，按照合作协议约定的比例向出机机构支付相应的服务费。ATM运营在发达国家已经大规模开展，但在我国仍处于起步阶段。在我国，主要是一些实力较工、农、中、建等大银行差一些的中小银行对ATM运营业务比较感兴趣。这种合作运营的方式使这些银行既可以避免一次性付出太多的固定资产投资，又可以有效地扩大银行的业务规模和影响力，因此很有发展潜力。

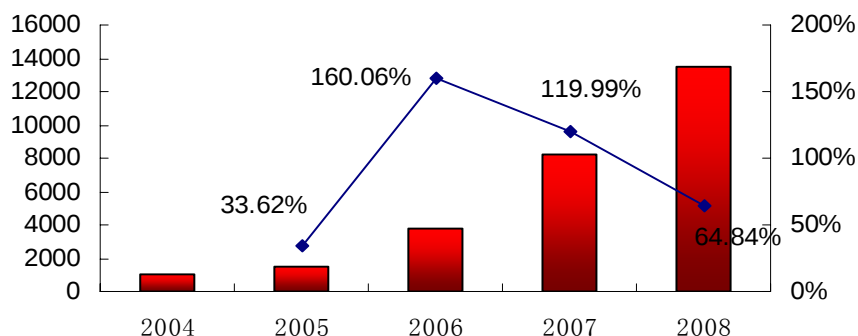
图 3.1 我国 ATM 跨行取款交易收费体系示意图



资料来源：公司公告，东北证券金融与产业研究所

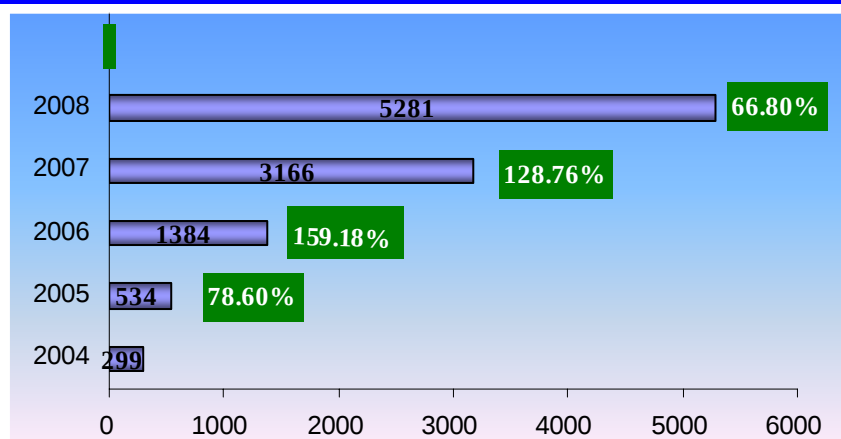
公司率先在国内开展ATM运营业务，现在已经成长为国内最大的ATM运营商。2008年，公司ATM运营业务实现收入1.35亿元，同比增长64.84%。实际上，自2004年以来，公司ATM运营业务的营收便以高达88.41%的年均复合增长率高速增长。2004年，公司投入合作运营的ATM机的总台数仅有299台，而到了2008年底，就已经大幅增加增到了5281台，合作运营业务的增长速度之快是显而易见的。

图 3.2 公司营运业务的历年收入和增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

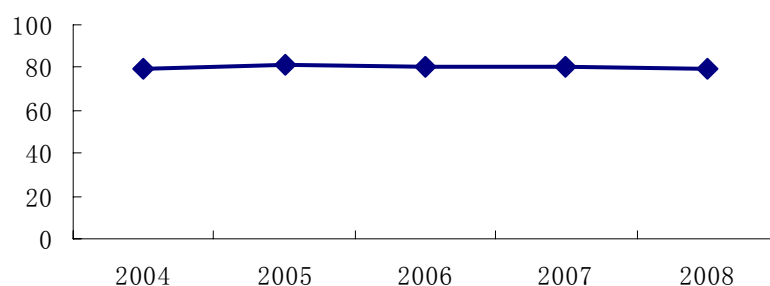
图 3.3 公司历年投入运营的 ATM 台数（台）和增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

在合作运营过程中，公司要承担选址、出机、维护等一系列责任，对固定资产投资较大。同时由于目前合作运营收入的来源还仅局限于跨行取款的分成，公司承担的风险较大。而银行通过合作运营避免了一次性购机时的大规模固定资产投入，增强了自身的流动性和灵活性，承担的风险相对较小。因此，公司在与合作银行进行议价时往往能够占据有利位置。近几年来公司合作运营业务的毛利率一直维持在80%左右。能维持如此之高的毛利率，一方面表明公司在和银行议价时获得了较为有利的条件，另一方面也表明公司在ATM机选址和客户分析方面的能力确实很强。合作运营业务的高利润率是公司盈利稳定增长的最重要保证。

图 3.4 公司 ATM 运营业务的毛利率变化

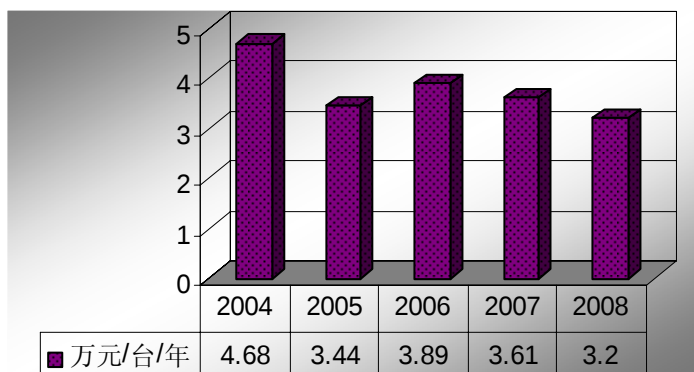


资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

虽然目前我国的经济受金融危机的影响较大，但是我国经济快速发展的基本态势并没有改变。并且在危机中，我国的银行业并未蒙受太大的损失，发展仍然稳健。由于ATM合作运营业务对中小银行有较大的吸引力，又处在发展的初期阶段，仍然很有发展潜力。2008年公司单台ATM的年收入约为3.2万元，与前几年相比略有下降。我们认为，这种下降是可以理解的。随着国内ATM行业竞争的加剧和公司销售规模

的增大，公司产品的超高毛利率不可能一直居高不下。但是由于我国的ATM行业仍处于快速发展阶段，公司产品的毛利率保持稳步下降的可能性比较大。公司完全可以通过规模的扩张来弥补毛利率的下降带来的影响。

图 3.5 公司单台 ATM 的年平均收入变化（万元/台/年）



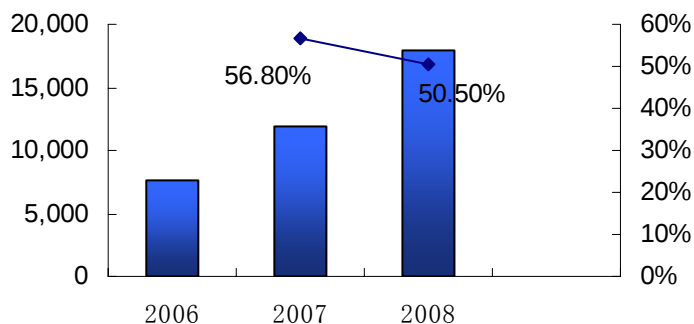
资料来源：公司年报，东北证券金融与产业研究所

2009年5月16日，公司发布公告称，拟向以证券投资基金管理公司、证券公司等数量不超过10名的投资者定向发行2000万至5000万股，发行价格不低于14.45元/股，募集资金不超过49491万元，募集资金主要用于建设8000台合作运营ATM项目，建设期为2年。该项目建设完成后，公司将新增合作运营ATM设备8000台，届时合作运营ATM保有量将超过15406台，根据公司预计，将新增销售收入2.59亿元/年，新增利润总额1.17亿元/年。目前，该定向增发方案尚需提交公司股东大会审议和中国证监会的批准。一旦定向增发成功，公司ATM营运业务必将上到一个新的台阶。

2、ATM 销售业务同样发展迅速

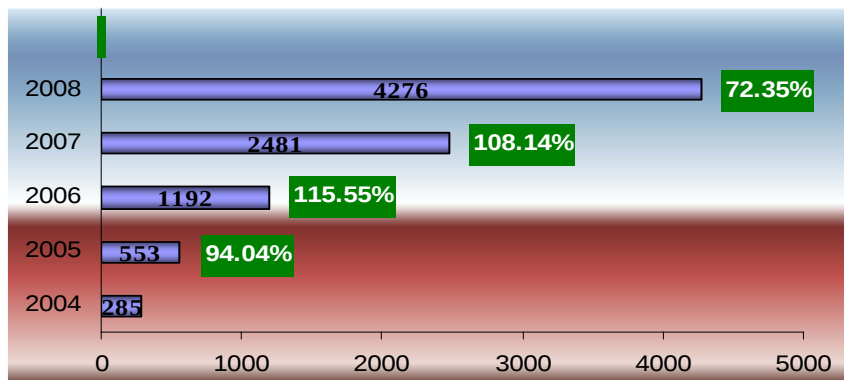
虽然定位于 ATM 合作运营商，但是公司同样重视 ATM 销售业务的拓展。2008年，公司共销售 ATM 1795 台，实现销售收入 1.79 亿元，同比增长 50.49%。从销量上看，公司已经成为第二大本土 ATM 生产商，在行业内仅次于广电运通。

图 3.4 公司 ATM 销售的历年营收（万元）和增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

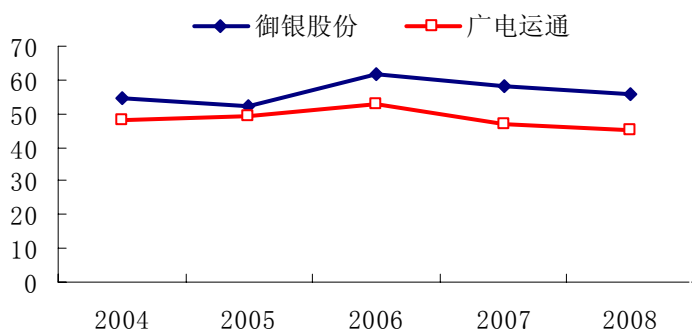
图 3.5 公司 ATM 历年的销售量（台）和增长率



资料来源：东北证券金融与产业研究所

公司 ATM 产品的销售毛利率一直高于广电运通。这一方面是由于广电运通专注于 ATM 销售业务，其 ATM 的年销售量较大，为了获取一些大订单，广电运通不得不适当降低产品的售价，因此毛利率比御银股份要低。另一方面，这也表明御银股份在 ATM 制造领域确实很有实力。因此，公司 ATM 销售业务也将稳步发展。

图 3.6 御银股份和广电运通 ATM 销售的毛利率比较



资料来源：东北证券金融与产业研究所

3、融资租赁业务对业绩影响有限

除了 ATM 合作运营业务和 ATM 销售两大主营业务之外，公司还开展了融资租赁。融资租赁业务是公司将 ATM 租给承租人，并按期收取租金的一种业务模式。融资租赁和 ATM 合作运营的最主要差异在于收益风险的不同：ATM 合作运营业务的收益完全与 ATM 跨行取款的业务量正相关，无最高或最低额度限制；ATM 融资租赁业务收益比较固定，租赁期限和租金总额确定或租赁期限虽不确定但租金总额确定。由于融资租赁业务的收入是固定的，难以发挥公司在运营业务中积累的经验 and 优势，因此只是合作运营业务的补充。目前公司融资租赁业务的营收规模还比较小，对业绩影响有限。

四、风险分析

1) ATM 合作运营业务的营收主要来自跨行取款代理手续费的分成。如果未来这一收费标准发生变化, 则将对公司的业绩产生重大影响。

2) 当前国际和国内严峻的经济形势可能给公司的业绩带来不利等影响。

3) 由于投入合作运营的 ATM 机计入固定资产, 因此业务的拓展要求公司要具有充沛的现金流。公司的定向增发可以很好的解决这一问题。但是由于公司的定向增发事宜还要经过证监会的审批, 因此还具有一定的不确定性。

五、盈利预测和估值分析

预测假设:

- 1) 假设公司下半年定向增发成功;
- 2) 假设 ATM 跨行取款费的标准不变;
- 3) 假设公司产品的毛利率逐年下降。

根据我们的预测, 公司在 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.44 元、0.39 元、0.45 元, 对应 5 月 25 日的收盘价 17.14 元, 市盈率为 38.95、30.60、25.21 倍, 考虑到公司稳定的成长性, 给予“谨慎推荐”的投资评级。

表 5.1 公司利润预测表 (万元)

(单位: 万元)	2008	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	34,435	45,701	56,767	68,861
减: 主营业务成本	11,619	45,701	56,767	68,861
减: 主营业务税金及附加	1,169	1,371	1,703	2,066
营业费用	9,242	8,683	10,218	11,706
管理费用	6,340	8,226	9,083	9,641
财务费用	1,196	1,234	1,135	1,033
资产减值损失	-1	0	0	0
加: 公允价值变动收益		0	0	0
投资收益		0	0	0
二、营业利润	4,870	8,612	11,190	13,998
加: 营业外收入	1,818	1,000	1,000	1,000
减: 营业外支出	79	0	0	0
三、利润总额	6,609	9,612	12,190	14,998
减: 所得税费用	569	865	1,097	1,500
四、净利润	6,040	8,747	11,093	13,498
归属于母公司所有者的净利润	6,040	8,747	11,093	13,498
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益 (元)	0.41	0.44	0.56	0.68

资料来源: 东北证券金融与产业研究所

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209