

分析师： 陈志坚 027-65799506 chenzj@cjsc.com.cn

联系人： 马先文 027-65799506 maxw@cjsc.com.cn

中期业绩修正公告点评

事件描述

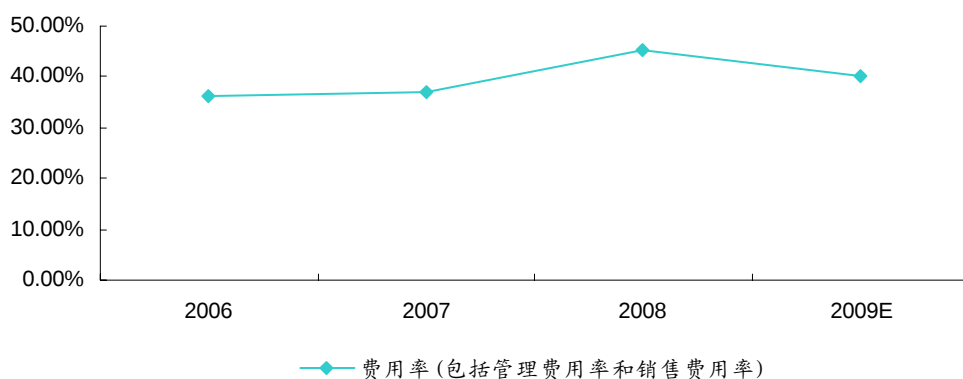
御银股份公告，2009 年 1-6 月份归属于母公司的净利润增幅由原来的 30%以内修正为 30%-60%。

事件评论

第一，ATM 运营成效显著，费用得到有效控制

我们认为，公司业绩超出市场预期主要原因有二：第一，ATM 运营去年进行了大量的扩张，然而新铺设备需经半年左右时间才可达到平均收入水平，故 08 年下半年新铺 1000 余台 ATM 运营设备单台收入已于今年上半开始回升至正常水平。同时，去年年底已进行安装但尚未上线的 1000 余台 ATM 运营设备于今年上半年陆续上线。第二，费用的有效控制也是业绩增长的主要原因，由于公司 08 年 ATM 合作运营的大规模扩张和管理的松懈导致费用率为近几年最高水平，而今年公司已明确表态严格控制费用，预计全年费用率为 40%左右，这将大幅提升公司的盈利水平。

图 1：御银股份历年费用率



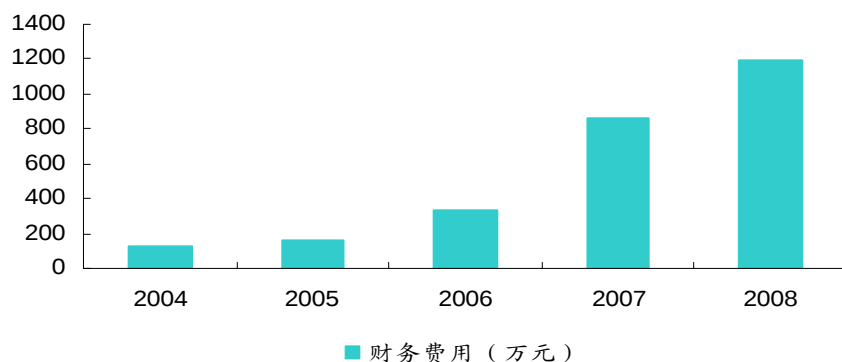
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，资金瓶颈有望得到有效解决，未来几年保持快速增长

我们在前期报告中多次提到，对于御银股份，其 ATM 合作运营的模式规模化发展主要取决于现金能否跟上扩张的

步伐，公司近两年 ATM 运营的加速扩张正是得益于 IPO 募集资金。在 08 年年报点评中，我们曾提到公司今年上半年 IPO 资金用完后将面临资金瓶颈。值得庆幸的是，公司近期已公布增发方案，预计融资规模接近 5 亿元，若融资成功，将有效改善公司资金瓶颈。实际上，公司的资金瓶颈从其财务费用的高速增长中略见一斑。

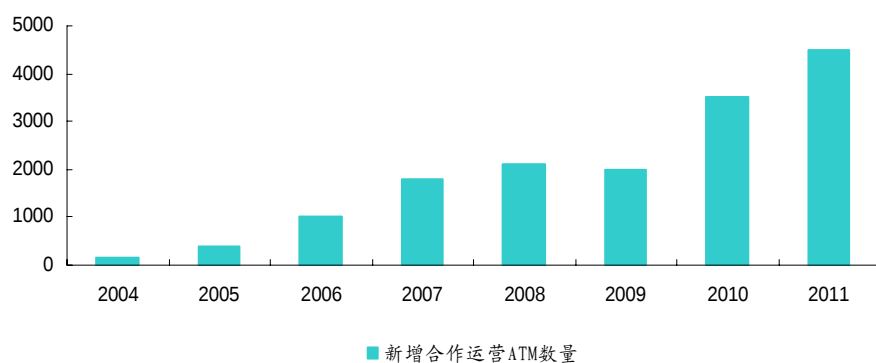
图 2：御银股份历年财务费用



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，由于此次非公开发行预案中提及募集资金在未来两年中新增 8000 台 ATM 合作运营设备，届时，公司合作运营 ATM 保有量将达到 15406 台，其规模大约是目前 3 倍。基于此判断，我们认为公司未来几年业绩快速增长将得以维持。

图 3：御银股份历年 ATM 合作运营数量（考虑此次定向增发募投项目）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第三，维持“推荐”评级

由于公司此次增发尚未经过股东大会和证监会审批，按照当前股本计算，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.41、0.51 元，但此次发行预案若得以实施，将大幅改善公司现金流，从而使未来几年业绩有望保持高速增长，基于此，我们看好公司未来几年的发展前景，并维持对其“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	467	602	743	货币资金	114	47	60	74
营业成本	116	158	207	264	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	228	309	394	479	应收账款	63	89	115	142
% 营业收入	66.3%	66.2%	65.5%	64.5%	存货	90	119	156	199
营业税金及附加	12	16	20	25	预付账款	8	11	14	18
% 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	108	138	167	流动资产合计	274	265	345	433
% 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	79	102	126	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	33	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	3.5%	4.2%	4.4%	4.5%	固定资产合计	371	534	680	808
资产减值损失	0	2	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	85	105	126	其他非流动资产	50	50	50	50
% 营业收入	14.1%	18.2%	17.5%	16.9%	资产总计	710	860	1086	1302
营业外收支	17	17	21	25	短期贷款	126	132	207	248
利润总额	66	102	126	151	应付款项	76	105	138	176
% 营业收入	19.2%	21.8%	21.0%	20.3%	预收账款	17	23	30	37
所得税费用	6	10	13	15	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	60	92	114	136	应交税费	5	8	10	12
归属于母公司所有者的净利润	60.4	91.9	113.8	135.8	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	276	394	485
EPS (元/股)	0.27	0.41	0.51	0.61	长期借款	46	76	86	96
现金流量表 (百万元)					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	135	178	224	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	368	496	597
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益	415	493	590	705
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	493	590	705
其他	-10	0	0	0	负债及股东权益	710	860	1086	1302
投资活动现金流净额	-207	-205	-206	-208	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.270	0.411	0.509	0.607
股权融资	0	0	0	0	BVPS	2.78	3.31	3.95	4.73
银行贷款增加 (减少)	9	36	85	51	PE	43.11	28.33	22.88	19.18
筹资成本	51	-34	-43	-54	PEG	1.39	0.91	0.74	0.62

其他	-101	0	0	0	PB	4.19	3.52	2.94	2.46
筹资活动现金流净额	-42	3	41	-2	EV/EBITDA	28.40	18.82	14.75	12.05
现金净流量	-105	-67	13	14	ROE	14.6%	18.6%	19.3%	19.3%

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： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 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： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 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。