

湘财证券研究所

TMT 研究小组

李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634510-8331

Email: cg2012@xcsc.com

公司评级

本次评级	买入
上次评级	买入

6-12 个月目标价 元

收盘价 (10.02.24)	16.76
总股本 (百万)	264.9
流通股本 (百万)	78.4
流通市值 (亿)	13.13

相关报告

《御银股份 (002177) ——09 年业绩将有大幅增长，能基本抵消增发摊薄效应》

□ **事件:** 近日，公司公布 09 年全年业绩快报，称 2009 年度实现归属于母公司所有者的净利润将比上年同期增长 50% 以上。

□ **主营业务增速稳定，基本不受金融危机影响。**

公司 09 年营业收入 4.53 亿元，基本符合我们之前给出的 4.63 亿元的预测。我们认为，给公司主营收入贡献最大的 ATM 产品的销售在金融危机期间基本上没有受到影响。由于公司的产品 ATM 设备受到银行业固定资产投资力度的影响较大，而银行业固定资产投资在金融危机期间不但没有减少而且有增加的势头。这使得相应的 ATM 设备供应商能够顺利地摆脱金融危机的不利影响。

□ **ATM 设备在三线城市和农村地区市场空间仍然巨大。**

放眼未来，ATM 设备市场的空间仍然较大。一个原因是近些年信用卡和借记卡的发卡量巨大。09 年累计发卡 80.1 亿元，同比增速为 19%。为了满足巨大的持卡用户的自助服务需求，银行需要新建、扩建、改建自助银行，购置 ATM 设备，这给上述行业带来的发展的机会。另一个原因是银行服务的水平提高是一个大趋势。这里的服务水平既指银行服务自动化，也指银行网点覆盖率的提高。在我国城市中，自助银行网点的覆盖率较高，而广大的农村地区仍较为空白。此外，在全国中小城镇、农村地区服务网点最发达的是邮政系统，邮政储蓄业务也会带来银行自助设备的需求。在 2 月 23 日，公司公告称获得邮储银行订单 6800 余万，该合同规模超越了 08 年全年来自邮储银行的 4700 万元的水平，说明公司与邮储银行之间的合作更加深入，预计未来公司承接邮储的订单规模仍将保持稳定的增长。

□ **ATM 相关运维服务收入规模将随 ATM 保有量的增加而增长。**

公司另一主要收入 ATM 服务业务在近 2 年保持高速的增长。我们认为，随着银行用 ATM 设备保有量的提高，相应的运维需求会逐渐增加。公司已经在 ATM 设备运维方面有大量的经验积累，为未来巩固运维市场打下坚实的基础。

□ **市场竞争加剧，毛利率水平长期仍将下降。**

目前，A 股上市公司中的广电运通是公司最大的竞争对手。和公司比，广电运通拥有核心的出钞模块技术，若能大规模应用于自己的产品，则毛利率会有一定程度的提高。再则，从收入规模、技术水平上看，广电运通都具有较强的优势。我们认为，公司的综合毛利率水平会受到竞争的压力而在长期呈现下降的趋势。

□ **维持公司“买入”评级。**我们认为我国银行固定资产投资力度在 2010 年不会发生大的变化，增速仍然维持 25% 左右，整个 ATM 行业机会仍然较大。根据最新的数据资料，我们对之前给出的未来三年 EPS 预测进行调整。EPS 分别为 0.40、0.55、0.77 元。按照当前股价，对应未来 3 年 PE 为 41.9、30.7、21.7 倍。维持“买入”评级。主要的风险来自行业竞争加剧的风险。

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	344	464	650	901
收入同比 (%)	41%	35%	40%	39%
归属母公司净利润	60	92	137	194
净利润同比 (%)	1%	52%	49%	42%
毛利率 (%)	66.3%	63.4%	61.0%	58.2%
ROE (%)	14.6%	9.4%	12.3%	14.8%
每股收益 (元)	0.27	0.40	0.52	0.73

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	274	891	1112	1415	营业收入	344.3	464.4	649.8	901.3
现金	114	667	869	1067	营业成本	116.2	170.2	253.3	376.4
应收账款	51	111	115	199	营业税金及附加	11.7	15.8	22.1	30.6
其他应收款	12	17	23	32	营业费用	92.4	83.2	99.8	119.8
预付账款	8	18	24	37	管理费用	63.4	85.6	111.3	144.7
存货	90	78	82	81	财务费用	12.0	0.7	1.4	0.1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-0.0	1.0	1.0	1.0
非流动资产	436	413	397	377	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	10	7	8	8	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	295	317	319	311	营业利润	48.7	108.0	161.0	228.8
无形资产	0	1	1	1	营业外收入	18.2	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	130	88	69	57	营业外支出	0.8	0.0	0.0	0.0
资产总计	710	1304	1509	1792	利润总额	66.1	108.0	161.0	228.8
流动负债	230	253	319	403	所得税	5.7	16.2	24.1	34.3
短期借款	80	72	75	74	净利润	60.4	91.8	136.8	194.5
应付账款	45	67	99	147	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	105	114	145	182	归属母公司净利润	60.4	91.8	136.8	194.5
非流动负债	65	71	74	78	EBITDA	95.0	125.7	180.8	248.1
长期借款	46	52	55	59	EPS (元)	0.41	0.35	0.52	0.73
其他非流动负债	20	19	19	19					
负债合计	295	324	393	481	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	149	265	265	265	成长能力				
资本公积	161	518	518	518	营业收入	40.9%	34.9%	39.9%	38.7%
留存收益	105	197	333	528	营业利润	-11.3%	121.7%	49.1%	42.1%
归属母公司股东权益	415	979	1116	1311	归属于母公司净利润	1.1%	52.0%	49.1%	42.1%
负债和股东权益	710	1304	1509	1792	获利能力				
					毛利率(%)	66.3%	63.4%	61.0%	58.2%
					净利率(%)	17.5%	19.8%	21.1%	21.6%
					ROE(%)	14.6%	9.4%	12.3%	14.8%
					ROIC(%)	12.0%	19.3%	33.2%	46.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	41.6%	24.9%	26.0%	26.9%
					净负债比率(%)	58.05%	53.34%	45.06%	37.49%
					流动比率	1.19	3.52	3.49	3.51
					速动比率	0.80	3.21	3.23	3.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.46	0.46	0.55
					应收账款周转率	6	5	5	5
					应付账款周转率	3.01	3.05	3.06	3.06
					(元)				
					每股收益(最新摊)	0.23	0.35	0.52	0.73
					每股经营现金流(	0.54	0.29	0.76	0.74
					每股净资产(最新	1.57	3.70	4.21	4.95
					估值比率				
					P/E	73.51	48.38	32.45	22.83
					P/B	10.71	4.53	3.98	3.39
					EV/EBITDA	47	36	25	18

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	143	78	201	196
净利润	60	92	137	194
折旧摊销	34	17	18	19
财务费用	12	1	1	0
投资损失	-0	0	-0	-0
营运资金变动	35	-34	44	-23
其他经营现金流	1	3	1	5
投资活动现金流	-207	2	-3	-1
资本支出	197	0	0	0
长期投资	-10	-3	1	-0
其他投资现金流	-20	-1	-2	-2
筹资活动现金流	-42	474	3	3
短期借款	22	-7	2	-1
长期借款	-7	7	2	4
普通股增加	75	116	0	0
资本公积增加	-75	357	0	0
其他筹资现金流	-58	2	-2	0
现金净增加额	-105	554	202	198

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。