

御银股份 (002177): 2009 年费用控制较好, 未来业绩值得期待

增持 (维持)

计算机硬件

当前股价: 16.65 元

报告日期: 2010 年 3 月 25 日

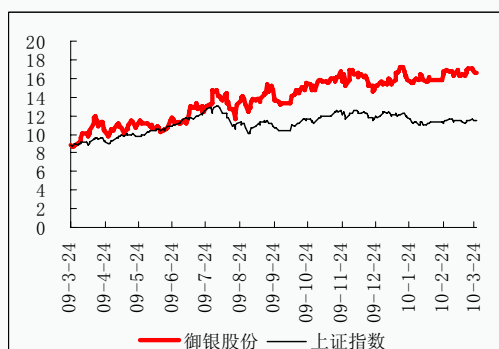
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	344	453	620	793
(+/-)	40.90%	31.47%	36.96%	27.91%
营业利润	49	93	149	197
(+/-)	-11.31%	91.41%	60.20%	32.09%
归属于母公司的净利润	60	91	144	186
(+/-)	1.07%	50.35%	58.95%	28.91%
每股收益 (元)	0.41	0.34	0.54	0.70
市盈率 (倍)	41	49	31	24

公司基本情况 (2009 年 12 月 31 日止)

总股本/非限售流通股 (万股)	26,495/7,835
非限售流通股市值 (亿元)	13.05
每股净资产 (元)	3.69
资产负债率 (%)	12.74

股价表现 (最近一年)



天相资讯科技组

分析师: 王均恒

010-66045732 wangjh@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009 年公司实现营业总收入 4.53 亿元, 同比增长 31.47%; 营业利润 9,321 万元, 同比增长 91.41%; 归属母公司所有者的净利润 9,082 万元, 同比增长 50.35%; 摊薄后每股收益 0.34 元。不分配不转增。
- **营业收入持续快速增长。**公司主要从事 ATM 销售、合作运营及融资租赁等业务, 其中公司在 ATM 合作运营市场的占有率位列第一。2008 年以来, 公司加大了 ATM 市场的拓展力度, 并加快了营销渠道建设, 带动了营业收入的快速增长, 报告期内, 公司在保持原有市场拓展力度的同时, 进一步提升产品的各项性能, 营业收入继续保持快速增长态势。分业务来看, ATM 销售收入为 2.39 亿元, 同比增长 33.83%; ATM 合作运营业务收入 1.44 亿元, 同比增长 6.32%, 增速较 2008 年同期大幅下降, 主要原因是受我国经济低迷影响, 公司年均单机跨行交易笔数下降幅度较大, 平均单机运营收入由 2008 年的 3.2 万元下降至 2.44 万元; 此外, 针对中小银行 ATM 布放需求的不同, 公司加大了 ATM 融资租赁业务的发展力度, 带动 ATM 融资租赁业务收入同比增长 158.03% 至 5,997 万元。
- **综合毛利率大幅下降。**报告期内, 由于我国 ATM 市场竞争进一步激烈, ATM 售价及租赁价格有所下降, 同时受公司 ATM 运营业务平均单机收入大幅下降影响, 公司综合毛利率为 53.71%, 同比降低 7.21 个百分点。分业务来看, ATM 销售业务毛利率为 49.85%, 同比降低 5.93 个百分点; ATM 合作运营业务毛利率为 54.45%, 同比降低 11.45 个百分点; ATM 融资租赁业务毛利率为 65.2%, 同比降低 10.24 个百分点。
- **期间费用率大幅下降, 带动公司净利润大幅增长。**为了扭转 2008 年因各项费用大幅增加导致的增收不增利的局面, 报告期内, 公司加强了各项费用的控制力度, 期间费用率同比降低 13.6 个百分点至 29.78%, 其中, 销售费用率为 13.13%, 同比降低 8.37 个百分点; 管理费用率为 14.31%, 同比降低 4.11 个百分点; 财务费用率为 2.35%, 同比降低 1.12 个百分点, 主要原因在于公司贷款规模下降, 同时银行贷款利率在低位运行, 公司利息支出有所减少。

- **ATM销售及合作运营业务盈利能力恢复情况较好。**首先是ATM销售业务，根据我们的测算，2008年下半年、2009年上半年及下半年公司ATM销售业务毛利率分别为52.3%、47.78%、53.01%，可以看出，目前公司已基本消化了2008年底以来ATM机销售价格持续下降所带来的不利影响；其次，对于公司ATM合作运营业务，2009年下半年以来，随着我国宏观经济的回暖，我国居民的消费能力已开始提升，公司该业务平均单机运营收入已大幅回升，毛利率随之大幅提高，根据公司披露的数据，第4季度单台年均收入已增至2.75万元（第1季度仅为1.96万元），合作运营业务当季毛利率已恢复至59.88%（第1季度仅为46%）。
- **公司未来看点：**1、未来几年我国ATM布放量尤其中小城市及农村地区布放量将快速增长，公司作为我国第二大ATM本土制造商，将成为一大受益者，值得我们关注的是，公司ATM产品线齐全，能够提供ATM产品销售、合作运营及融资租赁等多项服务，可以满足客户的多种需求；2、公司2009年成功募集资金4.73亿元，主要用于新增8,000台ATM合作运营设备的铺设，这为公司ATM合作运营业务未来几年的快速发展铺平了道路。
- 预测公司2010-2011年每股收益分别为0.54元、0.7元，根据公司3月24日16.65元的收盘价计算，对应的动态市盈率分别为31倍、24倍，鉴于我们看好公司未来发展，维持公司“增持”投资评级。

图表：御银股份盈利预测（单位：万元）

单位：万元	2008	2009	2010E	2011E
一、营业收入	34,435	45,272	62,005	79,310
营业收入增长 (%)	40.90%	31.47%	36.96%	27.91%
主营业务毛利率 (%)	60.91%	53.71%	57.69%	57.43%
二、营业总成本	29,565	36,012	47,073	59,586
其中：主营业务成本	13,459	20,958	26,232	33,762
营业税金及附加	1,169	1,394	1,860	2,379
资产减值损失	-1	177	200	200
期间费用	14,939	13,483	18,781	23,245
其中：销售费用	7,403	5,942	8,681	10,945
管理费用	6,340	6,476	9,301	11,500
财务费用	1,196	1,065	800	800
期间费用率 (%)	43.38%	29.78%	30.29%	29.31%
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	62	1	1
三、营业利润	4,870	9,321	14,933	19,725
营业利润增长 (%)	-11.31%	91.41%	60.20%	32.09%
营业利润率 (%)	14.14%	20.59%	24.08%	24.87%
加：营业外收入	1,818	1,576	1,900	2,000
减：营业外支出	79	151	150	150
四、利润总额	6,609	10,746	16,683	21,575
利润总额增长 (%)	-1.76%	62.59%	55.25%	29.32%
减：所得税	569	1,665	2,247	2,966
实际所得税率 (%)	8.61%	15.49%	13.47%	13.75%
五、净利润	6,040	9,082	14,435	18,609
净利润增长 (%)	1.13%	50.35%	58.95%	28.91%
其中：归属母公司所有者净利润	6,040	9,082	14,435	18,609
母公司净利润增长 (%)	1.07%	50.35%	58.95%	28.91%
净利润率 (%)	17.54%	20.06%	23.28%	23.46%
少数股东损益	0	0	0	0
基本每股收益 (元/股)	0.41	0.34	0.54	0.70
每股净资产 (元/股)	2.78	2.20	2.74	3.44
净资产收益率 (%)	14.56	15.61	19.88	20.40

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518040
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014