

湘财证券研究所
TMT 研究小组
李 莹

SAC 执业证书编号

S0500208070141

Tel: 021-68634510-8273

Email: ly2573@xcsc.com

联系人:
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

公司评级

本次评级	买入
上次评级	无

3~6 个月目标价 18.8 元

收盘价 (10.09.08)	14.57
总股本 (百万)	264.95
流通股本 (百万)	78.38
流通市值 (亿)	11.42

相关研究报告
□ 事件

我们于近日对公司进行了调研，与董秘及财务总监就公司基本面进行了访谈。

□ 偶然因素导致中报业绩下滑，全年营收高速增长仍然能够保证

我国ATM市场发迹于上世纪80年代末，高速发展期为2000年前后。目前一线品牌基本上被国外厂商如NCR、Diebold、Wincor垄断。一般来讲，一台ATM设备的使用寿命为8年左右，目前已经逐渐进入到更新换代的阶段，这为国内一线品牌如广电运通、御银股份提升市场空间带来了难得机遇。上半年公司收入同比仅增长1%，主要是受广州市农村信用社ATM采购时间推迟的影响，但该订单会在下半年确认收入。从总量上来讲，今年在ATM整机出货量上仍然有望维持25%左右的同比增速。

□ 合作运营业务先发优势、规模优势明显，进入壁垒显著

公司的ATM合作运营业务是最大的看点，兼具规模、客户资源、成本等诸多优势。我们始终认为，ATM独立运营市场类似于渠道商，布放地点的选择和投放数量的决策非常重要。而布放地点是一种稀缺资源，一旦有运营商占据了有利的位置并投放了合适数量的ATM，则竞争对手很难进入，即使投放ATM后也难以盈利。公司的先发优势非常明显，预计今年合作运营的ATM数量能够达到接近8000台，占整个市场份额的约25%，为全国第一。在ATM销售和运营方面，公司的优势市场是广大的三线城市及农村，客户主要是农行、邮储和农村信用社。惠农政策的深入有利于提高农村消费水平，增加上述地区对ATM产品及服务的相关需求。此外，公司运营用ATM产品均为自主品牌，和其他运营商相比能够有效控制成本，稳定毛利空间。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司10~12年EPS为0.44、0.54和0.65元。赋予公司35倍PE，对应2011年EPS的目标价为18.8元，给予“买入”评级。股价的催化剂有ATM运营投放数超预期、出钞模块研发成功。

□ 风险提示

毛利率下降速度超预期等。

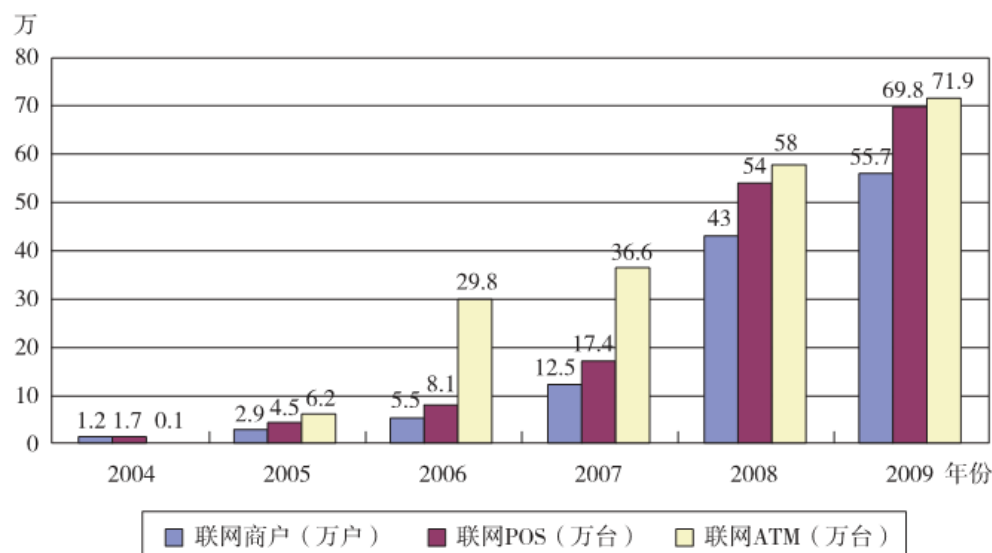
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	453	566	717	880
收入同比(%)	31%	25%	27%	23%
归属母公司净利润	91	118	142	173
净利润同比(%)	50%	30%	21%	22%
毛利率(%)	53.7%	51.6%	51.1%	50.3%
ROE(%)	9.3%	10.7%	11.5%	12.3%
每股收益(元)	0.34	0.44	0.54	0.65

2010 年 ATM 整机出货量有望超越行业平均水平

公司中报业绩差强人意，收入仅比去年同期增长1%，利润总额减少3.2%。主要原因是广州市农村信用社ATM采购时间推迟的影响，但该订单会在下半年确认收入。从总量上来讲，今年在ATM整机出货量上仍然有望维持25%左右的同比增速。

国外ATM市场经历40余年的发展，已经进入成熟期。尤其是96年以后独立ATM销售商的崛起，加速了从成长期到成熟期的过程。我国ATM市场发迹于上世纪80年代末，高速发展期为2000年前后。国外品牌大量的进入使得我国ATM市场蓬勃发展。虽然一线品牌基本上被国外厂商如NCR、Diebold、Wincor垄断，但外资的进入使得我国ATM产业链快速成长，为后来国产品牌的崛起铺平了道路。一般来讲，一台ATM设备的使用寿命为8年左右，目前已经逐渐进入到更新换代的阶段，这为我国ATM厂商重新划分市场蛋糕创造了难得的机遇。国内一线品牌如广电运通、御银股份有望借此机会提升市场空间。

图 1 我国联网 ATM 数量持续增长



资料来源：中国银联

合作运营业务先发优势、规模优势明显，进入壁垒显著

公司的ATM合作运营业务是最大的看点，兼具规模、客户资源、成本等诸多优势。在国外，拥有ATM数量最多的不是银行而是独立运营商，其创造了ATM市场60%以上的收入。由于独立运营商对于选址有较为丰富的经验，所以在商场、超市、便利店、加油站等人群消费较为集中的地区均有布点，且收费种类较国内仅收跨行手续费比更为丰富。由于银行业体制的问题，国内的ATM合作运营市场启动较晚。大银行提供ATM服务主要的目的是减轻柜台压力，较少地考虑以ATM作为盈利的手段，这给独立运营商创造了生存的空间。

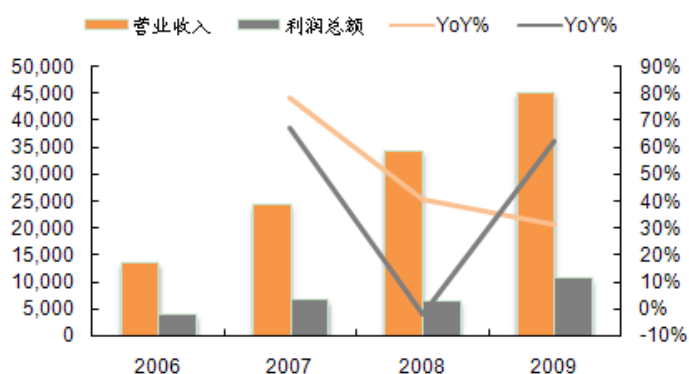
我们始终认为，ATM独立运营市场类似于渠道商，布放地点的选择和投放数量的决策非常重要。而布放地点是一种稀缺资源，一旦有运营商占据了有利的位置并投放了合适数量的ATM，则竞争对手很难进入，即使投放ATM后也难以盈利。公

司的先发优势非常明显，预计今年合作运营的ATM数量能够达到接近8000台，占整个市场份额的约25%。

公司的ATM产品虽属二线品牌，但在邮政储蓄、农村信用合作社中有广泛的客户基础。我们认为，随着惠农政策执行的深入，农村市场消费有较大的升级空间，村镇ATM市场将成为蓝海。且上述地区各银行网点覆盖率不高，而居民消费以现金为主，跨行取现的比例相对较高，能够有效提高上述地区ATM运营的毛利率水平。

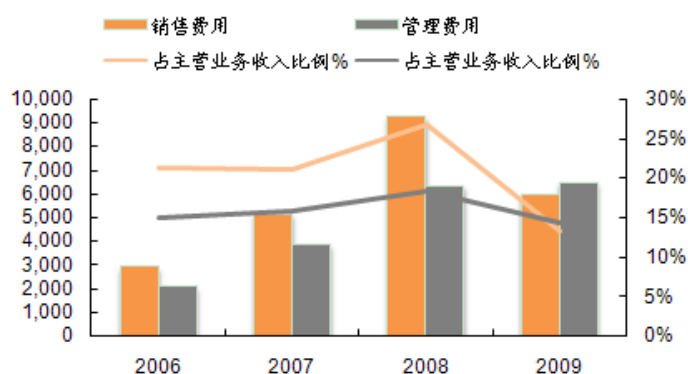
公司运营用ATM产品均为自主品牌，和其他运营商相比能够有效控制成本，进一步提升竞争力。

图 2 主营业务收入及增长率



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

图 3 费用情况及占比



资料来源：公司公告，湘财证券研究所

盈利预测与估值

我们认为公司未来三年的营收增速为25.08%、26.66%和22.69%。综合毛利率为51.64%、51.06%和50.35%。10~12年EPS为0.44、0.54和0.65元。赋予公司35倍PE，对应2011年EPS的目标价为18.8元，给予“买入”评级。股价的催化剂有ATM运营投放数超预期、出钞模块研发成功。

风险提示

毛利率下降速度超预期等。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	601	766	823	953	营业收入	452.7	566.3	717.2	880.0
现金	365	517	552	629	营业成本	209.6	273.8	351.0	436.9
应收账款	63	94	99	140	营业税金及附加	13.9	17.4	22.1	27.1
其他应收款	15	18	23	29	营业费用	59.4	72.9	87.4	104.0
预付账款	17	20	27	33	管理费用	64.8	79.4	95.3	113.4
存货	98	95	96	96	财务费用	10.6	-3.0	6.6	6.6
其他流动资产	43	22	25	27	资产减值损失	1.8	2.2	2.7	3.3
非流动资产	521	516	569	615	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	25	20	22	21	投资净收益	0.6	0.0	0.2	0.2
固定资产	356	400	458	516	营业利润	93.2	123.5	152.3	188.8
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	15.8	15.0	15.0	15.0
其他非流动资产	139	95	89	77	营业外支出	1.5	0.0	0.0	0.0
资产总计	1121	1282	1392	1568	利润总额	107.5	138.5	167.3	203.8
流动负债	111	190	195	233	所得税	16.6	20.8	25.1	30.6
短期借款	31	47	42	44	净利润	90.8	117.7	142.2	173.2
应付账款	15	43	45	60	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	66	100	108	129	归属母公司净利润	90.8	117.7	142.2	173.2
非流动负债	32	-5	-41	-77	EBITDA	154.0	168.3	218.6	269.3
长期借款	0	-33	-70	-105	EPS (元)	0.34	0.44	0.54	0.65
其他非流动负债	32	28	29	29	主要财务比率				
负债合计	143	185	154	156	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	265	265	265	265	营业收入	31.5%	25.1%	26.7%	22.7%
资本公积	518	518	518	518	营业利润	91.4%	32.5%	23.4%	24.0%
留存收益	196	313	456	629	归属于母公司净利润	50.3%	29.6%	20.8%	21.8%
归属母公司股东权益	978	1096.19	1238.41	1411.65	获利能力				
负债和股东权益	1121	1282	1392	1568	毛利率(%)	53.7%	51.6%	51.1%	50.3%
现金流量表					净利率(%)	20.1%	20.8%	19.8%	19.7%
单位:百万元					ROE(%)	9.3%	10.7%	11.5%	12.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	15.2%	18.0%	21.8%	24.4%
经营活动现金流	30	190	200	241	偿债能力				
净利润	91	118	142	173	资产负债率(%)	12.7%	14.5%	11.1%	10.0%
折旧摊销	50	48	60	74	净负债比率(%)	21.69%	16.15%	-11.39%	-31.75%
财务费用	11	-3	7	7	流动比率	5.40	4.02	4.23	4.10
投资损失	-1	0	-0	-0	速动比率	4.51	3.52	3.73	3.68
营运资金变动	-122	25	-9	-15	营运能力				
其他经营现金流	1	2	0	3	总资产周转率	0.49	0.47	0.54	0.59
投资活动现金流	-103	-40	-110	-126	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	88	65	103	124	应付账款周转率	7.07	9.51	7.99	8.32
长期投资	-15	-5	2	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-29	20	-5	-3	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.44	0.54	0.65
筹资活动现金流	322	2	-54	-39	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.72	0.76	0.91
短期借款	-49	16	-5	2	每股净资产(最新摊薄)	3.69	4.14	4.67	5.33
长期借款	-46	-33	-37	-36	估值比率				
普通股增加	116	0	0	0	P/E	42.51	32.80	27.14	22.28
资本公积增加	357	0	0	0	P/B	3.95	3.52	3.12	2.73
其他筹资现金流	-56	18	-12	-5	EV/EBITDA	23	21	16	13
现金净增加额	249	152	36	76					

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。