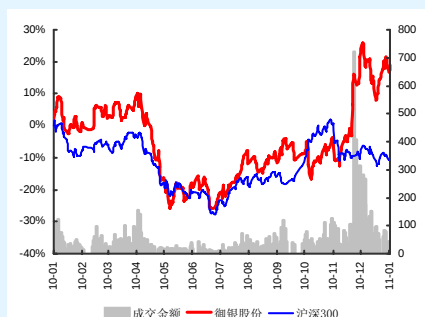


御银股份（002177）公告点评

——未来发展继续看好

基本数据	2011-01-11
收盘价（元）	18.56
市盈率	47.6
市净率	4.69
股息率（分红/股价）	——
每股净资产（元）	3.96
资产负债率%	7.92%
总股本（亿股）	2.65
流通A股（亿股）	2.65
流通A股市值（亿元）	49.18

一年内股价走势：



相关研究：

1. 《御银股份调研简报：销售与运营两翼发展》2010-11-26
2. 《御银股份点评：股权激励将推动公司业绩释放》2010-12-02

研究员：冯福来

执业证书：S0270209110081

电话：020-37865166

EMAIL: fengfl@wlzq.cn

报告日期：2011-01-11

事件：公司1月10日发布公告：公司收到中国邮政集团采购签约通知书，预计中国邮政向公司采购ATM取款机、存取款一体机设备采购总金额约为人民币9,990万元。

投资要点：

- **ATM中标金额和品种都不断向好。**从中标金额方面来看，2010年中国邮政集团与公司签订的采购金额为6834.6万元，同比大幅增长46.17%；从中标品种方面，公司的存取款一体机销售出现重大突破，而以前公司不论是ATM销售、ATM运营还是ATM融资租赁都是取款机，这充分说明公司的技术研发水平上升到一个新的水平，有利于提高公司ATM销售业务的盈利能力。
- **ATM合作运营业务依然维持业绩拐点来临的观点。**公司非公开增发募集资金新布放的ATM合作运营机的收入仍然处于成长期，尚未进入稳定盈利期，我们保守预计2012年开始新布放的ATM合作运营机逐渐开始进入稳定盈利期。我们维持以前观点，我们认为公司ATM合作运营业务业绩拐点已经来临，未来将ATM合作运营业务收入重新走入快车道。
- **ATM融资租赁业务今年开始发力。**公司2010开始加大对于ATM融资租赁业务的市场开发力度，并且重点发展现金循环机，这样不断能够进一步满足银行的需求，而且还能提高公司的盈利能力。公司ATM融资租赁业务开始发力，未来在公司全部营业收入的比重会不断提高。
- **盈利预测与投资评级：**我们坚持以前的观点，我们认为公司已经进入一个新的业绩拐点，我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.43元、0.78元和1.13元，动态PE分别为43.16、23.79和16.42，我们给予公司“强烈推荐”评级。

1. ATM中标金额和品种都不断向好

中国邮政集团是公司两大客户之一，是公司 ATM 销售收入的重要来源之一。公司预计 2011 年中国邮政将向公司采购 ATM 取款机、存取款一体机设备采购总金额约为人民币 9,990 万元，不论是从中标金额还是从中标品种方面都有重大突破。从中标金额方面来看，2010 年中国邮政集团与公司签订的采购金额为 6834.6 万元，同比大幅增长 46.17%；从中标品种方面，公司的存取款一体机销售出现重大突破，而以前公司不论是 ATM 销售、ATM 运营还是 ATM 融资租赁都是取款机，这充分说明公司的技术研发水平上升到一个新的水平，有利于提高公司 ATM 销售业务的盈利能力。

2. ATM合作运营业务依然维持业绩拐点来临的观点

经过几年的高速发展，公司 ATM 合作运营业务的增长在 2009 年开始放缓，增长速度下降到个位数。我们认为主要是两方面的原因造成的，一方面是因为公司 2008 年和 2009 年分别新增上线的合作运营 ATM 机数量比较高，分别达到 2115 台和 1246 台，而这些新上线的 ATM 机需求 9-24 个月不等的时间才能够达到稳定的盈利期；另外一方面是因为公司加大对于河北、山西等非珠三角地区市场的开拓，这些地区由于地理环境及经济发展水平的原因，导致 ATM 合作运营的平均收益水平要低于珠三角地区。

2009 年公司通过非公开增发募集资金 4.7 亿元，准备在珠三角地区、长三角地区、环渤海地区及其他经济发达地区布放 8000 个 ATM 终端，在全国范围内扩建 ATM 运营网络。截止 2010 年 10 月 31 日，公司已经累计投入 10517.59 万元，完成计划总投资的 21.25%，剩下的募集资金中有 27889 万元公司准备转投向市场风险更低和收益更稳定的融资租赁业务，其余的资金 8883.63 万元继续投向 ATM 合作运营，公司预计未来一年内就能够完成全部的投放目标。公司非公开增发募集资金新布放的 ATM 合作运营机的收入仍然处于成长期，尚未进入稳定盈利期，我们保守预计 2012 年开始新布放的 ATM 合作运营机逐渐开始进入稳定盈利期。

我们维持以前观点，我们认为公司 ATM 合作运营业务业绩拐点已经来临，未来将 ATM 合作运营业务收入重新走入快车道。

3. ATM融资租赁业务开始发力

2009 年公司 ATM 融资租赁业务实现营业收入 5997 万元，所占全部营业收入的比重为 13.25%。公司 2010 年开始加大对于 ATM 融资租赁业务的市场开发力度，准备把 2009 年非公开发行募集资金中的 27889 万元改用来实施 ATM 融资租赁运营服务项目。相对于 ATM 合作运营而言，ATM 融资租赁业务收益风险基本可控，而且在合作年限内基本可以准确预测，即使在经济环境变化的情况下，也可有效的保证公司的运营服务收益，进一步降低企业的经营风险。公司计划两年内投放 3000 台融资租赁 ATM 设备，其中现金循环机 2000 台，单取款机 1000 台；投资时间方面按 2010 年 11 月至 2011 年 10 月计划投放 1250 台，2011 年 11 月至 2012 年 10 月计划投放 1750 台。本项目完成后，预计可实现总营业收入 82,080 万元，利润总额 45,472.21 万元。现金循环机（存取款一体机）对于银行而言具有存款功能，对于银行的作用远大于单纯的取款机，公司重点发展现金循环机融资租赁业务不断能够进一步满足银行的需求，而且还能提高公司的盈利能力。公司 ATM 融资租赁业务开始发力，未来在公司全部营业收入的比重会不断提高。

4. 盈利预测与投资评级

我们坚持以前的观点，我们认为公司已经进入一个新的业绩拐点，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.78 元和 1.13 元，动态 PE 分别为 43.16、23.79 和 16.42，我们给予公司“强烈推荐”评级。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	244.40	344.35	452.72	574.35	806.49	1149.00
减：营业成本	79.96	116.19	209.58	272.10	372.83	528.47
营业税金及附加	7.66	11.69	13.94	17.52	24.60	35.04
营业费用	51.47	92.42	59.42	73.23	102.58	144.77
管理费用	38.72	63.40	64.76	83.28	114.52	162.01
财务费用	8.55	11.96	10.65	-7.94	-12.59	-18.55
资产减值损失	3.13	-0.01	1.77	1.50	1.60	1.70
加：投资收益	0.00	0.00	0.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	35.00	47.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	54.91	48.70	93.21	134.66	237.94	342.55
加：其他非经营损益	12.37	17.39	14.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	67.28	66.09	107.46	134.66	237.94	342.55
减：所得税	7.55	5.69	16.65	20.20	30.44	44.33
净利润	59.73	60.40	90.82	114.46	207.50	298.22
减：少数股东损益	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	59.76	60.40	90.82	114.46	207.50	298.22
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	209.88	106.82	344.53	496.89	684.43	1026.31
应收和预付款项	91.80	70.60	95.01	102.77	129.00	147.76
存货	54.51	90.19	97.89	177.74	199.92	335.41
其他流动资产	0.00	0.00	43.09	43.09	43.09	43.09
长期股权投资	0.06	10.06	25.06	25.06	25.06	25.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	213.89	371.25	407.13	354.66	302.09	249.41
无形资产和开发支出	0.08	0.38	0.32	0.27	0.22	0.17
其他非流动资产	44.89	50.34	82.08	81.35	80.61	80.61
资产总计	615.10	699.64	1095.11	1281.84	1464.43	1907.84
短期借款	57.48	79.91	31.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	47.38	97.14	60.02	163.29	138.37	283.56
长期借款	52.29	45.61	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	66.26	62.21	25.61	25.61	25.61	25.61
负债合计	223.40	284.87	116.63	188.89	163.98	309.17
股本	74.57	149.14	264.95	264.95	264.95	264.95
资本公积	235.33	160.76	517.85	517.85	517.85	517.85
留存收益	81.75	104.87	195.68	310.15	517.65	815.86
归属母公司股东权益	391.65	414.77	978.48	1092.95	1300.45	1598.67
少数股东权益	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

股东权益合计	391.70	414.77	978.48	1092.95	1300.45	1598.67
负债和股东权益合计	615.10	699.64	1095.11	1281.84	1464.43	1907.84
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	10.46	144.68	30.74	174.72	139.24	275.64
投资性现金净流量	-108.06	-206.59	-102.82	0.00	35.00	47.00
筹资性现金净流量	297.28	-41.80	321.97	-22.36	13.29	19.25
现金流量净额	199.69	-103.71	249.88	152.36	187.53	341.89

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，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。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133