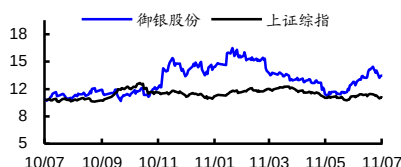


证券研究报告—动态报告
信息技术
IT 硬件与设备
御银股份(002177)
推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 1 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	344.4/203.4
总市值 (百万元)	4,570.6/2,699.4
沪深 300/深圳成指	2,708.78/12,085.92
12 个月最高/最低 (元)	21.61/10.77

相关研究报告:

《御银股份-002177-融资租赁业务实现突破, ATM 合作运营市场领先》——2011-1-10

《御银股份-002177-ATM 设备销售、运营双引擎驱动》——2010-8-13

《御银股份中报点评: 费用控制超出市场预期》——2009-7-29

《御银股份: 07 年 ATM 行业增长 60%》——2008-3-12

证券分析师: 段迎晟

电话: 0755-82130761-1835
 E-mail: duanyingsheng@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120014

联系人: 高耀华

电话: 0755-82130771
 E-mail: gaoyhua@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

半年报点评

业务模式创新, 业绩激增

●业务复苏, 业绩大幅增长

公司报告期内经营情况良好, 实现营业收入 4.26 亿元, 同比增长 77.33%; 净利润 1.14 亿元同比增长 101.16%。

由于合作运营投入的设备陆续产生效益, 业务大幅改善, 毛利率上升 7.84%; 主营业务综合毛利率上升 1.75%。

●抓住循环机需求大增的契机, 实现产品功能丰富和业务拓展

随着离行设备需求增加、ATM 设备的功能不断完善以及增加存款的效应, 循环机的需求大增。公司利用 ATM 的市场需求, 拓展中间业务功能, 实现部分充值、缴费、汇款等业务功能; 同时, 公司的 ATM 设备已经通过了 IC 卡测试的 PBOC/EMV level2 认证, 市场方面也取得积极拓展。

公司报告期内设备销售实现 2 亿元, 同比增长 37.57%; 以融资租赁方式销售的设备达 1.38 亿元。

此外, 公司在确保广东省内业务高速增长的同时, 广东省外收入达到 2.47 亿元, 同比增长 40.68%, 并成功突破上海市场, 在市场拓展方面取得良好成效。

●业务模式创新, 融资租赁取得较大成功, 合作运营开始恢复

公司在合作运营模式上的创新, 实现 1.38 亿元收入, 同比增长 594%, 加快了募投项目效益实现, 将在未来几年成为公司成长的重要动力; 而合作运营也逐步开始恢复。合作运营和融资租赁是公司长期的积累, 在设备选址上有较强优势, 在产品维护、技术服务方面也可以良好配套。

●成长性良好, 业务模式存在一定生命力, 维持“推荐”评级

公司 11 年业绩良好, 而行权条件较高的股权激励计划显示公司对于未来的信心, 融资租赁的业务创新和循环机需求的增加将促使公司的成长性, 预计公司 11-13 年 EPS 为 0.54 元、0.69 元和 0.82 元, 对应当前股价的市盈率为 25 倍、19 倍和 16 倍, 基于公司的成长性, 维持公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	452.72	468.20	875	1,160	1,397
(+/-%)	31.47%	3.42%	86.8%	32.6%	20.5%
净利润(百万元)	90.82	94.05	186	237	282
(+/-%)	50.35%	3.56%	97.8%	27.6%	18.7%
每股收益 (元)	0.34	0.35	0.54	0.69	0.82
EBIT Margin	26.07%	23.51%	22.8%	22.9%	22.8%
净资产收益率 (ROE)	9.28%	7.58%	13.3%	14.9%	15.8%
市盈率 (PE)	38.71	37.38	24.6	19.3	16.2
EV/EBITDA	21.09	20.82	20.2	15.6	13.0
市净率 (PB)	3.59	2.83	3.27	2.88	2.56

表 1: 主营业务收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1、融资租赁					
收入 (百万元)	59.97	78.99	283.54	390.67	496.49
--单取款机销量 (台)			417	583	700
--单取款机当期确认收入 (万元)			11.37	11.37	11.37
--循环机销量 (台)			833	1,167	1,500
--循环机当期确认收入 (万元)			27.29	27.29	27.29
毛利率	65.20%	60.33%	53.00%	51.00%	49.00%
2、合作运营					
收入 (百万元)	143.85	150.91	168.00	200.00	228.00
--运营数量 (台)	6,527		8,000	10,000	12,000
--平均单台收入 (元)	24365.61		21,000.00	20,000.00	19,000.00
毛利率	54.45%	48.47%	51.50%	51.00%	50.50%
3、产品销售					
收入 (百万元)	239.03	239.03	404.00	544.50	641.50
--单取款机销量 (台)			1,500.00	1,700.00	1,900.00
--单取款机单价 (万元)			8.80	8.50	8.50
--循环机销量 (台)			1,600	2,500	3,000
--循环机单价 (万元)			17.00	16.00	16.00
毛利率	49.85%	49.85%	53.00%	52.50%	52.00%
4、技术服务					
收入 (百万元)	7.55	7.55	12.00	15.00	20.00
毛利率	88.19%	88.19%	62.00%	62.00%	62.00%
5、其他业务					
收入 (百万元)	2.31	2.31			
毛利率	-57.87%	-57.87%			
公司经营情况总表					
主营业务总收入 (百万元)	450.41	464.36	867.54	1,150.17	1,385.99
--收入增长率%	30.80%	2.57%	86.83%	32.58%	20.50%
主营业务利润 (百万元)	243.25	251.26	458.36	596.41	704.40
营业成本/营业收入	46.0%	45.9%	47.2%	48.1%	49.2%
主营业务毛利率	54.0%	54.1%	52.8%	51.9%	50.8%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所预测

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	231	175	150	125
应收款项	134	264	381	517
存货净额	130	216	261	293
其他流动资产	57	31	41	49
流动资产合计	605	685	833	984
固定资产	474	675	907	1024
无形资产及其他	0	1	2	3
投资性房地产	390	390	390	390
长期股权投资	22	22	22	22
资产总计	1491	1773	2154	2424
短期借款及交易性金融负债	0	87	169	129
应付款项	33	86	145	213
其他流动负债	153	126	166	200
流动负债合计	185	299	480	542
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	65	75	85	95
长期负债合计	65	75	85	95
负债合计	251	374	565	637
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1241	1399	1589	1786
负债和股东权益总计	1491	1773	2154	2424

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.35	0.54	0.69	0.82
每股红利	0.01	0.08	0.14	0.25
每股净资产	4.68	4.06	4.61	5.19
ROIC	8%	13%	14%	15%
ROE	8%	13%	15%	16%
毛利率	54%	53%	52%	51%
EBIT Margin	21%	23%	23%	23%
EBITDA Margin	33%	28%	28%	29%
收入增长	3%	87%	33%	21%
净利润增长率	4%	98%	28%	19%
资产负债率	17%	21%	26%	26%
息率	0.1%	0.8%	1.4%	2.4%
P/E	37.4	24.6	19.3	16.2
P/B	2.8	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	24.1	20.2	15.6	13.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	468	875	1160	1397
营业成本	215	413	558	687
营业税金及附加	15	26	35	42
销售费用	66	114	145	168
管理费用	73	122	157	182
财务费用	(1)	(3)	2	3
投资收益	0	1	1	1
资产减值及公允价值变	(5)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	94	204	264	317
营业外净收支	14	15	15	15
利润总额	108	219	279	332
所得税费用	14	33	42	50
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	94	186	237	282

现金流量表（百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	94	186	237	282
资产减值准备	3	5	3	2
折旧摊销	57	45	65	81
公允价值变动损失	5	0	0	0
财务费用	(1)	(3)	2	3
营运资本变动	(288)	(148)	(61)	(62)
其它	(3)	(5)	(3)	(2)
经营活动现金流	(131)	83	241	300
资本开支	(122)	(251)	(301)	(201)
其它投资现金流	(10)	53	0	0
投资活动现金流	(129)	(198)	(301)	(201)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(2)	(28)	(47)	(85)
其它融资现金流	131	87	82	(40)
融资活动现金流	127	59	35	(124)
现金净变动	(133)	(56)	(25)	(25)
货币资金的期初余额	365	231	175	150
货币资金的期末余额	231	175	150	125
企业自由现金流	(267)	(184)	(72)	88
权益自由现金流	(135)	(95)	9	46

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn