

分析师: 王晓艳
证书编号: S0050208020106
Tel: 010 - 5935 5422
Email: yfzhangl@chinans.com.cn
地址: 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



顺应潮流、把握先机，高成长已成定局

——聚龙股份(300202)公司调研报告

投资要点

- **国内首创的人民币流通管理系统是公司保证高毛利率的竞争利器。**该系统配合清分智能处理终端使用，可以支持商业银行、现金中心的货币流通业务以及人民银行的监管。系统按清分终端数量收费，不仅提升了公司清分产品的附加价值与竞争能力，也将提升公司综合毛利率。
- **目前，要使用该系统必须购买公司清分产品与之配套。**为迅速占领软件系统的市场，公司将考虑对平台进行开放，接入更多厂商的清分设备。
- **公司综合解决方案配合央行新形势下的纸币流通管理，定价在商行承受范围以内。**目前，央行将流通管理的触角向银行柜台延伸，期望做到对货币流通信息的实时获取。公司的解决方案不仅满足央行的这一需求，也可以提升商业银行的资金使用效率，减少物流成本。
- **央行将使用政策工具达到转移清分成本、提升管理能力的目的。**
- **公司将借助管理系统与快速的客户需求响应能力战胜竞争对手。**公司主打的小型清分产品的最大竞争对手为“中钞信达”。作为民营企业，公司能根据客户需求做出快速响应，管理系统的推出就是一个很好的证明。
- **未来公司将有序地丰富人民币流通管理系统的功能。**公司将与央行、现金中心、商行一起共同丰富系统功能，增加该系统的用户粘性。
- **预计2011年内销售小型清分智能终端超过5000台、其他清分设备超过2500台、捆钞机超过3500台、ATM销售在50台左右。**
- **给予“买入”评级。**我们预计2011年至2013年，公司营业收入为2.4亿元、3.5亿元、5.3亿元；可实现归属于母公司所有者净利润6612万元、8997万元、1.26亿元；对应EPS为0.78元、1.06元、1.49元。给予“买入”评级。
- 公司有季节性波动、无法持续获得税收优惠及政府补贴的风险。

计算机设备 II

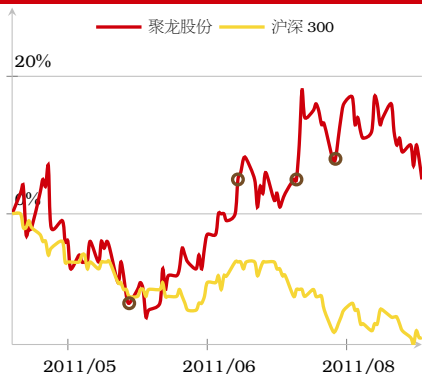
投资评级

本次评级	买入
跟踪评级	维持
目标价格	38

市场数据

市价(元)	27.19
上市流通A股(万股)	2120
总股本(万股)	8480
52周最高最低价(元)	31.4/21.8
上证指数	2460
深证指数	10686
2010年股息率	0%

52周相对市场表现



相关研究

2011-5-27	公司研究报告
《定位转变带来的爆发性增长已经来临》	
2011-7-5	收购三优公告点评
《整合积聚优势，收购彰显信心》	
2011-7-26	业绩快报点评
《主营业务增长符合预期，税费返还有些许滞后》	
2011-8-9	公司中报点评
《继续加强销售以应对市场爆发》	

联系人

张力 010 - 5935 5422
yfzhangl@chinans.com.cn

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	130	239	351	525
增长率(%)	40	83	47	50
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	40	66	90	126
增长率(%)	60	64	36	40
毛利率(%)	55	53	54	54
净资产收益率(%)	24	8	10	12
EPS(元)	0.63	0.78	1.06	1.49
P/E(倍)	45	36	27	19
P/B(倍)	11	3	3	2

资料来源: 公司年报, 民族证券

目录

一、人民币流通管理系统是保证公司高毛利率的竞争利器	1
1.1 人民币流通管理系统管理人民币流通	1
1.2 目前只能使用公司清分机与系统配套，其他厂商清分机在未来也可接入	1
1.3 在多家商行试用，已产生订单	2
1.4 目前还没有竞争对手开发出同类产品	2
1.5 管理系统将推动公司清分机市场份额的扩大以及综合毛利率的提升	2
二、清分设备与管理系统的销售将受益于新形势下的纸币流通管理	2
2.1 流通管理触角前伸推动清分设备走向柜台	2
2.2 使用管理系统将提升央行流通管理能力	3
2.3 央行将使用政策工具达到转移清分成本、提升流通管理能力的目的	3
2.4 管理系统也可实现商业银行对货币流通信息的使用	3
三、公司将借助管理系统与快速的客户需求响应打败竞争对手	4
四、挖掘并引导央行及商行需求是公司未来的目标	4
五、产能具备一定弹性，上半年新增产能主要为小型智能终端	5
5.1 清分机产能 2500 台（不含小型智能终端），捆钞机产能 8000 台	5
5.2 特定生产过程导致产能具有较大弹性	5
5.3 零部件生产部分可替换，清分机与捆钞机产能无法替换	5
5.4 预计上半年新增的小型清分智能终端产能超过 5000 台	5
六、盈利预测与估值	5
七、风险提示：季节性波动、无法持续获得政府补助	6

图目录

表目录

表 3.1 管理系统及客户需求的快速响应是公司与中钞信达的最大区别	4
表 6.1 对产量数据以及营业外收入的修正	6

一、人民币流通管理系统是保证公司高毛利率的竞争利器

在 2011 年 5 月 27 日发布的《定位转变与爆发性增长已经来临》中我们声称，借助人民币流通管理系统，公司已经从“金融机具生产商”转变成为“纸币流通物联网解决方案提供商”。公司的这一转变得到了用户的认可，软件系统在江苏和河北等地已形成试用和订单。**我们认为，人民币流通管理系统将是公司在未来竞争中的又一利器。**

1.1、人民币流通管理系统管理人民币流通

国内首创的人民币流通管理系统（以下简称“管理系统”）主要应用于人民银行、现金中心、银行网点的现金清分处理、号码识别及追踪、信息实时上传等，集身份认证、号码追踪、信息管理等功能于一体，与现金清分设备一起，共同形成基于金融物联网的人民币流通管理的行业应用解决方案，能够满足货币反假和流通管理的客观需要，对维护国家货币流通安全具有重大意义。

该系统基于新形势下的纸币流通管理需求，构建了以银行网点、现金中心、人民银行为主体的、以纸币及相关信息的采集、流转、分发为基础的业务支撑软件系统。

- **对于银行网点，管理系统在清分设备的辅助下实现以下功能：**

- 数据采集。
- 信息追溯。
- 网点 ATM 配钞。
- 相关信息上报（调拨款申请、残假币上报、新假币特征码登记上报）。

- **对于现金中心，管理系统可以帮助实现：**

- 痕迹查询。
- 信息上报（残假币上报、特征码代为上报、中心流通币分析上报）。
- 辖内 ATM 配钞物流管理。
- 款箱物流管理。

- **对于人民银行，管理系统可实现：**

- 假币管理（假币及受控币网上追溯；残假币销毁）。
- 统计分析（流通币累计态势分析、ATM 配钞态势分析、清分数据统计与分析）。
- 信息下发（假币特征码管理、中心钱款审批下发）。

1.2、目前只能使用公司清分机与系统配套，其他厂商清分机在未来也可接入

目前使用人民币流通管理系统必须购买公司的清分机产品与之配套。公司在售的所有清分机产品都可以接入该系统。未来，其他公司的清分产品也可以接入系统，但需要公司对其开放相关数据接口及传输协议。

1.3、在多家商行试用，已产生订单

目前，人民币流通管理系统在安徽、江苏、广东、河北、黑龙江等地均有试用，试用银行包括中国银行、中信银行、浦发银行、徽商银行、以及部分农商行；该系统在江苏已经产生订单。目前，国外用户也在就纸币流通管理系统与公司展开接触，公司将借此进一步打开国际市场。

1.4、目前还没有竞争对手开发出同类产品

目前，能生产符合《GB16999-2010》标准中“A类”清分机的厂家在10家左右。除聚龙股份外，暂时没有一家拥有相关软件系统与之进行配套、实现类似功能。

1.5、管理系统将推动公司清分机市场份额的扩大以及综合毛利率的提升

公司将按清分终端数量收取人民币流通管理系统的软件许可费用，若客户有定制开发的需要则按软件工程项目大小另行议价。高毛利率的软件产品的推出也将维持并提升公司目前的综合毛利率水平。

我们认为，人民币流通管理系统提升了清分设备的附加价值，提升了公司清分机产品的竞争优势。公司小型清分产品的市场占有率已达10%¹，具备了架设“人民币流通管理解决方案”的基础，管理系统的普及可以帮助拉动清分设备销售，扩大公司市场份额。

我们认为，现阶段公司将以管理系统迅速占领市场为要务，扩大使用者规模，提升用户粘性。按软件产品市场占有的一般规律，系统用户一旦形成规模，就会对其他厂商形成天然的屏障，先发优势将升级为排他性优势。另外，平台的开放性使得其他清分机用户也可享受到管理系统的好处，也将有助于这一优势的保持与提升。

二、清分设备与管理系统的销售将受益于新形势下的纸币流通管理

在2011年5月27日发布的《定位转变与爆发性增长已经来临》中我们提到了现有现金处理运行模式的诸多弊端与改革方向。此处我们再次重申，在目前的现金处理运行模式的转变中，前置的清分设备和管理系统已经成为了央行转移清分成本、履行流通管理职能的重要工具。

2.1、流通管理触角前伸推动清分设备走向柜台

从流通管理的角度来看，目前人民银行对金融机构的人民币流通的监管主要通过现场检查，在时间上、次数上、组织上都存在局限。信息化方面，目前仅有货币发行管理信息系统，仅能实现人民币现钞在调拨、销毁、发行基金出入库等方面的流动情况的实时记录。央行对当前券别结构状况、流通态势等相关管理信息无法及时获取，处在相对被动的状态。对于纸币流通的政策执行，主要依托各地分支机构对商业银行的“免费”二次清分。使用小型智能清分机可以将流通管理的信息获取终端前移，通过与管理系统的结合使用，可以使央行了解实时的流通管理信息；除此之外，柜台清分也可以减轻央行二次清分的负担。

¹数据来源：公司招股说明书。

从商业银行的角度来看，因为柜台不具备较高的鉴伪与清分能力²，目前商业银行普遍采用“收支两条线”的方式进行现金管理，带来了现金使用效率低下、内部流转过度等问题。“新国标 A 级”小型清分机的使用将提升柜台鉴伪、清分能力，提升银行资金使用效率，减少银行物流成本。

据调查，目前不具备清分功能的“新国标 A 级”点钞机售价在 4000-9000 元之间³，点钞机与清分机价格差距并没有想象的那么大。公司小型清分产品价格具有一定竞争能力，在银行承受范围以内。

2.2、使用管理系统将提升央行流通管理能力

清分机具的前置，将央行流通管理的触角伸到了银行柜台，假币信息、受控币信息、流通币面值信息、残损币信息等都可以在前端实时获取。通过管理系统将银行柜台的信息进行收集、处理后进行统计分析，可以有针对性的进行货币调拨、流通策略下发以及流通管理政策制定等。借助管理系统，央行可以更好的履行流通管理职能。

2.3、央行将使用政策工具达到转移清分成本、提升流通管理能力的目的

中国人民银行货币金银局牵头起草的《GB16999-2010》标准已于 2010 年 9 月 26 日发布，并已于 2011 年 5 月 1 日开始强制实施。目前虽没有正式文件，但央行已经开始要求商业银行配备的货币鉴别仪必须达到上述标准中“A 级”。另外，各地央行分支机构也开始通过行政手段要求辖内的商业银行配合新形势下的现金流通管理，如央行广州分行要求辖内商行配备能接入流通管理系统的清分设备；央行南京分行要求辖内商行清分设备需具备冠字号码识别功能；央行上海分行要求在十二五期间辖内商行柜台点钞机全部更换成为清分机等。

我们认为，央行正在使用政策工具将清分成本向商业银行转移，在提升柜台清分能力的同时，也正在借助信息化系统行使流通管理职能、提升货币流通管理效率。公司首创的人民币流通管理系统满足了央行的这一需求，支持了央行在现金流通方面的监管、分析与决策。

2.4、管理系统也可实现商业银行对货币流通信息的使用

管理系统也可以融入到商业银行的柜台业务中去。公司目前针对具体的业务需求开发相关功能，如公司针对某农商行的业务，使用清分设备与管理系统对柜员之间的现金拆借进行记录，解决了柜员间现金调拨与临时拆借没有记录的问题。

我们认为，商业银行也是管理系统的重要客户，在未来的具体项目实施中，公司将和商业银行共同探讨流通信息的使用，以此获取更多的软件需求，丰富管理系统功能，提升系统的用户粘性。

²未执行《GB16999-2010》A 级货币鉴别仪标准前，检出率在 60-70% 之间。

³我们问询了康艺、融和、中钞信达的部分产品价格。

三、公司将借助管理系统与快速的客户需求响应打败竞争对手

小型清分机是公司目前的主打产品，在该市场上，公司最大的竞争对手为“中钞信达”。中钞信达是中国印钞造币总公司⁴下属的中钞长城金融设备控股有限公司与深圳信达投资发展有限公司在原沈阳信达仪器仪表制造有限公司基础上进行资产重组后设立的、专门生产清分机、点钞机、复点机、纸币鉴别仪的企业。

目前，公司与中钞信达在小型清分机市场上竞争激烈。由于仪器仪表的相关背景，中钞信达在清分机电子部件方面颇具优势。就清分机产品而言，聚龙股份的优势在于机械结构方面；另外，聚龙股份首创的“人民币流通管理系统”提升了清分机产品的附加价值，更为贴近用户“机具信息采集+业务管理”的需要。而中钞信达没有类似的管理系统产品。

由于民营的背景，公司较中钞信达而言，可以更加快速地响应客户对清分设备以及软件产品的定制需求。其他相关比较可以参见表3.1。

我们认为，公司将借助人民币流通管理系统与快速的客户需求响应能力战胜对手。

表 3.1: 管理系统及客户需求的快速响应是公司与中国信达的最大区别

比较内容	聚龙股份	中钞信达	关于中钞信达的备注
技术优势	机械结构	电子部件	得益于其仪器仪表背景
传感器数量	10 种	11 种	
企业属性	民营	国有	中钞公司下属企业
海外销售	有	无	目前暂无海外销售
客户响应速度	较快	较慢	
其他重点产品	捆钞机	点钞机	点钞机产品多样
是否有软件系统进行信息管理	有	无	暂无类似于管理系统的产品

资料来源：民族证券

四、挖掘并引导央行及商行需求是公司未来的目标

未来，公司将**以人民币流通管理系统为契机，深入了解央行及商业银行的业务与发展思路，从政策层面、业务层面，自上而下地向现金流通的相关领域进行扩展，有次序地丰富人民币流通管理系统的功能，建立开放的接入平台，制定有竞争力的产品定价模式，为下一步高增长做好准备。**

机具生产方面，下一步，公司将按计划执行募投项目，扩充产能；也将对生产及装配工艺进行进一步的优化；同时，新设立的研发试制车间也将成为新型设备的孵化器，未来公司将会不断推出更小的、更符合业务需求的清分产品。

⁴中国印钞造币总公司是中国人民银行直属的法定从事人民币印制业务的大型国有独资企业。

五、产能具备一定弹性，上半年新增产能主要为小型智能终端

5.1、清分机产能 2500 台（不含小型智能终端），捆钞机产能 8000 台

公司在招股说明书中称 2008 年至 2010 年，公司 JL302 系列、JL303 系列、JL305 系列清分机产能为 2500 台；2008 年至 2010 年产能利用率为 56%、86%、89%；捆钞机产能为 8000 台；2008 年至 2010 年产能利用率为 52%、33%、30%；按公司公告的收购辽宁三优可行性研究报告中称，2011 年 ATM 机生产销售可达 50 台，收入为 400 万元。值得说明的是公布的清分机产能数据并不包括智能终端 JL3028。

5.2、特定生产过程导致产能具有较大弹性

公司的机具产品生产由零配件生产、装配、调试、扣盖装箱等工序组成。目前主要的瓶颈在零部件生产环节和装配环节。零部件生产环节需要技术人员与机床共同完成；装配环节则全部依靠员工对零部件进行手动组装⁵，生产过程中人的参与较多，产能弹性较大。目前公司已通过增加员工数量、添置机床设备、调整班制、延长工作时间等方式扩充产能。

公司软件产品的生产目前没有明显产能限制。

5.3、零部件生产部分可替换，清分机与捆钞机产能无法替换

据调研得知，公司不同机具的零部件生产产能可以替换，但是清分机装配、调试与捆钞机装配、调试人员属于不同的工种，在产品生产过程中不能互换。

5.4、预计上半年新增的小型清分智能终端产能超过 5000 台

公司 2010 年底生产人员 191 人，目前已增加至 300 余人。公司 2010 年底生产设备净值 1067 万元，上半年新购生产设备 20 余台，累计投入 1000 余万元。按上述人员与设备投入、考虑“两班倒”的班制、小型清分智能终端产品复杂度等因素，可以粗略推算，目前小型智能终端产能已超过 5000 台。

我们预计，2011 年全年，公司小型清分智能终端销售将超过 5000 台，其他清分机销售将超过 2000 台；捆钞机销售预计在 2800 台左右。

六、盈利预测与估值

相关市场估算与基于市占率的预测请参见 2011 年 5 月 27 日发布的《定位转变与爆发性增长已经来临》。此处，按本次调研结果，对产量以及营业外收支相关数据进行微调，微调后的结果可以参见表 6.1。

我们预计 2011 年至 2013 年，公司营业收入将达到 2.4 亿元、3.5 亿元、5.3 亿元，增长率为 83%、47%、49%。归属于母公司净利润将达到 6612 万元、8997 万元、1.26 亿元，

⁵公司生产的清分机一般有 3000 多个零部件，其中 70% 左右的零部件自行生产。

其增长率将达到 64%、36%、40%；对应 EPS 为 0.78 元、1.06 元、1.49 元。给予“买入”评级。

需要说明的是，对净利润增速影响较大的营业外收入变动，特别是政府补助的部分，由于相关资料缺乏，所以我们对 2012 年及 2013 年该部分收入预测的较为保守，这也拉低了 2012 年、2013 年的净利润增长率。

表 6.1: 对产量数据以及营业外收入的修正

JL3028 智能终端	2010	201106	2011E	2012E	2013E
毛利率 (%)			48	49	50
销售量 (台)			5300	10000	18000
销售收入 (万元)			9540	18000	32400
其他清分机	2010	201106	2011E	2012E	2013E
毛利率 (%)	62		65	66	67
销售量 (台)	2101		2000	2400	2900
销售收入 (万元)	8742		10028	12610	15350
捆钞机	2010	201106	2011E	2012E	2013E
毛利率 (%)	42	40	39	38	37
销售量 (台)	2740		2800	3000	3300
销售收入 (万元)	2849	2328	2878	3035	3324
营业外收入	2010	201106	2011E	2012E	2013E
政府补助 (万元)	1004	491	800	600	400
软件退税 (万元)	1079	0	1074	1578	2362
总计 (万元)	2113	494	1874	2178	2762

资料来源：民族证券

七、风险提示：季节性波动、无法持续获得政府补助

公司收入存在季节性波动的风险，无法持续获得税收优惠以及无法持续获得政府补贴的风险。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	140	746	794	854
现金	59	593	570	518
应收账款	33	61	89	133
其他应收款	2	4	6	9
预付账款	6	11	16	23
存货	40	78	113	169
其他	0	1	1	1
非流动资产	67	123	176	261
长期投资	6	6	6	6
固定及无形资产	61	117	170	255
其他	0	0	0	0
资产总计	207	869	971	1115
流动负债	37	30	38	49
短期借款	15	15	15	15
应付账款	16	5	7	11
其他	6	10	15	23
非流动负债	5	9	14	20
长期借款	0	0	0	0
其他	5	9	14	20
负债合计	42	40	51	69
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	165	829	919	1045
负债和股东权益	207	869	971	1115

现金流量表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	64	-7	38	48
净利润	40	66	90	126
资产减值损失	-1	2	2	3
折旧摊销	5	10	14	22
公允价值变动收益	0	0	0	0
财务费用	2	-5	-3	0
投资损失	0	0	0	0
营运资本变化	17	-80	-66	-103
递延税款变化	0	-0	-0	-0
投资活动现金流	-17	-66	-68	-106
资本支出	-13	-66	-68	-106
其他投资	-4	0	0	0
筹资活动现金流	-10	607	8	7
短期借款	-8	4	4	7
新发股份	0	598	-0	-0
分红	0	0	0	0
少数股东融资	0	0	0	0
财务费用	-2	5	3	0
现金净增加额	37	534	-23	-52

利润表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	130	239	351	525
营业成本	58	111	162	243
营业税金及附加	1	2	3	5
销售费用	22	39	58	87
管理费用	24	33	49	73
财务费用	2	-5	-3	0
资产减值损失	-1	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	24	55	79	113
利润总额	45	74	100	141
所得税	5	8	10	15
净利润	40	66	90	126
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	66	90	126
EBITDA	31	60	90	135
EPS (元)	0.63	0.78	1.06	1.49

主要财务比率

	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力 (增长率)				
营业收入	40%	83%	47%	50%
营业利润	54%	129%	43%	44%
归属母公司净利润	60%	64%	36%	40%
获利能力				
毛利率	55%	53%	54%	54%
净利率	31%	28%	26%	24%
ROE	24%	8%	10%	12%
ROIC	19%	17%	18%	18%
偿债能力				
资产负债率	20%	5%	5%	6%
净负债比率	-23%	-69%	-59%	-46%
流动比率	3.8	24.5	21.1	17.4
速动比率	2.7	21.9	18.1	14.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.4	0.4	0.5
应收帐款周转率	3.5	5.1	4.7	4.7
应付帐款周转率	4.0	10.8	24.0	24.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.6	0.8	1.1	1.5
每股经营现金	1.0	-0.1	0.4	0.6
每股净资产	2.6	9.8	10.8	12.3
估值比率				
P/E	44.8	36.2	26.6	19.0
P/B	10.9	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	56.6	30.7	21.0	14.5

资料来源：公司年报，民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来 6 个月内行业指数强于沪深 300 指数 5% 以上
	中 性	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间波动
	看 淡	未来 6 个月内行业指数弱于沪深 300 指数 5% 以上
股票投资评级	买 入	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
	增 持	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 至 20% 之间
	中 性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数波动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	减 持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 10% 以上

免责声明

本报告中的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。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁 泉	010 - 5935 5995	136 7107 2405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010 - 5935 5762	134 2622 5346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010 - 5935 5412	158 0139 8822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010 - 5935 5897	137 0100 2591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010 - 5935 5950	139 1157 1192	yaol@chinans.com.cn