

分析师: 王晓艳
证书编号: S0050510120012
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)



市场空间重估，高成长持续性延长

——聚龙股份(300202)公司研究报告

投资要点

- 我们认为，市场对公司所面临的清分市场空间明显低估。我们测算得到，公司面临的清分设备市场空间为210亿元，大于市场上大多数人认为的140亿元。
- 市场空间变大后，公司高成长持续性将延长，这意味着从成长性的角度，公司在2013年仍可享受30倍以上的估值；不会因为市场空间的限制而致使估值水平下降。
- 与市场的主要差异：市场认为柜台清分能力提升与现金中心清分能力提升存在互斥作用，商业银行只会二选一。而据我们的调查显示，“柜台清分+现金中心清分”将成为未来趋势，这是商行清分业务在全部门负载均衡的必然选择。另外，在估算时，我们调低了柜台清分机的价格。
- 支撑我们观点的主要理由：由于商行在现金收支中“柜台坐支”现象比较普遍；为提升流通中的货币整洁度，提升柜台反假能力，势必会加强柜台清分能力的提升；同时现金中心要对所有回笼券进行“完整券”与“残损券”的清分工作，平均1个现金中心服务约15个银行网点，压力较大，在提升自身清分能力的同时，也存在缓解清分压力、适当推向前台的需求。
- 点钞机产品推出顺应商行采购路径变化。在单一清分机产品下，公司面临的银行采购路径为“先现金中心清分，后柜台清分”；而在点钞机产品出现后，路径则转变为“先现金中心清分、同时增加柜台反假能力，后柜台清分”。这样为公司的销售收入提供了较大的增量部分。
- “假币零容忍”与“新国标实施”共同营造行业高成长氛围。今年适逢央行货币金银工作主管行领导更换，由马德伦更换为金琦；金琦在年初央行货币金银工作会议中提出“假币零容忍”和提高收付票面整洁度、实施现钞运营物流化管理的政策方向；在近期的货币金银系统制度建设会议上，金琦也表示了对当前货币金银政策执行力度的不满。同时，今年是《GB16999/2010》新国标实施的第一个采购季；未来三到五年，商业银行柜台上的所有点钞机都将更换为符合新国标的产品。这些都为公司所在行业营造了高成长的氛围。
- 给予“买入”评级。结合公司所在行业的高速增长态势，及实际销售的迅猛增长。维持2012年全年3.85亿的营收以及全年每股收益0.63元的判断。
- 风险提示：季节性波动、无法持续获得税收优惠及政府补贴。

计算机设备 II

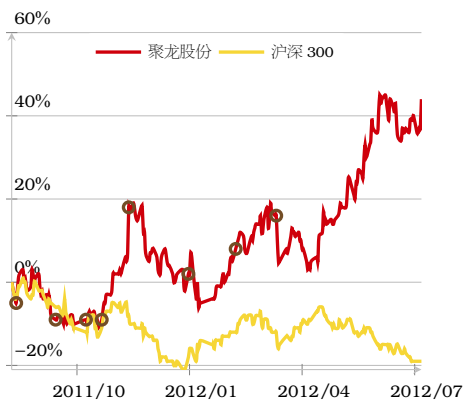
投资评级

本次评级	买入
跟踪评级	维持
目标价格	30

市场数据

市价(元)	21.12
上市流通A股(万股)	4240
总股本(万股)	16960
52周最高最低价(元)	40.0/18.7
上证指数	2133
深证指数	9077
2011年股息率	90%

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》	
2011-9-17	公司研究报告
《顺应潮流、把握先机，高成长已成定局》	
2011-10-10	获政府补贴公告点评
《向金融物联网企业转型成功》	
2011-11-17	公司动态点评
《人民币反假力度加大，公司迎来实质性利好》	
2012-1-9	公司动态点评
《2011年业绩略超出预期》	
2012-2-20	公司调研简报
《超预期业务初露端倪》	
2012-3-27	公司年报点评
《高速增长将持续》	

联系人

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

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	249	385	549	769
增长率(%)	92	55	43	40
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	70	107	147	211
增长率(%)	74	53	38	44
毛利率(%)	56	53	53	53
净资产收益率(%)	10	4	5	7
EPS(元)	0.90	0.63	0.87	1.25
P/E(倍)	23	34	24	17
P/B(倍)	3	1	1	1

资料来源：公司年报，民族证券

目录

一、人民币的流通过程及要求	1
1.1 人民币的闭环流通过程	1
1.2 央行和商行构建的双层滤网	1
1.3 央行业务要求：现金收支两条线、全额清分	2
二、人民币清分的现实情况与体系建设方向	2
2.1 商业银行清分能力不足，坐支现象普遍	2
2.2 央行清分能力不足，以清分残损券为主	2
2.3 强制推行将带来诸多问题	2
2.4 清分体系建设方向：主要清分工作向商行转移	2
三、现有的行业空间估算方法有待改进	3
3.1 以往的估算方法与核心假设	3
3.2 柜台清分与现金中心清分不互斥，反而互补	3
3.3 公司发布新产品，进入了新的行业	3
四、对公司所在市场空间的重估	4
4.1 市场空间测算：现金中心的清分机	4
4.2 市场空间测算：银行柜台的点钞清分设备	4
4.3 市场空间测算结论与说明	5
五、市场空间变更对公司股价的意义	5

图目录

图 1.1 人民币的闭环流通过程	1
------------------------	---

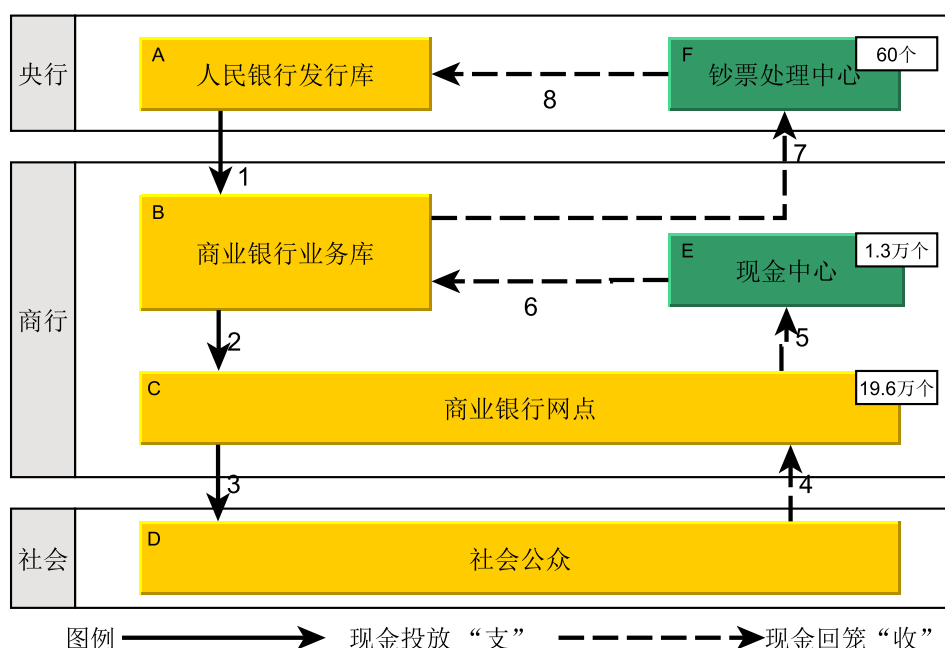
表目录

一、人民币的流通过程及要求

1.1、人民币的闭环流通过程

如图所示，人民币流通主要历经“货币投放”（图中“A1-B2-C3-D”）与“货币回笼”（图中“D4-C5-E6-B7-F8-A”）两个主要环节，参与者大致包含“人民银行发行库”、“央行钞票处理中心”、“商业银行业务库”、“商行现金中心”、“商业银行网点”以及“社会公众”等几类角色。假币的出现与货币的磨损绝大多数在社会公众流通环节中产生。

图 1.1: 人民币的闭环流通过程



资料来源：民族证券估算整理

为了保障流通中人民币的形象，商业银行和人民银行构筑了两层过滤网，在“货币回笼”的过程中，将“假币”与“不宜流通的人民币”挑出并销毁；进而保证向社会投放的人民币能达到“七成新”的标准。

1.2、央行和商行构建的双层滤网

在“货币回笼”的过程中，商业银行作为前端，履行着“第一次过滤”的职责，具体主要由各商行的“网点柜台”和“现金中心”配合完成，主要针对商业银行网点从社会公众上收的各类人民币券。商业银行将回笼券区分为“完整券”和“残损券”。

人民银行作为“银行的银行”履行着“第二次过滤”的职责，具体主要由分布于全国各地的超过 60 家“钞票处理中心”负责完成¹，主要针对商业银行上缴的回笼券。人民银行对“完整券”进行再次清分，并对“残损券”清分并销毁。

¹数据来源于 2008 年中国金融年鉴，其后未持续公布相关数据。

这就是所谓的“两次清分”。

1.3、央行业务要求：现金收支两条线、全额清分

现金收支两条线，即强制要求现金收支履行图中的“A1-B2-C3-D4-C5-E6-B7-F8-A”循环，禁止出现其他流通闭环。

进一步解释，从商行角度来讲，以“现金投放”为“支”、以“现金回笼”为“收”，商行不得将“收”到的现金，在未经央行处理的情况下“支”付给社会公众（从图中来看，意味着不得出现“C3-D4-C”闭环及“B2-C3-D4-C5-E6-B”闭环）。从央行的角度来讲，“现金收支两条线”意味着央行只投放“原封新券”或“经过清分的完整券”；回笼完整券不再投放而待命外运清分。

全额清分伴随着现金收支两条线产生，是指在央行层面，对商业银行上缴的完整券和残损券全部进行清分。

二、人民币清分的现实情况与体系建设方向

2.1、商业银行清分能力不足，坐支现象普遍

在实际操作中，由于网点柜台现金业务量较大，要求商行现金不得坐支，悉数上缴人行是很难做到的；据中国人民银行宝鸡市中支课题组的调查，2006年宝鸡市四大国有银行上缴人民币37.3亿元，内部现金收付量1000亿元左右，坐支比例超过96%；据我们最近对部分商行网点柜台调查结果，坐支现象是普遍存在的。

2.2、央行清分能力不足，以清分残损券为主

与此同时，由于央行自身清分能力的不足，央行要求系统内各分支机构做到全额清分也是不现实的。目前，钞票处理中心清分工作由原来主要清分“完整券”转为以清分“残损券”为主体。

2.3、强制推行将带来诸多问题

如果央行强制推行现金收支两条线，将会大幅提升现金压库比例，降低现金使用效率与流转速度，并增大自身清分压力，同时将增加运输成本及调运风险。

2.4、清分体系建设方向：主要清分工作向商行转移

从央行的角度来看，提升自己的现金清分能力，保障全国商业银行所有“回笼券”的清分需要投入大量的人员与资金。在遍布各地的发行库建设完毕后²，央行已经成为了商行的出纳，在此情况下，还要继续加大投入负责清点所有的钞券，必定要增加大量的人员及设备；央行不愿做出这样的选择。

目前实际情况是：央行使用行政手段，要求商业银行提高现金集中清分水平、加大清分机配置，配备专职人员；分批、分阶段推动商业银行回笼券清分工作；提高清分能

²央行目前已在全国累计建立1775个各级发行库，来源：《我国货币物流的现状分析》。

力，提高现钞处理机具性能。央行采取现场检查、暗访等形式定期、不定期对商业银行人民币收付业务开展监管，对残损人民币回收情况及各行被投诉情况定期通报。

最终，“全额清分”中的占绝大多数的“完整券”清分将转移至商业银行；而“残损券”的清分与销毁，特别是销毁，由央行来完成。

三、现有的行业空间估算方法有待改进

3.1、以往的估算方法与核心假设

目前，市场上对公司所在行业空间的测算以清分机为主，并且一般只以柜台用小型清分机为主测算；得出聚龙股份清分机所处行业空间约为 140 亿元。

市场认为柜台用小型清分机（JL3028）与现金中心用中型清分机（JL305）都是提升商业银行清分能力的，二者存在一定的互斥作用。在测算市场空间时使用较为容易获得的数据，即采用银监会年报公布的银行类金融机构网点数据，测算即可。

我们认为，柜台清分机与现金中心清分机之间不存在互斥作用；上述测算方法对公司所在的行业空间产生了明显低估。

3.2、柜台清分与现金中心清分不互斥，反而互补

通过前面的分析，我们认为，正是因为现金收付过程中“小闭环”的存在，所以商业银行不仅要提升现金中心的清分能力，也要提升网点柜台的鉴伪清分能力。

另外，相对于数量众多且位置分散的银行网点，现金中心数量较少、辐射半径有限；据我们测算，平均 1 个商行现金中心要服务 15 个银行网点³；为有效降低现金中心的清分压力、提升人民币流转效率、降低运输成本与人力成本，清分模式从目前两级模式向“柜台清分”、“现金中心清分”、“钞票处理清分”的三级处理模型转变可能性较大；这将使得清分机不仅走入现金中心，也将最终占领银行网点柜台。

虽然从公司的销售数据来看，目前商业银行方面的着力点仍在现金中心清分能力提升上，但我们相信，柜台清分也必将加强，三级处理模式是未来清分模式发展的方向与趋势。

3.3、公司发布新产品，进入了新的行业

今年是《GB16999-2010》标准正式实施的第一个采购季，标准的实施将带来点钞机行业大洗牌，未来 3 年，银行使用的点钞机将全部更换为符合新国标的产品。截止到 2012 年 8 月 6 日，共有 38 家点钞机企业获得点钞机生产许可证，其中 27 家具备 A 级点钞机生产能力⁴。

由于清分机的功能强于点钞机，公司对自有清分机产品的部分功能进行了精简，成功推出了 7 款 A 级点钞机与 1 款 B 级点钞机参与市场竞争。据公告显示，点钞机产品已经成功入围民生银行采购协议。

³具体对现金中心的测算逻辑请见后文。

⁴数据来源：国家质检总局。

公司产品结构正在发生改变。我们认为，对于柜台市场来说，公司将同时销售小型桌面清分机与 A 级或 B 级点钞机，但由于二者占领的是同样的柜台市场，所以在一段时间内存在着互斥作用，但我们认为最终柜台将会被清分机占据。而对于现金中心市场，公司仍将以中型清分机（JL303、JL305）为主打产品。

上述情况迫使我们对公司所面临的市场空间进行重新测算。

四、对公司所在市场空间的重估

4.1、市场空间测算：现金中心的清分机

据 2005 年 3 月发表的《我国货币物流的现状分析》，作者称我国人民银行发行库共存有总库 1 个、总行重点库 15 个、省分库 32 个、中心支库 335 个、支库 1393 个。我们将其对 2005 年我国行政区划进行对照，发现基本上每个省都存在一个省分库、每个地级市存在一个中心支库，平均两个县存在一个支库。

省分库及以下的发行库均对需要与商业银行发生实际业务往来。我们的前提假设如下：

a: 假设 5 家大型商业银行与每个省分库、中心支库、支库均存在一个现金中心进行业务对接；

b: 假设 12 家股份制商业银行与每一个省分库、中心支库均存在一个现金中心进行业务对接；

c: 假设 144 城市商业银行的均存在一个现金中心；

d: 假设其他银行业金融机构不设现金中心；

注释：上述银行类别及个数信息来自于 2011 年银监会年报。

e: 根据 a,b,c,d；可计算得到，商业银行现金中心数量为 13348 个；

f: 假设每个现金中心需要 8 台左右小型清分机（清分能力约为 700 捆/日，经验数据，按峰值配备）；

g: 假设小型清分机均价为 10 万元；

P: 根据 e,f,g；现金中心小型清分机市场空间约为 107 亿元。

4.2、市场空间测算：银行柜台的点钞清分设备

逻辑与以往计算小型智能终端市场空间类似。

h: 2010 年，我国有 19.6 万个银行业金融机构营业网点⁵；

i: 假设每个网点平均存有 4 个柜台；每个柜台配备一台 A 级点钞机或一部柜台清分机；

j: 假设 A 级点钞机均价 7000 元；

⁵数据来源：银监会 2010 年年报，2011 年年报并未继续公布银行业金融机构营业网点数量。

- k: 假设小型柜台清分机均价 13000 元⁶;
- Q: 根据 h,i,j; 银行柜台点钞机市场空间为 54.88 亿元;
- R: 根据 h,i,k; 银行柜台清分机市场空间为 101.92 亿元⁷;
- S: 根据 Q, R; 银行柜台的点钞清分设备市场空间在 55-102 亿之间。

4.3、市场空间测算结论与说明

综合上述 P 和 S; 聚龙股份公司清分点钞类产品面临的市场空间在 162-209 亿元之间。

五、市场空间变更对公司股价的意义

市场空间变大并不能给聚龙股份今年的业绩带来任何的帮助,但这将延长聚龙股份高速增长的可持续时间,这意味着,在 2014 年甚至 2015 年,从成长性的角度来看,公司可能仍将享受 30 倍以上的市盈率。另外,从 DDM 估值来看,公司高速增长持续时间延长将会增加公司股票内在价值。

⁶以往假设柜台清分机单品均价为 18000 元。

⁷此测算结果与以往测算的主要差异在于柜台清分机价格。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	644	2519	2642	2823
现金	498	2286	2310	2359
应收账款	62	95	136	190
其他应收款	9	15	21	29
预付账款	8	13	19	26
存货	66	109	156	217
其他	0	1	1	1
非流动资产	79	129	184	257
长期投资	0	0	0	0
固定及无形资产	77	127	180	252
其他	2	2	4	5
资产总计	723	2648	2826	3080
流动负债	49	75	104	144
短期借款	5	5	5	5
应付账款	23	38	55	76
其他	20	31	45	63
非流动负债	3	4	6	9
长期借款	0	0	0	0
其他	3	4	6	9
负债合计	52	79	111	152
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	671	2569	2716	2927
负债和股东权益	723	2648	2826	3080

现金流量表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	29	50	90	143
净利润	70	107	147	211
资产减值损失	0	1	1	1
折旧摊销	7	12	17	24
公允价值变动收益	0	0	0	0
财务费用	-4	-8	-5	0
投资损失	1	1	1	1
营运资本变化	-43	-62	-70	-93
递延税款变化	-2	-1	-1	-1
投资活动现金流	-19	-63	-72	-96
资本支出	-24	-62	-71	-95
其他投资	5	-1	-1	-1
筹资活动现金流	429	1800	7	2
短期借款	-12	2	2	2
新发股份	437	1808	0	0
分红	0	-17	0	0
少数股东融资	0	0	0	0
财务费用	4	8	5	0
现金净增加额	440	1788	24	49

利润表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	249	385	549	769
营业成本	110	181	258	360
营业税金及附加	3	3	5	7
销售费用	40	62	88	123
管理费用	47	73	104	96
财务费用	-4	-8	-5	0
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	-1	-1	-1
营业利润	52	72	97	181
利润总额	77	119	163	235
所得税	8	12	16	23
净利润	70	107	147	211
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	70	107	147	211
EBITDA	56	78	111	206
EPS (元)	0.90	0.63	0.87	1.25

主要财务比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力 (增长率)				
营业收入	92%	55%	43%	40%
营业利润	121%	37%	34%	85%
归属母公司净利润	74%	53%	38%	44%
获利能力				
毛利率	56%	53%	53%	53%
净利率	28%	28%	27%	27%
ROE	10%	4%	5%	7%
ROIC	24%	20%	20%	27%
偿债能力				
资产负债率	7%	3%	4%	5%
净负债比率	-73%	-89%	-85%	-80%
流动比率	13.2	33.7	25.3	19.6
速动比率	11.8	32.2	23.8	18.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.2	0.2	0.3
应收帐款周转率	5.3	4.9	4.7	4.7
应付帐款周转率	5.8	6.0	5.6	5.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.9	0.6	0.9	1.2
每股经营现金	0.5	0.3	0.5	0.8
每股净资产	7.9	15.1	16.0	17.3
估值比率				
P/E	23.5	33.6	24.4	16.9
P/B	2.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	23.4	17.1	11.8	6.1

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：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；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

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本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。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。