

研究所
证券分析师：孔令峰 S0350512090003
010-88576833-813 konglf@ghzq.com.cn

证券分析师：田庚 S0350514110001
010-88576936-809 tiang@ghzq.com.cn

清分机市场龙头试水转型

——聚龙股份（300202）研究报告

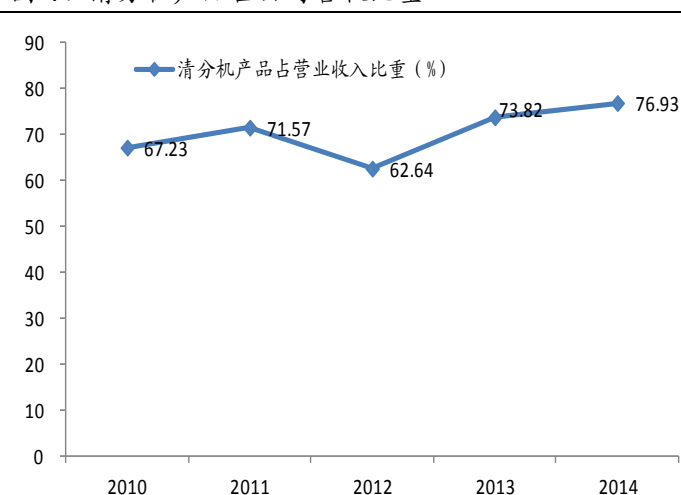
主要观点：

公司作为国内清分机行业龙头，历史业绩优异。清分机市场竞争逐渐激烈，公司通过研发新产品、拓展金融外包服务打开成长空间。近期在金融大数据和消费大数据布局加速，我们认为公司优势在于金融机具的制造能力以及丰富的现金流通过程管控经验，在渠道、流通相关领域尚未有明显动作，后续合作伙伴的选择、团队建设进展值得关注。

1. 国内清分机行业龙头，历史业绩优异

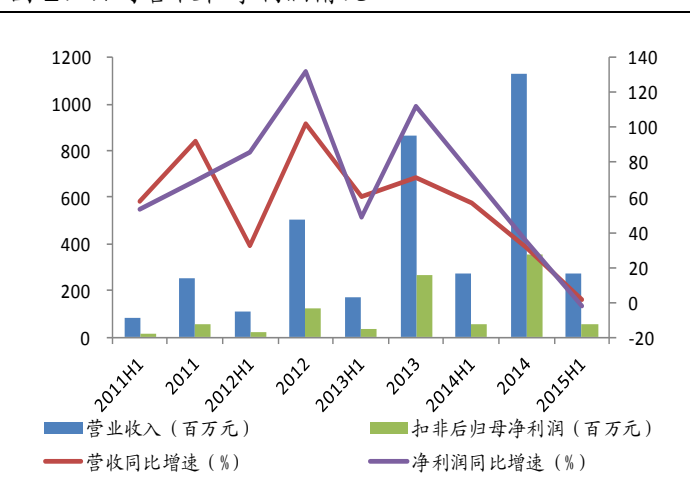
公司是专业从事金融机具研发、生产和销售的高新技术企业，产品涵盖纸币清分机、捆钞机、点钞机、扎把机和纸币鉴别仪等自动化处理设备。清分机作为公司的主要产品，近5年占营业收入的比重维持在70%左右。受益于央行“假币零容忍”、“现钞全额清分”等政策的全面实施，以及商业银行对于效率提升的需求，银行在网点、现金中心等场所大力增强了清分设备的配置数量和配置范围，国内清分机市场近年来维持高速增长。受益于此，公司历史业绩优异，近五年收入复合增速64.9%，净利润复合增速71.3%。目前清分机产品及服务在国内市场优势明显，产品多次入围中、农、工、建、交等商业银行总行，小型清分机市场份额在30%左右。

图 1、清分机产品占公司营收比重



资料来源：wind、国海证券研究所

图 2、公司营收和净利润情况



资料来源：wind、国海证券研究所

2. 新产品和金融外包服务稳步推进

小型清分机市场竞争加剧，产品存在一定降价风险。广电运通、新北洋等公司近年也开始进入小型清分机市场：新北洋今年5月份清分机设备入围中国邮政集团公开招标；广电运通2014年清分机实现1.8亿的收入，且清分机产品毛利率43.8%，低于公司57.1%的毛利率。竞争加剧导致产品价格下降是大概率事件，为了应对逐渐激烈的行业竞争，创造新的利润增长点，在除了小型清分机等传统产品之外，公司围绕商业银行前、后台现金智能处理、流

通管理领域发展主营业务，研发了系列现金处理新产品，如中型纸币清分机、全自动现钞清分环保流水线、金融物联网——人民币流通管理系统、硬币处理设备、自助柜员循环机、金库物流管理系统等，部分新产品已经进入市场推广阶段。

此外公司积极探索面向金融领域外包业务的服务模式，在清分外包、ATM配钞、ATM运营、押运、现金运营、物流信息化等业务领域拓展，目前已经在安阳、洛阳、忻州等地建立了清分外包服务中心。金融服务外包市场空间远大于清分机市场，同时能够满足商业银行新型网点对于安全和效率提升的运营需求。与竞争对手相比，公司的优势在于对清分流程，特别是银行业务外包涉及到的安全问题有比较深入的理解（公司是行业内唯一的国家金融安全及系统装备工程技术研究中心），而且通常选择与当地的人民银行合作，实现某个区域内的纸币统一清分。

3. 新版人民币发行利好产品销售，收入确认或有延期

人民银行定于今年11月12日起发行2015版第五套人民币100元纸币，部分清分机型号存在升级换代需求，实质利好公司产品销售。银行金融设备招标通常集中于四季度进行，而受到新版人民币发行影响，2015年设备招标和中标确认时间有所推迟，对公司年内业绩或产生一定负面影响。

4. 布局金融大数据、消费大数据动作加快

自2015年开始，公司在金融创新方向上布局明显提速，业务目标也不再局限于银行。2015年中报首次披露了正在研发的“智慧社区系统”以及“新一代综合自助缴费终端”，探索智慧社区；10月26日，聚龙股份与深圳乐怡通信科技有限公司合作签约，双方将“围绕社区金融、农村金融两个战略布局方向，投资设立公司，打造创新型硬件智能终端设备以及大数据技术软件服务的研发、生产、销售一体化平台”，深圳乐怡通信成立于2009年，产品系列涵盖金融通讯、消费类通讯和公共安全通讯，有丰富的移动信息化市场运营经验。预计面向社区、农村的智能终端设备会逐步进入市场推广阶段。

10月20日，公司公告拟使用自有资金1亿元投资成立聚龙融创（北京）信息科技研究院有限公司。聚龙融创将专注于“基于人民币流通管理系统的冠字号大数据开发及应用”和“研发消费流通领域的信息系统，逐步在消费品批发和零售领域挖掘深层次数据”两个方向，公司在金融大数据、消费大数据开发及应用领域有了落地载体。11月27日，公司与鞍山聚乐投资管理中心、周明等6位自然人共同出资设立聚龙通讯科技有限公司，注册资本500万元，公司持有60%股权。聚龙通讯将围绕社区金融、农村金融两个方向战略布局，打造创新型智能硬件设备研发、生产、销售一体化平台，围绕硬件终端功能提供软件开发及服务。

仅快消品一项国内收入规模在6万亿左右，且中间流通环节存在较大的整合空间，行业内尚未出现占有绝对市场份额的公司，聚龙股份优势在于智能终端的制造能力，在渠道、消费流通相关领域团队储备上尚未有明显动作，公司后续布局和进展值得关注。

5. 给予买入评级

预计公司2015-2017年EPS0.65元、0.76元、0.96元，对应PE52.4倍、44.8倍、35.6倍，给予“买入”评级。

风险提示：

新业务进展不达预期。

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	26.7%	20.9%	20.0%	20.5%	摊薄EPS	0.67	0.65	0.76	0.96
毛利率	53.0%	48.5%	45.6%	45.7%	BVPS (最新股本)	2.52	3.11	3.81	4.69
期间费率	23.7%	21.4%	21.5%	21.5%	估值				
销售净利率	32.6%	32.3%	29.1%	28.5%	P/E	50.8	52.4	44.8	35.6
成长能力					P/B	13.6	11.0	9.0	7.3
收入增长率	31.1%	-2.1%	29.8%	28.6%	P/S	16.6	16.9	13.0	10.1
利润增长率	35.9%	-3.1%	16.9%	26.0%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.64	0.52	0.54	0.56	营业收入	1133	1109	1440	1852
应收账款周转率	1.85	1.85	1.85	1.85	营业成本	533	571	784	1006
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	12	12	15	20
偿债能力					销售费用	134	132	171	220
资产负债率	21.2%	19.8%	21.2%	21.7%	管理费用	122	119	155	199
流动比	4.06	4.58	4.42	4.41	财务费用	(0)	(25)	(32)	(40)
速动比	3.52	4.06	3.89	3.88	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(3)	(3)
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	330	298	345	445
现金及现金等价物	647	1056	1343	1685	营业外净收支	77	96	116	136
应收款项	612	599	778	1000	利润总额	407	394	461	581
存货净额	197	215	295	379	所得税费用	37	36	42	53
其他流动资产	29	29	42	56	净利润	369	358	419	527
流动资产合计	1484	1899	2458	3120	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	216	177	145	119	归属于母公司净利润	370	358	419	528
在建工程	20	20	20	20	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	29	29	26	23	经营活动现金流	304	447	326	390
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	369	358	419	527
资产总计	1759	2136	2659	3292	少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	5	5	5	5	折旧摊销	19	46	38	32
应付款项	291	334	469	611	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1	8	14	23	营运资金变动	(84)	(55)	(413)	(471)
其他流动负债	68	68	68	68	投资活动现金流	(71)	38	32	26
流动负债合计	366	415	556	707	资本支出	(44)	38	32	26
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	7	7	7	7	其他	(28)	0	0	0
长期负债合计	7	7	7	7	筹资活动现金流	176	(31)	(36)	(45)
负债合计	372	422	563	714	债务融资	(30)	0	0	0
股本	550	550	550	550	权益融资	3	0	0	0
股东权益	1386	1713	2096	2578	其它	203	(31)	(36)	(45)
负债和股东权益总计	1759	2135	2659	3292	现金净增加额	409	454	323	370

【分析师承诺】

孔令峰，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收到任何形式的补偿。

田庚，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和征价。本公司及其本公司员工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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。