



## 金融服务主业升级, 速递易业务快速发展

### 投资要点

- **立足银行、社区金融服务, 业绩稳步增长。** 公司是国内领先的金融电子产品及服务提供商, 也是中国社区服务金融行业的龙头企业, 主营业务包括金融自助设备制造, 金融安防业务和金融外包业务。公司在金融电子设备和金融服务领域深耕细作、不断创新, 积累了丰富的技术和经验, 已经建立了国内密度最大的服务运营网络, 产品覆盖银行网点数万个。互联网时代 O2O 模式的热度、传统物理网点对客户的分流、社区银行服务外包市场的需求释放和银行的自动化趋势都对公司主营业务的发展起到了推进作用。2015年, 公司紧抓行业发展趋势, 深化服务升级, 并推出更多社区金融服务产品, 实现业务规模的进一步扩大。从业绩快报来看, 公司 2015 年营业收入约 14.4 亿元, 同比增长 14.64%; 归属于上市公司股东的净利润为 1563 万元, 同比下降 83.38%, 主要原因系公司进一步加大速递易网点的数量规模, 销售费用和管理费用增长所致, 主营业务规模和能力并未下降。
- **“速递易”成为未来利润新动力。** 速递易是公司打造的 24 小时快递自助服务中心, 致力于为广大业主提供快递代收货及临时寄存服务。随着电子商务的迅猛发展, 综合交通运输体系的不断优化, 我国快递行业的高速发展时期的到来, 速递易业务的市场需求广阔。在近两年内, 公司遵循“规模为王, 流量至上”的经营方针迅速抢占市场。截止 2015 年 9 月 30 日, 速递易业务布局已扩张到全国 79 个城市, 已签约协议网点 75,128 个, 布放网点 40,296 个。尽管业务开拓期投入较大, 速递易在 2015 年 1 月至 9 月已经实现了 1.85 亿元的收入。随着业务前期铺垫完成, 营运费用比例逐渐减少趋于稳定, 我们认为该业务将成为公司未来利润的主要推动力。
- **“虚拟银行”成为未来发展新平台。** 公司目前欲建设一个全生态的、基于互联网的、开放的社区服务平台, 通过集团式管理架构, 建设有远大目标和发展前景的资源平台和支柱业务。公司 17 年来为银行提供回单自助服务管理积累下的技术与经验, 能帮助公司把握以交易为核心的轻资产银行转型趋势。公司新型的线上线下 O2O 金融服务, 以速递易为代表的多维线下社区流量入口, 及正在打造的大众创业创享平台对企业资源的汇集, 都为“虚拟银行”平台未来的增长提供了流量支持和客户资源。
- **估值与评级。** 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.03 元、0.26 元和 0.36 元, 给予 2016 年 100 倍 PE, 目标价为 26 元, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险; 新业务拓展或不及预期风险。

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1256.37	1440.88	1800.04	2318.61
增长率	39.85%	14.69%	24.93%	28.81%
归属母公司净利润(百万元)	94.05	15.60	117.09	159.80
增长率	8.64%	-83.41%	650.61%	36.48%
每股收益 EPS(元)	0.21	0.03	0.26	0.36
净资产收益率 ROE	5.77%	0.96%	6.73%	8.59%
PE	108	649	86	63
PB	6.15	6.22	5.82	5.44

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

分析师: 文雪颖

执业证号: S1250514060001

电话: 023-67909731

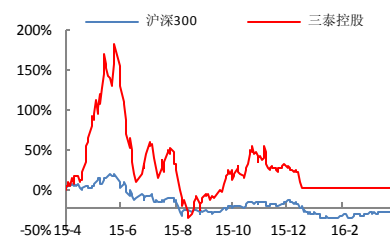
邮箱: wenxy@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅

电话: 021-68415380

邮箱: cxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	9.19
流通 A 股(亿股)	5.42
52 周内股价区间(元)	14.54-68.76
总市值(亿元)	210.39
总资产(亿元)	39.38
每股净资产(元)	1.88

### 相关研究

## 1. 立足银行、社区金融服务，业绩稳步增长

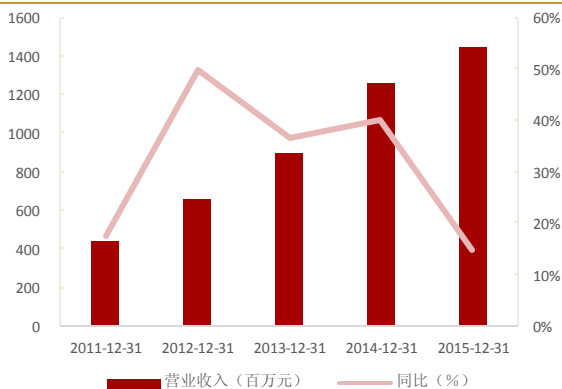
公司是国内领先的金融电子产品及服务提供商，专业从事金融电子设备及系统软件的研发、生产、销售和服务，主要产品包括电子回单系统、ATM 监控系统、银行数字化网络安防监控系统与金融服务外包业务。公司现正在建设的智慧城市社区 24 小时服务平台，能提供多种线上线下社区服务，使公司成为中国社区服务金融行业的龙头企业。经过多年的深耕细作、不断创新，公司积累了丰富的技术和经验，建立了国内密度最大的服务运营网络，拥有面向全国市场的百余个服务运营与技术支持体系。凭借对客户需求的深入理解，公司品牌认知度不断提高，与各大银行客户建立了长期、稳定的合作关系与业务市场，保障了公司主营业务持续健康快速发展，产品已被国内全部国有商业银行和股份制银行使用，覆盖银行网点数量数万个。

近年来，互联网金融促使银行大力关注互联网时代 O2O 模式的到来，分流传统物理网点客户，将 80% 的一般客户迁移到自助设备、移动设备和网上银行。社区银行服务外包市场需求进一步释放趋势明显，银行对公业务自助化趋势也为公司业务市场稳步增长提供了空间。近两年内，公司在银行机构金融服务方面继续深化业务战略升级。公司大力推进新型设备营销，加强现有金融自助产品线优化升级，金融自助设备业务保持平稳增长。公司对毛利较低的金融安防业务进行了战略收缩。在金融外包业务上，公司继续推动高附加值转型，依托品牌优势、资源优势、平台优势，进一步发展以营销型服务外包为核心的金融服务外包业务。在社区金融方面，公司参股子公司四川金投公司旗下全资子公司“金惠家”公司已获得互联网保险代理业务资质和全国专业保险代理牌照，“金惠家”将与“金保盟”携手，打通线上线下，形成良好协同效应，为公司社区金融服务战略布局建立基础。

从业绩来看，公司 2015 年营业收入增速有所下降，预计全年总营收约 14.4 亿元，同比增长 14.64%；归属于上市公司股东的净利润为 1563 万元，同比下降 83.38%，主要原因系公司进一步加大速递易网点的拓展，销售费用和管理费用增长所致；公司 15 年第三季度毛利率比 2014 年有小幅下滑，为 26.90%。

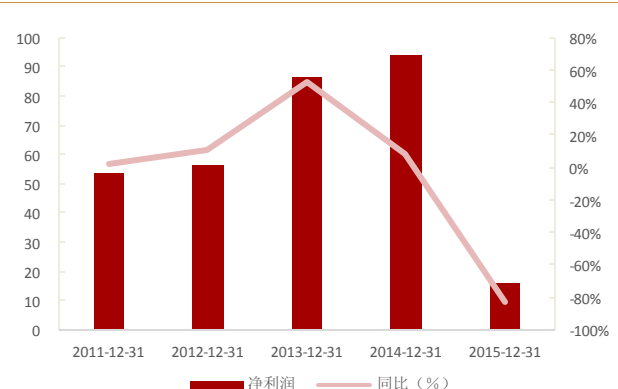
从营业收入行业分类来看，金融产品行业收入比去年同期有所下滑，但依然占据公司收入主导；智能快件箱业务迅速在全国扩张，营业收入比去年同期提升 1,924.60%，占比也有大幅上升，随着速递易业务的逐渐成熟，未来智能快件箱业务占比提升的趋势仍将保持。

图 1: 公司 2011-2015 年营业收入 (百万元) 及增长率

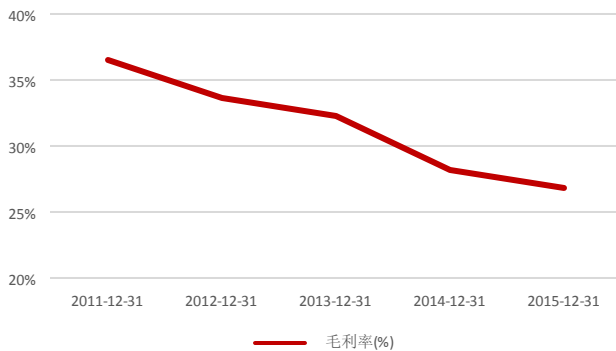


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

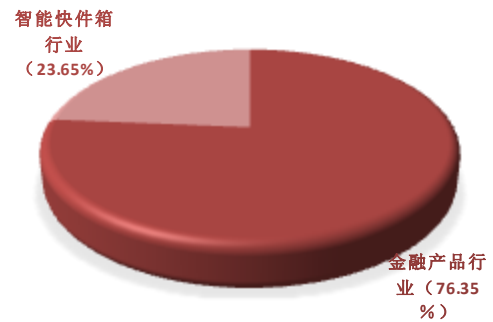
图 2: 公司 2011-2015 年净利润 (百万元) 及增长率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 3: 公司 2011-2015 年前三季度毛利率变化情况 (%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 4: 公司 2015 年二季度主营业务分拆情况 (%)**


数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2. “速递易”成为未来利润新动力

“速递易”是公司推出的 24 小时快递自助服务中心, 致力于为广大业主提供快递代收货及临时寄存服务, 打通快递业“最后 100 米”, 让业主从“等快递”变为就近到“速递易”自助中心“取快递”。“速递易”致力于打造成为全国领先的社区第三方便民服务平台, 搭建物业、电商/快递和业主之间的桥梁。随着电子商务的迅猛发展, 综合交通运输体系的不断优化, 我国快递行业的高速发展时期的到来, 速递易业务的市场需求广阔, 整体行业发展空间巨大。截止 2015 年 9 月 30 日, 速递易业务布局已扩张到全国 79 个城市, 已签约协议网点 75,128 个, 布放网点 40,296 个; 速递易累计使用用户数量近 2800 万户, 比 2015 年 6 月 30 日增加约 500 万户; 注册快递员超过 28 万人, 比 2015 年 6 月 30 日增加 3 万多人。截至本报告撰写日, 速递易送达包裹数量已超过 38,000 万件。在盈利能力上, 公司同期实现利润-7306 万元, 同比增幅为-118.80%, 主要是由于公司遵循“规模为王, 流量至上”的拓展方针, 使得前期营销费用与管理费用激增。而 2015 年 1 月至 9 月, 速递易已实现收入 1.85 亿元。随着业务前期铺垫完成, 营运费用比例逐渐减少趋于稳定, 我们认为“速递易”将成为公司未来利润的主要推动力。

## 3. “虚拟银行”成为未来发展新平台

公司欲围绕“虚拟银行”发展方向, 专注建设一个全生态的、基于互联网的、开放的社区服务平台, 通过集团式管理架构, 建设有远大目标和发展前景的资源平台和支柱业务, 不断培育和提升企业竞争力。目前, 以交易银行业务为核心的轻资产银行正成为大多数银行战略转型的选择, 其表外资产、低风险、低资本占用、收益稳定成为各家银行觊觎的目标, 回归到银行最基础的账户和结算管理服务。三泰具有 17 年为银行提供回单自助服务管理的技术与经验, 而回单作为银行客户交易行为过程中资金流动的重要会计凭证, 能够为银行转型和扩大交易银行业务提供较为全面的数据支持。三泰电子回单系统及系列自助设备覆盖了国内全部国有商业银行和股份制商业银行, 占据了绝对的市场份额, 其对企业全面交易行为的数据采集能够弥补单一银行无法反映企业征信全貌的难题, 为银行转型交易银行业务, 进而为企业大数据征信提供了一定的想象空间。另一方面, 三泰虚拟银行定位于新型的线上线下 O2O 金融服务, 凭借以速递易为代表的多维线下社区“入口”、“流量”、“数据”, 及正在打造的大众创业创享平台汇集的众多企业, 都为平台建设提供了流量和客户资源的支持, 为“三泰虚拟银行”的实践打下坚实基础。

## 4. 盈利预测与估值

关键假设:

- 1) 公司速递易业务增长速度保持较高水平;
- 2) 金融设备制造和金融外包业务增速将继续保持, 金融安防业务规模将有所收缩;
- 3) 公司的销售费用和管理费用比例将逐步回落到长期稳定水平。

表 1: 公司各项业务盈利预测

业务	盈利假设	2014A	2015E	2016E	2017E
金融外包业务	营业收入 (百万元)	503.70	595.63	704.33	832.87
	营业成本 (百万元)	408.88	506.28	598.68	707.94
	毛利率	18.82%	15.00%	15.00%	15.00%
速递易业务	营业收入 (百万元)	32.22	96.66	193.32	386.64
	营业成本 (百万元)	21.91	67.66	135.32	270.65
	毛利率	32.00%	30.00%	30.00%	30.00%
金融自助业务	营业收入 (百万元)	513.21	644.08	808.32	1,014.44
	营业成本 (百万元)	371.05	367.12	460.74	578.23
	毛利率	27.70%	43.00%	43.00%	43.00%
金融安防业务	营业收入 (百万元)	116.12	104.51	94.06	84.65
	营业成本 (百万元)	77.72	75.25	67.72	60.95
	毛利率	28.00%	28.00%	28.00%	28.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.04 元、0.26 元和 0.36 元, 给予 2016 年 100 倍 PE, 目标价为 26 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

市场竞争加剧风险; 新业务拓展或不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1256.37	1440.88	1800.04	2318.61	净利润	95.06	15.60	117.09	159.80
营业成本	901.29	1016.32	1262.47	1617.78	折旧与摊销	46.25	54.03	54.03	54.03
营业税金及附加	16.49	22.81	27.29	34.88	财务费用	33.83	27.27	21.31	35.38
销售费用	167.91	266.28	255.61	313.01	资产减值损失	10.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	89.00	181.41	144.00	180.85	经营营运资本变动	-418.72	-62.73	-243.35	-345.19
财务费用	33.83	27.27	21.31	35.38	其他	114.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	10.64	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-118.95	34.16	-50.91	-95.98
投资收益	13.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-343.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-150.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-493.99	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	50.51	-73.20	89.35	136.71	短期借款	191.60	-378.50	113.47	223.23
其他非经营损益	44.78	55.27	40.75	40.85	长期借款	-51.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	95.29	-17.93	130.10	177.56	股权融资	718.05	0.00	0.00	0.00
所得税	0.23	-33.53	13.01	17.76	支付股利	-29.59	-32.15	-5.33	-40.02
净利润	95.06	15.60	117.09	159.80	其他	-17.73	-121.90	-21.31	-35.38
少数股东损益	1.01	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	811.33	-532.54	86.83	147.84
归属母公司股东净利润	94.05	15.60	117.09	159.80	<b>现金流量净额</b>	198.39	-498.37	35.92	51.86
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	642.46	144.09	180.00	231.86	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1150.56	1178.99	1510.08	1956.91	销售收入增长率	39.85%	14.69%	24.93%	28.81%
存货	127.02	143.23	177.92	227.99	营业利润增长率	-33.07%	-244.93%	22.07%	53.00%
其他流动资产	142.44	163.36	204.08	262.88	净利润增长率	8.98%	-83.59%	650.61%	36.48%
长期股权投资	42.08	42.08	42.08	42.08	EBITDA 增长率	4.49%	-93.80%	1933.11%	37.30%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	610.06	565.89	521.72	477.55	毛利率	28.26%	29.47%	29.86%	30.23%
无形资产和开发支出	59.09	51.33	43.58	35.82	三费率	23.14%	32.96%	23.38%	22.83%
其他非流动资产	85.21	83.10	81.00	78.89	净利率	7.57%	1.08%	6.50%	6.89%
<b>资产总计</b>	2858.93	2372.08	2760.46	3313.98	ROE	5.77%	0.96%	6.73%	8.59%
短期借款	494.00	115.50	228.97	452.20	ROA	3.32%	0.66%	4.24%	4.82%
应付和预收款项	551.47	552.35	711.31	915.79	ROIC	6.72%	2.40%	5.56%	7.46%
长期借款	37.00	37.00	37.00	37.00	EBITDA/销售收入	10.39%	0.56%	9.15%	9.75%
其他负债	129.93	39.28	43.46	49.49	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1212.40	744.13	1020.74	1454.49	总资产周转率	0.54	0.55	0.70	0.76
股本	442.07	442.07	442.07	442.07	固定资产周转率	3.24	3.06	4.21	6.05
资本公积	812.75	812.75	812.75	812.75	应收账款周转率	1.51	1.36	1.47	1.46
留存收益	390.89	374.34	486.10	605.88	存货周转率	6.46	7.52	7.86	7.97
归属母公司股东权益	1646.53	1627.96	1739.71	1859.50	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	74.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1646.53	1627.96	1739.71	1859.50	资产负债率	42.41%	31.37%	36.98%	43.89%
负债和股东权益合计	2858.93	2372.08	2760.46	3313.98	带息债务/总负债	43.80%	20.49%	26.06%	33.63%
					流动比率	1.79	2.38	2.15	1.92
					速动比率	1.68	2.17	1.97	1.76
					股利支付率	31.46%	206.07%	4.55%	25.04%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	130.58	8.10	164.70	226.12	每股收益	0.21	0.03	0.26	0.36
PE	107.64	648.97	86.46	63.35	每股净资产	3.72	3.68	3.94	4.21
PB	6.15	6.22	5.82	5.44	每股经营现金	-0.27	0.00	0.00	0.00
PS	8.06	7.03	5.62	4.37	每股股利	0.07	0.07	0.01	0.09
EV/EBITDA	76.89	1242.83	61.60	45.62					
股息率	0.29%	0.32%	0.05%	0.40%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn