

聚龙股份(300202.sz)

智能终端 JL302 清分机有望带动公司 2011 年高成长

惠毓伦 分析师

电话: 010-59136726

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010003

盈利预测与估值评级

我们预测公司 2011-2013 年可能实现的 EPS 为 0.78 元、1.10 元、1.40 元。考虑到公司新产品智能终端 JL302 面临的良好前景, 2011 年业绩可能超过预期。综合公司技术、管理、资质、网络渠道方面的综合优势, 我们认为公司具备长期投资价值, 给予“买入”的投资评级, 6 个月合理价格 30 元。

关键假设

公司于 2010 年下半年成功开发了应用于银行柜台、体积较小、具有双向通讯与双面号码识别功能的新型 JL302 纸币清分机, 2011 年该产品有望成为新增长点拉动公司业绩成长。我们假设公司智能终端 JL302 纸币清分机 2011 年销售量达到 5600 台, 销售单价为 1.8 万元。同时我们预测公司 JL302/JL303/JL305 等传统金融机具产品 2011 保持 30% 左右稳定增长。

有别于大众的认识

我们认为 2011 年开始公司清分机业务有望迎来爆发式增长。在人民币反假压力加大的背景下, 鉴别和清分能力更加突出的清分机有望取代传统点钞机铺向商业银行网点柜台。2011 年 5 月 1 日期实施的 GB 16999-2010 国家新标准规定了人民币鉴别仪的技术条件和分类标准, 新国标的实施将提升清分机行业市场集中度, 由于等待此国标的出台, 国内主要银行部分延迟了 2010 年金融机具的采购计划, 因此清分机行业需求在 2011 年受多重因素影响将保持 30%-50% 的高增长。同时, 公司于同行业最先推出了替代点钞机的新产品智能终端 JL302 清分机, 销售价格在 2 万元左右, 相比行业同类产品具有极强的性价比优势, 占得了市场先机。

风险提示

营业外收入未达预期的风险; 产能出现瓶颈的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	93.02	130.02	253.75	366.34	541.40
增长率(%)	15.52%	39.77%	95.16%	44.37%	47.79%
EBITDA(百万元)	21.64	30.57	68.36	102.91	144.02
净利润(百万元)	25.05	40.21	66.47	93.49	118.72
增长率(%)	56.65%	60.49%	65.30%	40.66%	26.98%
每股收益(元)	0.30	0.47	0.78	1.10	1.40
市盈率	0.00	0.00	30.63	21.78	17.15
市净率	0.00	0.00	2.89	2.55	2.22
EV/EBITDA	0.04	-1.43	24.69	17.35	13.15

数据来源: 辽宁聚龙金融设备股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	25.05
目标价格(元)	30.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.65%	-3.65%	-3.65%
沪深 300	-7.23%	0.23%	8.35%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	84.80/16.96
主要股东:	柳永詮
主要股东持股比例	29.99%

财务比率

ROE	24.40%
ROA	24.99%
资产负债率	20.32%
每股净资产(元)	2.59
2010 年报数据	

目录索引

一、国内金融机具行业领先企业	4
（一）公司是国内钞票清分机行业领先企业	4
（二）技术复杂度最高的纸币清分机是公司营收主要来源	4
二、2011 年开始公司清分机业务有望迎来爆发式增长	6
（一）银行办公自动化趋势是清分机发展的长期驱动力	6
（二）银行柜台纸币清分政策为小型清分机发展提供绝佳机遇	7
1. 纸币清分工作由“集中”到“分散”，小型清分机有望铺向网点柜台	7
2. 人民币反假压力加大是促进柜台清分政策出台的重要因素	7
3. GB 16999-2010 新国标的实施将促进行业集中度进一步提高	8
4. 新国标推出导致 2010 年部分行业需求延迟至 2011 年释放	9
5. 功能完善、性价比高——智能终端 JL302 清分机占得行业先机	9
三、技术领先、管理精细——长期发展具备广阔空间	10
（一）国内市场逐步实现进口替代，国外业务发展迅速	10
1. 国内市场——正在对日本光荣形成进口替代	10
2. 海外市场——竞争格局与国内类似，远期市场潜力巨大	10
（二）占领技术制高点，新产品和跨行业发展打开长期增长空间	11
四、公司财务及竞争力分析	12
（一）毛利率和净利率领先其他金融设备提供商	12
（二）行业特点导致存货周转率和应收账款周转率较低	12
（三）技术、网络、资质、管理构筑全面竞争优势	13
1. 纸币清分机产品具有很高的技术壁垒	13
2. 销售网络已经形成相当规模	14
3. 金融机具产品严格的资质认证对新进入者形成壁垒	14
4. 管理团队稳定，管理水平突出	14
五、盈利预测和投资评级	16
（一）智能终端 JL302 清分机有望驱动 2011 年高增长	16
（二）传统产品保持稳定成长	16
（三）给予“买入”投资评级	17
六、风险提示	18
1. 营业外收入未达预期的风险	18
2. 产能出现瓶颈的风险	18

图表索引

图1：最近三年营业收入和净利润.....	4
图2：主营收入构成.....	4
图3：2006年以来我国货币供应链M0增长情况.....	6
图4：销售毛利率比.....	12
图5：销售净利率比较.....	12
图6：存货周转率比较.....	13
图7：应收账款周转率比较.....	13
图8：纸币清分机的组成结构.....	13
图9：纸币清分机的工艺流程.....	15
表1：清分机分类和主要应用场所.....	5
表2：GB 16999-2010 新国家标准下人民币鉴别仪鉴别技术种类.....	8
表3：GB 16999-2010新国家标准下点验钞机主要（鉴别）性能与分级.....	8
表4：产品各组成部分的生产和采购情况.....	15
表5：公司分产品收入预测.....	16
表6：公司营业外收入情况.....	18

一、国内金融机具行业领先企业

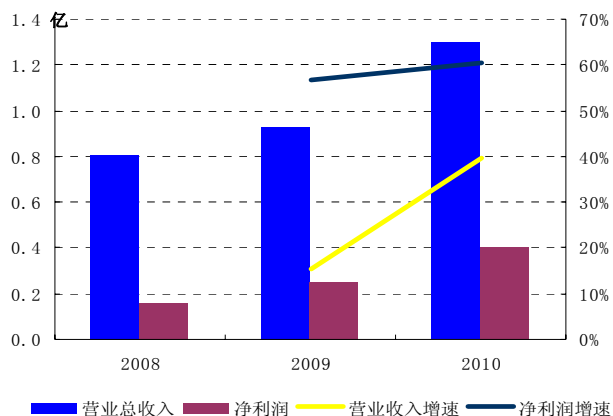
（一）公司是国内钞票清分机行业领先企业

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现金自动化处理设备，产品涉及精密机械、光学、电磁学、传感器测控、模式识别、智能控制等多个学科领域，具有高技术含量、高成长性的特点，属于先进制造业。

公司起初以捆钞机为主要产品，2008年以来技术含量很高的纸币清分机收入增长迅速，成为目前公司主要的收入来源；捆钞机、点钞机、扎把机等其他业务收入增长相对稳定。

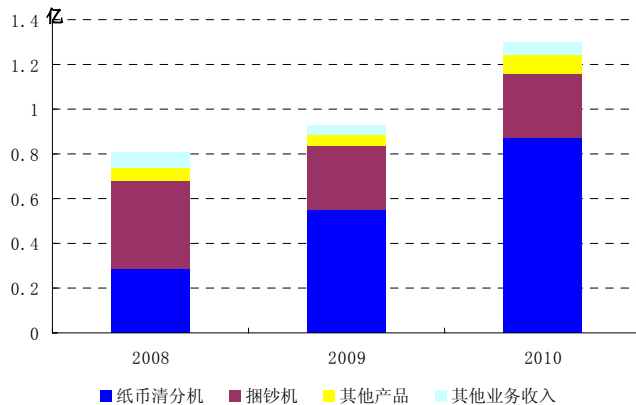
2008-2010年公司主营业务收入分别为8052万、9302万、13002万，净利润分别为1599万、2505万、4021万。2008-2010年公司综合毛利率分别为54.27%、56.17%、55.41%，净利率分别为19.86%、26.93%、30.93%，与同行业可比公司相比，公司毛利率和净利率明显处于较高的水平。

图1：最近3年营业收入和净利润



数据来源：公司招股说明书

图2：主营业务收入构成



数据来源：公司招股说明书

（二）技术复杂度最高的纸币清分机是公司营收主要来源

金融机具市场上的主要产品包括点钞机、验钞机、硬币清分机、纸币清分机、捆钞机、扎把机、碎纸机、身份证鉴别仪等产品，其中纸币清分机具有最高的技术复杂度。

纸币清分机采用多光谱数字图像识别、磁性安全线数字检测、磁性油墨检测、微位移检测、精密机械和自动控制等技术，实现对纸币的动态防伪机读信息和面值、面向、版别、新旧、残损等特征的准确识别，能按照相关国家现金纸币流通标准对纸币进行自动分拣和智能清点，并具有冠字号识别和数据传输功能。

纸币清分机按照出钞口数量的不同，可分为小型、中型和大型纸币清分机，具体如

下表：

表1：清分机分类和主要应用场所

产品	出钞口	主要应用场所
小型纸币清分机	1至4个	各级银行网点（重点是基层网点）、现金中心和现金处理量大的场所
中型纸币清分机	5至8个	省级以上银行分行、银行总行
大型纸币清分机	9个以上	银行总行

数据来源：公司招股说明书

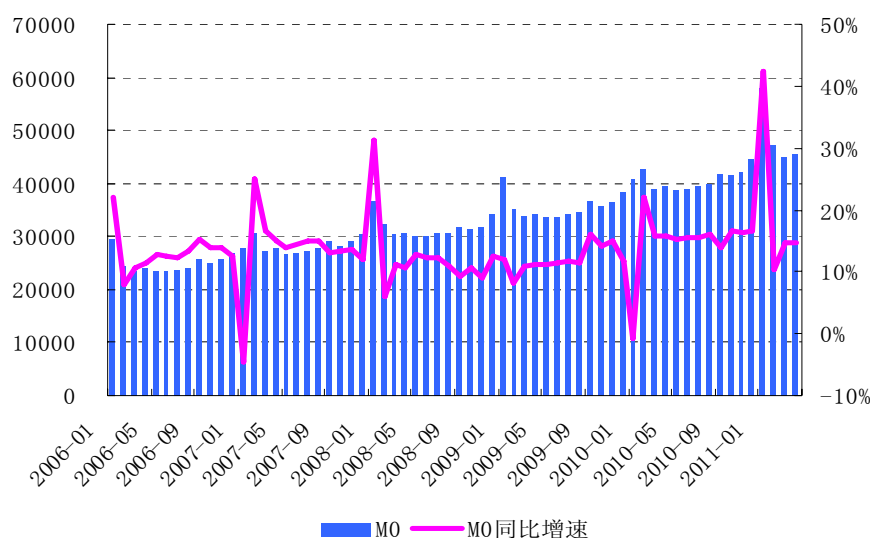
公司成立初期产品以捆钞机为主，2006年推出自主研发的纸币清分机并实现收入。2008—2010年度公司营业收入按主要产品划分，纸币清分机销售收入占比分别为35.79%、58.79%、67.24%，捆钞机销售收入占比分别为48.76%、30.69%、21.92%，高端产品纸币清分机已经成为公司收入的主要来源。

二、2011 年开始公司清分机业务有望迎来爆发式增长

（一）银行办公自动化趋势是清分机发展的长期驱动力

不考虑银行系统办公自动化程度的提高，可以认为清分机等金融机具和全社会货币供应量即M0成正比例关系。**2006年以来我国M0同比增速月度平均值在14%左右，如果同时考虑到银行办公自动化程度的提高，国内金融机具行业增速实际上明显高于14%。**

图3：2006年以来我国货币供应链M0增长情况



数据来源：广发证券发展研究中心整理

相比国外社会，我国公众更偏好使用现金消费，同时国内残损钞票占比较大，对钞票的整点、挑剔、分版等工作在各家商业银行都是棘手的问题，目前我国基层金融机构纸币整点、挑剔工作基本是人工操作，银行办公的信息化和自动化水平还有很大提升空间。

为保证流通币的质量，早在2000年下半年中国人民银行就做出规定提出了“流通币七成新”的目标，之后又提出“商业银行供取款机、存取款一体机运行的钞票凡有条件的均需经清分机清分”的要求。我国联网的ATM机总量逐年上升，截至2009年末，共有联网ATM机21.49万台，较2008年末的16.75万台增长了28.30%。今后伴随着我国银行自助化的快速发展，纸币清分机的市场需求将明显增加。

目前我国银行纸币清分机装备率仅为5%-6%，且主要集中于总行、分行等现金流量大的网点，有多达18万个基层网点还没有装备纸币清分机，相对于清分机行业现有的市场规模，潜在的市场规模巨大。

（二）银行柜台纸币清分政策为小型清分机发展提供绝佳机遇

1. 纸币清分工作由“集中”到“分散”，小型清分机有望铺向网点柜台

过去国内纸币清分工作主要在人民银行金库进行，由于大型、中型纸币清分机的纸币清分规模较大，人民银行对纸币清分机的采购也以大中型的为主。由于集中于人民银行金库的清分纸币的方式不能满足日益增长的货币流通需求，为提高现金流通管理效率、加大现金反假力度，近几年原各商业银行逐步自行承担纸币清分工作，并相应逐步增加在现金中心、分行、支行以及网点配备纸币清分机。

2009 年1 月，中国人民银行与中国银监会《关于进一步加强人民币收付业务管理的通知》要求各商业银行重视回笼人民币的整点工作，认真执行《不宜流通人民币挑剔标准》，做到柜面收到的每一张（枚）人民币都按照标准经过整点，将不宜流通的人民币交存人民银行，防止不宜流通的人民币对外支付。该通知明确了商业银行柜台整点清分的要求，纸币清分机是完成该任务的有效工具。

纸币清分工作由人民银行金库、商业银行现金中心的“集中管理”到各商业银行基层网点的“分散管理”将显著扩大小型纸币清分机行业的市场规模，公司也因此面临绝佳的发展机遇。

2. 人民币反假压力加大是促进柜台清分政策出台的重要因素

目前国内商业银行网点的防伪类金融机具主要以点钞机、验钞机等为主。点钞机尽管具备一定的人民币防伪功能，但其功能设计更侧重于计数清点，在防伪功能上普遍弱于清分机。人民币反假压力加大情况下，清分机取代点钞机进驻银行网点柜台，将为小型清分机行业带来广阔市场空间。

根据人民银行的报告，目前我国市场上流通的假币制造工艺成熟，银行传统的反假鉴别机具不易鉴别，对金融系统安全和秩序构成了极大的威胁。2008年下半年，我国出现了“HD90”、“HB”、“FA”编号假币，在全社会造成了较大的负面影响；公安部自2009 年1月起全国范围内开展的打击假币犯罪“09行动”，截至2009年9月中旬，我国缴获人民币假币6.84亿元，是2008年全年缴获总量的1.7倍。

严峻的纸币反假形势促使银行加快金融机具升级换代的速度，推广鉴别能力强、识别速度快、效率高、具备纸币清分识别功能的纸币清分机。虽然点钞机等传统金融机具通过更换传感器、提高鉴别真伪的门限值、鉴别磁性油墨图案和安全线脉冲编码的真假，有可能识别假钞，但误报率风险增大，且这种设计思路使银行等金融机构始终处于被动境地，另外，对分布极广的在用机具完成硬件升级也难以实现。

因此，推行应用图像处理技术、采用高维数据采集方法、把鉴别真伪的基点建立在技术含量更高的处理方法上的纸币清分机更为可行。今后纸币清分机特别是小型纸币清分机在银行基层营业网点的全面推广将成为必然趋势，这为纸币清分机行业的发展创造了机遇。

3. GB 16999-2010 新国标的实施将促进行业集中度进一步提高

2011年5月1日起实施的《人民币鉴别仪通用技术条件》即GB 16999-2010国家标准，将点验钞机按照人民币鉴别技术能力分为A、B、C三个级别，分别需要不少于9种、5种、4种鉴别技术能力。其中最低级的C类产品考虑到现有点钞机一般具有荧光、磁性、安全线等检测能力，从而为现有点钞机的存续使用保留了最低条件。最高级别的A类产品由于需要9种以上鉴别能力，实际上就是清分机生产厂家才具备的技术标准。

公司作为国内清分机行业的领导企业之一，参与制定了GB 16999-2010新国家标准。而产品分级制度的推出，将促进行业集中度进一步提高，领先企业的市场份额有望进一步扩大。

表2: GB 16999-2010 新国家标准下人民币鉴别仪鉴别技术种类

序号	项目	序号	项目
1	紫外图像分析鉴别技术	7	荧光特征分析鉴别技术
2	白光图像分析鉴别技术	8	安全线特征磁性分析鉴别技术
3	红外图像分析鉴别技术	9	磁图像分析鉴别技术
4	多光谱图像分析鉴别技术	10	磁特征定性鉴别技术
5	紫外光学特征分析鉴别技术	11	冠字号码识别技术
6	红外光学特征分析鉴别技术	12	其他鉴别技术

数据来源：GB 16999-2010国家标准，广发证券发展研究中心整理

表 3: GB 16999-2010 新国家标准下点验钞机主要（鉴别）性能与分级

序号	项目		要求		
			A 级	B 级	C 级
1	鉴别能力（鉴别技术、种）		1	≥ 5	≥ 4
2	券别、套别及版别识别能力		具有三种识别能力	具有不少于一种识别能力	不限
3	鉴别速度/(张/min)	长边进钞时	≥ 900		
		短边进钞时	≥ 350		
		冠字号码识别时	≥ 700	≥ 500	不限
4	漏辨率/%		≤ 0.015		≤ 0.03
5	误辨率/%		≤ 0.02	≤ 0.05	
6	冠字号码误识率/(采用时)		≤ 0.03		
7	假币提示		具有		
8	常规能力	纸币数量显示位数	≥ 4		≥ 3
		送钞台和主接钞台容量/张	≥ 130		
		错点率 a/%	≤ 0.001		
		连续工作时间/h	≥ 4 (点验纸币不少于 200 000 张)		
		粘连币 b 辨别	能辨别粘连纸币，并具有听觉或视觉提示标志、并自动分离或停机		

	外接显示功能	具有同步显示	不限
9	预置 c 数识别能力	具有	

数据来源：GB 16999-2010 国家标准，广发证券发展研究中心整理

4. 新国标导致部分行业需求延迟至 2011 年释放

我国商业银行对纸币清分机、捆钞机等金融机具采购模式主要为总行统一招标决定入围厂商，分行在入围厂商中决定供应商并与之签订合同，或者由总行在入围厂商中统一采购，并分发到各分行。

通常，银行总行一般在上年末或当年初制订当年金融机具的统一采购计划，年中进行设备选型，第三、第四季度确定设备供应商并最终签订采购协议，货款在设备安装调试完毕并通过验收后支付，一般跨年度支付较多。这导致我国金融机具的销售主要集中于年末，并由此造成供应商各季度销售额差别较大，年末应收账款余额相应较大。

目前国内银行业金融机具采购势头旺盛，根据公司 2011 年 5 月 4 日公告的建设银行重大合同公告，估算合同金额在 5077 万元左右。考虑到 2008-2010 年公司与建设银行发生的销售额分别为 1242 万元、1087 万元、1351 万元，此次建行合同金额也预示着 2011 年金融机具行业本身的高增长前景。

我们注意到此次建行合同标的包括清分机（三口以下）、全自动捆钞机、半自动捆钞机、扎把机，中标内容以公司传统金融机具产品为主，并没有包含公司智能终端 JL302 清分机和点钞机。说明公司传统金融机具产品本身在 2011 年即已具备快速发展条件。

2010 年包括建设银行在内的多家银行的点钞机、鉴别仪等设备的招标采购计划都由于等待 GB 16999-2010 新国标及其测试实施细则的出台计划而延迟，这部分行业需求叠加到 2011 年，成为 2011 年行业快速增长的重要驱动因素。

根据公司招股说明书显示，2010 年公司前五名客户包括农业银行、建设银行、中国银行、交通银行以及爱尔兰 Moneypoint（公司在欧洲市场的代理商），五大银行中除去工商银行以外都是公司的主要客户，可以看出公司销售不存在对个别重点客户的依赖。

公司在工行的销售规模较小，主要因为工行上一次招标在 5 年前，当时公司产品尚未形成规模化销售。**2010 年工行已经再次启动招标，如果公司入围工行供应商将成为 2011 年业绩爆发式增长的又一重要驱动因素。**

5. 功能完善、性价比高——智能终端 JL302 清分机占得行业先机

2010 年，公司开发了国内首个以小型纸币清分机为智能终端的金融物联网——人民币流通管理系统，将用于商业银行现金处理中心的清分技术，拓展应用到商业银行网点柜台。公司是同行业中首个实现将原体积较大纸币清分机的功能浓缩到微小型智能终端的企业。

该系统独创性地以联网的现金处理智能终端为采集点，将人民币流通处理过程的冠字号码、面值、版别、假币、新旧币、残损币等信息进行采集、传输、汇总、统计、追溯和分析，实现了人民币流通处理过程的信息集成，在国内首次实现人民币流通痕迹管理、假币管理、ATM 配钞管理、残损币管理和现金出入库管理，是物联网技术在金融

领域的创新应用。该系统可与公司的JL302 系列、JL303 系列、JL305 系列纸币清分机配套使用，其中以应用于柜台的智能终端新型JL302 纸币清分机为主。

清分机替代点钞机走向银行网点柜台的技术优势显而易见，因此成本是关键问题。目前市场上主流点钞机价格普遍在两三千元以下，而小型清分机价格通常要在4万元以上。公司针对人民币流通管理系统开发的智能终端新型JL302 纸币清分机价格在2万左右，又是在同行业中率先推出的价格优势明显的清分机产品，在GB16999-2000新国标配套的测试程序出台之前，是市场上唯一符合A类标准的柜台用鉴别机具，因此在2011年具备爆发式增长潜力。

2010 年，公司首先与人民银行合肥中心支行合作，在安徽地区部分商业银行进行人民币流通管理系统的试用推广，效果良好，还相继在广东、湖北、河北等地召开了该系统的多场推介会。根据招股说明书披露，截至2010 年8 月至12 月该系统及其配套智能终端已在广东、上海、江苏等地的商业银行实现销售收入516.78 万元。我们认为2011年随着GB 16999-2010新国标实施测试细则的出台，公司智能终端JL302产品的销售规模将成为出现爆发式增长。

三、技术领先、管理精细——长期发展具备广阔空间

（一）国内市场逐步实现进口替代，国外业务发展迅速

1. 国内市场——正在对日本光荣形成进口替代

纸币清分机市场总体呈寡头垄断竞争格局，且大中型纸币清分机比小型纸币清分机的寡头垄断特征更明显。大型纸币清分机的高技术含量、狭窄客户群和高附加值使率先发展起来的实力雄厚的国际企业在全球范围内独占鳌头，目前德国捷德和英国得利来占据了约90%的大中型纸币清分机国际市场份额。

但在小型纸币清分机市场，价格高昂的国外品牌产品正面临着来自质优价廉和售后服务良好的国产品牌的挑战，以公司为代表的国内企业通过近几年的快速发展，已占据一定市场份额并呈逐步上升趋势；在中国市场上，国产品牌的纸币适应性、服务和价格都有明显优势，小型纸币清分机国产化将是必然的发展趋势。

目前公司在国内市场的主要竞争对手是日本光荣，国内同类企业中竞争力较强的包括中钞信达、上海古鳌、彼绍特和同方清芝等。日本光荣是东京交易所上市公司，主要生产销售现金管理设备、自动售卖设备以及其他相关专业设备，生产的中小型纸币清分机在我国市场有较强竞争力，在国内各银行总行招标中多次入围，是我国高端金融机具企业的主要竞争对手之一。2009年日本光荣资产总额为196,789 百万日元，实现净销售收入145,979百万日元，净利润为5,782百万日元。

2. 海外市场——竞争格局与国内市场类似，远期市场潜力巨大

公司在海外市场者的竞争对手同样为德国捷德、英国得利来、日本东芝、日本光荣

等企业，类似的竞争对手带来了类似的竞争格局。

金融机具产品进入欧洲国家销售需经 CE 认证、RoHS 认证、WEEE 认证，进入美国、德国、法国和日本等国家需经CB 认证。另外，现金鉴别处理类产品进入欧洲市场需要通过欧洲中央银行（ECB）的性能测试。

公司是国内首个通过欧洲央行（ECB）测试的纸币清分机产品，后又陆续通过了俄罗斯央行、克罗地亚央行、以色列央行的市场准入性能测试，在德国、法国、西班牙等16个国家和地区实现批量销售。2008—2010年度公司海外市场销售收入分别为1542万元、2653万元、1987万元。2010年销售收入同比减少主要由于公司销售产品以早期JL302清分机为主，成本优势逐渐不再明显因此市场份额有所下滑。随着公司自主研发的新型智能终端JL302于2010年10月通过欧洲央行ECB认证，预计未来将产生较好的经济效益。

长期来看，随着公司为代表的国内企业在国内市场逐步形成对国外品牌的进口替代，未来海外市场也有望复制国内市场的成功路径。

（二）占领技术制高点，新产品和跨行业发展打开长期增长空间

纸币清分机产品横跨精密机械加工、高精度传感器测控技术、光机电一体化智能控制技术、多光谱数字图像处理技术等多个高难度技术领域，公司通过纸币清分机系列产品的研发和生产过程，积累了丰富的技术和生产管理经验。

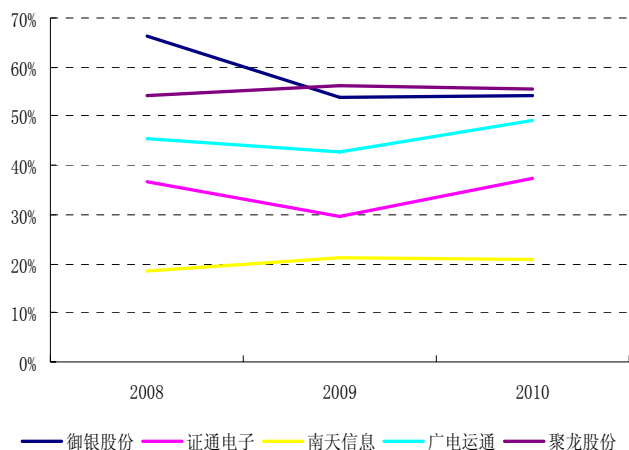
借助积累的技术经验、生产管理上的成熟模式以及现有销售网络，公司未来有充分的空间进行金融机具行业新产品的研发生产，甚至进一步借助技术领先优势进行跨行业拓展，走出类似软控股份那样的持续发展道路。对技术制高点的占领，为公司长期发展打开了广阔的空间。

四、公司财务及竞争力分析

（一）毛利率和净利率领先其他金融设备提供商

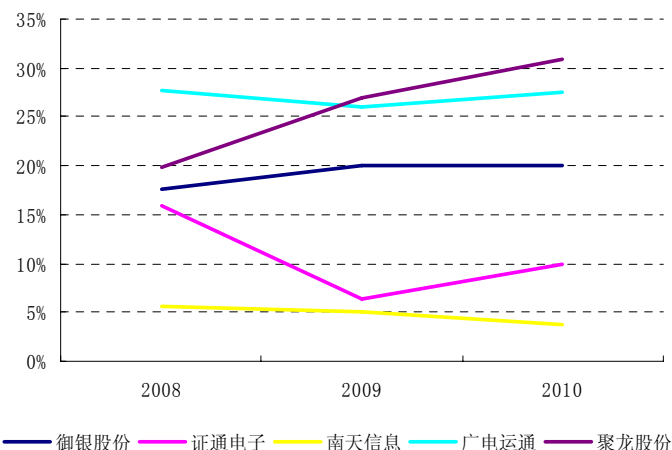
公司所从事的清分机、捆钞机等金融机具属于特定的细分领域，A股中没有其他同类上市公司。在与御银股份、广电运通、南天信息、证通电子等其他金融类设备厂商的比较中，我们发现公司2008-2010年的毛利率为55%，略低于御银股份的58%，远高于其他三家企业；净利率水平26%，略低于广电运通的27%，也远高于其他三家企业。

图4：销售毛利率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

图5：销售净利率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

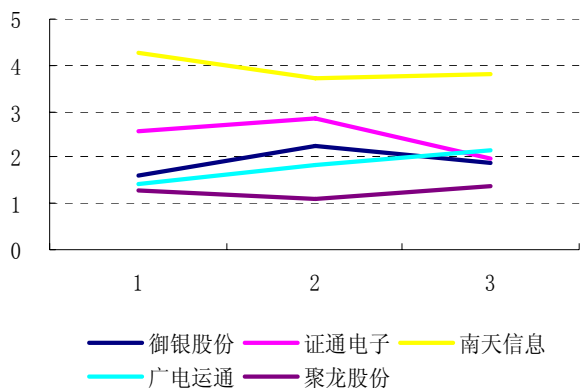
2008-2010年公司毛利率分别为54%、56%、55%。公司毛利率保持在相当稳定的水平上的主要原因在于清分机市场的竞争尚未达到十分激烈的程度，国外产品价格较高导致国内厂家也存在较大的利润空间。2011年开始由于市场规模迅速扩大，公司智能终端JL302清分机存在为快速抢占市场空间而导致毛利率适当降低的可能性。

（二）行业特点导致存货周转率和应收账款周转率较低

公司的存货周转率在5家上市公司中最低，2008-2010年平均为1.26。我们认为这主要是清分机产品特性导致，钞票清分机极其复杂的机械结构和相对较小的销售规模导致其“小批量、多品种”的零配件供应和存货模式，因此适合于大规模生产条件下的“零库存”模式并不适合公司产品的生产条件。

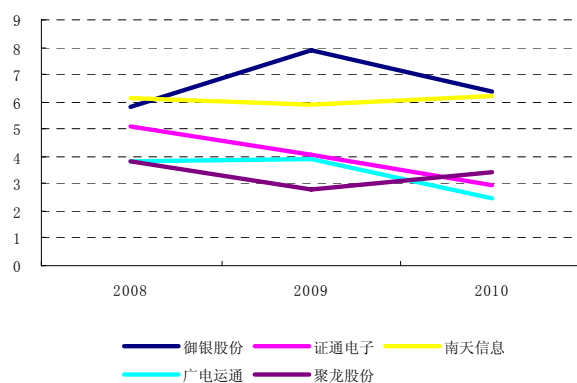
清分机等金融机具从银行下订单到交货中间周期通常只有不到一个月，而零部件生产、组装、调配等生产周期却需要2-3个月，因此公司通常会根据销售预测进行备货。另一方面，由于国内银行客户的资金调拨要经过相关程序，导致货款支付的时间一般要跨至次年上半年，因此跨年度回款导致公司应收账款余额较大。

图6：存货周转率比较



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

图7：应收账款周转率比较



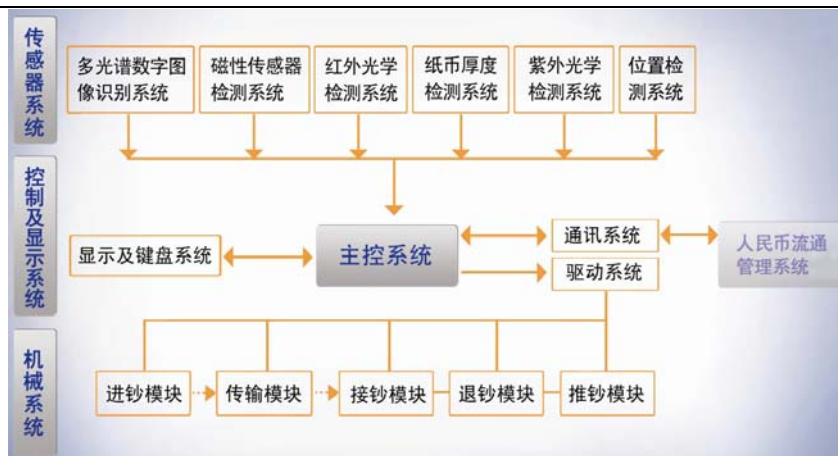
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心整理

（三）技术、网络、资质、管理构筑全面竞争优势

1. 纸币清分机产品具有很高的技术壁垒

纸币清分机由机械系统、传感器系统、控制及显示系统三个部分组成。机械系统由复杂结构的机械部件组成，按照纸币清分路径实现对纸币的进钞、传输、接钞、退钞和推钞等动作；传感器系统由传感器、微电子处理硬件电路及软件系统组成，实现对多国纸币的机读鉴别伪信息、面值、残损、新旧、冠字号码等信息的动态检测、识别和分析，并将结果传输至控制系统；控制及显示系统由微处理器为核心的硬件电路及软件系统构成，按照纸币清分的时序实现各驱动系统的实时控制，综合分析纸币特征，计数、计值，动态显示处理结果，并可将纸币冠字号码等相关信息时时传输至计算机管理软件。

图8：纸币清分机的组成结构



数据来源：广发证券发展研究中心整理

机械系统方面，公司拥有配套齐全的精密机械加工设备，结合产品零部件的特殊要求，自主开发了一批应用于高精度设备的专用工装，拥有高精度轴类、钣金类、聚氨酯胶辊等关键部件的特殊工艺，使产品的部件加工制造精度和工作效率处于国内领先地位

位，具备大批量生产制造高精度关键零部件的能力。同时，公司拥有本行业由零部件装配、半成品装配及调试、整机装配及调试的成熟工艺流程和制造技术，具备产品零部件到整机的生产制造、装配和质量检验的专业化以及完备的产品质量检验、检测能力。

公司独创的核心识别算法软件技术、纸币模糊识别技术、大难度残损币识别分拣技术、纸币号码大容量数据存储和网络处理技术、光电接触安全门保护技术等，确保公司产品保持领先的产品性能。公司独创的专利技术自动推币装置和直线滚轮走钞装置，实现了纸币清分机仓满自动推出纸币、清分不停机、钞仓不藏钱等功能，提高了清分速度，降低了维修成本，适合我国纸币的现状。

公司对多国纸币的动态防伪机读特征、面值和残损等信息进行了多年的深入研究和分析，特别是在纸币高精度动态鉴伪、识别及处理技术领域优势明显。公司掌握了高精度传感器测控技术、多传感器融合技术、光机电一体化智能控制技术、多光谱数字图像处理技术，通过技术的提升与复合，实现了上述技术在纸币鉴伪、识别及处理领域的创新性应用。

公司是目前国内少数掌握多个国家高仿真假币（尤其是人民币的变造币和拼凑币）和多种残损币的高速、准确识别和自动分拣等核心共性技术的企业之一。公司纸币清分机多次在国内金融机构防伪机具安全检测中以100%的鉴伪准确率通过检测，在欧洲中央银行（ECB）的性能检测中均以100%的假币检出率一次性通过检测。

2. 销售网络已经形成相当规模

金融机具类产品对售后服务的便捷性有很高的要求。目前公司已经在全国建立了70个售后服务站，由总部向其派驻经专业培训的售后服务人员；在行业内首家提出“省会城市2小时，地市城市4小时，县区8小时”的服务响应承诺；2008年开发了行业内首个基于互联网的产品与服务追踪信息系统，实现了对出厂产品信息、产品故障报修、维修信息、维修备件申请、维修巡检、开箱、备件配送等在线信息管理系统，提高售后服务效率、改善服务质量，建立了客户与公司、维修人员之间的有效沟通通道。

3. 金融机具产品严格的资质认证对新进入者形成壁垒

金融机具产品与国家金融安全和秩序密切相关，银行对其品质要求很高，金融机具制造商在向银行等金融机构供货前，必须先通过严格的供应商资质认证。目前，国内商业银行招标采购时对供应商入围资质审查内容较全面，具体包括供应商专业资质、产品质量、服务质量、资信状况、财务状况、解决方案能力、过往成功案例和在模拟环境下进行现场测试的结果。银行严格的供应商资质认证对行业新入者构成了较大的进入壁垒。

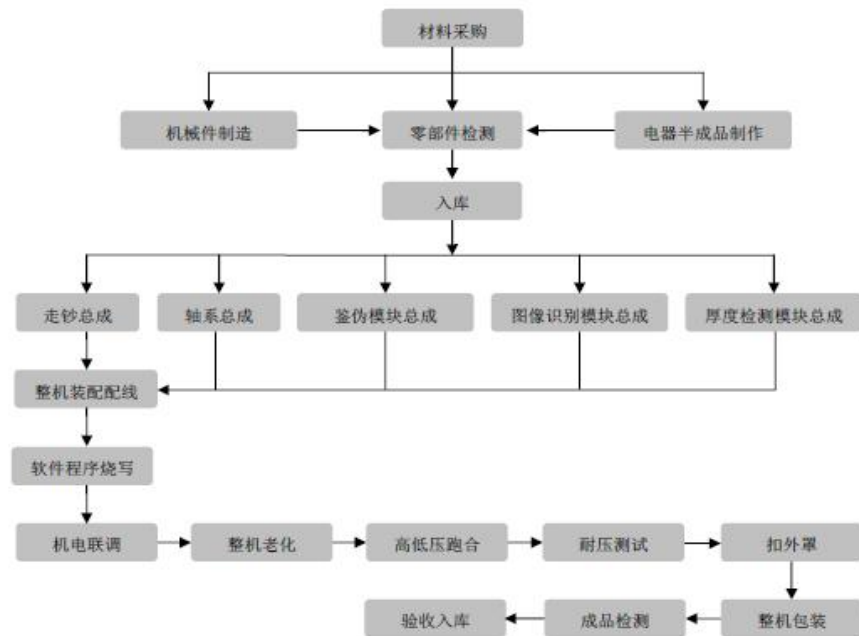
4. 管理团队稳定，管理水平突出

公司上市前，核心技术和管理团队人员基本都持有公司股份，管理团队稳定且经验丰富。

公司产品的机械系统中，机械标准件通常直接购买，机械非标准件中大部分自制，小部分采用外协购买方式。对外协厂家的管理方面，公司采用“定加工工艺”、“定操作人员”、“定期抽检”的“三定”方法，并由专门质检人员进行外协件检验。公司对

外协厂家提供技术支持和辅导，帮助其提高工艺水平，培训关键工种和质检员，同时能控制外协厂家的生产计划。

图9：纸币清分机的工艺流程图



数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心整理

表4：产品各组成部分的生产和采购情况

项目	系统组成	自制或采购情况
机械系统	机械标准件	直接购买
	机械非标准件	大部分关键零部件自制，部分零部件外协购买
传感器系统	传感器	通用性传感器直接购买，图像传感器等外协购买，测厚传感器自制
	硬件	电阻、电容等直接购买，电路板外协购买
	软件	自行开发设计
控制及显示系统	硬件	电机、变压器等直接购买，电路板外协购买
	软件	自行开发设计

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心整理

五、盈利预测和投资评级

（一）智能终端 JL302 清分机有望驱动 2011 年高增长

公司于2010年下半年成功开发了应用于银行柜台、体积较小、具有双向通讯与双面号码识别功能的新型JL302 纸币清分机，2010年11月在国内市场实现销售，2011年1月1日至2月22日，公司该产品在国内外市场共计销售307台，内销单价较2010年有所下降，但预计今后将维持目前水平且基本保持稳定。

考虑到银行金融机具采购的季节性因素，我们认为公司智能终端JL302型清分机有望在2011年二季度开始出现高速增长，并驱动公司全年业绩出现较高增长。

公司在行业内率先推出智能终端302型清分机，我们预计产品毛利率将保持基本稳定，后续随着其他竞争企业可能推出类似产品，毛利率可能逐渐出现略微下降。

表5：公司分产品收入预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
销量（台）				
智能终端JL302清分机		5600	10000	18000
JL302/JL303/JL305清分机	2101	2700	3400	4000
捆钞机	2740	2800	3000	3300
售价（万元/台）				
智能终端JL302清分机		18000	18000	18000
JL302/JL303/JL305清分机	41600	40000	40000	40000
捆钞机	10400	10000	10000	10000
毛利率				
智能终端JL302清分机		45%	45%	44%
JL302/JL303/JL305清分机	62.37%	60%	60%	60%
捆钞机	41.96%	40%	40%	40%
其他业务	35%	35%	35%	35%
收入（百万元）				
智能终端JL302清分机		100.80	180.00	324.00
JL302/JL303/JL305清分机	87.40	108.00	136.00	160.00
捆钞机	28.50	28.00	30.00	33.00
其他业务收入	14.12	16.65	20.33	24.40
收入合计（百万元）	130.02	253.75	366.34	541.40
数据来源：广发证券发展研究中心整理				

（二）传统产品保持稳定成长

在盈利预测中，我们预计公司传统产品包括JL302、JL303、JL305系列清分机和捆钞机、扎把机、点钞机等产品保持稳定增长。根据2011年以来国内银行金融机具采购情

况判断，公司传统产品2011年存在增速超预期的可能。

公司2011年5月4日公告的建设银行订单显示，公司2011年内可能取得的合同金额在5077万元左右。考虑到2008-2010年公司与建设银行发生的销售额分别为1242万元、1087万元、1351万元，此次建行合同金额也预示着2011年金融机具行业本身的高增长前景。此次合同标的包括清分机（三口以下）、全自动捆钞机、半自动捆钞机、扎把机，而不含智能终端JL302清分机和点钞机，因此公司传统产品2011年也可能出现高速增长。

（三）给予“买入”投资评级

根据上面的分析，我们预测公司2011-2013年可能实现的EPS为0.78元、1.10元、1.40元。考虑到公司新产品智能终端JL302面临的良好前景，2011年业绩可能超过预期。综合公司技术、管理、资质、网络渠道方面的综合优势，我们认为公司具备长期投资价值，给予“买入”的投资评级，6个月合理价格30元。

六、风险提示

1. 营业外收入未达预期的风险

公司营业外收入主要包括政府补助和软件退税，考虑到营业外收入的可预测性相对较差，我们在盈利预测中相对调低了2011-2013年营业外收入的预测值。公司2010年营业外收入2113万元占利润总额4488万元的47%，因此2011年如果营业外收入未达预期，可能对净利润带来较大影响。

表6：公司营业外收入情况

单位：万元

项 目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
营业外收入	2,113.35	1,188.27	1,174.43
其中：政府补助	1,003.65	817.46	576.00
软件退税	1,079.24	343.61	360.10
处置固定资产收益	18.49	2.31	2.92
处置无形资产收益			234.38
其他	11.97	24.89	1.03
营业外支出	4.00	5.60	186.96
其中：处置固定资产损失			162.84
捐赠支出	4.00	5.60	24.00
其他			0.12
营业外收支净额	2,109.35	1,182.67	987.47

数据来源：公司招股说明书，广发证券发展研究中心整理

2. 产能出现瓶颈的风险

2011年公司智能终端JL302产品新增出货量较大，尽管通过加班和扩大生产规模可以很大程度上解决产能不足的问题，但仍有产能出现瓶颈的风险。

资产负债表

单位：百万元

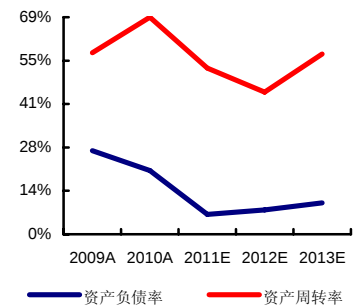
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	114	140	546	529	564
货币资金	22	59	348	251	142
应收及预付	49	41	98	136	204
存货	44	40	100	142	218
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	55	67	208	337	456
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	40	49	190	321	440
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	13	12	12	11	10
其他长期资产	2	2	1	1	1
资产总计	170	207	753	866	1,020
流动负债	40	37	48	67	102
短期借款	23	15	0	0	0
应付及预收	17	21	48	67	102
其他流动负债	0	1	0	0	0
非流动负债	5	5	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	5	0	0	0
负债合计	45	42	48	67	102
股本	64	64	85	85	85
资本公积	25	25	478	478	478
留存收益	36	77	143	237	355
归属母公司股东权益	125	165	706	799	918
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	170	207	753	866	1,020

利润表

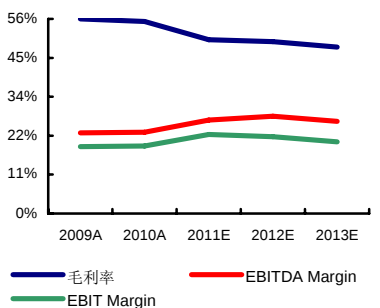
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	93	130	254	366	541
营业成本	41	58	126	185	281
营业税金及附加	1	1	2	3	5
销售费用	13	22	29	42	62
管理费用	21	24	38	55	81
财务费用	3	2	0	-4	-3
资产减值损失	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	16	24	58	86	115
营业外收入	12	21	17	19	18
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	27	45	74	104	133
所得税	2	5	8	11	14
净利润	25	40	66	93	119
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	40	66	93	119
EBITDA	22	31	68	103	144
EPS (元)	0.30	0.47	0.78	1.10	1.40

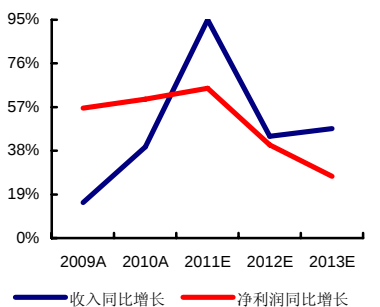
资产负债率趋势



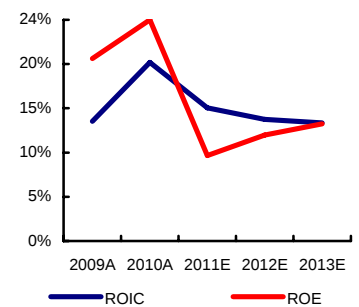
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

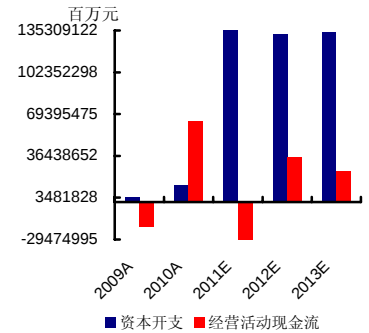
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-19	64	-29	35	25
净利润	25	40	66	93	119
折旧摊销	4	5	11	22	32
营运资金变动	-50	18	-91	-62	-109
其它	2	1	-16	-19	-17
投资活动现金流	-4	-18	-135	-132	-133
资本支出	-4	-13	-135	-132	-133
投资变动	0	-4	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	18	-9	454	0	0
银行借款	66	30	-15	0	0
债券融资	-68	-38	-5	0	0
股权融资	23	0	474	0	0
其他	-2	-1	0	0	0
现金净增加额	-5	37	289	-97	-109
期初现金余额	27	22	59	348	251
期末现金余额	22	59	348	251	142

主要财务比率

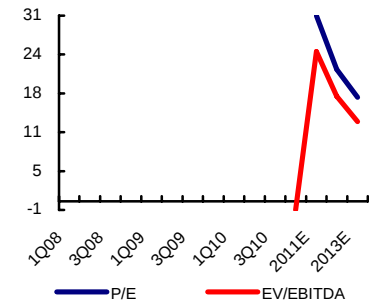
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	15.5%	39.8%	95.2%	44.4%	47.8%
营业利润	98.4%	52.7%	142.7%	48.2%	34.3%
归属于母公司净利润	56.6%	60.5%	65.3%	40.7%	27.0%
获利能力					
毛利率	56.2%	55.4%	50.2%	49.6%	48.1%
净利率	26.9%	30.9%	26.2%	25.5%	21.9%
ROE	20.1%	24.4%	9.4%	11.7%	12.9%
ROIC	13.2%	19.7%	14.7%	13.4%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	26.6%	20.3%	6.3%	7.7%	10.0%
净负债比率	0.8%	-26.5%	-49.3%	-31.4%	-15.5%
流动比率	2.87	3.79	11.47	7.93	5.52
速动比率	1.71	2.65	9.25	5.69	3.27
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.69	0.53	0.45	0.57
应收账款周转率	2.87	3.51	3.27	3.34	3.32
存货周转率	1.10	1.38	1.27	1.30	1.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.47	0.78	1.10	1.40
每股经营现金流	-0.23	0.75	-0.35	0.41	0.29
每股净资产	1.96	2.59	8.32	9.42	10.82
估值比率					
P/E	0.0	0.0	30.6	21.8	17.2
P/B	0.0	0.0	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	0.0	-1.4	24.7	17.3	13.2

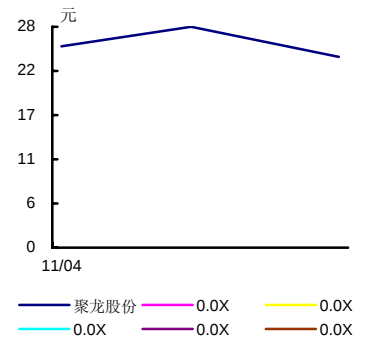
资本支出与经营活动现金流



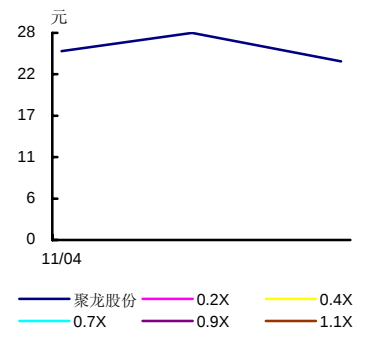
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-59136687。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，010-59136690。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。