

聚龙股份(300202)

研究员: 陈耀邦 执业证书编号: S0570510120046

☎ 025-51863296 ✉ ecoqinrui@yahoo.com.cn

🌐 <http://t.zhangle.com/4024>

高速成长的货币流通管理解决方案综合供应商

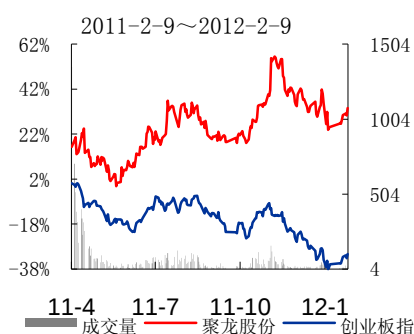
投资评级: 推荐(首次评级)

专用设备 II

当前价格(元): 29.88

目标价格(元): 31.25

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ **高速成长的货币流通管理解决方案供应商。**公司专注于金融机具制造, 2009-2011H1, 营业收入同比增长 15.52%、39.77%和 57.84%。主要产品纸币清分机市场占有率超 10%, 居内资企业前列。2010 年, 公司研发成功智能终端 JL3028 和人民币流通管理系统, 实现从纸币清分、信息采集、存储、双向传输等功能。该系统是目前全球唯一将物联网技术应用于货币流通管理的成功案例, 应未来极具应用空间。

◆ **中国金融机具行业正处于高速增长阶段。**国内金融机构的金融机具普及率较低, 特别是纸币清分机, 目前的普及率仅有 5-6%, 未来需求将呈爆发性增长。我们保守估计, 未来 5 年, 我国金融机具行业平均增速约为 20%, 到 2015 年末, 行业市场规模约 2680 亿元。其中, 纸币清分机的市场容量在 54-71 亿元之间, 是 2008 年的 10 倍左右。

◆ **人民币流通管理系统或助公司改变行业竞争格局。**人民币流通管理系统和智能终端是公司基于对金融机构业务流程和物联网技术深刻理解而开发出来的最新产品, 属于全球首创。系统的推出将使公司从单纯的产品制造商转型为货币流通管理解决方案综合供应商, 公司在未来的竞争中明显处于优势。

◆ **给予“推荐”评级。**目前, 公司规划布局内重点软件企业认证尚未获批, 故暂享受 15%优惠税率。我们基于两种税率分别对公司业绩进行预测: 在 15%税率下, 2011-2013 年 EPS 分别为 0.84、1.18 和 1.48 元。在 10%税率下, EPS 为 0.89、1.25 和 1.57 元, 业绩分别增厚 0.05、0.07 和 0.09 元。考虑到公司及行业的成长性, 我们认为应给予公司 2012 年 25 倍估值, 基于 10%税率业绩预测, 6 个月目标价 31.25 元。

公司基本资料

总股本(万)	8480.00
流通 A 股(万)	2120.00
52 周内股价区间(元)	21.78-36.0
总市值(亿)	25.34
总资产(亿)	6.68
每股净资产(元)	7.43

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	1.30	2.09	3.30	4.50
+/-%	39.77	60.6	58	36.3
净利润(百万)	40.21	71	100	125
+/-%	60.49	76.5	41.3	25.0
EPS(元)	0.63	0.84	1.18	1.48
P/E	47.43	35.85	25.37	20.30

高速成长的货币流通管理解决方案综合供应商

专注于金融机具制造, 公司业绩增长迅速

公司是一家专业从事金融机具研发、制造、生产和销售的高新技术企业, 前身系鞍山聚龙金融设备有限公司, 成立于2004年3月9日, 注册资本为2,000万元。公司目前主要产品有纸币清分机、捆钞机、扎把机、点钞机、鉴伪仪等金融机具, 广泛应用于银行网点、现金处理中心等金融机构和部分娱乐、服务场所。产品功能涵盖了现金货币处理的全部流程, 包括智能鉴伪、智能清点、自动扎把、自动清分、自动捆钞等, 多元化的产品结构使公司的综合实力日益增强、核心共性技术在产品中的应用更为广泛。

JL302 系列小型纸币清分机



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

JL303 系列小型纸币清分机



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

JL305+ 中型系列纸币清分机 (7+1)



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

JL101-15 全自动捆钞机



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

JL106 自动捆钞机



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

JL108 自动捆钞机



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

纸币清分机和捆钞机是公司目前的主要产品, 二者的销售收入占公司营业收入 85%左右。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:

清分机类型及应用

产品	出钞口	主要应用场所
小型纸币清分机	1-4 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	5-8 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

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

捆钞机采用自动控制等技术，通过压紧、送带、烫合、剪切等连续自动化操作，实现对现金纸币、票据等材料的双平面五点粘接，可提高捆钞效率和现金处理自动化水平，有效地解决纸币运输过程中的丢张和散捆问题。捆钞机按照自动化程度不同，可分为全自动捆钞机和半自动捆钞机，具体如下表：

捆钞机类型及应用

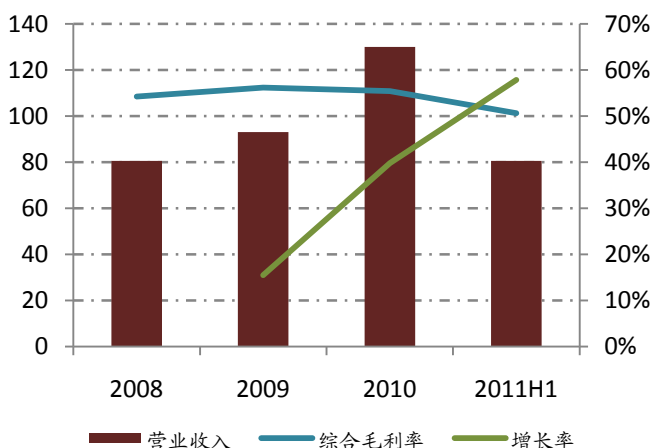
产品	特点	主要应用场所
全自动捆钞机	启动一次完成三道自动捆扎	各级银行网点
半自动捆钞机	启动一次完成一道自动捆扎	各级银行网点

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

近年来，随着纸币清分机产品系列的逐渐丰富，公司清分机销售收入增长迅速，在主营业务收入的比例也逐年上升。2008-2010 年，纸币清分机收入年均复合增长高达 74.16%，在营业收入的比例分别 35.79%、58.79%和 67.24%。捆钞机由于收入增长乏力，在营业收入中占比逐年下降。2008-2009，捆钞机收入占比分别为 48.76%、30.69%和 21.92%。

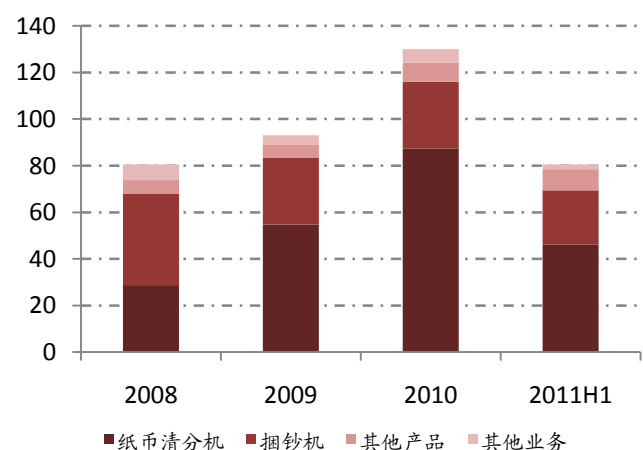
纸币清分机收入的爆发性增长也带动了公司营业收入的整体快速增长。2009 年、2010 年以及今年上半年，公司营业总收入增速分别为 15.52%、39.77%和 57.84%，显著呈加速增长态势。毛利率方面，由于国内金融机具市场竞争激烈，公司主要产品清分机和捆钞机销售价格近年均呈略微下跌趋势，单产品毛利率也有所下滑，导致公司综合毛利率也略微下滑。

公司营业收入及毛利率情况（单位：百万元）



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

公司营业收入构成及变化（单位：百万元）



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

公司正逐渐成为货币流通管理解决方案综合供应商

◆ 率先推出智能清分机，为产品应用拉开更广阔空间

目前，商业银行的现金处理主要是由各商业银行的现金运营中心统一进行清分，然后向各商业银行网点下发并向当地人民银行上缴，由此造成了商业银行现金中心的任务量大、资金积压严重，现金中心与银行网点之间的现金流通量和运输量大大增加，运输风险加大。

公司把握市场需求，于2010年下半年成功开发了应用于银行网点柜台、体积较小、具有双向通讯与双面号码识别功能的智能终端新型 JL3028 纸币清分机。

JL302 系列清分机智能终端



此处为打印机，也可选配身份证识别验证机具，将储户身份信息与交易信息存储，便于查询

资料来源：公司网站，华泰证券研究所

与其他清分机所不同的是，JL302 智能终端具有以下功能：

- 双面鉴伪；
- 双面冠字号码识别；
- 双面新旧条件清分；
- 双向通讯联网功能。

借助公司的 JL3028 小型智能终端，商业银行将现金纸币清分功能前移到网点柜台，直接减少网点与管理行的流通环节，减轻现金中心的清分压力、提升柜台的现金处理能力，从根本上压缩在途现金、控制商业银行现金操作风险，有效地解决了货币快速周转的问题。

同时，通过内置的数据采集模块，JL3028 智能终端可以将所有经过该终端的货币双面信息，包括面值、冠字号、残损状况、划痕等采集下来，并通过配置的网络通讯协议，与公司目前已开发的人民币流通管理系统实现信息集成，从而实现信息实时采集、存储、传输和管理。

另外，该智能终端可与身份证识别验证机联接，通过利用身份证识别验证机具，将储户身份信息和交

易信息关联后存储起来,一方面便于用户查询,另一方面,也为将来更广泛的应用建立了庞大的基础数据库。

该产品于2010年下半年研发成功后,已于当年11月在国内市场实现销售。今年前两个月,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,主要是由于公司为了快速占领市场。我们认为,由于智能清分机在全球属于创新型产品,目前尚处于前期的推广应用阶段。随着公司在产品推广上的持续投入和下游客户的适应性应用,智能终端将很快迎来爆发性增长。

◆ 人民币流通管理系统——基于智能终端的金融物联网应用新成果

与智能终端配合应用的还有公司新开发的人民币流通管理系统。该系统以小型纸币清分机为智能终端,形成基于商业银行网点、现金中心和人民银行的人民币流通管理系统,建立现金流通处理信息数据库,完成现金处理过程中的设备管理、信息采集、传输,能够根据纸币冠字号码进行信息追溯和管理,并通过对过程数据分析和信息统计实现人民币流通的有效管理。上级人民币流通管理数据库通过因特网或者局域网接收网点人民币流通系统工作站的信息,进行现金收缴、假币信息管理、ATM配钞和流通币挑残信息验证、信息核对、信息存储和查询统计,如下图:

人民币管理系统架构



资料来源:招股说明书,华泰证券研究所

公司不仅是行业中第一个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,也是第一个物联网技术应用于货币流通管理领域中的企业。通过应用该系统,金融机构可以轻松地实现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,从而实现货币流通痕迹管理、假币管理等应用。

目前,该系统主要与新开发的JL302智能终端配套使用,且主要适用于金融机构的网点柜台。未来,

公司可对 JL302 系列、JL303 系列、JL305 系列纸币清分机进行升级,届时这些传统清分机也将实现与人民币流通管理系统的配套使用。

在产品推广方面,公司去年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,之后,公司相继在广东、湖北、河北等地召开了该系统的多场推介会。人民币流通管理系统的全面推广将带动我国商业银行对小型纸币清分机的需求大幅增加,成为公司新的利润增长点,实现公司进一步的高速发展。

◆ 智能终端+物联网——未来应用空间极具想象力

将智能终端与现代物联网技术结合起来的应用案例并不少见,但应用在金融领域却鲜有先例。公司目前是全球唯一一家能够同时提供货币流通智能终端和管理系统,并将二者完美结合起来的货币流通管理解决方案综合供应商,在未来竞争中占尽先行优势。据已披露的信息,公司目前的货币流通管理综合解决方案将具备以下功能:

- ✓ **货币流通痕迹管理。**通过记录抓取货币冠字号等信息,并与储户身份信息关联,系统可以清楚记录货币的流通轨迹,即来自哪里,流向哪里,最终在哪里。
- ✓ **假币管理。**当有新假币被金融机构网点发现时,金融机构网点可以通过公司的该系统立即上报给人民银行,人民银行可以即时在整个金融系统里发出假币公告。公司对系统进行在线升级,则整个银行系统的网点都将快速识别新假币。反假币工作将变得更加简单、及时。
- ✓ **ATM 机配钞管理。**通过将同样的模块内置于 ATM 机里,ATM 机的存取款信息将自动动态传输给银行网点。这样,当 ATM 机缺钱或接近缺钱时或存储货币过多时,银行工作人员可以及时对相应 ATM 进行配钞管理,避免配钞不及时给客户带来不便。
- ✓ **残损币管理。**货币流通过程中容易被磨坏或人为损坏,由于我国人民银行对流通货币有“七成新”要求,因此残损后的货币将不再适宜流通。应用公司的该系统,可以将不符合规定的货币清分出来,并将相关信息反馈给人民银行,从而帮助央行作残损货币的回收、销毁和更换工作。

我们认为,公司开发的基于智能终端和物联网技术融合的货币流通管理解决方案,应用空间将远远不止于此,未来将在反洗钱、避免金融自助终端使用纠纷¹、银行网点现金总量动态调配管理等方面均具有巨大的应用空间。

中国金融机具行业正处于高速增长阶段

中国金融机具行业未来 5 年平均增速约 20%

全球金融机具市场发展迅速,发达国家金融机具市场规模稳步增长,发展中国家金融机具市场呈高速增长的态势。2006-2008 年,全球金融机具市场规模分别为 595、747 和 820 亿美元,年均复合增长达 17.4%。未来,随着全球现金纸币运用的不断增加,尤其是近年发展中国家的流通货币量高速增长,加之全球范围

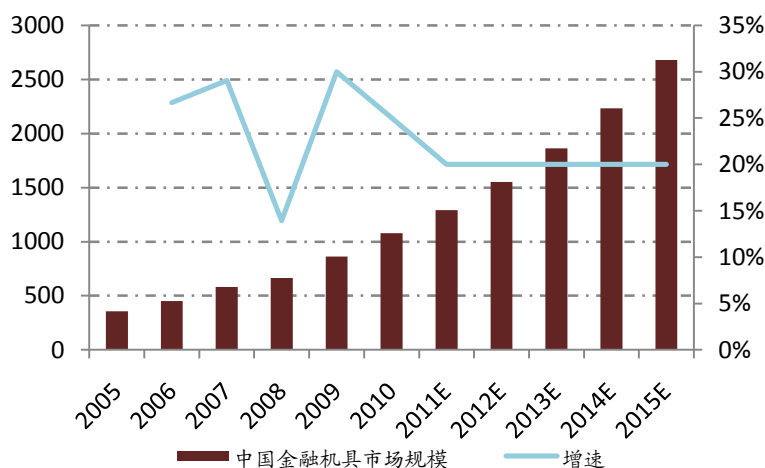
¹ 可回顾许霆案及类似 ATM 机使用纠纷案件。如果 ATM 机内置有智能终端,则客户的每一笔交易就不仅有监控体系的记录,也会有 ATM 对其记录,从而将避免很多不必要的纠纷。

内金融现代化进程不断加快以及货币反假形势的日趋严峻, 全球金融机具市场发展潜力巨大。据赛迪顾问预测, 2013 年全球金融机具市场规模将达 1,954 亿美元, 是 2008 年 820 亿美元的 2.38 倍。

国内金融机具行业起步较晚, 发展较为缓慢。直到 20 世纪 90 年代, 我国企业陆续进入金融机具制造行业, 并开始自主研发全自动捆钞机、自动鉴别和自动清分处理等智能化金融机具, 我国金融机具制造行业进入了快速成长的阶段。2005-2008 年, 中国金融机具市场规模从 356 亿元增加到 663 亿元, 年均复合增速达到 23.03%。2008 年, 在全球金融危机的影响下, 我国商业银行加强了对金融机具产品的采购预算控制, 行业增速有所下滑, 但仍然增长了 13.92%, 达到了 663 亿元。

总体而言, 相比于国外金融机构, 国内金融机构的金融机具普及率仍比较低, 未来几年, 行业需求仍将保持一定的增速。特别是纸币清分机, 目前的普及率非常低, 仅有 5-6%, 未来需求将呈爆发性增长。我们保守估计, 未来 5 年, 我国金融机具行业平均增速约为 20%, 到 2015 年末, 行业市场规模约 2680 亿元。

中国金融机具规模及增速情况 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

纸币清分机行业未来需求空间巨大

◆ 全球纸币清分机行业年均增速约 30%

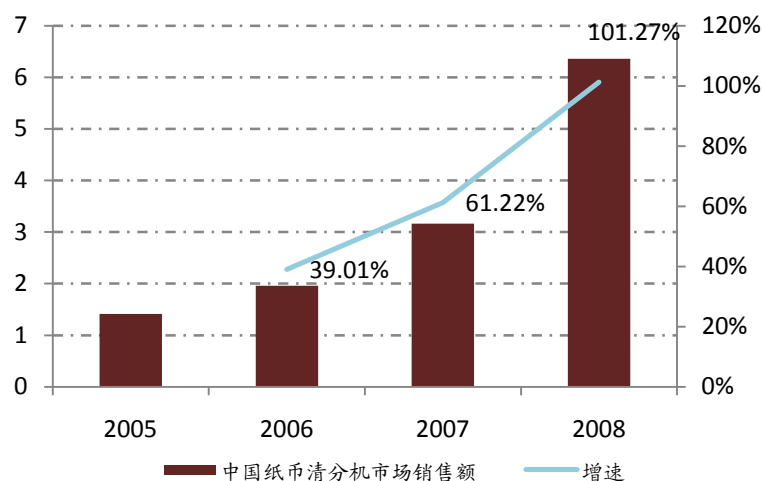
近年来, 全球纸币清分机行业一直保持较快增长, 行业销售额由 2005 年的 7.7 亿美元增长至 2008 年的 17.5 亿美元, 年均增长率达 31.77%。行业快速增长的主要原因有二: 1) 全球纸币发行量的不断增加和金融机构办公自动化水平的不断提高; 2) 全球范围内的假币盛行和各国日趋严厉的反假标准。如 2007 年欧洲央行要求各商业银行必须在柜台实现纸币清分, 随后俄罗斯、印度、克罗地亚、以色列等国家中央银行也制定了更严格的现金流通处理标准。印度中央银行 2009 年要求商业银行对于 100 卢比及大于 100 卢比面值的纸币, 只有经过机器检测并清分后才可在银行柜台或者 ATM 上再次对外使用。

新的现金处理标准, 要求在银行柜台实现纸币清分, 客观上带动了小型纸币清分机需求的快速增长。据赛迪顾问预测, 未来几年, 全球纸币清分机市场仍将保持快速增长, 2013 年, 行业市场规模将达 72.7 亿美元, 年均复合增长达 32.95%。

◆ 中国纸币清分机需求正爆发性增长, 行业未来规模将是现在 10 倍

中国纸币清分机市场规模近年呈高速增长的态势。2006-2008 年, 我国纸币清分机行业销售收入分别为 1.96 亿、3.16 亿和 6.36 亿, 年均复合增长率高达 67.1%。2008 年, 由于金融危机导致我国金融机具行业整体增速放缓, 但纸币清分机子行业仍然实现了 101.4% 的增长率, 达 6.36 亿元。

中国纸币清分机行业销售收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

目前, 纸币清分机在我国还处于起步阶段, 在银行网点的配备率较低, 大约仅仅只有 5%-6%, 且主要配备于分行或总行, 现金处理量最大、任务最繁重的支行和基层营业网点却基本上尚未配备清分机。根据银监会公布的《中国银行业监督管理委员会 2009 年报》, 截止 2009 年末, 我国银行业金融机构网点达 19.30 万家, 按照目前的配置率, 也就是说, 至少还有多达 18 万个网点并没有配备纸币清分机。

我们假定平均每个网点配备 3-4 台纸币清分机, 按近期小型纸币清分机的市场价格 (银行网点一般配置小型清分机), 每台价格大概在 1 万元左右, 那么市场的总体容量将在 54-71 亿元, 是 2008 年行业规模的 10 倍左右。如果考虑到设备的更新需求, 那么市场的空间将更大。

◆ 政策助推清分机市场需求快速增长

为提高货币流通管理效率, 提升金融机具鉴伪能力, 我国金融机构乃至金融监管部门陆续制定了相关的政策。人民银行于 2009 年 6 月发布了《关于做好商业银行人民币现钞处理设备管理工作的通知》, 明确要求从 2009 年 7 月 1 日起, 各商业银行供取款机、存取款一体机运行的钞票凡有条件的均需清分机清分。人民银行上海分行于 2009 年 4 月召开的上海市现金出纳与管理工作会议上要求, 一是在三年内各商业银行营业网点必须配备小型清分机, 对网点回笼钞票进行集中清分, 逐步减少对外支付残损币; 二是在五年内各营业网点柜面必须配置小型清分机, 真正做到柜面不对外支付残损币, 全面提高市场流通人民币质量。人民银行合肥中心支行于 2010 年决定在合肥地区部分商业银行试点人民币流通管理系统, 人民银行广东、江苏等分行也对本地区商业银行提出 ATM 配钞等纸币的集中清分处理及纸币冠字号码留存的现金管理要求。上述政策极大地刺激了我国银行网点对小型纸币清分机的刚性需求, 是我国小型纸币清分机市场高速发展的引擎。

捆钞机行业发展较为成熟，产品更新和升级是未来需求主要来源

捆钞机在我国已进入比较成熟的发展阶段，金融机构配置率也相对较为饱和。但由于历史原因，很多金融机构配置的捆钞机是相对较为落后的半自动捆钞机，捆钞效率和质量都不及全自动捆钞机。随着人民银行公布“五好钱捆”标准，明确要求银行捆钞必须符合点准、挑净、墩齐、扎紧、印章清晰的五大标准，产品的更新升级将成为捆钞机行业未来的主要需求。

人民币流通管理系统或助公司改变清分机行业竞争格局

国内清分机市场主要仍由外资品牌占有

纸币清分机市场的竞争格局因型号不同而略有差异。大中型清分机由于技术含量高、客户群狭窄和附加值高，市场基本由德国捷德和英国得利来霸占，二者占据了约 90% 的国际市场份额和几乎全部的国内市场份额。在小型纸币清分机市场，由于国内企业起步较晚，目前也主要由外资企业占据大部分市场份额。

目前，国内清分机主要生产企业由中钞信达、上海古鳌、彼绍特、同方清芝和公司。其中，中钞信达目前只能生产 2 口清分机，是公司在小型清分机领域国内最主要的竞争对手，2-6 口的中高端产品均是代理日本光荣的产品。同方清芝主要是贴牌生产日本东芝产品，主要产品是较为低端的 2 口或 2.5 口清分机。上海古鳌和彼绍特也是公司目前的重要竞争对手，二者目前已基本具备 2-6 口清分机的生产能力，且它们产品的自动化程度、智能化水平也较其他竞争对手要高。

公司目前能够生产 1-6 口小、中型纸币清分机，且已于去年研制成功智能终端 JL302。公司的清分机无论在点算精度、自动化程度和智能化水平方面均领先于国内同行，在国内金融机构的多次鉴伪测试中均 100% 通过检验，也是国内目前唯一一家通过欧洲央行 ECB 测试的清分机制造企业。公司产品的销售价格也略高于国内同行。去年新推出的智能终端 JL302，可与公司自主研发的人民币流通管理系统配套使用，这也是物联网技术在金融机具领域应用的全球首创。

总体来看，国产清分机在销售价格（国内企业的小型清分机价格比国外低 1/3 左右）、客户响应速度、售后服务方面具有优势。随着研发能力和制造水平的逐步提升，国产清分机的市场占有率也在逐年提升。目前，公司在清分机市场上的份额已超过 10%，在内资企业中名列前茅。我们认为，随着国产清分机技术和市场的不断积累，小型纸币清分机国产化是必然趋势。

人民币流通管理系统将改变行业未来竞争模式

人民币流通管理系统和智能终端是公司基于对金融机构业务流程和物联网技术深刻理解而开发出来的最新产品，这不仅在国内是独一无二，在全球也是首创。对于智能终端和人民币流通管理系统将给下游客户带来的革命性影响及未来潜在的巨大应用空间，我们在前文已有所分析，在此不再赘述。但我们还想指出的是，这套系统的推出，也已改变了公司本身——公司已由单纯的金融机具制造商转型为货币流通管理整体解决方案供应商，由销售硬件产品转型为销售整体解决方案。

我们同时也认为，这一系统的推出，也必将深刻地改变行业未来的竞争模式，行业未来的竞争将不再

取决于谁的硬件产品最好、价格最优惠或者售后服务最及时，而取决于，谁最能够根据客户需求提出完整解决方案，并对整个方案进行动态维护、升级，应对客户需求的不断变化。从这个角度来看，行业的天平已偏向了先行者聚龙股份。

收购辽宁三优丰富公司产品线，有助于提升公司综合竞争力

公司于今年 7 月份发布公告称，公司将利用超募资金收购参股公司辽宁三优金融设备有限公司剩余 66.19% 股权，并拟向其增资 3551 万元。至此，辽宁三优已成为公司全资子公司，并已被更名为辽宁慧银科技有限公司。

辽宁三优目前主要从事 ATM 自动提款机整机组装生产、销售及相关应用软件的开发业务，属于金融机具行业，侧重于软件开发和应用。经过多年的积累，辽宁三优已掌握 ATM 机及相关软件业务的多项核心技术，其产品已通过了中国银联的测试并在国内部分银行应用。收购辽宁三优并对其实施增资，公司可以借助在智能终端及现金流通管理系统方面的新成果，进一步扩充辽宁三优的金融自助设备及软件业务，同时也充实公司现有产业链，提高公司整体竞争力。

三大优势齐聚，公司发展后劲十足

公司作为金融机具制造行业内首家上市公司，已经具备了一定的先行优势。此次上市募投项目主要有二：一是纸币清分机产业化技术改造项目，将现有清分机产能由年产 2500 台提升至年产 8500 台，产能扩张 2.4 倍；二是研发中心技术改造项目，进一步研发满足更多国家新型纸币和特殊票据清分机产品，开发更高端中型清分机以及加强多领域现金处理设备的应用研发。

我们认为，公司具备三大优势，使得公司后续增长十分乐观：

- **技术优势。**公司拥有行业唯一的、以企业为载体的国家金融机具工程技术研究中心和行业唯一的国家级博士后科研工作站，是国家级创新型试点企业、国家高新技术企业和国家规划布局内重点软件企业，先后承担国家 863 计划项目、国家高技术产业化项目、国家火炬计划项目等 8 项国家级科研项目和 12 项省级科研项目。公司已拥有 15 个国家 46 个币种及版本的纸币鉴伪和识别算法技术，获得 33 项专利（发明专利 11 项）、4 项计算机软件著作权、1 项登记软件产品，申请了 8 项发明专利、3 项实用新型专利并获得受理。同时，公司保持了较高的研发投入强度。2008-2010 年，公司研发费用占销售收入比例分别为 12.87%、11.70% 和 9.33%，在行业内处于领先水平。
- **产品在位优势。**银行对纸币清分机和捆钞机的清点准确性、捆钞耐用性、售后服务便捷性等品质要求较高，在采购上述产品时对其采取严格的检测、评审程序，一般需经过较长时间试用才可以进行评估，因此，新品牌要想获得客户认可很难。公司经过多年的市场培育，已经成功入围工行、农行、中行、建行、交行、招行、民生、华夏、中信等国内银行的招标，赢得了客户的广泛认可，产品的在位优势明显。在国际市场上，公司的纸币清分机是国内第一个通过欧洲央行 ECB 测试的产品，目前已经在法国、德国、意大利、印度、土耳其、新加坡等 16 个国家和地区实现了批量销售，走在国内同行前列。
- **人民币流通管理系统优势。**人民币流通管理系统是基于物联网技术和智能终端的创新性产品，在

国际、国内均属首创。该系统不仅可以极大地提高金融机构的货币处理速度、降低客户物流成本, 同时, 有助于帮助央行及上级金融机构实现远程实时监控。人民币流通管理系统的推出也将使公司跳出现有竞争模式, 率先向货币流通管理综合解决方案供应商转变。

盈利预测与估值

关键假设

- 智能终端 JL3028 尚处于推广阶段, 11 年销量约 900 台, 价格在 2 万元/台左右。12、13 年将进入快速增长阶段。
- 高端清分机 (三口及以上) 价格较为稳定, 销量平稳增长。
- 辽宁慧银科技 (原辽宁三优) 收入并表, 盈利预测遵从可行性报告预测数据。

分项业务收入

单位: 百万元	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E	2013E
纸币清分机	28.82	54.68	87.42	46.16	139.80	213.60	271.80
比例	35.79%	58.79%	67.24%	57.32%	66.96%	64.75%	60.43%
毛利率	65.64%	66.39%	62.37%	60.59%	61.00%	60.00%	59.00%
增长率		89.73%	59.87%	33.44%	59.91%	52.79%	27.25%
捆钞机	39.26	28.55	28.49	23.28	39.14	40.80	42.42
比例	48.76%	30.69%	21.92%	28.91%	18.75%	12.37%	9.43%
毛利率	49.90%	44.76%	41.96%	39.62%	43.50%	43.00%	42.50%
增长率		-27.29%	-0.19%	140.88%	37.36%	4.24%	3.97%
ATM 机销售及运营					7.50	37.50	77.50
比例					3.59%	11.37%	17.23%
毛利率					52.70%	56.80%	54.84%
增长率						400.00%	106.67%
其他产品	5.78	5.65	8.28	8.97	17.39	33.03	52.85
比例	7.18%	6.07%	6.37%	11.13%	8.33%	10.01%	11.75%
毛利率	40.17%	28.38%	37.91%	27.44%	30.00%	32.00%	35.00%
增长率		-2.38%	46.61%	147.84%	110.00%	90.00%	60.00%
其他业务	6.65	4.14	5.82	2.13	4.95	4.95	5.20
比例	8.26%	4.45%	4.48%	2.64%	2.37%	1.50%	1.16%
毛利率	43.13%	37.83%	41.66%	52.44%	52.00%	51.00%	50.00%
增长率		-37.72%	40.57%	-32.34%	-15.00%	0.00%	5.00%
营业收入合计	80.52	93.02	130.02	80.53	208.78	329.88	449.77
综合毛利率	54.27%	56.17%	55.41%	50.62%	54.63%	54.59%	53.80%
增长率		15.52%	39.77%	57.84%	60.57%	58.01%	36.34%

我们预计 2011-2013 年, 公司营业收入分别为 2.09、3.3 和 4.5 亿元, 同比增长 60.6%、58%和 36.3%。

2009\2010 年, 公司两获国家火炬计划重点高新技术企业和国家规划布局内重点软件企业资质认证, 实际享受 10% 的优惠税率。去年底, 两种资质认证均已到期, 需要重新申请。截止今日, 公司高新技术企业资质认证已获批, 故可享有 15% 的税收政策。国家规划布局内重点软件企业认证申请尚未获批。基于两种税率制度下, 公司盈利预测如下:

按 15% 税率估算:

2011-2013 年, 预计公司将实现净利润分别为 0.71、1.0 和 1.25 亿元, 同比增长 76.5%、43.3% 和 25%, 对应 EPS 分别为 0.84、1.18 和 1.48 元。当前股价对应的 PE 分别为 35.85 倍、25.37 倍和 20.30 倍。

按 10% 税率估算:

2011-2013 年, 预计公司将实现净利润分别为 0.75、1.06 和 1.33 亿元, 同比增长 87%、41.5% 和 25.1%, 对应 EPS 分别为 0.89、1.25 和 1.57 元, 业绩分别增厚 0.05、0.07 和 0.09 元。当前股价对应的 PE 分别为 33.57 倍、23.9 倍和 19 倍。

目前, A 股市场上可比公司主要证通电子、三泰电子、海兰信、同方股份、川大智能、银之杰等, 其估值情况如下所示:

A 股可比公司估值情况

证券代码	简称	2 月 8 日收盘价	EPS				PE			
			2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
002197	证通电子	10.21	0.42	0.38	0.57	0.80	31.59	26.87	17.91	12.76
002312	三泰电子	10.31	0.44	0.42	0.53	0.66	29.98	24.29	19.42	15.67
300065	海兰信	20.9	0.58	0.67	0.98	1.45	51.87	31.40	21.33	14.40
600100	同方股份	10.52	0.48	0.42	0.68	0.94	21.92	25.05	15.47	11.19
002253	川大智胜	21.88	0.54	0.60	0.92	1.28	40.52	36.47	23.78	17.09
300085	银之杰	9.01	0.57	0.31	0.40	0.53	15.81	29.06	22.53	17.00
300183	东软载波	54.61	1.38	1.84	2.45	3.23	43.09	29.68	22.29	16.91
002195	海隆软件	17.05	0.61	0.62	0.86	1.18	32.37	27.50	19.83	14.45
平均							33.39	28.79	20.32	14.93

2012 年, 可比公司平均估值 20 倍。我们认为, 公司规划内布局重点软件企业资质有望在 2012 年获批, 且考虑到公司是国内率先将物联网技术与智能终端结合, 并成功应用于金融机具行业的公司, 我们认为 2012 年公司合理估值为 25 倍, 未来 6 个月目标价为 31.25 元。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	140	655	687	787
现金	59	521	477	498
应收账款	33	52	82	111
其他应收款	6	11	18	24
预付账款	2	5	6	7
存货	40	66	105	145
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	67	94	164	170
长期投资	4	0	0	0
固定资产	49	73	132	146
无形资产	12	11	9	8
其他非流动资产	2	10	23	17
资产总计	207	749	851	957
流动负债	37	53	75	90
短期借款	15	0	0	0
应付账款	14	33	49	58
其他流动负债	8	20	26	31
非流动负债	5	10	8	6
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	5	10	8	6
负债合计	42	63	83	96
少数股东权益	0	0	0	0
股本	64	85	85	85
资本公积	25	453	453	453
留存收益	77	148	230	323
归属母公司股东权益	165	686	768	861
负债和股东权益	207	749	851	957

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	64	52	39	59
净利润	40	71	100	125
折旧摊销	0	7	11	14
财务费用	2	-8	-15	-15
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-22	-55	-64
其他经营现金流	21	5	-1	-2
投资活动现金流	-18	-33	-81	-20
资本支出	14	35	80	20
长期投资	-4	-4	-0	-0
其他投资现金流	-9	-2	-1	-1
筹资活动现金流	-9	443	-3	-17
短期借款	-8	-15	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	21	0	0
资本公积增加	0	429	0	0
其他筹资现金流	-1	8	-3	-17
现金净增加额	37	462	-44	22

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	130	209	330	450
营业成本	58	95	150	208
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	22	26	41	54
管理费用	24	31	48	64
财务费用	2	-8	-15	-15
资产减值损失	-1	1	1	1
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	63	103	134
营业外收入	21	21	15	14
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	45	83	118	147
所得税	5	13	18	22
净利润	40	71	100	125
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	40	71	100	125
EBITDA	26	61	98	133
EPS (元)	0.63	0.84	1.18	1.48

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	39.8%	60.6%	58.0%	36.3%
营业利润	52.7%	163.4%	64.5%	29.6%
归属于母公司净利润	60.5%	76.5%	41.3%	25.0%
获利能力				
毛利率(%)	55.4%	54.6%	54.6%	53.8%
净利率(%)	30.9%	34.0%	30.4%	27.9%
ROE(%)	24.4%	10.3%	13.1%	14.5%
ROIC(%)	19.3%	26.7%	25.0%	27.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	20.3%	8.5%	9.8%	10.0%
净负债比率(%)	35.70%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.79	12.26	9.13	8.75
速动比率	2.70	11.02	7.74	7.14
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.44	0.41	0.50
应收账款周转率	4	5	5	5
应付账款周转率	4.41	4.01	3.61	3.85
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.84	1.18	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.61	0.46	0.70
每股净资产(最新摊薄)	1.94	8.09	9.06	10.16
估值比率				
P/E	63.27	35.85	25.37	20.30
P/B	15.44	3.71	3.31	2.95
EV/EBITDA	96	41	25	19

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上;

推荐：相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望：市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。