

新产品新空间，社区金融新方向

公司动态

◆新产品新空间

在主营清分机系列产品之外，公司还布局有清分流水线、柜员循环一体机(TCR)等诸多产品。其中柜员循环一体机(TCR)在实现存款收缴与取款出钞的功能之外，还配有金融终端专用保险柜，提供每日备用金的夜间存储功能，以解决柜员使用现金过夜难题，能够有效降低银行运营成本，提高柜员工作效率。随着人力成本的上升和网点降低管理现金的压力，铺设柜员循环一体机(TCR)有望成为对应的解决手段。目前一台机器单价在十万到二十万之间，全国有 20 万个银行网点，近 100 万的银行柜面，相应市场空间在几百亿的规模，一旦政策突破，需求爆发，有望给公司带来显著地业绩贡献。

◆金融外包服务加速布局

随着银行业竞争加剧，民营银行、互联网银行的相继进入，金融服务外包大势所趋。公司作为国产清分机龙头，银行客户覆盖工农中建交五大行以及华夏、民生等在内的十三家股份制银行，以及众多城商行、农商行、农信社等。在优质的客户资源积累下，公司目前已在河南安阳、洛阳、山西忻州等地建立了清分外包服务中心，并成为辖区内清分外包服务示范工程。仅 2015 年 10 月，公司全资子公司已完成两家分公司和一家合资子公司的设立，拓展湖北、山东等区域的金融外包服务，业务布局逐渐加速。

◆社区金融战略布局打开未来成长空间

公司 2015 年 11 月 28 日公告以现金出资 300 万元设立合资子公司聚龙通讯，持股 60%，围绕社区金融、农村金融两个方向进行战略布局，以全面打造创新型智能硬件设备研发、生产、销售一体化平台，并围绕硬件终端功能提供相应的软件开发及服务。此前公司已与深圳乐怡通信签约，合资设立公司，发挥各自优势，以社区金融和农村金融的发展方向为基础，依托智能金融终端设备的铺设，在大数据金融、大数据物流、大数据征信方面进行业务拓展。此外，公司此前出资一亿元人民币成立全资子公司聚龙融创，专注大数据开发与应用，将助力公司社区金融业务拓展，在风险定价、目标客户挖掘等领域提供支持。

◆估值与评级

我们预测公司 2015-2017 年归属上市公司股东净利润分别为 3.77 亿元、5.09 亿元、6.71 亿元，对应的 EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.22 元，6 个月目标价 50.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：

行业竞争加剧，清分机业务增长不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	864	1,133	1,143	1,344	1,622
营业收入增长率	71.46%	31.14%	0.81%	17.64%	20.66%
净利润（百万元）	272	370	377	509	671
净利润增长率	89.28%	35.89%	1.97%	35.06%	31.73%
EPS（元）	0.49	0.67	0.69	0.93	1.22
ROE（归属母公司）（摊薄）	26.03%	26.72%	22.10%	23.51%	24.21%
P/E	74	54	53	39	30

增持（首次）

当前价/目标价：36.51/50.00 元

目标期限：6 个月

分析师

姜国平（执业证书编号：S0930514080007）
021-22169167
jianggp@ebsecn.com

薛亮（执业证书编号：S0930515050004）
021-22167311
xueliang@ebsecn.com

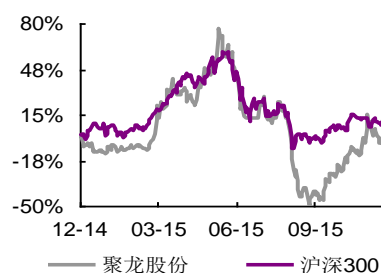
联系人

卫书根
021-22167336
weishugen@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.50
总市值(亿元)：200.62
一年最低/最高(元)：16.10/60.00
近 3 月换手率：167.00%

股价表现(一年)



收益表现

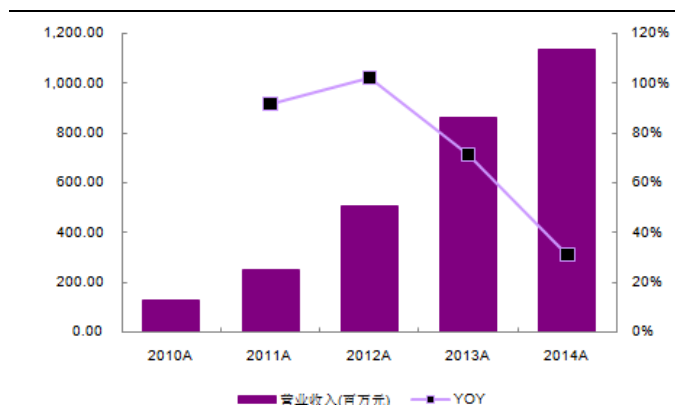
%	一个月	三个月	十二个月
相对	24.80	79.98	1.76
绝对	24.61	95.88	13.13

1、新产品新空间，社区金融新方向

1.1、国产清分机龙头

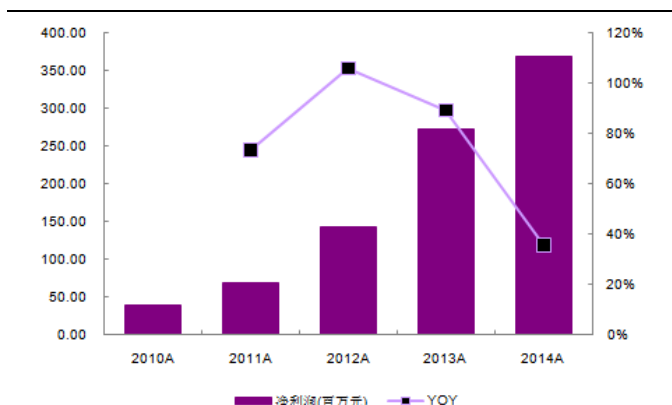
公司是国产清分机龙头。主营产品包括小型、中型清分机系列、捆钞机系列、人民币鉴别仪、清分流水线、柜员循环一体机(TCR)系列产品。受益于央行对于银行业金融机构实现全额清分目标的政策驱动和公司中小型清分机产品的性价比优势带来的进口替代，公司过去5年营业收入复合增长率高达72%，净利润也由上市之前的4021万元增长到2014年的36940万元，增长了8倍。

图1：过去5年聚龙营业收入复合增长率高达72%



资料来源：公司公告

图2：过去5年聚龙净利润增长了8倍

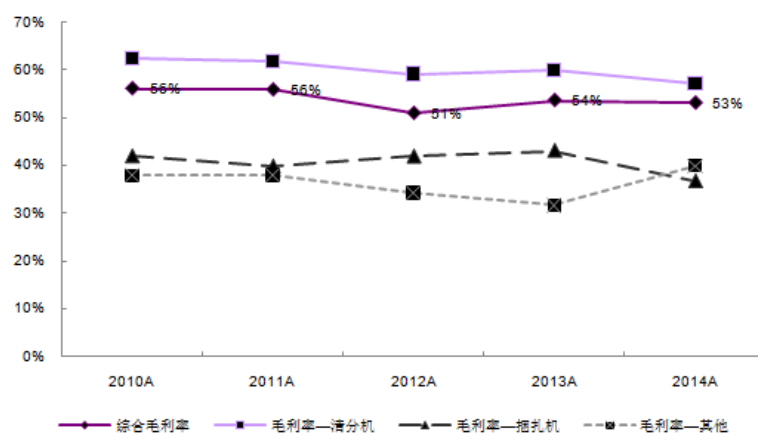


资料来源：公司公告

1.2、新产品新空间

清分机市场将维持平稳增长。经过近五年的高速增长，清分机市场的渗透率预计接近达到50%左右的水平。而央行规定到2015年底实现全国性银行省会级网点和部分地方性银行网点付出现金全额清分目标也将到期，该部分需求将更多转化为替代需求。新增需求主要来自2017年底实现全国性银行地市级网点和地方性银行所有网点付出现金全额清分目标和2020年底实现县级及以下网点付出现金全额清分目标带来的清分机布设需求，但该部分需求目前已有部分满足。因此，在市场渗透率较高基数较大的背景下，我们预计清分机市场将维持平稳偏低速增长。此外，尽管随着竞争加剧，公司主营清分机产品过去两年毛利率略有下滑，但由于清分机市场本身有较高的技术和市场壁垒，我们预计毛利率下滑态势不会持续。

图 3：聚龙的毛利率呈现逐年趋稳的态势



资料来源：公司公告，光大证券研究所

新产品新空间。除了清分机系列产品之外，公司还有清分流水线、柜员循环一体机(TCR)等诸多产品。其中柜员循环一体机(TCR)在实现存款收缴与取款出钞的功能之外，还配有金融终端专用保险柜，提供每日备用金的夜间存储功能，以解决柜员使用现金过夜难题，能够有效降低银行运营成本，提高柜员工作效率。随着人力成本的上升和网点降低管理现金的压力，铺设柜员循环一体机(TCR)有望成为解决手段。目前一台机器单价在十万到二十万之间，全国有 20 万个银行网点，近 100 万的银行柜面，相应市场空间在几百亿的规模，一旦政策突破，需求爆发，有望给公司带来显著地业绩贡献。

图 4：聚龙的柜员循环一体机(TCR)产品图



产品功能：

- 无视觉死角的存、取款功能
- 方便接入银行业务系统，实现存款收缴与取款出钞的功能。另外产品配备业务操作外显，客户可实时看到钞票处理张数，保证在存、取款操作中无视觉死角。
- 人民币冠字号识别功能
- 处理钞票的同时，记录纸币冠字号信息。
- 零钱包及印鉴等重要物件存储功能
- 具有零钱包存储功能，减少与现金中心的每日托管流通环节。
- 备用金夜间存储功能
- 配有金融终端专用保险柜，提供每日备用金的夜间存储功能。

资料来源：公司官网

1.3、金融外包服务加速布局

银行业竞争新格局带来金融外包服务需求。随着银行业竞争加剧，民营银行、互联网银行的相继进入，自建现金中心覆盖常规物理网点模式已经成为传统银行的负担，新型自助网点、社区银行的布局以及传统网点萎缩已成为大势所趋。面对这种趋势，提供上门收款、现金清分、设备运营、维护、安防监控、清机加钞等一系列服务方案的第三方金融服务外包解决方案商成为银行新型网点解决现钞清分处理与设备运营等需求的必然选择。

借助客户资源积累，拓展金融外包服务。作为国产清分机龙头，公司的银行客户实现了工农中建交五大行以及华夏、民生等在内的十三家股份制银行全覆盖，以及众多城商行、农商行、农信社等客户。在优质的客户资源积累下，公司目前已在河南安阳、洛阳、山西忻州等地建立了清分外包服务中心，并成为辖区内清分外包服务示范工程。仅2015年10月，公司全资子公司已完成两家分公司和一家合资子公司的设立，以拓展湖北、山东等区域的金融外包服务，业务布局逐渐加速。

表 1：五大行中有四家是聚龙 2013 年的前五大客户

单位名称	销售金额(百万元)	销售占比(%)
中国工商银行股份有限公司	202.89	23.48
中国建设银行股份有限公司	174.65	20.21
农村商业银行	74.11	8.57
中国银行股份有限公司	48.41	5.60
中国农业银行股份有限公司	36.67	4.24

资料来源：公司公告

1.4、社区金融战略布局打开未来成长空间

设立聚龙通讯，战略布局社区金融。2015年11月28日公司公告，与鞍山聚乐投资管理中心（有限合伙）、周明等6位自然人共同出资设立辽宁聚龙通讯科技有限公司，注册资本为人民币500万元，公司以现金出资300万元，持股60%。聚龙通讯将围绕社区金融、农村金融两个方向战略布局，全面打造创新型智能硬件设备研发、生产、销售一体化平台，并围绕硬件终端功能提供相应的软件开发及服务。此前公司已与深圳乐怡通信科技有限公司签约，合资设立公司，发挥各自优势，以社区金融和农村金融的发展方向为基础，依托智能金融终端设备的铺设，在大数据金融、大数据物流、大数据征信方面进行业务拓展，打造物联网、“互联网+”技术的典型应用。

成立聚龙融创，专注大数据开发与应用。2015年10月21日公司公告成立全资子公司聚龙融创（北京）信息科技研究院有限公司，注册资本为1亿元人民币。一方面，聚龙融创致力于基于人民币流通管理系统的冠字号大数据开发及应用，实现纸币流通监管从初期的纸币反假追溯到现金类交易流水管理再到跨行调拨的标准建立，实现现金清点集约管理，降低业务成本。另一方面，聚龙融创大数据平台致力于研发消费流通领域的信息系统、网站平台、微信及APP应用系统开发，为更多的区域型、行业型大中型企业客户提供信息化服务和数据资讯服务，逐步在消费品批发和零售领域挖掘更深层次的数据信息，发挥大数据的深度价值，并逐步扩展其他衍生的信息化项目。我们认为，聚龙融创的大数据手段将助力公司社区金融业务拓展，在风险定价、目标客户挖掘等领域提供支持。

2、估值与建议

基于以下假设情况下：

- (1) 银行招标恢复，清分机业务2016年恢复正常增长水平；

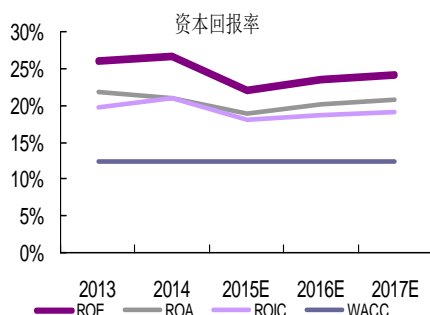
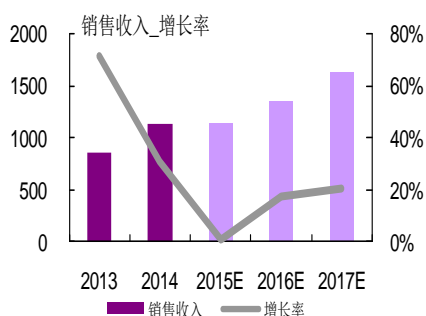
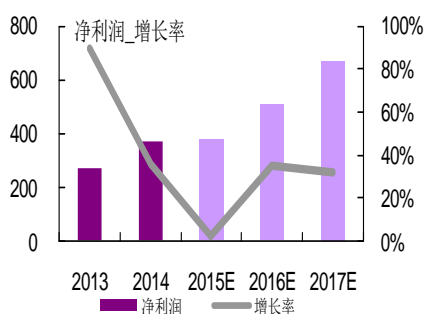
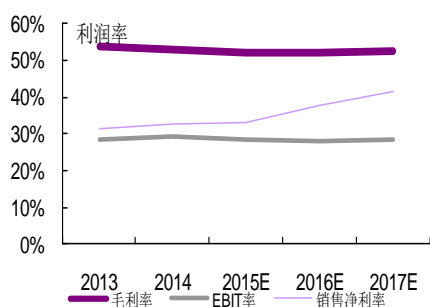
(2) 柜员循环一体机(TCR)和金融外包服务 2016 年开始有较明显的业绩贡献；

(3) 社区金融业务 2016 年实现部分金融机具销售；

我们预测公司 2015-2017 年归属上市公司股东净利润分别为 3.77 亿元、5.09 亿元、6.71 亿元，对应的 EPS 分别为 0.69 元、0.93 元、1.22 元，6 个月目标价 50.00 元，首次覆盖给予“增持”评级。

3、风险提示

行业竞争加剧，清分机业务增长不达预期。



利润表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	864	1,133	1,143	1,344	1,622
营业成本	401	533	547	642	773
折旧和摊销	14	19	23	27	33
营业税费	10	12	10	14	16
销售费用	97	134	132	157	188
管理费用	106	122	132	150	184
财务费用	-3	0	-3	-10	-17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	250	330	327	389	477
利润总额	300	407	443	566	745
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	271.99	369.60	376.89	509.05	670.57

资产负债表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总资产	1,246	1,759	2,003	2,516	3,226
流动资产	1,020	1,484	1,674	2,122	2,759
货币资金	472	647	871	1,142	1,579
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	365	605	547	680	798
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	5	7	8	8	10
存货	153	197	212	244	293
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	191	216	264	319	380
无形资产	19	29	28	26	25
总负债	201	372	295	348	454
无息负债	166	367	295	348	454
有息负债	35	5	0	0	0
股东权益	1,045	1,386	1,708	2,168	2,773
股本	305	550	550	550	550
公积金	276	191	229	280	347
未分配利润	464	643	928	1,337	1,874
少数股东权益	0	3	3	3	3

现金流量表 (百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	82	304	362	401	590
净利润	272	370	377	509	671
折旧摊销	14	19	23	27	33
净营运资金增加	410	249	43	246	263
其他	-614	-334	-81	-382	-376
投资活动产生现金流	-54	-71	-81	-92	-105
净资本支出	-62	-71	-81	-92	-105
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	7	0	0	0	0
融资活动现金流	3	-62	-57	-38	-47
股本变化	136	244	0	0	0
债务净变化	30	-30	-5	0	0
无息负债变化	34	201	-72	53	106
净现金流	30	171	224	271	437

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	71.46%	31.14%	0.81%	17.64%	20.66%
净利润增长率	89.28%	35.89%	1.97%	35.06%	31.73%
EBITDA/EBITDA 增长率	104.69%	33.83%	-0.63%	17.25%	21.15%
EBIT/EBIT 增长率	109.93%	33.72%	-1.88%	17.10%	21.32%
估值指标					
PE	74	54	53	39	30
PB	19	15	12	9	7
EV/EBITDA	43	58	57	49	40
EV/EBIT	46	61	61	52	42
EV/NOPLAT	50	67	72	58	47
EV/Sales	13	18	17	15	12
EV/IC	10	14	13	11	9
盈利能力 (%)					
毛利率	53.64%	53.00%	52.15%	52.22%	52.35%
EBITDA 率	30.16%	30.77%	30.33%	30.23%	30.35%
EBIT 率	28.54%	29.10%	28.33%	28.20%	28.35%
税前净利润率	34.77%	35.88%	38.81%	42.08%	45.94%
税后净利润率 (归属母公司)	31.47%	32.61%	32.99%	37.87%	41.34%
ROA	21.83%	21.00%	18.81%	20.23%	20.78%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.03%	26.72%	22.10%	23.51%	24.21%
经营性 ROIC	19.83%	21.04%	18.07%	18.61%	19.10%
偿债能力					
流动比率	5.26	4.06	5.80	6.23	6.21
速动比率	4.47	3.52	5.07	5.52	5.55
归属母公司权益/有息债务	29.86	259.07	-	-	-
有形资产/有息债务	35.02	323.43	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.49	0.67	0.69	0.93	1.22
每股红利	0.06	0.10	0.09	0.12	0.16
每股经营现金流	0.15	0.55	0.66	0.73	1.07
每股自由现金流(FCFF)	-0.42	0.00	0.32	0.06	0.14
每股净资产	1.90	2.52	3.10	3.94	5.04
每股销售收入	1.57	2.06	2.08	2.45	2.95

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姜国平，复旦大学管理学硕士，中国科学技术大学管理信息系统专业本科。4 年国际 IT 咨询公司工作经验，超过 3 年计算机行业研究经验，14 年加盟光大证券。全面覆盖计算机各子行业。熟悉公司：用友软件、东软集团、卫宁软件、银江股份、易华录、汉得信息、东华软件、广联达、恒生电子、数字政通等。

薛亮，北京邮电大学理学学士，光大证券计算机行业研究员。5 年计算机行业创业经历，主要面向电信、金融行业及政府部门提供软件开发、技术服务；4 年投资银行从业经历，具备丰富的投融资经验；于 2015 年加入光大证券研究所。研究注重框架与逻辑，擅长前瞻性把握行业发展趋势。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意見不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebsecn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com