

聚龙股份(300202)

高端机具+外包服务持续发力，“巨龙”仍将不断腾飞

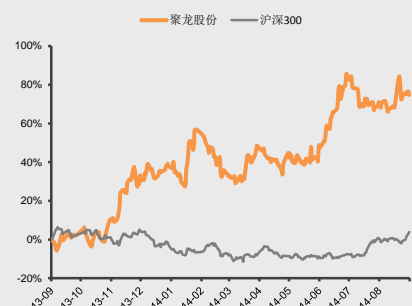
强烈推荐（维持）

现价：27.3 元

主要数据

行业	平安计算机
公司网址	http://www.julong.cc/
大股东/持股	柳永诠/29.99%
实际控制人/持股	柳永诠/29.99%
总股本(百万股)	550
流通A股(百万股)	550
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	150
流通A股市值(亿元)	150
每股净资产(元)	1.96
资产负债率(%)	10.39

行情走势图



相关研究报告

《金融机具保持高速增长，外包服务值得高度期待》

《业绩保持快速增长，长期成长空间打开》

证券分析师

符健 投资咨询资格编号
S1060513060002
010-59730720
FUJIAN296@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 清分机景气度高企，营收高增长仍将持续

随着央行全额清分政策的推进，银行对清分机的需求持续释放，清分机行业景气度依然高企，未来3年行业增速将会维持在30%以上。我国清分机行业市场潜在规模超过200亿元，行业天花板远未达到。公司作为行业龙头，清分机市场占有率接近30%。公司积极跟进银行的需求以及清分机市场的变化，推出多项新产品，如全自动现钞清分环保流水线等。未来随着国产替代进程的加速以及城商行市场的逐渐开拓，公司市场份额存在进一步上升的空间。

■ ATM机市场开拓有序，新产品有望取得突破

公司新型ATM机独具优势，具备纸币冠字号码识别和二维码打印等功能，新一代存取款一体机在盛京银行、齐鲁银行等获得了入围资格，市场有望加速打开。新产品方面，市场推进有序进行。柜员循环出钞机、全自动现钞清分环保流水线、硬币兑换机、金融物联网系统等多个新产品市场推广顺利，部分新产品已取得订单。未来在新产品领域不排除通过外延扩张的方式实现加速成长。

■ 积极布局金融外包，新兴成长空间有望打开

2014年以来，公司成立子公司或者控股子公司的方式积极布局外包领域。公司与忻州保安押运护卫中心共同投资组建忻州聚龙金融服务有限公司，进入现金押运领域；对外投资设立全资子公司安阳聚龙鑫融信息技术服务有限公司，拓展现金清分外包业务；在上海设立全资子公司上海聚龙金融安全服务有限公司，切入金融信息技术外包、金融业务流程外包和金融知识流程外包领域。公司清分外包业务已取得成效，2014年上半年，公司清分外包服务业务已经河南、山西等地打造样板工程。随着市场开拓速度加快以及运营经验逐步积累，公司外包业务有望实现较快的增长，有望打开公司新兴成长空间。

■ 竞争优势不断凸显，长期成长极具期待

公司在技术、产品以及服务方面极具竞争优势。技术上，公司高度重视技术研发，13年公司研发投入占营收的比例为7.41%，高于广电运通和御银股份，公司清分机通过欧洲央行检测；产品上，公司专注现金智能处理和流通管理，产品种类丰富，遍布现金流通全部环节；服务上，服务网点遍布全国，服务标准远高于同类企业，在商业银行招标采购中的竞争力较强。长期成长极具期待。

■ 重申“强烈推荐”评级，目标价 33 元

暂不考虑外延扩张影响，以及外包服务对收入的贡献，我们预测公司2014~2016年EPS分别0.74元、1.06元、1.49元，考虑到清分机行业景气度高企以及公司新产品市场拓展稳步推进，我们认为公司股价还存在上涨空间，维持“强烈推荐”评级，目标价33元，对应15年约31倍PE。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	504	864	1,261	1,786	2,492
YoY(%)	102.1	71.5	45.9	41.7	39.5
净利润(百万元)	144	272	408	582	817
YoY(%)	105.9	89.3	50.2	42.4	40.6
毛利率(%)	50.9	53.6	55.0	55.1	55.3
净利率(%)	28.5	31.5	32.4	32.6	32.8
ROE(%)	18.0	26.0	28.7	29.0	29.0
EPS(摊薄/元)	0.26	0.49	0.74	1.06	1.49
P/E(倍)	104.4	55.2	36.7	25.8	18.4
P/B(倍)	18.8	14.4	10.5	7.5	5.3

正文目录

一、公司概况：中国高端金融机具行业的龙头企业之一	7
二、行业分析：金融机具景气度高，外包服务快速发展	9
2.1、金融机具贯穿纸币流通全程，未来现金支付仍极具活力	9
2.2、政策加速需求释放，金融创新倒逼银行提升效率	11
2.3、清分机市场延续高速增长，进口替代成必然趋势	12
2.4、ATM 机进入稳定增长期，13 亿人口孕育巨大空间	15
2.5、金融服务外包快速发展，市场空间超过百亿元	19
三、公司分析：围绕现金流通全程，打造现金智能处理和流通管理的整体解决方案供应商 .	20
3.1、商业模式：专注现金处理智能化，全面布局流通周期	20
3.2、核心竞争力：技术、产品以及服务打造领先优势	21
3.3、清分机仍为核心业务，高端产品推陈出新	25
3.4、ATM 机通过测试，市场拓展有序推进	27
3.5、新兴产品储备丰富，市场推广顺利进行	28
3.6、积极发展外包业务，新兴成长空间有望打开	28
3.7、海外市场营收回暖，销售渠道加速拓宽	29
四、日本光荣公司：全球领先的金融机具制造商	30
4.1、商业范围逐步扩展，海外市场不断开拓	30
4.2、海外营收首超金融市场，收入结构迎来较大调整	31
4.3、“技术+渠道”双重保障，共同打造超强实力	33
五、重申“强烈推荐”，目标价 33 元	35
5.1、关键假设	35
5.2、盈利预测	35
5.3、相对估值：估值低于行业平均水平，未来成长空间较大	35

5.4、重申强烈推荐，目标价 33 元	36
六、风险提示	36

图表目录

图表 1：公司主营收入结构图	7
图表 2：公司业务毛利率	7
图表 3：公司营业收入和净利润状况（单位：亿元）	8
图表 4：公司费用率稳中有降	8
图表 5：公司营收地区结构图	8
图表 6：现金流通涉及金融机具及相关服务	9
图表 7：中国货币供应量（单位：亿元）	10
图表 8：中国金融机具市场规模及增长率（单位：亿元）	11
图表 9：货币管理相关政策	11
图表 10：银行业金融机构总资产（单位：万亿元）	12
图表 11：银行业金融机构税后利润（单位：亿元）	12
图表 12：纸币清分机分类	13
图表 13：纸币清分机以及小型纸币清分机市场规模（单位：亿元）	13
图表 14：银行现金中心估算	14
图表 15：银行网点所需清分机数量估算	14
图表 16：清分机市场空间估算	14
图表 17：我国清分机市场主要入围厂商	14
图表 18：小型纸币清分机市场份额估算图（2012 年）	15
图表 19：我国 ATM 机保有量及增长率（单位：万台）	15
图表 20：每百万人拥有 ATM 机数量（单位：万台）	16
图表 21：ATM 机市场空间估算	16

图表 22：部分省市每百万人拥有的 ATM 机数量（单位：台）	17
图表 23：本土品牌和外资品牌的 ATM 机市场份额	17
图表 24：ATM 机供应商在中国市场的销售占有率	18
图表 25：存取款一体机销量占比	18
图表 26：自助设备运营外包主要内容	19
图表 27：存取款一体机销量占比	20
图表 28：聚龙股份业务布局图	20
图表 29：主要产品盈利模式	21
图表 30：公司历年研发投入保持快速增长（单位：万元）	22
图表 31：公司研发投入占营业收入比例高于可比公司	22
图表 32：专利数量不断增长	22
图表 33：聚龙股份部分产品	23
图表 34：公司国内服务网点分布图	24
图表 35：与国内主要竞争对手的服务指标比较	24
图表 36：清分机系列产品营收（单位：万元）	25
图表 37：清分机系列产品毛利率	25
图表 38：人民币流通管理系统	25
图表 39：公司小型纸币清分机市场份额变化图	26
图表 40：聚龙 ATM 机	27
图表 41：积极布局外包领域	28
图表 42：现金运营外包覆盖范围广泛	29
图表 43：海外市场营收逐步回暖（单位：万元）	29

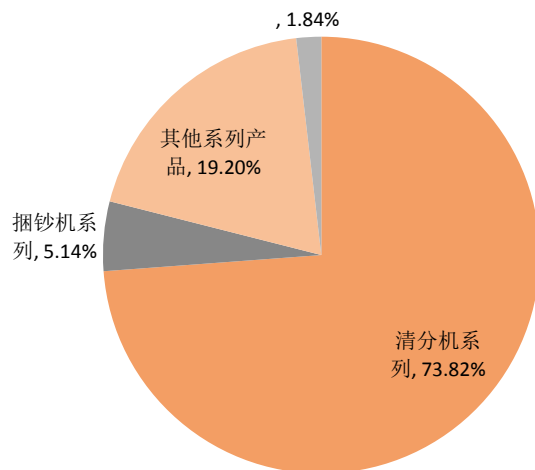
图表 44：海外市场毛利率企稳回升.....	29
图表 45：日本光荣公司历史沿革	31
图表 46：光荣公司商业领域	31
图表 47：光荣公司营业收入（单位：十亿日元）	32
图表 48：光荣公司毛利率水平	32
图表 49：光荣公司各项业务收入（单位：十亿日元）	32
图表 50：光荣公司营收比例图	32
图表 51：光荣公司海外市场收入结构图（单位：十亿日元）	33
图表 52：光荣公司核心技术	33
图表 53：光荣公司业务全球分布图.....	34
图表 54：聚龙股份盈利预测	35
图表 55：可比公司 PE 比较	35

一、公司概况：中国高端金融机具行业的龙头企业之一

公司是国内领先的现金智能处理和流通管理的整体解决方案供应商，面向国内外金融领域提供货币反假、智能清分、自动捆扎、自助存取款、金融电子交易及现金流通管理系统等多种功能的产品和服务。公司主导产品包括中、小型纸币清分机、自助柜员机、金融物联网—人民币流通管理系统和捆钞机等。

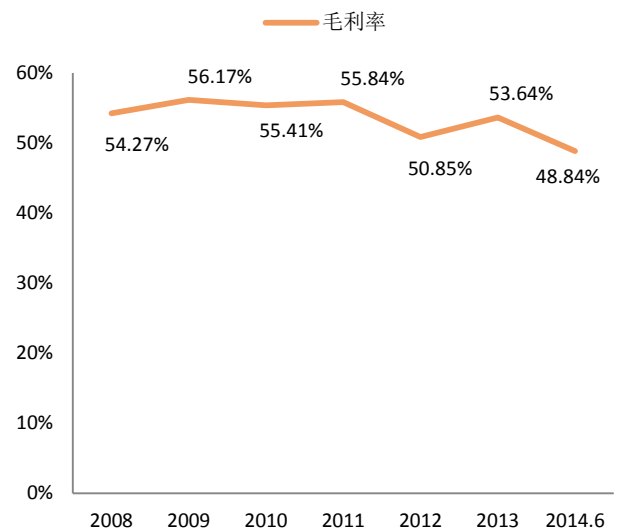
公司的当前主营业务为清分机系列、捆钞机系列以及其他系列产品，其中，**清分机系列是公司的核心业务**。2013 年，清分机系列实现收入 6.38 亿元，同比增长 102.06%，占主营业务收入的比例为 73.82%，核心地位凸显。**公司主营业务的毛利率水平较高**。2014 年上半年毛利率下降至 48.84%，主要有两方面原因，一是纸币清分机产品品种销售结构有所变化，毛利较低的 JL302 系列纸币清分机实现营业收入较上年增长了 131.44%，二是毛利水平较低的国外市场销售增速较快，国外市场实现营业收入较上年同期增长了 206.28%。

图表1：公司主营收入结构图



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表2：公司业务毛利率

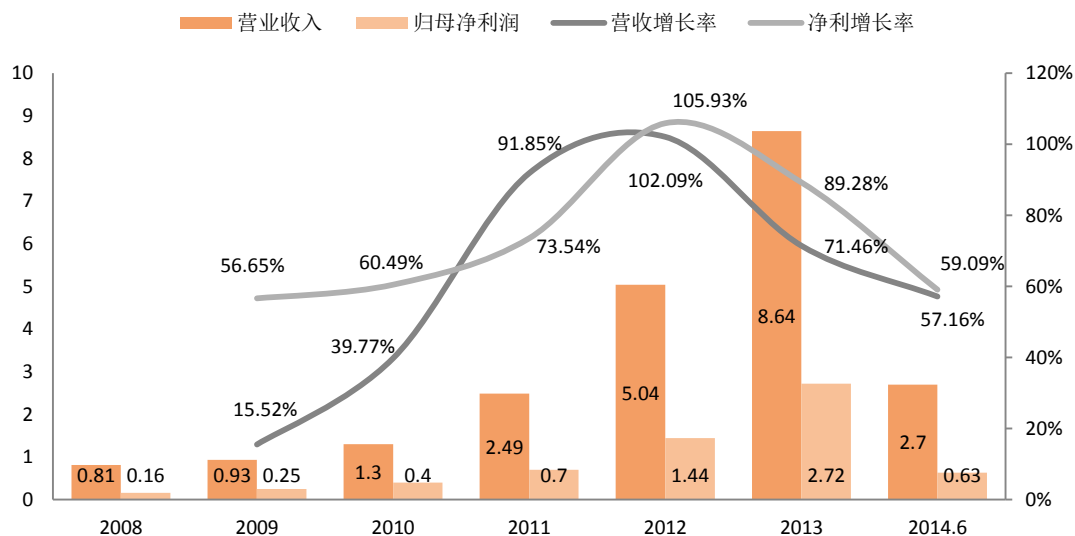


资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司营业收入继续保持高速增长，业绩不断超预期。2013 年，公司取得主营业务收入 8.64 亿元，同比增长 89.28%，2008 年至 2013 年 CARG 高达 61%；公司取得归属上市公司股东净利润为 2.72 亿元，同比增长 71.46%，2008 年至 2013 年 CARG 高达 76.23%。2014 年 6 月，公司营业收入达到 2.7 亿元，净利润达到 6300 万元，同比分别增长 59.09%和 57.16%。

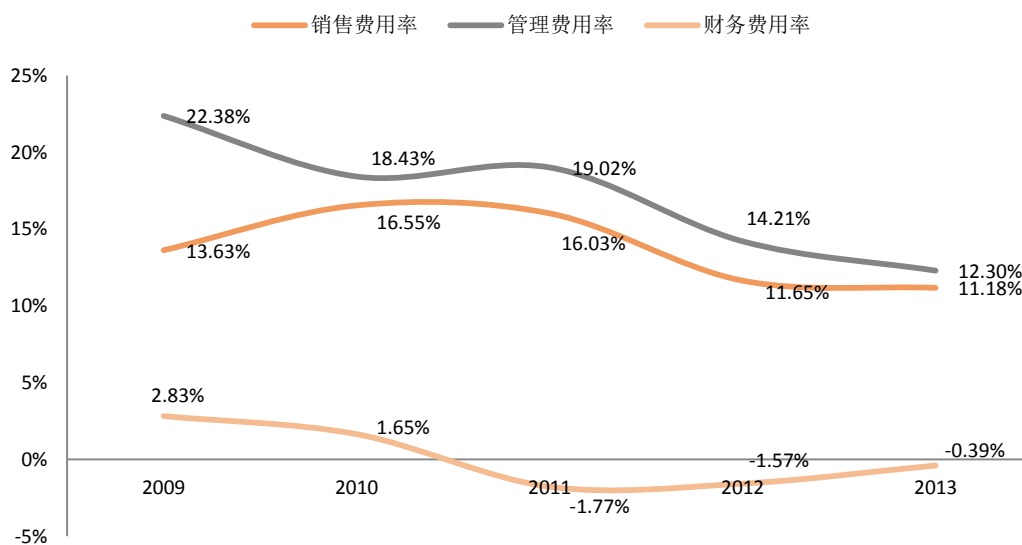
费用率方面，公司成本控制较好，销售费用率和管理费用率都出现同比下降。在公司营收增长率达到 89.28%的情况下，虽然遇到人员增加和管理费用增加等情况，但公司对费用支出控制相当有成效，使得 2013 年销售费用和管理费用同比仅增长 64.63%和 48.48%，销售费用率和管理费用率分别从 11.65%和 14.21 下降至 11.18%和 12.30%，体现出公司业务良性发展和对费用支出很好的控制能力。

图表3：公司营业收入和净利润状况（单位：亿元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

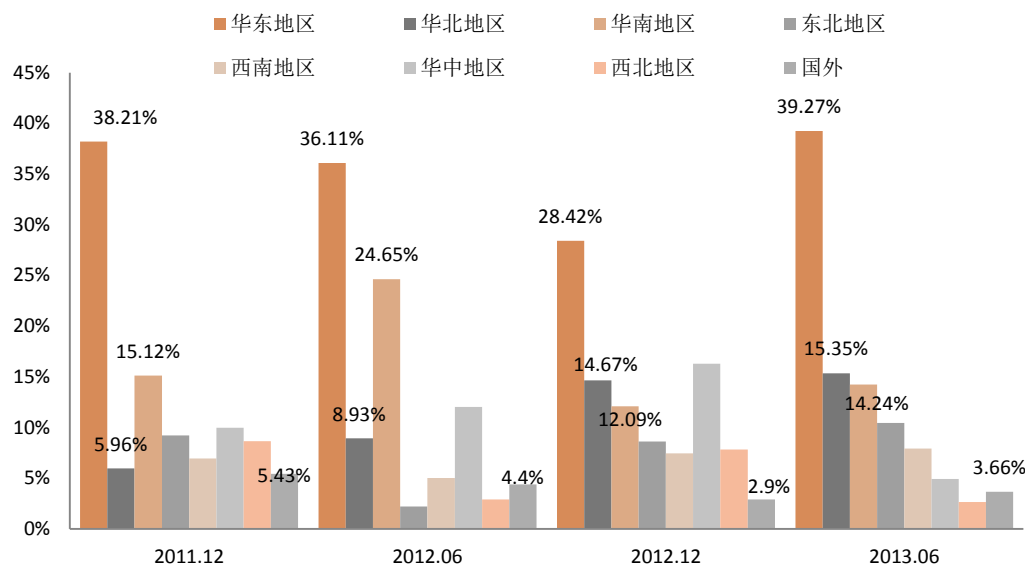
图表4：公司费用率稳中有降



资料来源：公司年报、平安证券研究所

从地域上来看，公司的营收主要集中在东部沿海地区，未来西部地区极具增长潜力。华东地区占公司营收的比重最高，2013年上半年达到了39.27%。西北地区所占比例较低，主要是因为西北部地区相对落后，银行信息化程度相对较低，对公司的产品需求相对较少。值得关注的是，海外营收占比回升，2013年6月提升至3.66%。

图表5：公司营收地区结构图



资料来源：公司年报、平安证券研究所

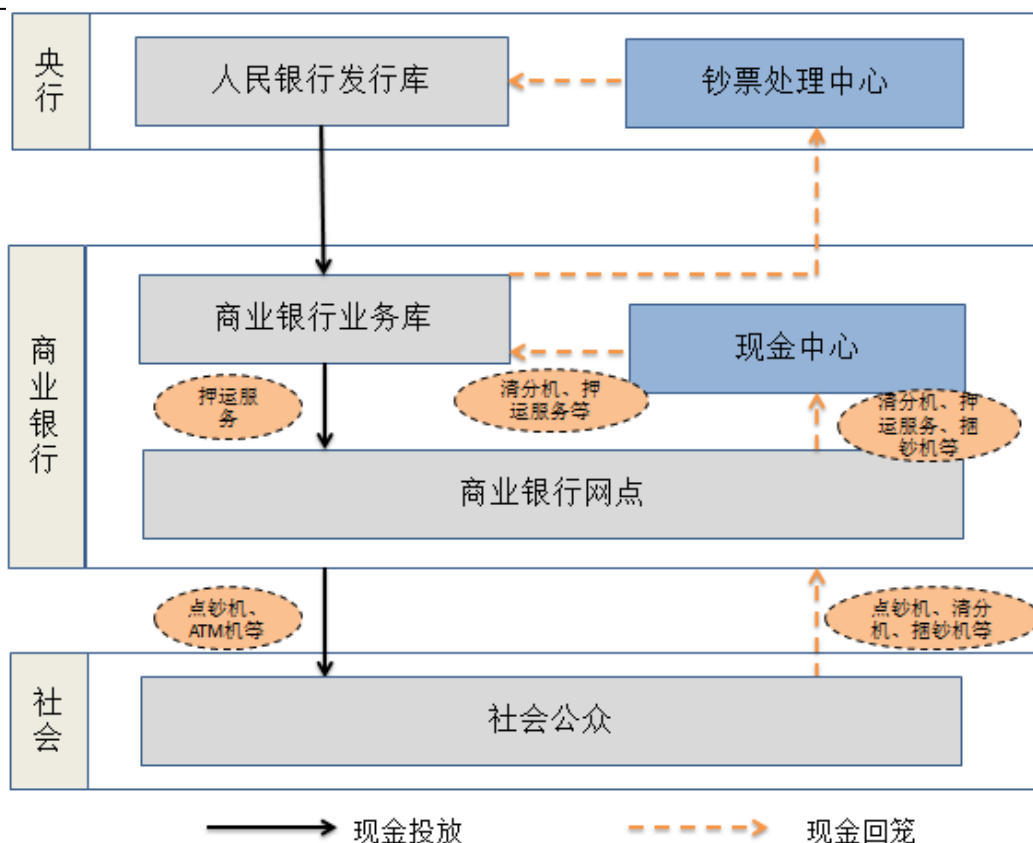
二、行业分析：金融机具景气度高，外包服务快速发展

2.1、金融机具贯穿纸币流通全程，未来现金支付仍极具活力

我国人民币流通主要经历“货币投放”和“货币回收”的两个阶段，形成一个流通闭环。人民币的投放程序如下：由人民银行设立人民币发行库，投放的现金进入商业银行业务库，随之流通到商业银行网点，再到社会公众交易活动。人民币的货币回收阶段与此相对。人民币流通环节涉及到央行、商业银行以及社会公众三大类。

金融机具贯穿人民币流通环节，对现金的清分、捆扎、清点等处理工作起到重要作用。人民币在流通过程中，会涉及到纸币清分机、点钞机、捆钞机、ATM机、扎把机等诸多设备，形成金融机具行业，同时，围绕着机具和人民币的日常维护及相关服务衍生出金融机具的相关服务行业。

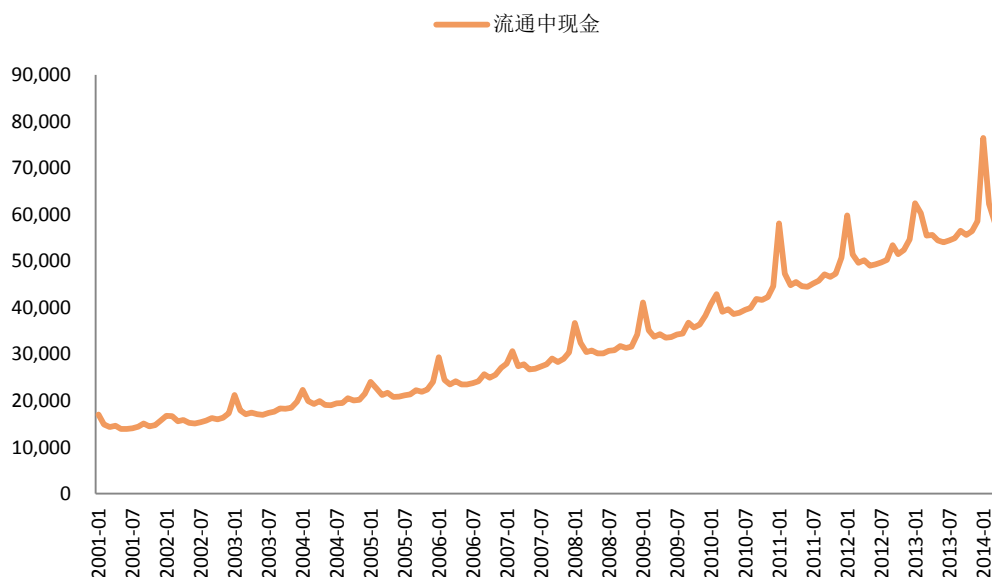
图表6：现金流通涉及金融机具及相关服务



资料来源：平安证券研究所

虽然我国第三方电子支付发展迅速，但流通中的现金仍然保持较快增速，第三方电子支付对流通中的现金规模影响有限，未来现金支付仍然充满活力。截至 2014 年 4 月，市场货币流通量约为 5.9 万亿元，比 2005 年底的 2.4 万亿增长了一倍多。纸币流通量的不断增长，侧面印证现金支付仍充满活力。

图表7：中国货币供应量（单位：亿元）



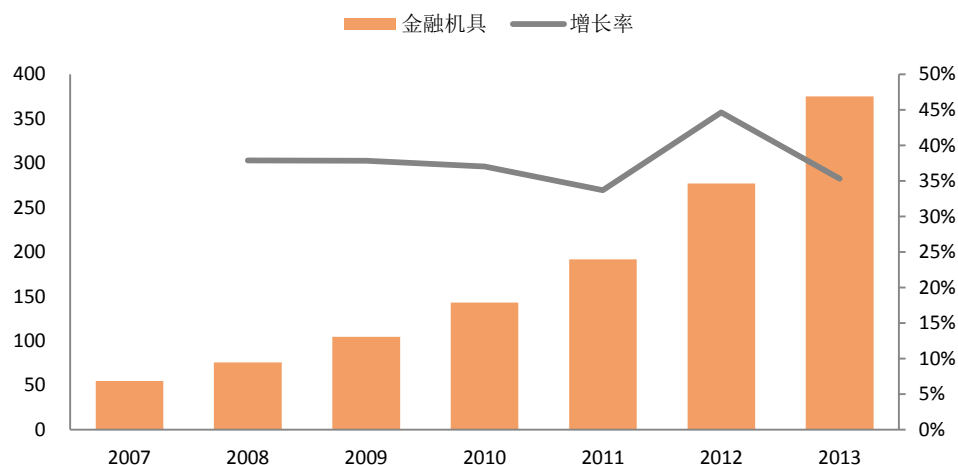
资料来源：Wind、平安证券研究所

现金使用频率与居民消费习惯息息相关，我国居民偏好现金消费，现金消费仍有较大活力。我们居民长期的生活和工作中习惯现金消费，现金在生活中必不可少，由此导致信用卡在居民消费中的使用率较低，与美国等发达国家存在较大差距。

2.2、政策加速需求释放，金融创新倒逼银行提升效率

我国金融机具市场规模增长势头迅猛。根据我们测算，2013 年，我国金融机具行业市场规模超过 375 亿元，近五年年均复合增长率超过 37%，随着银行金融机构需求的加速释放，我国金融机具市场未来仍将保持快速增长。

图表8：中国金融机具市场规模及增长率（单位：亿元）



资料来源：赛迪顾问、平安证券研究所

央行政策加速银行对金融机具的需求释放，推动金融机具行业增长。央行相继出台了多项政策确保清分机、取款机等金融机具市场的增长。随着市场上造假售假的猖獗，央行对于纸币的流通质量要求越来越高，央行推出“假币零容忍”和“全额清分”等政策，将会倒逼银行提高纸币处理效率，从而采购相关机具设备，带动清分机、ATM 机以及相关机具设备的销售。

图表9：货币管理相关政策

时间	发布机构	相关政策
2004 年	央行	《不宜流通人民币剔除标准》
2009 年	人民银行上海分行	要求三年内市内各银行网点必须配备小型清分机
2009 年	央行	《关于做好商业银行人民币现钞处理设备管理工作的通知》
2012 年	央行	《关于进一步加强商业银行人民币收付业务管理的通知》
2013 年	央行	“假币零容忍”、“全额清分”、“纸币冠字号码查询”等

资料来源：平安证券研究所

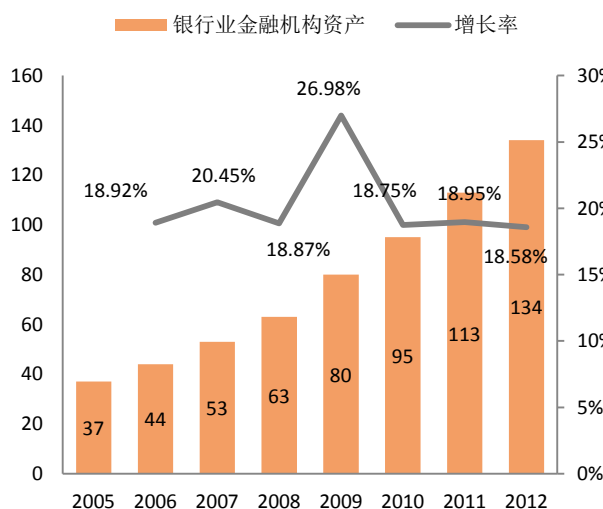
金融机构面临新的发展环境，对金融机具产品和服务的需求进一步加大，标准进一步提升。我

国传统的金融领域面临互联网金融等新技术的强烈冲击，金融创新成为我国各个金融机构的主题，传统金融机构必须尽快在运营模式、服务、技术等方面全面提升，才能满足不断变化的市场化格局和竞争加剧的状况。尤其是国家逐渐放开民营资本进入银行业政策后，金融领域进一步面临着多层次的竞争局面，金融机构数量不断增加，服务更加多元化，移动互联、云计算、大数据等新技术对原有金融机构的运营模式提出了新的挑战，在安全、成本、效率和服务等方面的关注度将更加强烈。

金融机具的应用远未达到饱和，国内银行为提升综合竞争力，加大对金融机具的投入已成必然。截止 2012 年底，我国银行业金融机构网点总数达到 20.51 万家，全年新增网点超 4200 家。从纸币清分机配备来看，仅有约 15% 的网点配备清分机；从 ATM 机拥有量来看，中国每百个网点约拥有 170 台 ATM 机，而美国在 2007 年每百个网点拥有的 ATM 机数量则超过 400 台，差距明显。银行加大金融机具的采购已成定局。

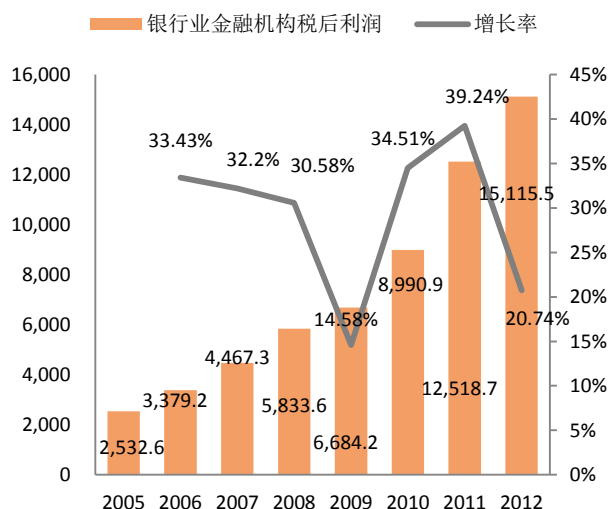
银行业金融机构发展良好，资产总额和利润总额不断提升，为银行提高信息化水平提供资金保障，采购金融机具的条件成熟。截至 2012 年底，我国银行业金融机构资产总额为 134 万亿元，比上年增加 21 万亿元，同比增长 18.58%。2012 年，我国银行业金融机构盈利情况良好，实现税后净利润 1.5 万亿元，同比增长 20.74%。当前我国银行业的整体实力正处于历史较好时期，较高的利润为银行的购置金融机具提供了充足的资金支持。

图表10：银行业金融机构总资产（单位：万亿元）



资料来源：银监会、平安证券研究所

图表11：银行业金融机构税后利润（单位：亿元）



资料来源：银监会、平安证券研究所

2.3、清分机市场延续高速增长，进口替代成必然趋势

纸币清分机分成三类：大型纸币清分机、中型纸币清分机以及小型纸币清分机。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，并具有冠字号码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。

图表12：纸币清分机分类

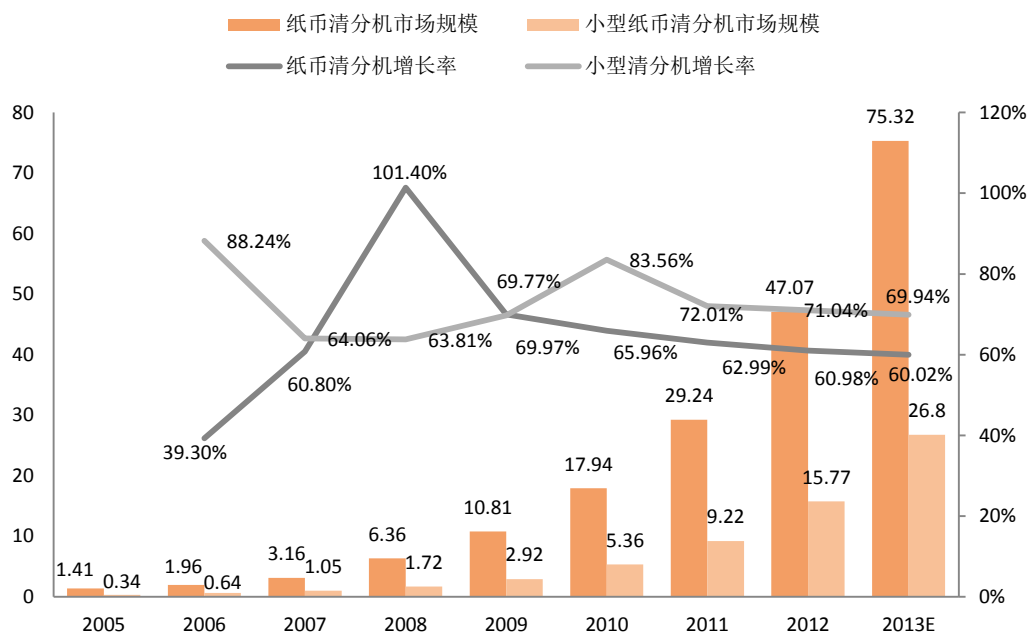
产品	出钞口	主要应用场所
小型纸币清分机	1至4个	各级银行网点（基层网点）、现金中心和现金处理量大的场所
中型纸币清分机	5至8个	省级以上银行分行、银行总行
大型纸币清分机	9个以上	银行总行

资料来源：《招股说明书》、平安证券研究所

我国清分机市场规模呈现快速增长态势，并极具增长潜力。银行需求的强劲拉动、央行政策的刺激、纸币清分机技术的成熟以及合理的价格是其快速增长的主要原因。从2007年开始，清分机市场规模年增长率均超过60%，预计2013年其市场规模可达到75.32亿元。

小型纸币清分机市场同样发展迅速，其增长率从2009年起一直高于整个清分机市场的增长率。随着小型纸币清分机对低端金融机具点钞机、鉴伪仪的替代以及银行的新增采购，市场增幅还将继续保持。从2005年至2013年，小型清分机市场规模年复合增长率为73%，预计2013年全年可实现销售规模为26.8亿元。

图表13：纸币清分机以及小型纸币清分机市场规模（单位：亿元）



资料来源：《招股说明书》、平安证券研究所

未来央行“全额清分”政策执行后，商业银行承担大量的纸币清分工作，预计其将采取“网点分散清分+集中清分”模式，即先在网点进行清分，然后在其现金处理中心进行再次清分。网点清分一般多使用小型纸币清分机，而现金中心多采用中型纸币清分机或者一条清分流水线。根据相关资料推测，五大行大约是每25个网点设置一家现金处理中心；邮政储蓄和12家股份制银行大约是35家网点设置一家现金中心；城商行、农信社等机构大约是每65家网点设置一家现金中心。

图表14：银行现金中心估算

类别	网点数量（个）	假定现金中心覆盖网点数量（个）	现金中心数量（个）
五大行	70239	25	2810
12家股份制银行+邮政储蓄	45316	35	1359
其他（包括农村信用社、信用合作社、城商行、农商行）	98070	65	1509
现金中心数量合计（个）	——	——	5678

资料来源：《2012中国银行业改进服务情况报告》、平安证券研究所

图表15：银行网点所需清分机数量估算

类别	网点数量（个）	悲观：2台	中性：3台	乐观：4台
五大行	70239	140478	210717	280956
12家股份制银行+邮政储蓄	45316	90632	135948	181264
其他（包括农村信用社、信用合作社、城商行、农商行）	98070	196140	294210	392280
需求合计（台）	——	427250	640875	854500

资料来源：《2012中国银行业改进服务情况报告》、平安证券研究所

基于上述估算，全国现金中心大约有 5678 家，按照中型清分机或者清分流水线（两个工位）180 万元的价格来计算，则整个现金中心清分机市场规模约为 102 亿元。银行网点方面，按照每台小型清分机均价 2 万元来计算，悲观情况下，则整个网点清分机市场规模约为 85 亿元，中性情况下，则整个网点清分机市场规模约为 128 亿元，乐观情况下，则整个网点清分机市场规模约为 171 亿元。

由此可推测，一般情况下，现金处理中心和银行网点的清分机市场规模约在 230 亿元，即中小型清分机市场规模约为 230 亿元。行业短期内看不到天花板，未来增长潜力较为巨大。

图表16：清分机市场空间估算

类型	数量（家）	平均配置成本（万元）	市场空间（单位：万元）
现金中心	5678	180	1022040
银行网点	悲观 427250	2	854500
	中性 640875		1281750
	乐观 854500		1709000

资料来源：平安证券研究所

纸币清分机市场上，大中型纸币清分机市场份额的 90%以上都被德国捷德和英国得利来占据，但国产企业聚龙股份已开始在中型纸币清分机市场崭露头角。在小型纸币清分机市场上，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，本土公司经过几年的快速发展，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，中小型纸币清分机国产化将是必然的发展趋势。2012 年，小型纸币清分机市场上，国产厂商市场份额超过 50%，其中，聚龙股份市场份额占比最高，约为 25%。

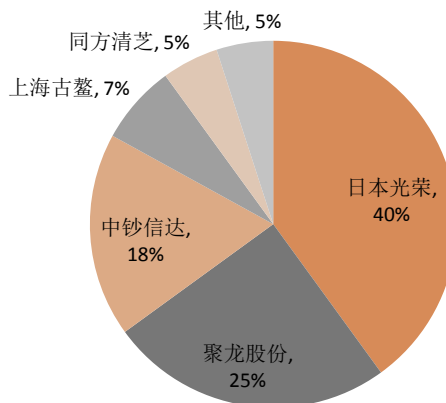
图表17：我国清分机市场主要入围厂商

机型	入围厂商
小型纸币清分机	聚龙股份、日本光荣、中钞信达、上海古鳌、彼绍特、同方清芝等

中型纸币清分机	英国得利来、日本光荣、德国捷德、日本劳雷尔、聚龙股份等
大型纸币清分机	英国得利来、德国捷德、日本东芝等

资料来源：公司招股说明书、互联网、平安证券研究所

图表18：小型纸币清分机市场份额估算图（2012年）



资料来源：公司网站、平安证券研究所

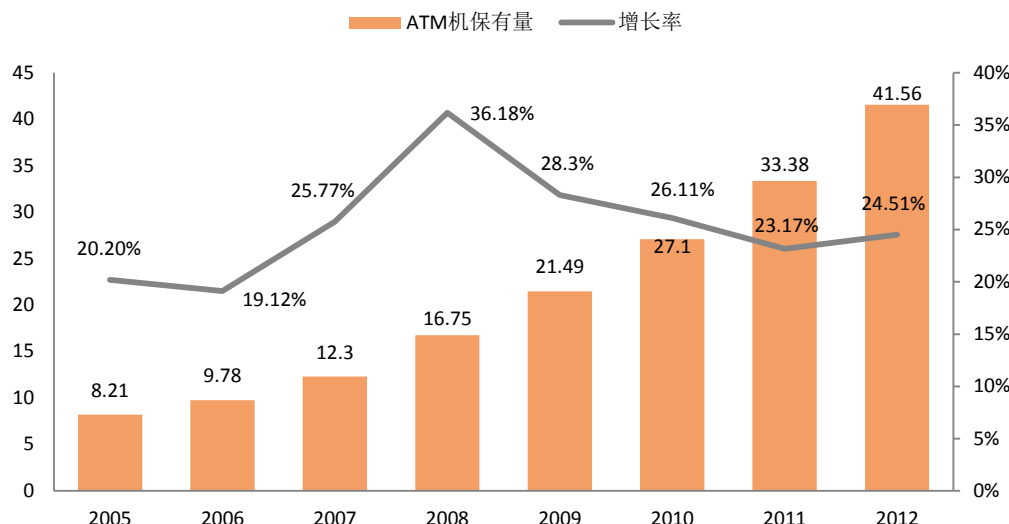
未来，多功能、全自动流水化、定制化的中大型现钞处理设备和系统成为各级金融机构全面升级和实施的必然趋势。在中国人民银行针对现金流通处理要求更加明确的前提下，以多功能、智能化中、大型设备和系统全面升级取代原有的单一功能的点钞机、小型纸币清分机、扎把机以及全自动捆钞机等设备成为行业发展趋势。传统的各类单一功能的自动化设备，往往使用手工进行传输交接，效率低下且不能保证安全。而在应用全自动一体化处理系统后，将使现金中心的现钞处理量提高 2 倍以上。

2.4、ATM 机进入稳定增长期，13 亿人口孕育巨大空间

■ ATM 机保有量稳定增长，潜在市场空间超过六百亿

中国 ATM 机市场发展迅速，机器保有量不断增长。截止 2012 年底，我国总体 ATM 保有量达到了 41.56 万台，同比增长 24.51%。我国总体 ATM 保有量由 2005 年的 8.2 万台增至 2012 年的 41.6 万台，年均复合增长率达到了 26.09%，较快的增长主要是因为银行网点数量的增加导致对 ATM 机需求上升。

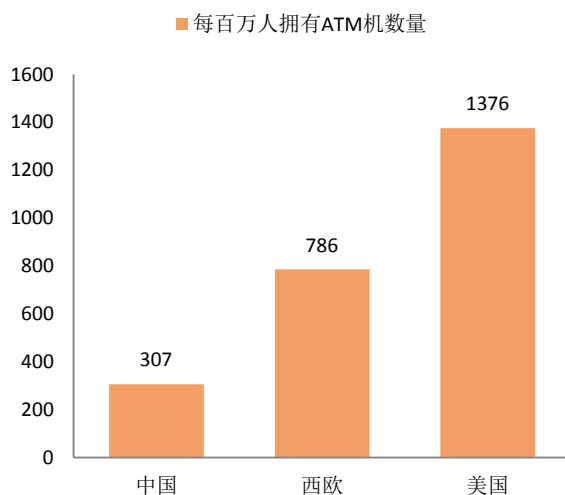
图表19：我国ATM机保有量及增长率（单位：万台）



资料来源：Wind、平安证券研究所

我国 ATM 的布放密度还处于较低水平，市场需求较为旺盛，未来市场前景非常可观。根据统计局 2012 年公布的数据，全国总人口数量为 13.54 亿人。以此计算，则我国每百万人口拥有 ATM 数量为 307 台，已接近全球每百万人 346 台的平均水平，但与西欧国家和美国的差距较大。如果按西欧和美国每百万人平均保有量水平来布放 ATM（西欧每百万人拥有 786 台，美国每百万人拥有 1376 台），则我国 ATM 布放数应分别为 106.4 万台和 186.3 万台，对应我国 ATM 缺口分别为 64.84 万台和 144.74 万台。按照每台平均 10 万元的售价（取自动取款机和存取款一体机的平均售价），则对应着 648.4 亿元和 1447.4 亿元的市场空间。如果考虑到每年更新换代的机器，市场空间将更为可观。

图表20：每百万人拥有ATM机数量（单位：万台）



资料来源：上海金融新闻网、平安证券研究所

图表31：ATM机市场空间估算

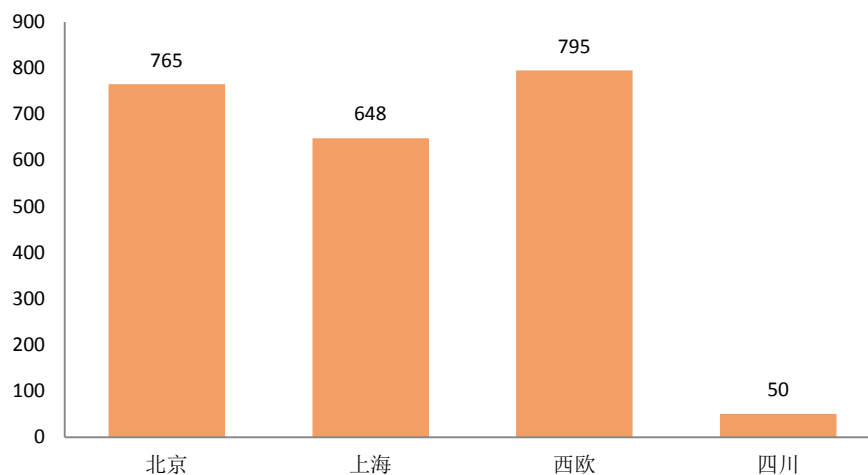
	市场缺口 (单位： 万台)	平均售价 (单位： 万元)	市场空间 (单位： 亿元)
按西欧 平均水平	64.84	10	648.4
按美国 平均水平	144.74	10	1447.4

资料来源：平安证券研究所

我国 ATM 机布放极不均衡，地区之间差异较大。从分布的区域看，中国的 ATM 主要集中布放在大中城市，在小城市和农村的布放率还非常低。2011 年，北京与上海布放的 ATM 数量分列全国的第

一、第二位，每百万人拥有量分别为 765 台和 648 台，接近西欧国家平均每百万人拥有 795 台 ATM 的水平；而在其他一些省份，如四川 ATM 的布放密度刚刚超过每百万人拥有 50 台，一些偏远农村地区目前甚至没有布放。未来 ATM 机的增长动力很大程度上来自于广大二三线城市。

图表22：部分省市每百万人拥有的ATM机数量（单位：台）

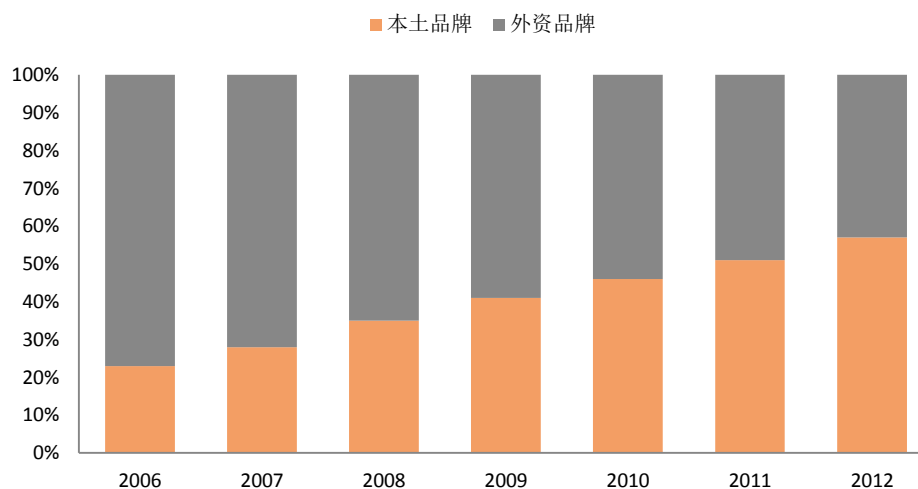


资料来源：《金融时报》、平安证券研究所

■ 市场集中度较高，国产厂商份额不断提升

本土 ATM 机制造商的市场份额逐渐提升，2011 年占比已经超过 50%，未来其市场份额仍将继续扩大。本土厂商主要有三大优势：第一，中国市场对 ATM 机的采购已经从以采购自动取款机为主转变为以采购存取款一体机为主，国产厂商市场响应能力更为快捷；第二，欧美系的公司在中国一般只找代理商，服务相对滞后，而国产系公司则大力推进团队建立、运营创新以及售后服务建设；第三，监管部门积极推动金融机具国产化。本土厂商的市场份额不断扩大，从 2006 年的不足 30% 发展到 2011 年的超过 50%，预计未来本土厂商的市场份额将会继续提高。

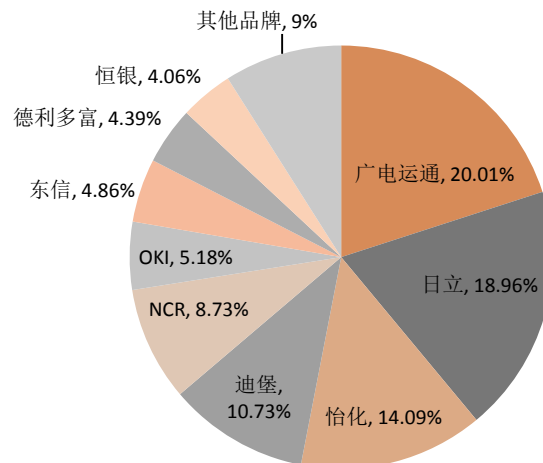
图表23：本土品牌和外资品牌的ATM机市场份额



资料来源：平安证券研究所

ATM 机市场竞争较为充分，市场集中度较高。2012 年，前五名厂商占据了 72.6% 的市场份额。其中，中国的 ATM 生产商广电运通以 20.01% 的份额居首，日本的日立以 18.96% 的份额位居次席，中日合资的怡化以 14.09% 的份额占据第三。

图表24：ATM机供应商在中国市场的销售占有率

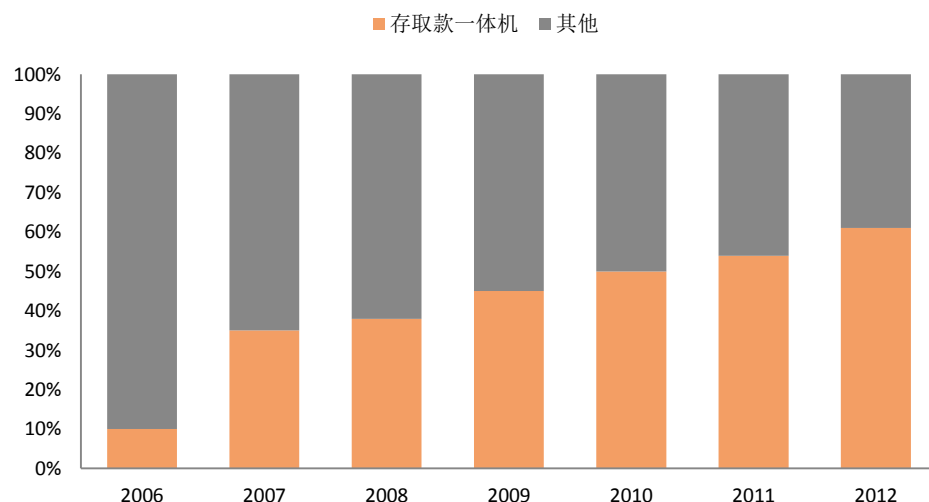


资料来源：《金融时报：2012年中国ATM市场述评》、平安证券研究所

■ 存取款一体机销量占比不断提升，冠字号码识别功能逐步普及

存取款一体机在 ATM 机总销量中的占比逐年提高，从 2006 年的 10% 提高到 2007 年和 2008 年的 35% 以上，2012 年已提高到约 60%。存取款一体机对于柜台的替代作用大于自动取款机，缓解柜台压力效果明显，对于银行整体工作效率的提升具有重大作用，同时，还可以降低银行的运营成本。可以预计，未来存取款一体机的销量占比仍会进一步提高（存取款一体机在日本的销售占比已达到 85% 以上）。

图表25：存取款一体机销量占比



资料来源：《金融时报：2012年中国ATM市场述评》、平安证券研究所

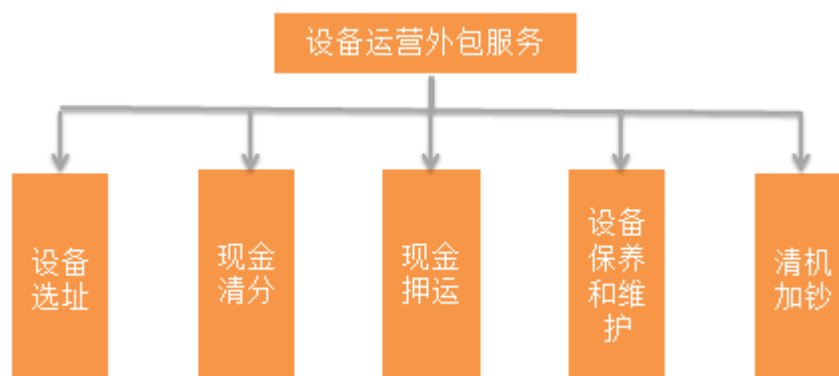
未来具备冠字号码识别的 ATM 机将成为市场的绝对主流，掌握技术的相关厂商会在此次 ATM 机升级中受益。2012 年，央行发布《关于进一步加强商业银行人民币收付业务管理的通知》，要求自动取款机、自动存取款机等设备均要具备纸币冠字号码功能，针对以前不具备纸币冠字号码的自助设备，一部分可进行升级，不能升级的就通过清分机间接实现自助存取款机付出的现金记录冠字号码；同时要求商业银行在新增机具的招标配备中优先考虑冠字号码记录功能，逐步完成存量旧机型的更新。目前，北京、上海、南京、广州等 4 个城市的大部分 ATM 都新增冠字号码查询技术。根据规定，2013 年年底，全国所有的自助取款机都将具备冠字号码查询，2014 年底前，全国所有的存取款一体机都将具备这一功能，2015 年底，所有银行的柜台点钞机将具备这一功能。因此，未来具备冠字号码识别的 ATM 机将会是市场的主流，生产此种 ATM 机的厂商将更具市场竞争力。

2.5、金融服务外包快速发展，市场空间超过百亿元

中国金融服务外包主要集中在银行和保险业外包两个领域。其中，银行业外包主要包括信息技术外包、灾备备份外包、银行卡外包、客户服务外包以及自助设备运营外包；保险业外包主要集中在信息技术外包、理赔勘查外包、营销业务外包等方面。保险和银行业继续持续释放大量的外包需求。

自助设备运营外包主要包括设备布放选址、现金清分、现金押运、设备保养和维护以及清机加钞等主要内容。其中以设备维护和现金押运市场空间较大。

图表26：自助设备运营外包主要内容



资料来源：公开资料、平安证券研究所

ATM 机设备维护仅利润空间就达到 35 亿元。根据中国人民银行发布的《2013 年第三季度支付体系运行总体情况》，截止到 2013 年第三季度，全国联网 ATM 机达到 48.4 万台，根据每台设备全年 7200 元的维护利润计算，粗略估计外包服务市场仅利润规模每年就有近 35 亿元，且该市场的利润空间随着 ATM 市场规模的扩大而逐渐上行。考虑到未来新进入市场的其他金融机具也需要设备维护服务，如自助柜员机、硬币清分机等，未来整个设备维护和外包市场的成长空间相当可观。

我国保安押运市场潜力在 100 亿元以上水平。现金押运市场上，截止到 2010 年，国内共有押运企业 466 家，其业务主要以金库守护的银行现金押送为主。截止到 2012 年末，全国银行业金融机构网点总数达到 20.51 万家，全年新增网点超过 4200 家，由于银行现金流通量较大，金融机构对现金

押运的需求较大，现金押运市场发展潜力巨大。根据东莞市公安局保安服务总公司数据，现阶段我国保安押运市场潜力应该可以达到 100 亿元以上水平，而保安押运市场，绝大部分为现金押运。

图表27：存取款一体机销量占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

目前国内押运行业正处于整体转制期，押运行业的企业组织形式正在逐步由公安机关等部门出资组织设立向国有投资公司注资控股转变。传统体制下，押运企业缺乏以市场为发展导向主动开拓新市场、新业务的能力，需要吸收民营企业优秀的市场拓展能力和管理能力，部分民营企业在押运企业改制的背景下迎来发展机会。

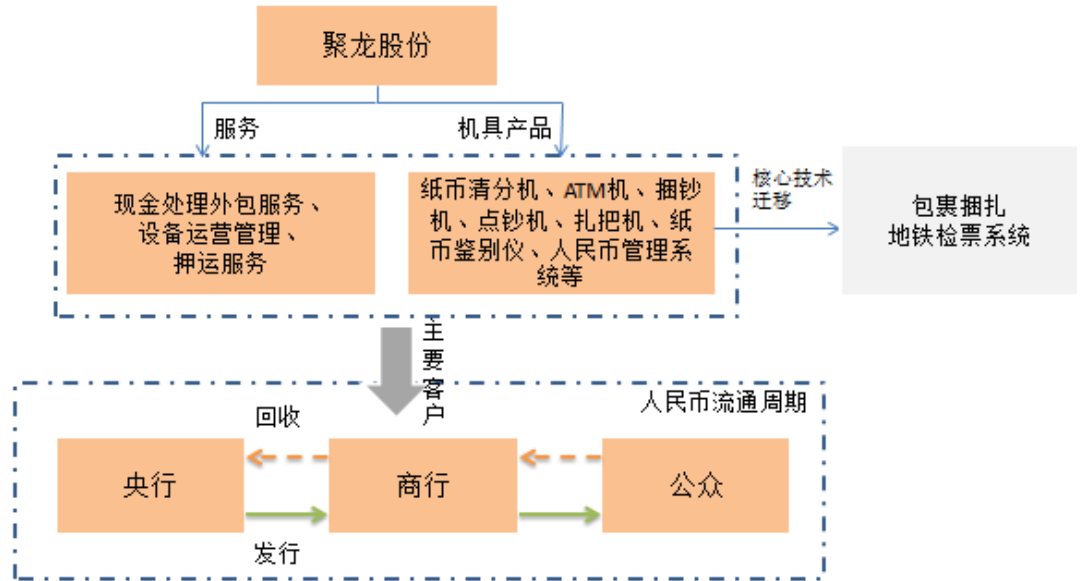
三、公司分析：围绕现金流通全程，打造现金智能处理和流通管理的整体解决方案供应商

3.1、商业模式：专注现金处理智能化，全面布局流通周期

公司以纸币清分机系列为拳头产品，围绕着现金流通的全生命周期，向客户提供从产品到解决方案的全套服务。公司以商业银行为主要客户，向其提供纸币清分机、捆钞机、ATM 机、人民币流通管理系统等自动化处理设备以及相关软件产品，同时向银行提供外包服务。此外，公司部分核心技术的可迁移到其他业务领域，如地铁检票系统等。公司业务主要集中在国内，同时积极开拓海外市场。

公司主要提供金融行业机具设备，盈利模式主要为设备销售收入，付款方式多与客户商议确定。由于客户主要是大中型银行，信用较好，坏账的风险较小。

图表28：聚龙股份业务布局图



资料来源：平安证券研究所

图表29：主要产品盈利模式

产品	主要产品	试用场所	特点	盈利模式
清点设备系列	JL3026 清分机	用于网点、中心支行	1 个出钞口+1 个退钞口	产品销售 收入
	JL303 清分机	用于网点、中心支行	2 个出钞口+1 个退钞口	
	JL305+清分机	用于中心支行、现金中心	6 个出钞口+1 个退钞口	
	JB YDJL202A5(A) 点验钞机	银行网点、商户收银	独具新国标 9 种以上鉴别技术	
	JL236 系列多国纸币动态鉴别仪	银行网点	兼容多个国家现金纸币特点	
捆钞设备系列	JL101BC 全自动捆钞机	用于网点和钞票处理中心	瞬间加热技术，无需预热，随用随捆	产品销售 收入
	JL106 自动捆钞机	用于网点和钞票处理中心	瞬间加热，	
自助设备	JL8220 存、取款一体机	用于银行网点或自助服务网点	冠字号码实时识别	产品销售 收入或者运营收入

资料来源：公司招股说明书、互联网、平安证券研究所

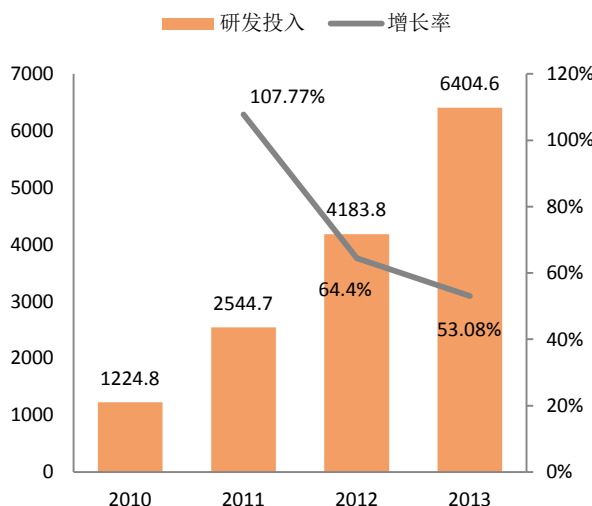
3.2、核心竞争力：技术、产品以及服务打造领先优势

■ 重视研发投入，掌握核心技术

公司高度重视技术研发，把研发放在战略高度。公司坚持研发高投入，以市场为导向，不断开发新产品，完善核心技术，升级产品结构，全面提升公司综合竞争力。研发支出方面，公司研发投入保

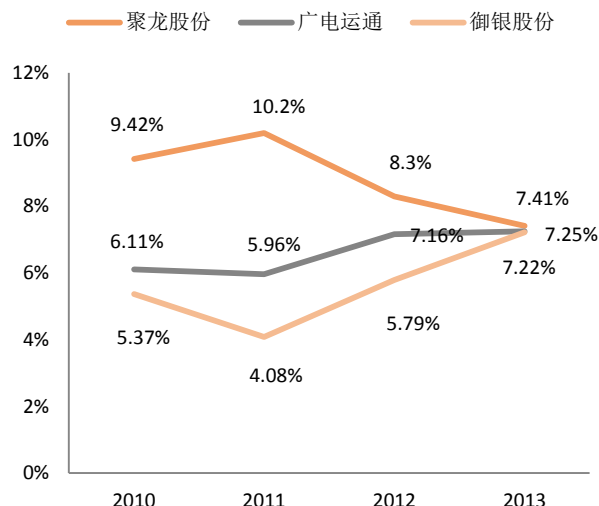
持高位增长之势，2013 年为 6404.6 万元，同比增长 53.08%。研发投入占营业收入比例方面，公司在同行业中也处于领先地位。2013 年公司研发投入占营收的比例为 7.41%，高于广电运通和御银股份的 7.25%和 7.22%。

图表30：公司历年研发投入保持快速增长（单位：万元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表31：公司研发投入占营业收入比例高于可比公司

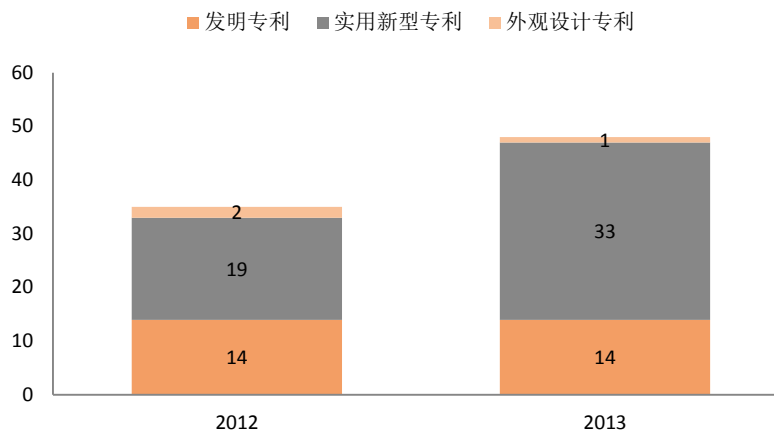


资料来源：广电运通、御银股份、聚龙年报、平安证券研究所

公司研发人员实力突出，承担多项国家级开发项目，技术积淀深厚。公司拥有研发人员 132 名，占公司员工总数的 12.77%。研发人才是技术企业的核心竞争力之一，公司拥有充足的研发人员可保证公司在技术水平上处于领先地位。公司拥有金融机具行业唯一的、以企业为载体的国家金融机具工程技术研究中心和金融机具行业唯一的国家级博士后科研工作站，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，并承担纸币清分机、全自动捆钞机两项产品的国家强制性标准的编制任务，是中国防伪行业协会副理事长单位和《人民币鉴别仪通用技术条件》国家标准主要起草单位之一。

公司研发实力雄厚，获得的专利技术保持较快增长速度。公司目前已取得多项专利技术，截止到 2013 年，公司拥有专利 48 项，其中，发明专利 14 项，实用新型专利 33 项，外观设计专利 1 项。

图表32：专利数量不断增长



资料来源：平安证券研究所

公司多项技术达到国际先进水平，引领我国金融机具行业整体技术水平升级。公司是国内第一个以自主知识产权产品通过欧洲中央银行、克罗地亚中央银行、南非中央银行等国家中央银行测试的企业。公司开发的金融物联网-人民币流通管理系统是行业内唯一能够提供全面基于纸币冠号码识别、追溯和管理的系统。

■ 产品种类齐全，在位优势明显

公司专注现金智能处理和流通管理，产品种类丰富，遍布现金流通全部环节。公司新产品的推出均经过深入市场调研和反复论证，对市场需求把握精准。公司主导产品包括智能鉴别点钞机、多国纸币清分机、多国纸币鉴别仪、全自动捆扎设机、银行自助服务设备、ATM 机以及金融物联网—现金流通管理系统等六个系列近百种产品。

图表33：聚龙股份部分产品



资料来源：《金融时报：2012年中国ATM市场述评》、平安证券研究所

产品在位优势明显，便于深耕客户资源。公司经过几年的市场培育和拓展，其产品凭借着系列化高性能的设计指标、优良的品质、强大的技术支持和完善的售后服务，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和一致好评，产品的在位优势将有利于公司进一步拓展国内市场。

■ 网点遍布全国，服务及时完善

服务网点遍布全国，服务及时完善，在商业银行招标采购中的竞争力较强。公司国内销售办事处总数达到 122 个，售后服务站总数达到 135 个，售后服务网络系统已覆盖全国主要城市和地区。公司在行业内首家提出“省会城市 2 小时，地市城市 4 小时，县级地区 8 小时”的服务响应承诺，筹建北京营销中心，加强与人民银行及各商行总行的紧密沟通，贴近客户。公司凭借其专业、细致和完善的服务在行业内树立了良好的口碑。

图表34：公司国内服务网点分布图



资料来源：公司官网、平安证券研究所

图表35：与国内主要竞争对手的服务指标比较

公司名称	服务网点数量（家）	服务标准承诺
聚龙股份	135	省会 2 小时，地市 4 小时，县区 8 小时
上海古鳌	34	无
中钞信达	62	省会 4 小时，其他地区 24 小时
彼绍特	91	无

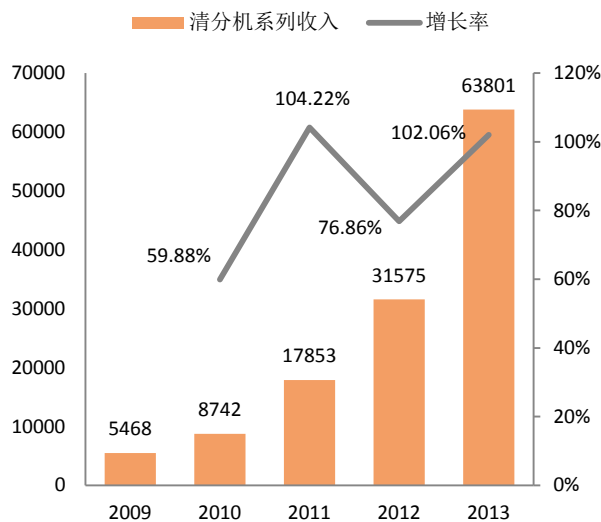
资料来源：公司官网、平安证券研究所

3.3、清分机仍为核心业务，高端产品推陈出新

纸币清分机仍是营收主要驱动，其收入维持在高位增长。2013 年，清分机系列产品实现收入 6.38 亿元，同比增长 102.6%。毛利率方面，清分机系列产品在三类业务中毛利率最高，为公司利润贡献最大。2014 年上半年，清分机毛利率下降 7.56 个百分点至 52.49%，主要由于清分机销售结构出现变化所致。

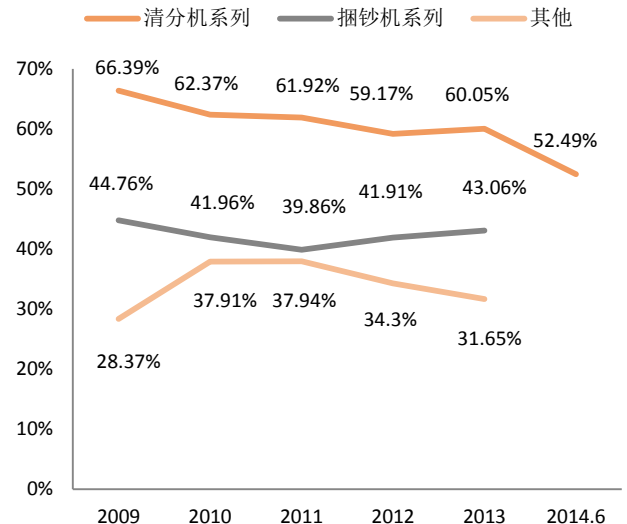
2014 年上半年，公司市场拓展继续取得靓丽成绩。市场拓展方面，由于上半年是各大行采购淡季，公司加大对城商行、农商行的开拓力度。公司对邮储银行、各省、市城商行、农商行及农村信用社的市场开拓有效，农村信用社、邮储银行、吉林银行已达到公司报告期营业收入前五名，合计占公司营业总收入的 32.73%。

图表36：清分机系列产品营收（单位：万元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表37：清分机系列产品毛利率



资料来源：公司年报、平安证券研究所

公司推出金融物联网——人民币流通管理系统，对待处理的现金进行记录和管理，与清分机配套销售，从而使得清分机具备一定的议价能力。人民币流通管理系统是根据我国商业银行网点、现金中心及人民银行监管部门的业务需求而开发的新一代现金流通智能化管理方案。对纸币冠字号码与业务信息的绑定，实现全程跟踪与监控。现阶段人民币流通管理系统不向客户收取费用，未来不排除向客户收取费用的可能。

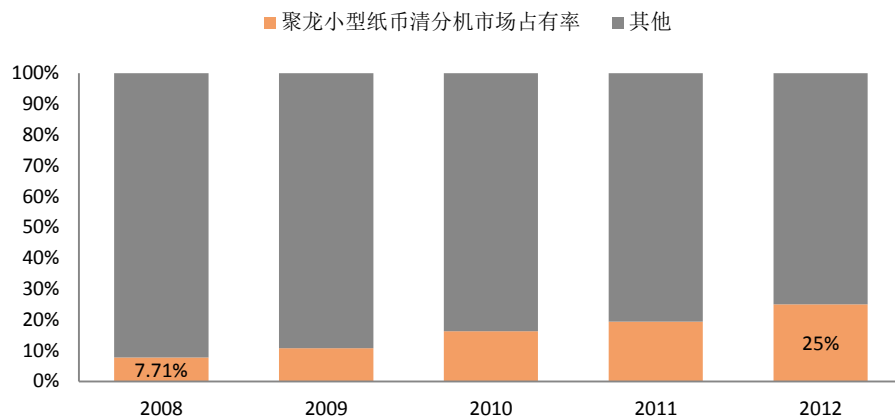
图表38：人民币流通管理系统



资料来源：公司官网、平安证券研究所

中小型清分机市场上，公司的产品极具竞争力。公司的中小型清分机是皆是自主研发，工艺先进，是中国首例通过了欧洲中央银行(ECB)测试的产品，本身足以说明机器性能的优越。在小型纸币清分机市场上，公司凭借优质的产品以及良好的服务，国内市场份额稳步扩大，从 2008 年的 7.71% 增长到 2012 年的约 25%，目前在国产品牌中居于首位，未来市场份额仍将继续扩大。在中型纸币清分机市场上，公司的产品崭露头角，取得突破，成功入围交行总行，另有多家银行试用。公司在高端机市场的突破将进一步提升公司在清分机市场上的竞争力。

图表39：公司小型纸币清分机市场份额变化图



资料来源：招股说明书、公司年报、平安证券研究所

公司高端清分机系列产品推进顺利。公司研发全自动现钞清分环保流水线产品，可大大提升现金处理中心处理现金的效率，并可实现环保功能。2014 年上半年，公司全自动现钞清分环保流水线产品已经在杭州、湖南、湖北、河南等地实现和部分销售或取得了销售订单。

公司积极贴近客户需求，注重产品更新，新产品开发周期较短，市场响应能力快于竞争对手。公司新产品种类丰富，并且推出速度较快。2012 年，公司的小型纸币清分机派生系列产品开发进入中试阶段，在 2013 年上半年即进入小批量生产阶段。2012 年处于中试阶段的现钞多功能智能处理系统

在 2013 年上半年即进入小批量生产阶段。较短的市场响应时间可进一步提升公司的市场竞争力以及规避风险的能力。

3.4、ATM 机通过测试，市场拓展有序推进

公司收购辽宁三优金融设备有限公司，迅速切入 ATM 机市场。2011 年 7 月，公司利用超募资金收购了辽宁三优金融设备有限公司（后更名为辽宁聚龙金融自助装备有限公司）66.19%的股权，实现对其 100%控股，同时使用超募资金对其增资，使其注册资本达到 5000 万元。辽宁三优具备独立研发 ATM 机芯的技术，公司对辽宁三优的战略收购及增资有利于更好地发挥协同效应，在技术、人员上进行互补，增加公司产品系列，完善产品线。尤其是具有冠字号码识别技术的新型自动循环机的研制，对于公司抢占 ATM 机市场具有重大意义。

新型 ATM 机通过银联检测，进一步拓宽公司产品线。聚龙研制生产的 ATM 存取款一体机成功通过中国银联银行卡检测中心自动柜员机通用规范等 5 项测试标准，包括交易功能、管理功能等在内的 12 项检测项目，这意味着公司继人民币流通管理系统、A 类点钞机之后，再次开辟了新的领域，进一步拓宽了公司产品线。

图表40：聚龙ATM机



资料来源：公开资料、平安证券研究所

公司新型 ATM 机独具优势，市场有望快速突破。不同于市场同类机型，聚龙生产的新型 ATM 存取款一体机具备纸币冠字号码识别、存储和二维码打印等功能，公司新型 ATM 机符合央行提出的冠字号码识别的要求，再加之公司清分机在银行所具有的在位优势，ATM 机未来市场前景光明。2014 年上半年，公司新一代存取款一体机在盛京银行、齐鲁银行等获得了入围资格，市场份额有望实现突破。

3.5、新产品储备丰富，市场推广顺利进行

公司推出多项新产品，市场开拓有序进行。公司新一代存取款一体机、柜员循环出钞机、全自动现钞清分环保流水线、硬币兑换机、金融物联网系统等多个新产品市场推广顺利。其中，全自动现钞清分环保流水线产品已经在杭州、湖南、湖北、河南等地实现和部分销售或取得了销售订单；柜员循环出钞机在北京、上海、广州、辽宁、四川、陕西等地进行顺利实施试用推广；硬币兑换机在浙江、厦门、四川等地实施试用推广并取得了部分销售订单。

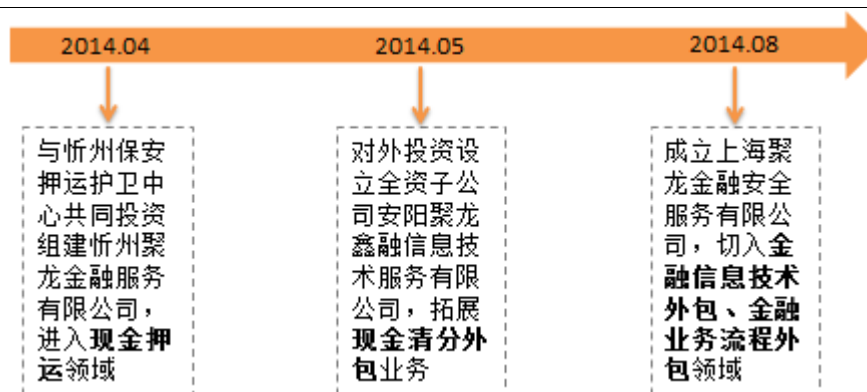
公司除自主研发外，亦通过成立合资公司方式切入新产品领域，以实现资源互补或强强联合。未来在新产品领域不排除通过外延扩张的方式实现加速成长。2014年6月，公司决定与深圳市海目星激光科技有限公司合作，共同投资组建辽宁聚龙海目星智能物流科技有限公司，切入金库物流管理领域。目前，该系统已经在北京农商行进行试用，市场反馈良好，未来有望在全国大范围领域推广。

值得注意的是，在公司重点研发项目披露列表中，新产品开发稳步推进。硬币清分机已处于中试阶段，金库信息系统已处于验收阶段，密码锁系统处于样机阶段。公司新产品旨在解决银行现金处理的迫切需求，银行需求一旦放开，新产品市场空间有望打开。

3.6、积极发展外包业务，新兴成长空间有望打开

2014年以来，公司成立子公司或者控股子公司的方式积极布局外包领域。2014年4月，公司以全资子公司辽宁聚龙金融自助装备有限公司为投资主体，与忻州保安押运护卫中心共同投资组建忻州聚龙金融服务有限公司，进入现金押运领域；2014年5月，公司拟决定以全资子公司辽宁聚龙金融自助装备有限公司为投资主体，对外投资设立全资子公司安阳聚龙鑫融信息技术服务有限公司，拓展现金清分外包业务；2014年8月公司使用超募资金7000万元在上海设立全资子公司并建设产学研基地——上海聚龙金融安全服务有限公司，切入金融信息技术外包、金融业务流程外包和金融知识流程外包领域。

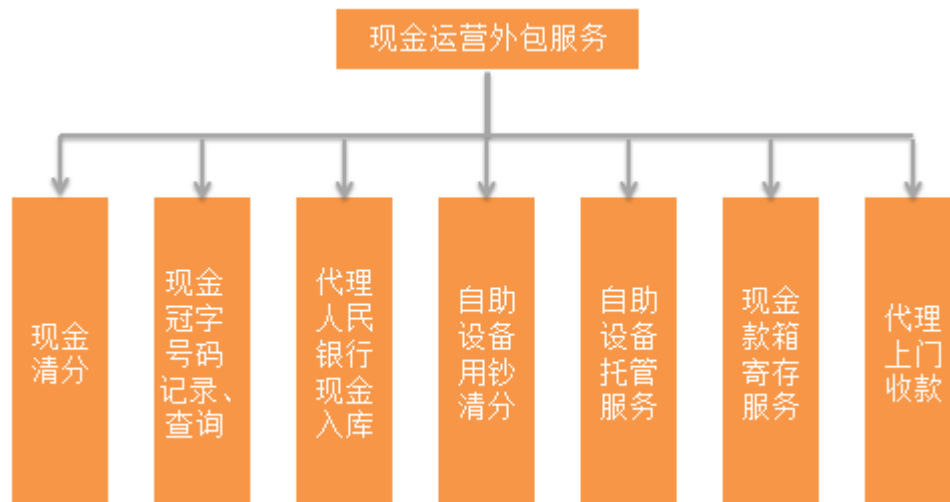
图表41：积极布局外包领域



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司外包服务主要集中在现金运营外包，覆盖范围广泛。具体包括现金清分，现金冠字号码登记、查询，自助设备用钞清分，自助设备托管服务，现金款箱寄存服务等。公司多年的行业经验积累，对银行客户需求把握精准，并保持较好的合作关系，未来现金运营外包业务有望凭借在位优势而取得较快发展。

图表42：现金运营外包覆盖范围广泛



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司清分外包业务已进入市场拓展阶段，2014 年上半年，公司清分外包服务业务已经河南、山西等地打造样板工程。随着市场开拓速度加快以及运营经验逐步积累，公司外包业务有望实现较快的增长，有望打开公司新兴成长空间。

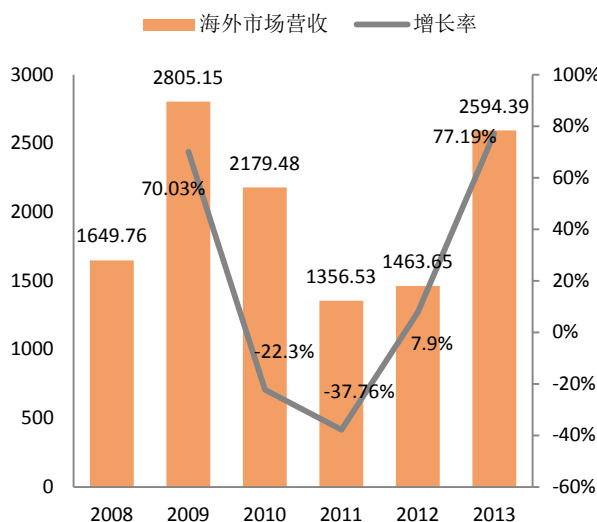
3.7、海外市场营收回暖，销售渠道加速拓宽

海外市场形势好转，营业收入出现反弹。2013 年，公司海外市场贡献收入 2594 万元，同比增长 77.19%。海外市场营收在 2010 年和 2011 年出现较大下滑，主要有两点原因：一个由于国外经济危机的影响导致市场需求被抑制，二是由于新版欧元即将发放，市场尚处于观望期。2013 年公司海外市场营收快速增长，主要由于公司积极布局海外市场，在进一步发展欧洲市场的同时大力拓展新兴场所致，其中，以印度市场进展迅速，小型纸币清分机产品在印度市场占有率逐步提升。

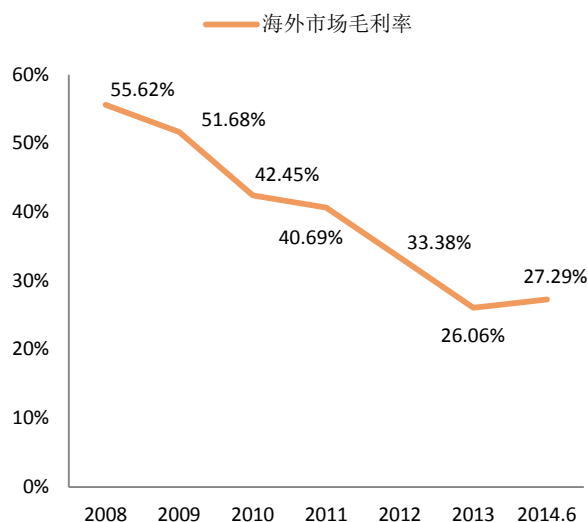
海外市场毛利率虽然相对国内较低，但 13 年已企稳回升。海外市场的毛利率与国内相比略低，主要是由于公司加大海外市场开拓的力度，在销售、管理方面支出较多。2014 年上半年，海外市场的毛利为 27.29%，与 13 年相比呈现上升趋势。

图表43：海外市场营收逐步回暖（单位：万元）

图表44：海外市场毛利率企稳回升



资料来源：公司年报、平安证券研究所



资料来源：公司年报、平安证券研究所

现阶段公司在国外市场的开拓以经销为主要方式，未来可能采用直销加经销的模式。公司通过参加产品展会，开展商务走访，接待客户来访等方式，选择在目标市场区域专业从事金融机具代理、具有深厚行业推广经验的经销商作为公司在该区域的代理商。公司采用经销模式的主要原因有两点：第一，公司充分利用代理商的客户资源和信誉资源，代理商根据其所在国市场特点因地制宜地进行市场开拓，节省了公司市场开拓的时间成本和经济成本。第二，国外银行在采购招标时通常选择本土供应商，以确保及时高效的售后服务，非本土供应商在国外银行的采购招标中入围存在一定的难度。

国际市场上，公司重点开发欧洲、俄罗斯、印度、南非等市场和客户。发展中国家和地区如印度、非洲、俄罗斯、土耳其等纸币流通量大，纸币处理手段较原始、落后，需要捆钞机替代手工操作，市场需求较大。欧洲央行制定了一系列新的货币处理标准，要求在银行柜台实现纸币清分，带动了欧洲小型纸币清分机市场的大规模发展。公司 2013 年，公司使用自有资金 130 万美元在德国设立全资子公司欧洲聚龙有限责任公司，市场覆盖范围有望以德国为中心而辐射欧洲其他地区。

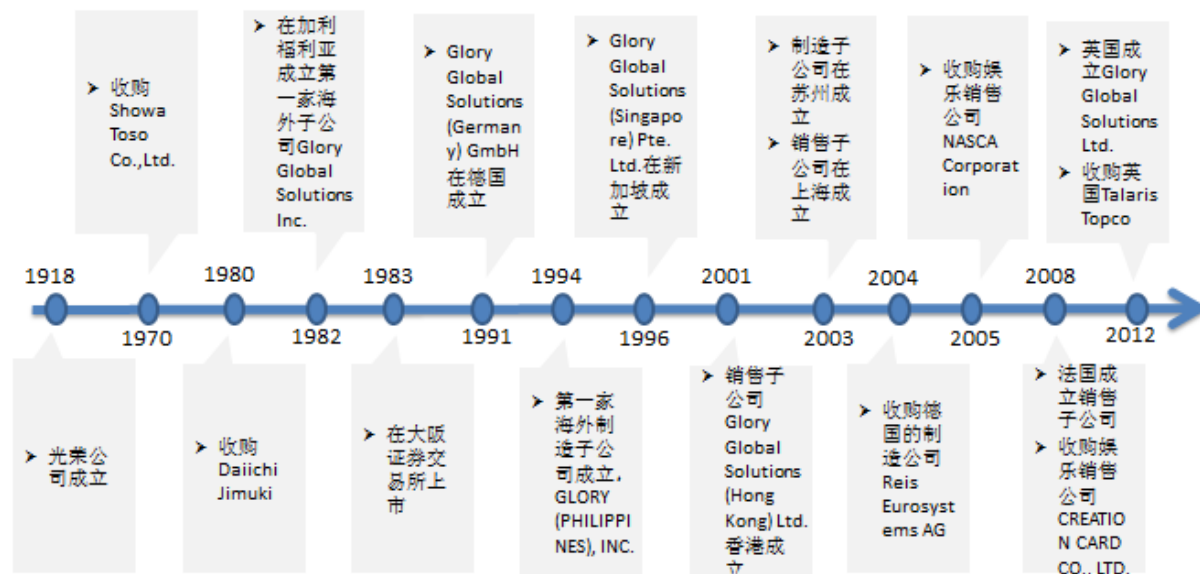
海外市场未来必将为公司打开更广阔的增长空间。国内金融机具行业的主要客户是银行，但银行的网点数量有限，意味着市场容量有限，企业迟早会遭遇天花板。因此，进军海外市场是公司长远发展的重要布局，未来有望成为公司新的营收增长点。

四、日本光荣公司：全球领先的金融机具制造商

4.1、商业范围逐步扩展，海外市场不断开拓

光荣公司是全球生产现金处理设备和管理系统的先驱。公司于 1918 年在日本成立，之后分别在 1970 年和 1980 年收购金融机具制造商 Showa Toso Co.,Ltd.和 Daiichi Jimuki，于 1982 年在美国加利福尼亚成立第一家海外子公司，并于 1983 年在大阪证券交易所上市。上市后公司加快收购和海外设立子公司的步伐，各项业务以及海外市场取得良好的发展，截止到 2013 年，公司营收已超过 1909 亿日元，成为全球金融机具行业的巨擘。

图表45：日本光荣公司历史沿革



资料来源：公司官网、平安证券研究所

光荣公司以生产金融机具起家，主要客户为金融机构。之后公司通过内生发展以及兼并收购，核心技术迁移到其他行业，商业领域逐步扩展，目前公司主要有四大领域，分别是金融市场、零售交通市场、娱乐游戏市场以及其他市场。

图表46：光荣公司商业领域

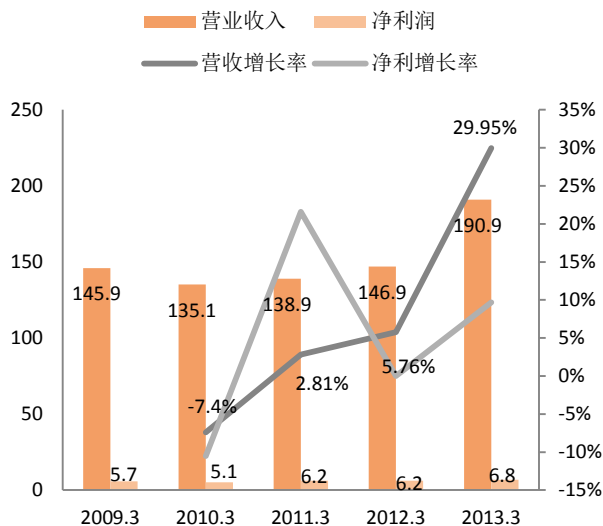


资料来源：公司官网、平安证券研究所

4.2、海外营收首超金融市场，收入结构迎来较大调整

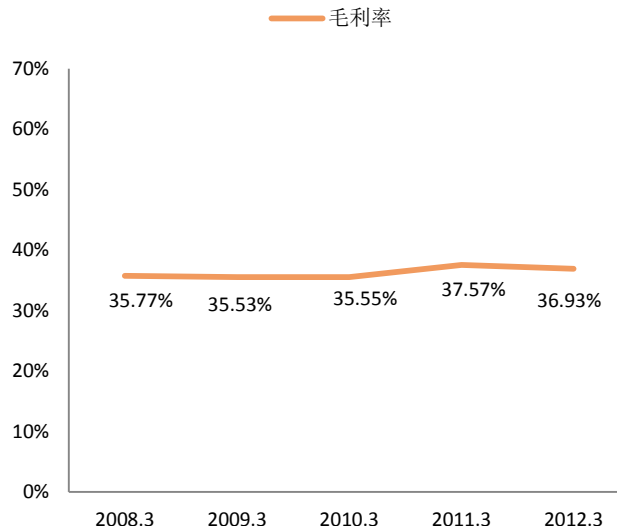
光荣公司营业收入从 2011 年 3 月起恢复增长之势，2013 年 3 月增速迅速提升。2013 年 3 月营业收入为 190.9 亿日元，同比增长 29.95%。公司的毛利率水平较为稳定，近 5 年来始终维持在 35% 以上。

图表47：光荣公司营业收入（单位：十亿日元）



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表48：光荣公司毛利率水平



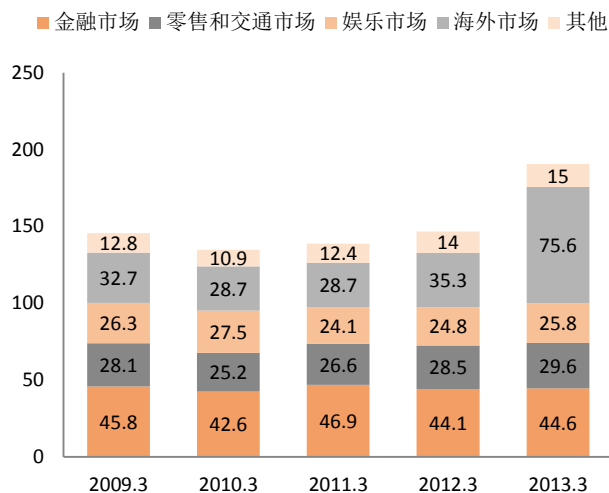
资料来源：公司年报、平安证券研究所

总体来看，公司的业务种类较多，收入结构相对分散，非局限于单一的金融机具市场，其他市场也为公司贡献较多收入。2013 年 3 月之前，公司金融市场收入较为稳定，始终维持在 400 亿日元以上，金融市场收入在公司收入结构中所占比例最高且稳定维持在 30% 以上。这主要是由于日本国内金融市场较为成熟，趋于饱和状态，光荣公司在国内金融机具市场的占比始终保持在 70% 左右，收入较为稳定。

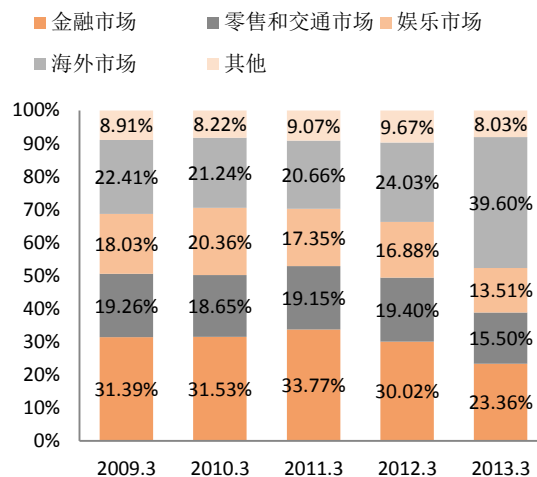
2013 年 3 月，海外市场成绩极其显著，公司业绩迎来较大幅度增长，同时收入结构出现调整，海外市场收入在公司收入所占的比重升至首位，金融场所占比下降至第二。公司营业收入快速增长主要是由于海外市场营收迅猛增长，其营收同比增长 114.16%，达到 756 亿日元。因而海外市场的营收占比大大提高，从 2012 年 3 月的 24.03% 提升到 2013 年 3 月的 39.6%，在公司各项业务中所占比例最高。海外市场营收飞速增长主要得益于美国和欧洲市场收入的大幅提升。美国市场方面，从 2012 年 3 月的 57 亿日元提升到 2013 年 3 月的 214 亿日元，同比增长 275.44%，主要是由于赌场和游戏场所对相关产品的需求量上升；欧洲市场方面，从 2012 年 3 月的 102 亿日元提升到 2013 年 3 月的 270 亿日元，同比增长 164.71%，主要原因是欧洲零售市场对提升现金处理能力的需求较为旺盛，对硬币/钞票回收机的购买量增加。

图表49：光荣公司各项业务收入（单位：十亿日元）

图表50：光荣公司营收比例图

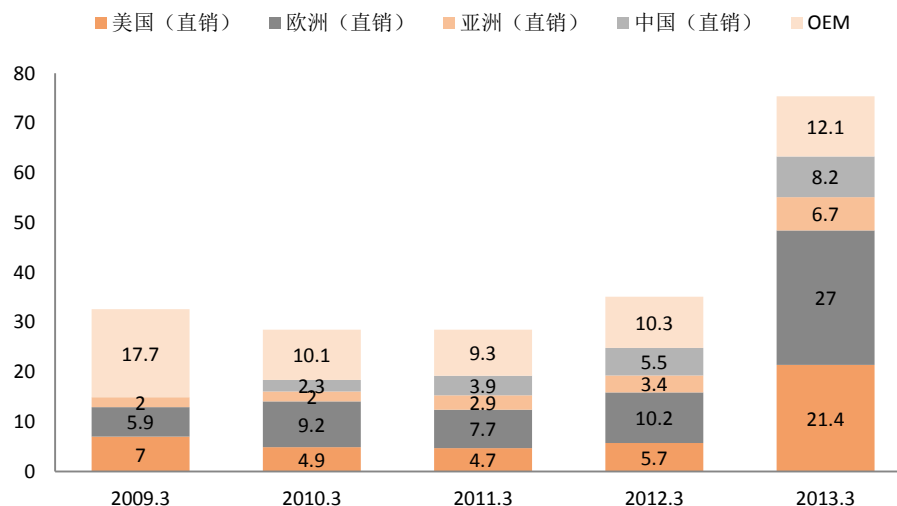


资料来源：公司年报、平安证券研究所



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表51：光荣公司海外市场收入结构图（单位：十亿日元）

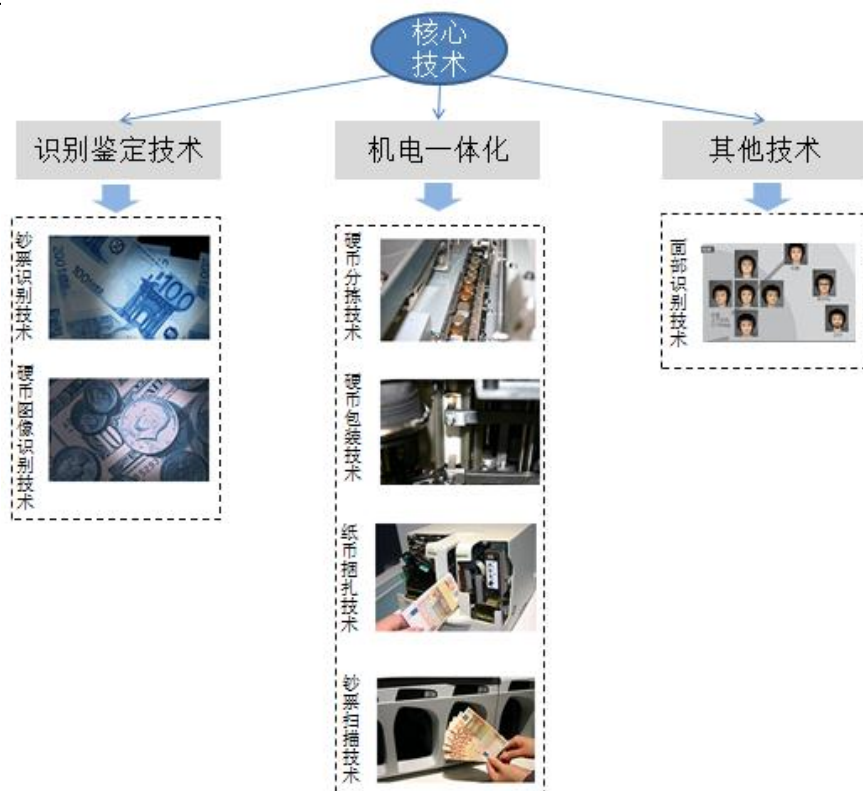


资料来源：公司年报、平安证券研究所

4.3、“技术+渠道”双重保障，共同打造超强实力

技术方面：公司技术实力领先，掌握三项核心技术。第一项是识别鉴定技术，公司的技术满足各个国家货币处理的严格要求，水平极高，其硬币图像识别系统每分钟可处理 1800 个硬币；第二项技术是机电一体化技术，极其精细和精准；第三项技术是人脸识别技术，此项技术着眼于安全角度，公司早在 2006 年已成功识别阳光下的人脸，此技术目前已投入商用。

图表52：光荣公司核心技术



资料来源：公司官网、平安证券研究所

渠道方面：公司的制造子公司、销售子公司及其分支机构、以及代理商遍布全球，亚洲、非洲、欧洲、大洋洲、南北美洲皆有分布。完善的渠道资源助力公司及时获取准确的市场需求，同时也帮助公司的产品快速切入新兴市场，为公司海外业务收入的增长提供充分保障，2013年3月海外业务收入的大幅提升很大程度上归功于其全面的渠道布局。

图表53：光荣公司业务全球分布图



资料来源：公司年报、平安证券研究所

五、重申“强烈推荐”，目标价 33 元

5.1、关键假设

综合前文所述，我们认为对于公司未来的预测重在把握清分机业务的稳定增长以及新产品、外包服务实际推进效果。我们的主要假设如下：

- 1、受益于金融机具市场的高景气度，公司金融机具产品将会保持较快增长；
- 2、由于外包服务推进处于市场开拓初期，暂不考虑对收入的贡献；
- 3、毛利率方面，由于公司机具产品具备较高的技术壁垒，毛利率会稳重有升；
- 4、公司成本费用控制得力，费用率会有进一步下行的空间；
- 5、公司目前享受的政府补贴和税收优惠政策仍会继续；
- 6、暂不考虑外延扩张影响

5.2、盈利预测

根据以上假设和盈利分析，对公司盈利略作调整后，我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元和 1.49 元，公司未来三年年化复合增速将高达 42%，公司未来业绩持续稳定增长可期。

图表54：聚龙股份盈利预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
收入 (百万元)	864.31	1260.85	1786.34	2492.02
同比增长率	71.5%	45.9%	41.7%	39.5%
综合毛利率	53.6%	55.0%	55.1%	55.3%
销售费用率	1.2%	1.19%	1.19%	1.19%
管理费用率	11.2%	10.98%	10.78%	10.58%
EPS (元)	0.49	0.74	1.06	1.49

资料来源：wind，平安证券研究所

5.3、相对估值：估值低于行业平均水平，未来成长空间较大

公司作为领先的金智能处理和流通管理的整体解决方案供应商，其估值可参照 A 股其他整体解决方案供应商，如中科金财、广电运通、金证股份等。

图表55：可比公司PE比较

	收盘价	EPS					PE				CAGR	PEG	市值
公司名称	9-05	2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	-3/2013	-2013		亿元
广电运通	18.87	0.79	0.97	1.18	1.44	24.00	19.54	15.98	13.11	22.33%	1.07		169.20
长亮科技	54.20	0.39	0.83	1.23	1.70	140.34	65.37	43.98	31.96	63.75%	2.20		28.02
御银股份	6.26	0.16	0.20	0.25	0.32	38.31	31.08	24.73	19.66	24.90%	1.54		47.65

	收盘价		EPS				PE			CAGR	PEG	市值
金证股份	35.00	0.41	0.59	0.85	1.18	84.66	59.08	40.99	29.74	41.72%	2.03	92.45
恒生电子	34.79	0.52	0.62	0.79	0.99	66.48	56.13	43.89	35.14	23.67%	2.81	214.93
中科金财	41.59	0.54	0.96	1.16	1.42	77.72	43.28	35.74	29.28	38.46%	2.02	43.54
信雅达	19.75	0.45	0.62	0.83	1.12	43.48	31.63	23.82	17.59	35.23%	1.23	40.02
银之杰	21.88	0.06	0.22	0.38	0.50	367.73	101.39	57.88	43.34	103.97%	3.54	53.09
汇金股份	32.38	0.44	0.43	0.58	0.71	72.90	75.30	56.31	45.93	16.65%	4.38	40.09
平均值		0.38	0.54	0.73	0.94	91.56	48.28	34.33	26.57	37.07%	2.08	
聚龙股份	27.3	0.49	0.74	1.06	1.49	55.2	36.7	25.8	18.4	44.88%	1.22	150.01

资料来源：wind，平安证券研究所

根据Wind盈利一致预期，公司无论是PE估值水平还是PEG水平都接近可比企业最低值，我们认为公司目前价值存在低估。我们对公司14年全年业绩实现快速增长持非常乐观态度，随着后续定期报告继续确认公司业绩的成长性，市场有望重新认识公司的巨大成长空间。

我们认为未来6个月公司估值逐渐向15年行业平均PE靠拢是大概率事件。按照31倍PE水平，我们暂时得出公司合理价值为33元。

5.4、重申强烈推荐，目标价 33 元

我们认为公司合理价值应为 33 元，对应 2015 年 P/E 约为 31 倍，目前公司股价对应 2015 年动态 P/E 仅 25.8 倍，因而重申“强烈推荐”，目标价 33 元。

六、风险提示

公司可能出现的风险：1)，新产品拓展不适合市场需求的风险；2)，对重大客户依赖的风险；3)，核心人才流失的风险

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
流动资产	760	1020	1464	2128	
现金	437	472	702	1056	
应收账款	192	365	497	703	
其他应收款	4	5	7	10	
预付账款	21	13	18	26	
存货	103	153	227	321	
其他流动资产	3	13	13	13	
非流动资产	175	226	215	204	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	97	191	178	164	
无形资产	13	19	21	23	
其他非流动资产	65	16	16	16	
资产总计	935	1246	1678	2332	
流动负债	133	194	248	320	
短期借款	5	35	35	35	
应付账款	86	96	136	192	
其他流动负债	42	63	77	93	
非流动负债	4	7	7	7	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	4	7	7	7	
负债合计	137	201	255	327	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	170	305	550	550	
资本公积	355	220	98	98	
留存收益	273	520	775	1357	
归属母公司股东权益	798	1045	1423	2005	
负债和股东权益	935	1246	1678	2332	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	68	82	258	347	
净利润	144	272	408	582	
折旧摊销	10	14	16	16	
财务费用	-8	-3	-6	-10	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-88	-210	-161	-243	
其他经营现金流	10	9	1	2	
投资活动现金流	-112	-54	-4	-4	
资本支出	104	62	0	0	
长期投资	-8	8	0	0	
其他投资现金流	-16	15	-4	-4	
筹资活动现金流	-17	3	-24	10	
短期借款	0	30	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	85	136	244	0	
资本公积增加	-85	-136	-122	0	
其他筹资现金流	-17	-27	-147	10	
现金净增加额	-61	30	230	353	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
营业收入	504	864	1261	1786	
营业成本	248	401	567	802	
营业税金及附加	7	10	15	21	
营业费用	59	97	138	193	
管理费用	72	106	153	213	
财务费用	-8	-3	-6	-10	
资产减值损失	2	4	5	7	
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	125	250	388	561	
营业外收入	38	51	66	86	
营业外支出	0	1	1	1	
利润总额	163	300	454	646	
所得税	19	29	45	65	
净利润	144	272	408	582	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	144	272	408	582	
EBITDA	127	261	398	566	
EPS (元)	0.85	0.89	0.74	1.06	

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E	
成长能力					
营业收入(%)	102.1	71.5	45.9	41.7	
营业利润(%)	139.7	99.4	55.2	44.4	
归属母公司股东权益(%)	105.9	89.3	50.2	42.4	
获利能力					
毛利率(%)	50.9	53.6	55.0	55.1	
净利率(%)	28.5	31.5	32.4	32.6	
ROE(%)	18.0	26.0	28.7	29.0	
ROIC(%)	29.6	37.3	46.1	50.9	
偿债能力					
资产负债率(%)	14.7	16.1	15.2	14.0	
净负债比率(%)	3.65	17.41	13.71	10.69	
流动比率	5.73	5.26	5.90	6.65	
速动比率	4.96	4.47	4.98	5.65	
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.79	0.86	0.89	
应收账款周转率	4	3	3	3	
应付账款周转率	4.61	4.41	4.89	4.88	
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.49	0.74	1.06	
每股经营现金流	0.12	0.15	0.47	0.63	
每股净资产	1.45	1.90	2.59	3.65	
估值比率					
P/E	104.40	55.16	36.73	25.79	
P/B	18.80	14.35	10.54	7.48	
EV/EBITDA	114	56	37	26	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

北京

上海

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣

北京市西城区金融大街 23 号平安大厦

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金

超大厦 16 楼

6 楼 601 楼

融大厦 25 楼