

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2017年11月28日
市场数据

目前股价	11.4
总市值（亿元）	71.99
流通市值（亿元）	65.42
总股本（万股）	63,149
流通股本（万股）	57,383
12个月最高/最低	14.67/11.11

分析师

周伟佳 CFA, ACCA 0755-83516551

Email:zhouwj@cgws.com

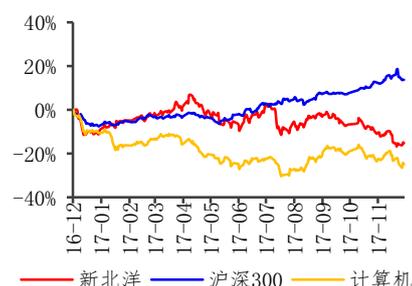
执业证书编号:S1070514110001

联系人（研究助理）：

于威业 0755-83558957

Email:yuweiy@cgws.com

从业证书编号:S1070116080110

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩符合预期，加码智能零售终端值得期待——新北洋（002376）公司动态点评>>2017-10-25

<<业绩符合预期，产品多点开花——新北洋（002376）公司动态点评>>2017-08-22

<<“新”成长，新北洋——新北洋（002376）公司深度报告>>2017-04-06

<<“金融+物流”销售超预期，进入发展快车道——新北洋（002376）公司动态点评>>2017-01-09

<<定增扩张产能，深耕金融、物流——新北洋（002376）公司动态点评>>2016-12-05

“金融+物流+零售”齐发力，业绩持续高增长可期

——新北洋（002376）公司深度报告

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,125	2,790	3,676
(+/-%)	29.99%	31.26%	31.78%
净利润	305	406	531
(+/-%)	34.07%	33.29%	30.79%
摊薄 EPS	0.46	0.61	0.80
PE	25.05	18.79	14.37

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 投资建议：**公司是专业打印扫描设备的龙头企业，二次创业成果显著，“金融+物流+智能零售”的新业务布局开启持续成长之路。金融行业领域，智慧柜员机产品继续收获新的银行客户，试点扩大至 50 家银行，未来增长可期；硬币管理类设备、清分机等多产品稳步推进，前景广阔。物流行业领域，智能快件柜产品受益于丰巢大规模投资，增长延续，布局面单打印机、自动分拣柜、自动包装机等信息化、自动化设备，拓展可期。此外，公司加码智能零售布局，已形成无人零售系统、自助售货机、冷藏柜等多种产品未来有望在零售升级的大趋势下充分受益，2018 年开始或贡献可观收入。考虑定增摊薄，预计公司 2017-2019 年分别实现营业收入 21.25 亿元、27.90 亿元和 36.76 亿元，实现净利润 3.05 亿元、4.06 亿元和 5.31 亿元，EPS 分别为 0.46 元、0.61 元和 0.80 元，对应 PE 分别为 25X、19X 和 14X。公司当前股价与定增价倒挂，且对应 2017 年 PE 仅约为 25 倍，考虑到公司业务布局空间大且未来业绩持续增长的确信性较强，公司估值明显低估，维持“强烈推荐”评级。
- 专用打印扫描行业绝对龙头，传统主营持续增长可期。**公司的热打印头（TPH）、接触式扫描传感器（CIS）产品技术壁垒高筑。TPH 方面，除公司的参股子公司山东华菱电子为中日合资企业外，其余生产商均为日本企业，主要有罗姆、京瓷、阿鲁普斯电气、AOI 电子等。公司是唯一拥有国产化 TPH 技术的厂商。CIS 方面，主要应用于清分机、点钞机、支票扫描仪等金融机具。公司拥有高速彩色 CIS 设计生产技术和国内最大的 CIS 规模化生产能力，持续多年领跑市场。公司重视营销网络建设、加码海外业务拓展，受益于国外俄罗斯、印度等市场的金融税控改革及国内第三方支付、电商物流等行业的快速发展，专用打印扫描业务未来持续增长可期。
- 聚焦“金融+物流”，产业链一体化布局打造独特优势。**公司提出二次创业，聚焦金融、物流行业，打造新成长引擎，已取得显著成效。公司以

TPH、CIS 为敲门砖，已形成从关键零部件、核心模块、整机到系统集成的产业链一体化布局优势，凭借光机电一体化结构设计、嵌入式软件开发、接口设计能力，实现更高效地为客户提供定制化的产品和服务，铸就产品壁垒，在金融、物流设备领域成长空间广阔。

- **金融智能设备普及浪潮来袭，国产化龙头扬帆起航。**智慧柜员机产品率先发力，公司成为某大型银行项目的核心模块供应商，订单陆续落地，带动公司业绩高速增长。该产品市场存量较少、核心模块技术壁垒高筑，目前试点已进入约 50 家银行，未来项目模式有望快速复制。此外，公司的硬币管理类设备、清分机等多款智能化产品完成升级完善和销售渠道的整合，未来发展趋势向好。目前，公司正试点推广现金循环机（TCR），该产品可实现银行网点现金业务的自动对账及货币清分储存，减少银行网点每天高昂的押运成本及柜员的工作量。该产品在日本、欧洲等国家应用已较为成熟，我国试点节奏已明显加快，未来或有望实现突破。
- **物流行业产品多点开花，发展值得期待。**公司将物流行业作为除金融行业外另一重点聚焦的战略性市场。在快递物流领域，公司已布局物流配送智能终端、物流信息化终端、物流自动化设备等三大类产品线。其中，受益于丰巢、邮政等快递龙头大规模铺设智能快件柜，公司该类产品销量高速增长，成为主打产品。2017 年初，丰巢大规模融资 25 亿元，继续彰显深耕“最后一公里”的决心。截至目前，丰巢虽已拥有约 10 万组智能快递柜，但包裹覆盖率仍然较低，预估在 7% 左右（截至 2016 年底铺设 4 万组，包裹覆盖率为 2.8%），快件柜铺设任重道远。新北洋作为丰巢智能快件柜的核心供应商之一，将充分受益。此外，公司的面单打印机、自动分拣柜等信息化、自动化设备产品蓄势待发，未来有望快速拓展。
- **发布无人零售系统，智能零售市场或成为公司新的发展方向。**2017 年 9 月 25 日，公司携无人便利店系统解决方案及关键模块核心技术亮相 2017 中国国际无人店&零售新终端服务创新展览会（上海）。公司的无人便利店内包括生鲜自提柜、智能微超等多种智能自助终端，以先付款后取货的形式实现品类繁多、体验便捷的无人零售应用。公司自 2016 年起持续投入零售自助终端研发，现已形成无人零售系统、自助售货机、冷藏柜等多种产品，未来有望在零售升级的大趋势下充分受益，2018 年开始或有望贡献可观收入。
- **高管持股比例较高，员工激励机制完善，公司经营效率提升。**公司是稀缺的高管持股比例较高的国企，前十大股东中，高管及员工合计持股比例达 16.75%，仅次于实际控制人威海市国资委的 21.26%。在此基础上，公司自 2015 年开始推行超额收益分享计划，以奖金形式激励超额完成业绩目标的员工，2016 年已经完成第一年兑现，出色员工的年收入甚至超过高管。本计划的兑现有望激发员工潜能，促使公司的经营效率快速提升，带动新老业务的拓展。
- **威海重点国企，资本运作步伐不会停歇。**公司业绩具备较强的可持续增长能力，是威海国资委旗下重点科技公司。公司获得威海国资委的大力支持，连续两年发布定增方案，同时新设立的规模 2 亿元的产业并购基金落地在即，公司外延发展空间正式打开。高管增持方面，自 2016 年 9 月份以来，

公司高管通过二级市场增持约 4300 万元，均价 13.25 元/股；2016 年 6 月董事长认购定增约 4586.67 万元，价格 11.27 元/股，锁定期为三年。高额的高管增持彰显管理层对公司未来发展的信心。

- **风险提示：**客户开标数量和招标进度或不及预期；金融、物流行业领域的新产品培育进度或不及预期；扩产项目实施先于非公开发行实施，财务费用存在一定压力。

目录

1. 专用打印扫描龙头，二次创业成果显著	6
1.1 热敏打印、接触式扫描处于绝对龙头地位，未来持续增长可期	7
1.2 聚焦“金融+物流”，产业链一体化布局优势突出	9
2. 金融智能设备普及浪潮来袭，国产化龙头扬帆起航	11
3. 多环节布局智能物流设备，产品持续增长可期	17
4. 发布无人零售系统，智能零售市场或成为公司新的发展方向	20
5. 威海市国资委旗下重点国企，资本运作频繁，高管增持彰显发展信心	21
6. 盈利预测与估值	22
风险提示	23
附：盈利预测表	24

图表目录

图 1: 新北洋 2014 年出现业绩滑坡, 2015 年后开始反弹	6
图 2: 新北洋 2014 年毛利率水平下滑, 现已恢复往年水平	6
图 3: 金融、物流行业收入已占过半, 二次创业成果显著	6
图 4: 热打印头 (TPH) 结构剖面图	7
图 5: 接触式图像传感器 (CIS) 结构剖面图	7
图 6: 威海华菱光电股权结构图	8
图 7: 山东华菱电子股权结构图	8
图 8: 热敏打印在各行业的需求占比 (全球, 2016 年预测值)	8
图 9: 新北洋海外业务持续增长、毛利率明显提升	9
图 10: 新北洋重视研发投入, 历年研发费用均达到营业收入的 10% 以上	10
图 11: 新北洋硬币清分机、硬币兑换机、硬币包装机 (从左至右)	13
图 12: 鞍山搏纵清分机产品 (从左至右型号为 ZQJ-L210C、ZQJ-L02W、ZQJ-L03DS)	14
图 13: 新北洋智慧柜员机综合版样机与简版样机 (从左至右)	15
图 14: 新北洋现金循环机产品介绍	16
图 15: 新北洋票据鉴伪产品	16
图 16: 2010-2016 年规模以上快递业务收入增长趋势图	17
图 17: 2010-2016 年规模以上快递业务量增长趋势图	17
图 18: RFID 智能物流解决方案流程图示例	18
图 19: 新北洋无人零售解决方案	20
图 20: 新北洋股权结构图	21
表 1: 新北洋专用打印扫描主要产品简介	7
表 2: 新北洋产业链布局梳理	10
表 3: 新北洋组织架构调整	11
表 4: 2016 年以来银行金融设备部分招标情况	11
表 5: 新北洋在金融领域的主要产品梳理	12
表 6: 新北洋产业链布局梳理	13
表 7: 智慧物流相关支持政策频繁出台	18
表 8: 新北洋物流行业产品梳理	19
表 9: 鲁信新北洋智能装备产业并购基金出资情况	22
表 10: 新北洋高管二级市场增持情况	22
表 11: 新北洋分业务收入及毛利率预测表 (2017-2019 年)	23

1. 专用打印扫描龙头，二次创业成果显著

公司是中国专用打印扫描行业的领跑者，建有全球营销服务网络，产品规模销售至欧洲、北美、亚太等 30 多个国家和地区。2015 年，公司热打印头 (TPH) 世界市场占有率 17%，世界排名第三；接触式图像传感器 (CIS) 世界市场占有率 6.7%，国内第一、世界排名第五；专用打印扫描产品的国内综合市场占有率位居该领域中国自主品牌企业首位。

寻求转型，提出“二次创业”。2014 年，公司传统主营专用打印扫描业务遭遇发展瓶颈，业绩出现下滑。公司积极寻求转型，2015 年提出“二次创业”，聚焦金融、物流行业，调整后的业务划分为两大类：

(1) 传统业务，包括公司原国内外市场商业/零售、交通、彩票、医疗、通信、政府公务等行业领域的专用打印扫描产品、ODM/OEM 业务。

(2) 金融、物流等行业战略新业务。聚焦金融行业、物流行业，提供信息化、自动化、智能化的产品与解决方案。

公司的二次创业目前已取得显著成效，金融、物流行业成为新的增长引擎，开启新成长之路：

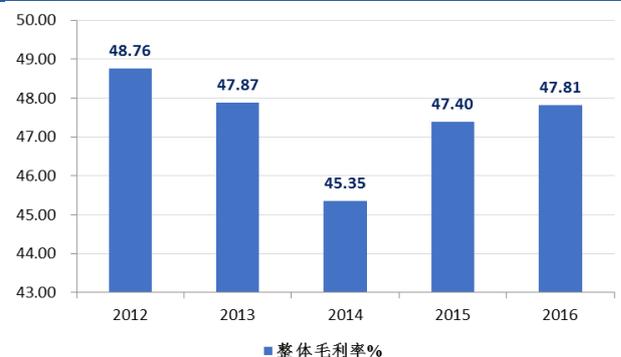
✓ 2015 年公司扣非净利润即开始恢复，2016 年则实现 32.15% 的高速增长。

图 1: 新北洋 2014 年出现业绩滑坡，2015 年后开始反弹



资料来源：公司年报，长城证券研究所

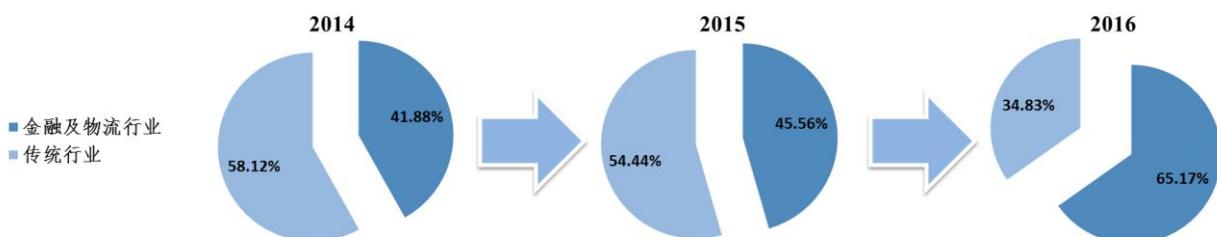
图 2: 新北洋 2014 年毛利率水平下滑，现已恢复往年水平



资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓ 根据公司财报数据，2016 年金融、物流行业收入占总营业收入的比例已达 65.17%，增长强劲，超越传统行业收入。

图 3: 金融、物流行业收入已占过半，二次创业成果显著



资料来源：公司年报，长城证券研究所

1.1 热敏打印、接触式扫描处于绝对龙头地位，未来持续增长可期

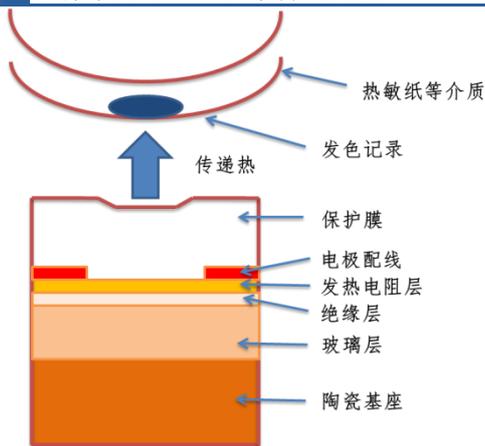
热打印头（TPH）和接触式图像传感器（CIS）是专用打印扫描设备的核心基础零部件，分别由新北洋的两家中日合资子公司——山东华菱电子（TPH）和威海华菱光电（CIS）自主研发生产。

表 1: 新北洋专用打印扫描主要产品简介

产品	一般工作原理	对应新北洋子公司	子公司成立时间
热打印头 (TPH)	热打印头由一排加热元件构成，元件具有相同的电阻且排布紧密，分辨率从 200dpi 到 500dpi 不等。这些元件在通过一定电流会很快产生高温，当介质涂层遇到这些元件时，在极短的时间内温度就会升高，介质涂层发生化学反应，现出颜色。	山东华菱电子	1995
接触式图像传感器 (CIS)	当 CIS 工作时，LED 光源阵列发出的光线直射到待扫描物体表面，从其表面反射回的光线经自聚焦棒状透镜阵列聚焦，成像在光电传感器阵列上，被转化为电荷存储起来。扫描面不同部位的光强不同，因而不同位置传感器单元接收到的光强不同。每个读取周期每个像素的光照时间是相同的，达到积蓄时间后，由移位寄存器控制模拟开关依次打开，将像素的电信号以模拟信号的形式依次输出，从而得到被扫描文件的模拟图像信号。	威海华菱光电	2003

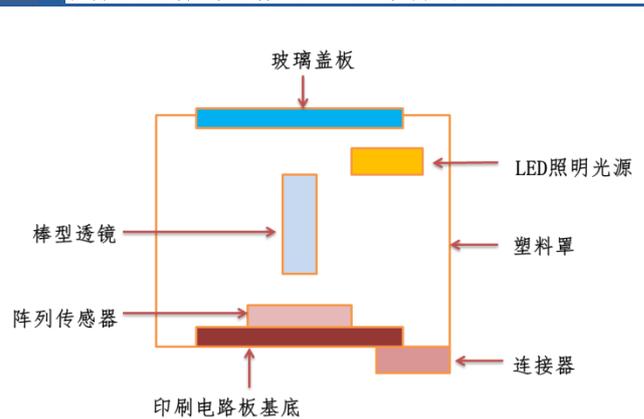
资料来源：公司公告，中国产业信息网，百度百科，长城证券研究所

图 4: 热打印头 (TPH) 结构剖面图



资料来源：京瓷集团官网，长城证券研究所

图 5: 接触式图像传感器 (CIS) 结构剖面图



资料来源：百度百科，长城证券研究所

■ 技术壁垒高筑，全球市场地位居前

公司的热打印头（TPH）和接触式图像传感器（CIS）产品在全球范围内处于领先地位，在国内鲜有竞争厂商。2015 年，公司的 TPH 全球市场占有率 17%，排名第三；CIS 全球市场占有率 6.7%，国内第一、世界排名第五。

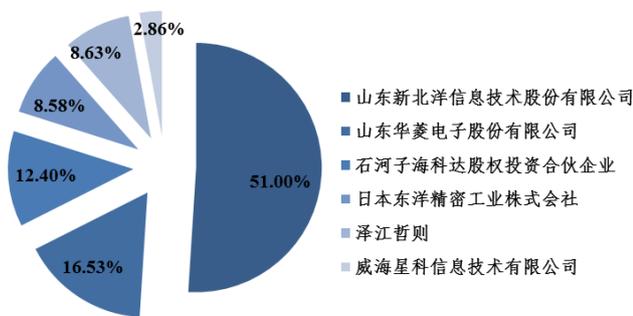
公司的 TPH、CIS 产品具有极高技术壁垒。**TPH 方面**，除山东华菱电子为中日合资企业外，其余生产商均为日本企业，主要有罗姆、京瓷、阿鲁普斯电气、AOI 电子等。公司是唯一拥有国产化 TPH 技术的厂商。**CIS 方面**，主要应用于清分机、点钞机、支票扫描仪等金融机具。公司拥有高速彩色 CIS 设计生产技术和国内最大的 CIS 规模化生产能力，持续多年领跑市场。

公司凭借多年积累的关键零部件的核心技术、光机电一体化系统的开发经验以及定制化软硬件产品的研发能力，可低成本、高效率地为客户提供符合需求的产品，铸就极高的技术壁垒。

■ 技术独立

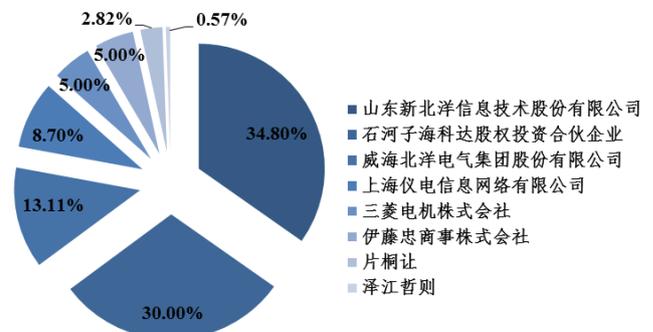
经过二十年左右的发展，新北洋及关联方已取得两家合资子公司的绝大部分股权，相关技术和专利已经全部由两家合资子公司所独立掌握和拥有。

图 6: 威海华菱光电股权结构图



资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

图 7: 山东华菱电子股权结构图

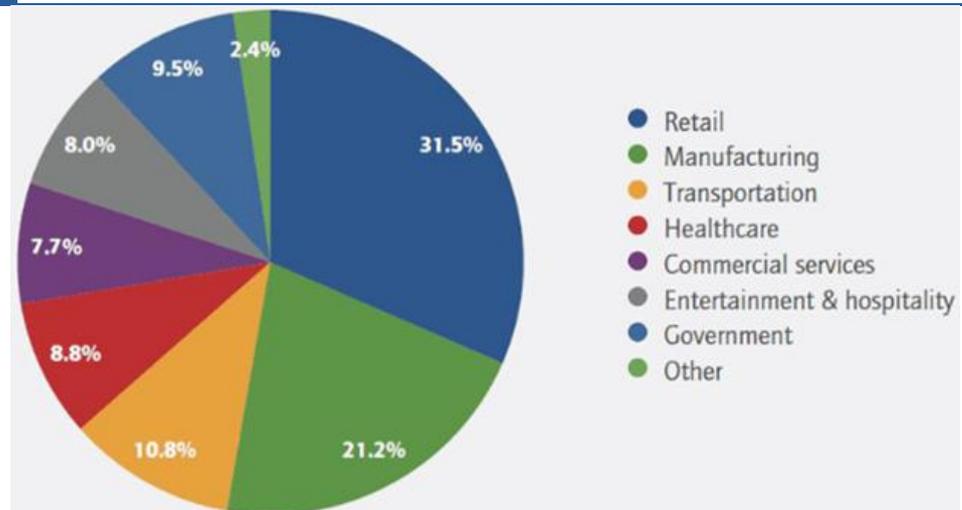


资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

■ 传统主营市场规模稳定增长，未来持续增长可期。

公司传统主营技术壁垒高筑、市占率领先，未来在市场稳定增长、营销网络完善、海外业务拓展的背景下，仍具有较大上升空间。

图 8: 热敏打印在各行业的需求占比（全球，2016 年预测值）



资料来源: Smithers Pira, 长城证券研究所

热打市场规模稳健增长。据 Smithers Pira 市场报告显示，2016 年热敏打印技术在全球市场的最终规模预计为 318 亿美元。据预测以 3.9% 的年均速度增长，在 2021 年将达到 389 亿美元。热打应用范围广阔，包括商业/零售、交通/运输、工业/制造业、现代物流、金融、税务、餐饮、彩票、医疗保健、通信、政府机构等行业。在 2016 年零售和制造业占世界热敏打印需求的 53%。

CIS 在金融设备领域应用空间广阔。随着我国银行业绩高速增长时代的结束，银行自助类设备节约人力、提升效率的替代优势逐步显现，自助类设备的普及成为必然趋势。当下，我国各大银行纷纷启动清分机、智慧柜员机、TCR（现金柜员机）等设备的招标或试点，CIS 作为设备核心模块也将充分受益。

重视营销网络建设，增加业务覆盖率。营销及服务网络建设项目是公司 2015 年非公开发行所涉及的募投项目之一。项目规划建立适应公司发展战略的营销和服务网络体系，全面拓展国内外市场，巩固公司在专用打印扫描行业的领先地位，完成本地化的营销和服务中心的基本建设。其中营销网络主要投入建设以公司总部（威海市）为核心，面向北京等华北、华东、华南前沿大城市重点销售区域的更加贴近市场的营销分支机构；服务网络建设拟通过公司新成立的服务子公司进行实施，继续完善公司的售后运维体系，建立起覆盖全国的服务网络体系，实现 24 小时内到达提供服务，其中，50% 地市级城市实现 6 小时内到达提供服务。服务网络建设内容包括远程服务平台、现场服务平台以及服务管控平台。

加码海外业务拓展，营收持续增长。2016 年，公司积极维系和承接既有海外战略大客户的 ODM/OEM 业务合作；进一步扩大了已有彩票领域战略大客户的合作，在既有业务的基础上开展了部分新产品的测试验证；复制已有选票产品的项目经验，与美国、巴西、印度等国家的选票公司建立了合作关系；加大了新产品的推广销售和空白市场、新兴国家地区的开拓力度。

图 9：新北洋海外业务持续增长、毛利率明显提升



资料来源：公司年报，长城证券研究所

1.2 聚焦“金融+物流”，产业链一体化布局优势突出

公司以 TPH、CIS 为敲门砖，已形成从关键零部件、核心模块、整机到系统集成的产业链一体化优势，具备光机电一体化结构设计、嵌入式软件开发、接口设计能力，实现更高效地为客户提供定制化的产品和服务，铸就产品壁垒，在金融、物流设备领域成长空间广阔。

■ 形成产业链一体化布局，研发投入保持高位。

公司已形成从关键零部件、核心模块、整机到系统集成的产业链一体化优势。公司在全产业链布局的基础上，根据需求快速联动，快速响应，并引导用户需求，强化优势。布局如下：

表 2：新北洋产业链布局梳理

产业链布局	主要产品名称	业务主体	持股比例
关键零部件	热打印头（TPH）	山东华菱电子	34.80%
	接触式扫描传感器（CIS）	威海华菱光电	51.00%
核心模块	嵌入式打印机	新北洋（母公司）	-
	嵌入式扫描仪		
	现金鉴别模块		
整机集成	热敏打印机	新北洋（母公司）	-
	条码打印机		
	专用扫描仪		
	智能快递柜	数码科技	69.17%
	自动化分拣柜		
	冷链柜		
	硬币类自助设备		
	一体化智慧柜员机	荣鑫科技	80.00%
	票据防伪仪		
	高速存款机		
现金循环机（TCR）			
系统集成	清分机	鞍山搏纵	51.00%
	-	北京系统集成研发中心	100.00%

资料来源：公司公告，长城证券研究所

注重研发，技术领先。公司在深圳（电气结构）、北京（系统集成）拥有研发中心，并与知名高校创办联合实验室，进一步增强公司技术实力。公司的年均研发投入占营业收入平均达到 10% 以上，力争保持业界技术领先地位。人员方面，目前公司拥有工程技术人员 1,480 人，占员工人数的比例为 51.88%；多名技术带头人获得国务院特殊津贴、国家有突出贡献的中青年专家、泰山学者特聘专家等荣誉；同时通过与清华大学、山东大学、哈尔滨工业大学等高校联合培养教育，中高层管理和技术骨干成长迅速、竿头直上，逐步发展成一支知识化、年轻化的管理和科技创新人才梯队。

图 10：新北洋重视研发投入，历年研发费用均达到营业收入的 10% 以上



资料来源：公司年报，长城证券研究所

■ 调整组织架构，聚焦金融、物流新市场。

公司改变运营管控体系，进一步强化“以客户为中心”，推进“小前端、大平台、富生态”组织架构调整，聚焦金融、物流重点市场。

表 3: 新北洋组织架构调整

组织架构	相关调整
“小前端”	公司聚焦金融、物流重点行业和市场，搭建了专业灵活的业务前端，加强了销售队伍建设。
“大平台”	积极整合各平台资源，优化集团内部资源配置，先后设立了“系统集成研发中心、服务子公司、交付中心、北京分公司、北美办事处”五个重点业务支撑平台；强化了“产品线经理、市场研究规划、深圳研发中心”三部分较弱的平台职能；以数码科技为基础，搭建了钣金加工和智能自助设备的“生产制造平台”。
“富生态”	设立了经济技术合作部，强化了对外经济技术合作及投资项目的调研寻源职能，加大国内外技术专家和市场顾问的聘请力度。

资料来源：公司公告，长城证券研究所

公司从二次创业已取得显著成效，从运营管控到产业链布局均已实现转型，新产品在金融、物流领域应用前景广阔，公司开启新成长之路。

2. 金融智能设备普及浪潮来袭，国产化龙头扬帆起航

随着利率市场化的推进和互联网金融的发展，传统银行业经营承压。银行业经营模式转型成为发展的必然趋势，改革高成本、低效率的物理网点是转型的重要环节。智能化金融设备具有“提高工作效率+提升客户体验+降低运营成本”的优势，是银行开拓低成本物理网点的核心工具，可推动银行网点从金融产品交付场所逐步转型为综合性的销售和服务平台，受到银行业的高度重视，需求持续增长。

表 4: 2016 年以来银行金融设备部分招标情况

招标单位	招标时间	招标项目	产品类型
邮政集团	2016-01-22	营业网点 A 类点钞机等自助设备入围招标项目	点钞机、捆钞机等
	2016-03-30	ATM/CRS 等金融自助设备集中采购项目	ATM、CRS 等
建设银行	2016 上半年	全行智慧柜员机采购项目	智慧柜员机 (STM)
江苏银行	2016-07-08	出纳机具入围供应商公开选型项目	点钞机、捆钞机、纸币清分机等
农业银行	2016-07-18	吉林省分行硬币清分机采购项目	硬币清分机
晋商银行	2016-08-08	全行网点金融机具采购供应商入围项目	扎把机、复点机、装订机、纸币清分机等
中国银行	2016-08-0	纸币清分机、人民币点钞机(A 类)选型入围项目	点钞机、扎把机、纸币清分机等
农业银行	2016-09-01	票据鉴别仪项目	票据鉴别仪
交通银行	2016-10-09	硬币兑换机、硬币清分机选型采购项目	硬币兑换机、硬币清分机
河北银行	2016-10-11	出纳机具采购项目	点钞机、扎把机、装订机、纸币清分机等

招标单位	招标时间	招标项目	产品类型
人民银行	2016-10-12	杭州中心支行台式微型清分机项目	台式微型清分机
农业银行	2016-10-17	现金机具采购项目	扎把机、复点机、捆钞机等
交通银行	2016-11-07	北京市分行票据清分机采购项目	票据清分机
	2016-12-05	现金循环机选型采购项目	现金循环机（TCR）
邮政集团	2016-12-12	纸币清分机设备集中采购项目	纸币清分机
华润银行	2017-03-24	ATM 设备采购项目	ATM

资料来源：中国招标网，采购与招标网，中国金融集中采购网，各银行官网，长城证券研究所

公司是金融智能设备国产化的龙头之一，其 TPH、CIS 等关键部件和票据鉴别等嵌入式核心模块具有较高的技术壁垒，国内处于绝对领先地位，在金融行业应用前景广阔。公司以此为基础，已形成从关键部件、核心模块到整机的全产业链布局，具备快速为客户提供定制化产品和服务的能力。公司有望充分受益于金融智能设备普及及浪潮，实现业绩的快速增长。公司在金融行业的主要产品如下：

表 5：新北洋在金融领域的主要产品梳理

分类	产品	功能简介
关键部件	热打头（TPH）	用于凭条打印等
	接触式传感器（CIS）	用于扫描纸币、票据等
核心模块	现金鉴别模块	可识别纸币的种类、真伪、面值等
	嵌入式票据鉴别仪	对银行承兑汇票、支票等票据进行真伪鉴定的嵌入式模块
现金类终端	硬币管理类设备	硬币兑换机 自助完成硬币兑纸币、纸币兑硬币、银行卡取硬币、硬币存储等 硬币清分机 将硬币兑换机回笼的硬币鉴别、并按面额进行分类 硬币包装机 将清分分类的硬币包装成硬币卷
	纸币清分机	具有新旧清分、版本清分、面向清分、面值分、计数、防伪等功能。可检测纸币的残缺、孔洞、折角、笔道、油渍、胶带等
	现金循环机(TCR)	可实现现金清分、存取、保管功能，用于柜面现金业务存取、结算，可实现网点现金过夜
	票据鉴别仪	对银行承兑汇票、支票等票据进行真伪鉴定
非现金类终端	智慧柜员机（STM）	可自助办理个人开户、投资理财、电子银行、密码挂失及结售汇等非现金业务
	银行办公自动化终端	文档扫描、收据打印等

资料来源：公司公告，百度百科，长城证券研究所

■ 硬币管理类设备——顺应辅币硬币化趋势，2016 年销售规模已达数千万级

央行稳步推进辅币硬币化，试点范围扩大。据新华社报道：硬币比纸币寿命长、整洁度高、利于环保、便于自动化处理，世界各国小面额货币多是硬币。从 1992 年开始，央行就在逐步推进小面额货币硬币化。经过 20 多年的持续推进，小面额货币硬币化工作取得了阶段性进展。目前，全国除了部分边远地区外，1 角、5 角人民币基本实现了硬币化，即 1 角、5 角人民币单一投放硬币（1 角、5 角纸币仍正常流通）。而在上海、江苏、浙江、安徽、深圳，基本实现了 1 元人民币硬币化（1 元纸币仍正常流通）。根据央行的安排，从 2016 年起，在福建、江西全省和山东部分地市（青岛、枣庄、济宁、临沂、日照），逐步推动 1 元人民币硬币化，即 1 元人民币单一投放 1 元硬币（1 元纸币仍正常流通）。

硬币管理类设备需求增长，公司全产品线布局大有可为。辅币硬币化趋势下，硬币类自助设备的市场存量仍然较少，银行多采用人工处理硬币的方式为用户办理硬币业务。用户需要进行硬币兑换时，只有去银行柜台办理业务，增加了银行的工作量，对于用户来说，业务的办理不但要受银行工作时间的限制，而且经常会遇到排队等候的现象，极为不便。公司拥有全系列的硬币处理产品线，可实现硬币自助兑换、清分、鉴伪、包装等功能。随着硬币发行流通量的加大，公司产品的市场需求有望快速上升。

设备技术壁垒较高，2016 年实现销售金额达数千万级。公司的硬币管理类设备先发优势突出，在准确率、稳定性、处理速度等指标上处于领先地位，具有一定的技术壁垒。2016 年该类设备实现销售金额达数千万级，市场份额较高，同比实现快速增长，未来空间广阔。

图 11: 新北洋硬币清分机、硬币兑换机、硬币包装机（从左至右）



资料来源：公司调研资料，长城证券研究所

■ 清分机——替代高峰或将到来，鞍山搏纵中标情况良好

目前市场上的存量清分机大部分为 2012 年左右购入使用。鉴于清分机设备 5-8 年的更换周期，预计即将迎来清分机设备的替换小高峰，各大银行有望集中采购一批清分机。2016 年底工行、邮政、中行等已启动新一轮清分机招标工作，公司的控股子公司鞍山搏纵积极参与各大银行的招标。鞍山搏纵自 2016 年以来清分机中标情况如下：

表 6: 新北洋产业链布局梳理

时间	招标单位	招标项目	中标情况	产品类型
2017/3/21	中国银行	“纸币清分机、人民币点钞机（A 类）”选型入围项目	入围	纸币清分机
2017/3/9	邮政集团	2016 年纸币清分机设备集中采购项目	中标	纸币清分机（二口半）
2016/8/5	建设银行	2016-2017 年度全行清分机采购项目	入围	纸币清分机（二口半）
2016/7/1	交通银行	纸币清分机选型采购项目	入围	纸币清分机（二口半）

资料来源：公司公告，长城证券研究所

鞍山搏纵 2017 年一季度即入围及中标邮政、中行的纸币清分机集采项目，业务发展向好。鞍山搏纵的小型清分机产品的漏检率和误检率处于业内领先水平，未来有望受益于此轮清分机替代小高峰，实现业绩增长。

图 12: 鞍山搏纵清分机产品（从左至右型号为 ZQJ-L210C、ZQJ-L02W、ZQJ-L03DS）



资料来源：鞍山搏纵官网，长城证券研究所

■ **智慧柜员机（STM）——2016 年销售超预期助推公司业绩高速增长，技术壁垒高筑、未来空间广阔**

公司的智慧柜员机产品可实现自助办理开户、开通电子银行、转账、定期、理财、基金、特殊业务、签约/解约聚财、查询等个人非现金业务以及票据、结售汇等对公业务。

努力扩大整机销售规模，重点推动核心模块的销售。公司同时拥有整机和核心模块两类产品。销售策略上，公司在力争实现成功入围销售的基础上，积极引导国有银行和众多的全国性、地方性商业银行采用公司的技术解决方案，在努力扩大整机销售规模的同时，重点推动母公司核心模块的规模销售。

核心模块产品优势突出，业务有望向其他银行复制。在公司重点推动的核心模块方面，智慧柜员机包含的主要模块有票据扫描、票据打印、凭条打印、存折扫描、账单打印、证卡识别等，而公司在票据处理、文件扫描、热敏打印等方面处于国内绝对领先地位，作为模块供应商方面优势突出，未来业务模式大概率继续得到复制。

模块盈利能力强，已开始对业绩产生重要影响。核心模块占整机价值的 40%-50%，带来的收入可观，且公司核心模块整体毛利率水平可达 60% 以上，具有较强的盈利能力。对业绩的影响方面，公司 2016 年四季度向某银行供应的智慧柜员机相关模块产品落地金额超出预期，是助推公司全年业绩实现 50% 以上超预期增长的重要动力。其中，部分订单在 2017 年第一季度结算，亦是助推公司一季度业绩大幅增长的主要原因。该银行四季度补采数量符合预期，公司已将带有票据处理功能的智慧柜员机打入约 50 家银行进行试点，未来业务拓展可期。

图 13: 新北洋智慧柜员机综合版样机与筒版样机 (从左至右)



资料来源: 公司调研资料, 长城证券研究所

■ 现金循环机 (TCR) —— 试点加速, 未来或打开百亿市场空间

金融押运成本高昂。由《现金管理暂行条例》规定, 通常情况下我国银行网点库存现金限额是由三至五天的日常零星开支所需核定。由于库存现金限额的存在, 网点与金库之间的现金押运需求较为频繁。押运模式下, 一辆押运车的租金约为数万元人民币/月, 成本高昂, 同时还存在交通事故、堵车等风险。

公司的现金柜员机产品可减少金融押运, 未来突破可期。公司的现金循环机产品集点钞、鉴伪、冠字号码识别、清分、取现、保险柜等功能于一体, 通过了国家 3C 认证 (中国强制性产品认证), 可在减少金融押运频率的同时提升银行柜员的工作效率和准确率。公司在现有产品的基础上, 正积极进行模块和整机的深度研发。公司拥有现金识别、现金清分、后台软件集成等关键技术储备, 以及 30 年的光机电一体化经验沉淀, 未来有望率先实现整机国产化突破, 新产品值得期待。

市场仍处试点阶段, 但进程明显加速, 未来两年市场或有望开放。目前, 我国尚未完全放开 TCR 设备的应用, 市场仍处于试点阶段。据产业调研了解, 2016 年 TCR 试点达到约 2000 台, 2017 年 TCR 试点达到约 5000 台左右, 在此之前市场存量仅约千台, 试点进程明显加速。鉴于金融押运模式存在诸多弊端, 我们预计近两年市场或有望加速开放。

未来市场空间可达数百亿级。假设每台现金循环机价格在 5 万元左右, 每个银行网点拥有 4 个柜台, 两个柜台可共用一台现金循环机, 则每个银行网点需要花费 10 万元。按照全国银行网点 22.07 万个 (2015 年数据) 推算, 市场空间达 220 亿元。

TCR 设备和模块的主要厂商有:

- (1) 欧美厂商: 迪堡、NCR 等
- (2) 日韩厂商: 日立、光荣、OKI、富士通、LG 等
- (3) 国内厂商: 聚龙股份、新北洋、广电运通等

图 14: 新北洋现金循环机产品介绍



● 功能概述

- ✓ 新北洋荣鑫科技的最新柜员现金循环机具备高效的现金管理性能，可被安装在柜员机系统内处理客户交易，实现ATM内现金推送和处理大笔金额储存。

● 产品特点

- ✓ 大容量入钞口支持混合入币，一次可存入300张；
- ✓ 存取款速度：10张/秒；
- ✓ 钞箱总容量12600张，循环9900张，保存2700张，暂存300张；
- ✓ 可配置钞箱，支持6种面额循环；
- ✓ 可根据应用需要设置是否启动暂存功能；
- ✓ 经验证的CCC 24小时安全保险柜也保证了钞票在夜间的安全存储。

● 典型应用

- ✓ 银行柜员

资料来源：公司调研资料，长城证券研究所

■ 票据鉴伪——诈骗案频发，银行业需求增加，目标实现批量销售。

近年来重大票据诈骗案频发，2016年农行39亿票据诈骗案、中信银行10亿票据诈骗案为银行票据业务再次敲响警钟。公司拥有票据鉴伪管理系统与票据风控管理系统两大解决方案，同时继续加快嵌入式票据鉴别仪等核心模块的开发完善，确保公司作为票据发放/回收模块的唯一供应商地位不变，2017年目标实现批量销售。

图 15: 新北洋票据鉴伪产品



资料来源：公司调研资料，长城证券研究所

3. 多环节布局智能物流设备，产品持续增长可期

■ 智能物流设备进入快速普及阶段

智能物流设备进入快速普及阶段，未来发展空间广阔，主要原因有以下三点：

(1) 物流行业面临快递量快速增长、快递单价逐年下降、人工成本逐步上升等问题，智能化设备有望为物流企业开辟一条新的发展之路。

根据国家邮政总局数据，2010 年至今我国快递业务收入和快递量呈爆发式增长态势，但可以明显看出，快递业务收入的增速大幅低于快递量的增速，主要原因是：随着快递业竞争日益激烈，快递单价逐年下降，2010 年至 2016 年间，全国快递平均单价由 24.6 元/件下降至 12.7 元/件左右，下降幅度接近 50%。同时，由于快递业内派送环节主要通过人工直接进行派送，随着人工成本的不断上升，快递企业在派送费用方面的支出占比逐年上升。

在快递量快速增长、快递单价逐年下降、人工成本逐步上升的当下，物流业利润被严重挤压，利润率普遍在 5% 及以下，部分中小物流企业徘徊在盈亏平衡点边缘。物流企业迫切需要寻找到一个降低人工成本并提高物流效率的新经营模式，而智能物流设备的应用有望为物流企业开辟一条新的发展之路。

图 16: 2010-2016 年规模以上快递业务收入增长趋势图



资料来源：国家邮政局，长城证券研究所

图 17: 2010-2016 年规模以上快递业务量增长趋势图

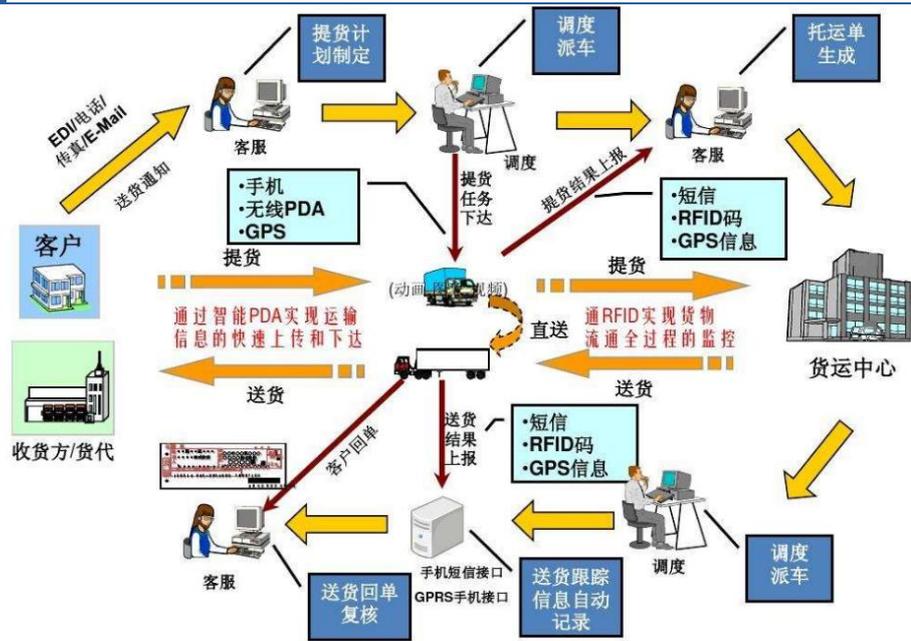


资料来源：国家邮政局，长城证券研究所

(2) 新一代技术的发展推动智能物流变革，智能物流市场开启快速增长。

当前，新一代 IT 技术（物联网、大数据、云计算）与智能物流装备技术蓬勃发展，正逐步改变我国物流行业管理效率低下、信息化程度较低的现状，降低物流成本的同时推动着我国物流智能化的变革。据智研咨询数据，我国智能物流设备市场规模在 2014、2015 年分别为 496 亿元、684 亿元，同比增长 28%、38%，预计到 2018 年智能物流装备市场规模将比 2015 年翻一倍而达到 1360 亿元，年复合增长率约 26%，成长空间广阔。

图 18: RFID 智能物流解决方案流程图示例



资料来源: 坦思公司网站, 长城证券研究所

(3) 政策推动物流行业向智能化转型。

国家重视推动物流行业向智能化转型, 2015 年以来出台多个相关政策支持智慧物流的发展, 行业变革进入快车道。

表 7: 智慧物流相关支持政策频繁出台

时间	部门	政策文件	相关内容简介
2015 年 7 月	商务部	《关于智慧物流配送体系建设的实施意见》	提出重点提升物流设施设备智能化水平, 物流作业单元化水平, 物流流程标准化水平, 物流交易服务数据化水平, 物流过程可视化水平。在推广物联网技术、信息技术应用; 加强物流企业订单处理、需求分析、数据安全; 推动物流业线上线下结合, 电子商务与物流协同发展; 促进物流业经营模式创新等领域重点推进。在 1-2 年内, 在全国创建 10 个智慧物流配送示范城市、打造 50 个智慧物流配送示范基地(园区)、培育 200 个智慧物流配送示范企业。通过示范创建工作, 推动配送效率提高 20%, 仓储管理效率提高 20%。
2015 年 10 月	国务院	《关于促进快递业发展的若干意见》	提出“支持骨干企业建设工程技术中心, 开展智能终端、自动分拣、机械化装卸、冷链快递等技术装备的研发应用”、“研究将智能快件箱等快递服务设施纳入公共服务设施规划”。
2016 年 9 月	商务部、国土资源部、住房城乡建设部、交通运输部、银监会等部门	《关于推进商品交易市场转型升级的指导意见》	指出要大力发展智慧物流, 鼓励商品市场依托区位和资源优势, 建设一批商贸物流中心、仓储基地和配送中心, 引进、培育一批服务优质、运作高效的物流企业, 完善运输、装卸、加工等流通设施建设, 加快流通设施标准化应用, 提高物流科技水平。鼓励建立统一规范的物流信息平台, 优化配送流程, 提高运行效率。利用新技术新设备, 实现物流实时跟踪和可视化管理, 增强物流安全性和精准性。
2016 年 9 月	国家发改委	《物流业降本增效专项行动方案(2016-2018 年)》	指出要以创新体制机制为动力, 以推广应用先进技术和手段为支撑, 以完善落实物流管理支持政策为路径, 加快补齐软硬件短板, 大力发展新模式新业态, 优化物流资源配置, 建立现代物流服务体系。

资料来源: 国务院网站, 商务部网站, 新华社, 长城证券研究所

■ **新北洋关注物流信息化和自动化进程，布局三大类产品线，业务有望快速突破。**

公司将物流行业作为除金融行业外另一重点聚焦的战略性市场。在快递物流领域，公司已布局物流配送智能终端、物流信息化终端、物流自动化设备等三大类产品线。

表 8: 新北洋物流行业产品梳理

产品分类	主要产品
物流配送智能终端	智能快件柜、冷连柜
物流信息化终端	面单打印机、便携式移动打印机、条码打印机、扫描识别设备
物流自动化设备	自动分拣柜、自动化包装设备

资料来源：公司公告，长城证券研究所

丰巢是公司目前的主要客户，丰巢扩大融资利好公司业务。公司目前销售占比最大的物流行业产品为智能快件柜，主要客户为丰巢和邮政，其中丰巢订单占比 80% 以上。丰巢 2017 年 1 月 5 日宣布，完成 25 亿元 A 轮融资，本轮融资由鼎晖领投，国开、钟鼎、熠遥跟投，部分原股东也继续追加投资，其中顺丰投资 5.5 亿元。对比此前总金额仅 10 亿元的两轮融资，丰巢本次超大规模融资，继续彰显深耕“最后一公里”的决心。截至目前，丰巢虽已拥有约 10 万组智能快递柜，但包裹覆盖率仍然较低，预估在 7% 左右（截至 2016 年底铺设 4 万组，包裹覆盖率为 2.8%），快件柜铺设任重道远。新北洋作为丰巢智能快件柜的核心供应商之一，将充分受益。未来公司或以智能快件柜为入口，切入运营服务，逐步实现新商业模式的突破。

业务布局清晰，发展值得期待。物流柜方面，2017 年公司一方面将加快冷链物流等专业物流柜的研制推广，另一方面将加大国内外各类物流柜、专业柜合作厂商客户的拓展，积极探索新的细分市场，培育形成新的业务增长点；其他产品方面，公司的便携式打印机、面单打印机、物流分拣机等信息化、自动化设备产品蓄势待发，未来有望快速拓展。

4. 发布无人零售系统，智能零售市场或成为公司新的发展方向

2017年9月25日，公司携无人便利店系统解决方案及关键模块核心技术亮相2017中国国际无人店&零售新终端服务创新展览会(上海)。公司的无人便利店内包括生鲜自提柜、智能微超等多种智能自助终端，以先付款后取货的形式实现品类繁多、体验便捷的无人零售应用。

图 19: 新北洋无人零售解决方案



资料来源：新北洋官方微博，长城证券研究所

公司主要布局非饮料的自助售货机，主要原因及优势如下：

(1) 富士冰山在饮料机市场占到了约80%的市场份额，拥有专利封锁，行业进入比较困难。公司布局非饮料自动售货机整机+软件，虽然市面上有竞品，但市场尚不成熟，大部分产品仍处于工程样机阶段。非饮料自助售货机市场空间同样广阔，且竞争厂商基本在同一个起跑线。

(2) 新北洋钣金加工优势明显，在防锈、户外、格口可靠性等经验完全可复制，且受益于前瞻性扩产，在生产设备和产能上具有先发优势。

(3) 新北洋现有智能物流柜相关产品的大规模生产销售起到了一个很好的宣传作用，侧面说明了公司在自助设备产品技术和规模生产方面的能力。据调研资料，公司与多个慕名而来的客户处于商谈阶段，有的客户需求较为迫切。

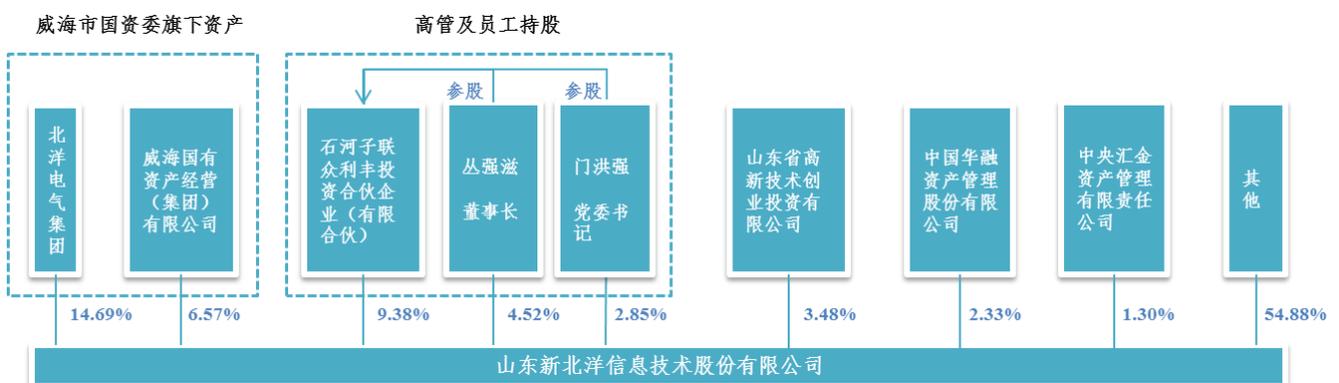
公司自2016年起持续投入零售自助终端研发，现已形成无人零售系统、自助售货机、冷藏柜等多种产品，未来有望在零售升级的大趋势下充分受益，打开新的成长空间。

5. 威海市国资委旗下重点国企，资本运作频繁，高管增持彰显发展信心

■ 公司是高管及员工充分持股的地方性国企，超额收益分享计划激发员工潜能。

公司是稀缺的高管持股比例较高的国企，前十大股东中，高管及员工合计持股比例达 16.75%，仅次于实际控制人威海市国资委的 21.26%。在此基础上，公司自 2015 年开始推行超额收益分享计划，以奖金形式激励超额完成业绩目标的员工，2016 年已经完成第一年兑现，出色员工的年收入甚至超过高管。本计划的兑现有望激发员工潜能，促使公司的经营效率快速提升，带动新老业务的拓展。

图 20: 新北洋股权结构图



资料来源：鞍山搏纵官网，长城证券研究所

■ 威海市国资委旗下重点科技公司，资本运作步伐不会停歇。

公司业绩具备较强的可持续增长能力，是威海市国资委旗下的重点科技公司。公司获得威海国资委的大力支持，连续两年发布定增方案，同时新设立的产业并购基金落地在即，公司外延发展空间正式打开。

✓ 2016 年非公开发行意在扩张自助服务终端产能，2017 年产能压力将得到释放。

公司的《2016 年非公开发行 A 股股票预案》已于 2017 年 11 月正式拿到批文。公司 2016 年初的自助服务终端产品产能仅约为 6 万台，市场需求旺盛，公司产品供不应求。公司开始通过班次轮换、外包等方式增加产量。在产能吃紧背景下，公司自 2016 年初起开始实施扩产计划，并注重新工厂的自动化水平，采购德国先进生产线设备。本次募投项目拟新建厂房建筑面积 29,454 平方米，拟新增设备 155 台。公司扩产项目已基本实施完成，目前的自助服务终端的产能达到约 20 万台套，有望推动公司营收高速增长。此外，未来随着增发实施，资金压力也将得到释放。

✓ 与大股东联合设立产业并购基金，打开外延发展空间。

公司于 2016 年底公告称拟与大股东北洋电气集团以及交行系投资公司鲁信交银等联合设立“鲁信新北洋智能装备产业并购基金”，规模 2 亿元。产业并购基金将着重围绕新北洋的业务和战略发展方向，寻找金融、物流、零售等行业的智能化产品和解

决方案企业，进行投资培育，促进新北洋相关业务的发展。产业并购基金已经落地，打开公司外延发展空间。

表 9: 鲁信新北洋智能装备产业并购基金出资情况

合伙人名称	出资额 (万元)	出资比例	性质
山东新北洋信息技术股份有限公司	7,800.00	39.00%	有限合伙人
青岛鲁信交银投资企业 (有限合伙)	7,000.00	35.00%	有限合伙人
石河子市联众益丰投资合伙企业 (有限合伙)	2,000.00	10.00%	有限合伙人
石河子联众利丰投资合伙企业 (有限合伙)	2,000.00	10.00%	有限合伙人
威海北洋电气集团股份有限公司	1,000.00	5.00%	有限合伙人
宁波鲁信新北洋投资管理有限公司	200.00	1.00%	普通合伙人
合计	20,000.00	100.00%	

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

■ **高管增持布局长期，现价与增持价接近，股价具有较高的安全边际。**

管理层对公司未来发展信心十足，2016 年 9 月至年底，公司高管陆续通过二级市场增持公司股票，涉及金额合计约 4300 万元，成本均价为 13.25 元/股，与现价接近。此外，2016 年 6 月董事长认购定增约 4586.67 万元，价格 11.27 元/股，锁定期为三年。

表 10: 新北洋高管二级市场增持情况

变动日期	高管名称	职务	变动数量 (万股)	交易均价 (元/股)	参考市值 (万元)
2016-12-12			30.00	12.36	372.72
2016-09-20	宋 森	董事、总经理	98.66	13.35	1317.54
2016-09-19			80.00	13.33	1065.36
2016-09-19	姜天信	副总经理	117.15	13.31	1560.08
	合 计		325.81	13.25	4315.70

资料来源: Wind, 长城证券研究所

6. 盈利预测与估值

盈利预测假设:

(1) 传统专用打印扫描业务方面: 受益于超额收益分享计划和组织架构调整, 公司传统业务以 15% 的收入增速稳定增长; 专用打印扫描市场较为成熟, 公司传统业务毛利率保持稳定;

(2) 金融行业方面, 公司核心模块以及智慧柜员机、清分机、硬币兑换机等产品获得增量订单, TCR 设备自 2018 年开始产生千万级以上收益; 未来三年内金融行业产品毛利率由于整机销售占比提高而略有下滑;

(3) 物流行业方面, 智能快件柜业务保持增长, 便携式打印机、面单打印机、物流分拣机等信息化、自动化设备产品实现批量销售; 产品毛利率跟随市场趋势毛利率稳中略有下降;

(4) 2016 年金融和物流行业产品收入水平基本相当，金融行业产品毛利率水平高于传统业务，物流行业产品毛利率水平低于传统业务。

表 11: 新北洋分业务收入及毛利率预测表 (2017-2019 年)

业务		2016A	2017E	2018E	2019E
金融行业	收入 (亿元)	5.33	7.20	10.00	13.90
	毛利率%	62.00%	62.00%	59.60%	59.00%
	增速%	-	35.00%	39.00%	39.00%
物流行业	收入 (亿元)	5.33	7.52	10.37	14.21
	毛利率%	39.12%	39.00%	38.00%	37.00%
	增速%	-	41.00%	38.00%	37.00%
传统行业	收入 (亿元)	5.69	6.54	7.53	8.65
	毛利率%	42.67%	42.67%	42.67%	42.67%
	增速%	-13.62%	15.00%	15.00%	15.00%
整体情况	收入 (亿元)	16.35	21.25	27.90	36.76
	毛利率%	47.81%	47.92%	47.00%	46.65%
	增速%	35.03%	30.00%	31.26%	31.78%

资料来源: 长城证券研究所

考虑公司定增摊薄, 预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 21.25 亿元、27.90 亿元和 36.76 亿元, 对应增速分别为 30.00%、31.26%和 31.78%; 归属上市公司股东净利润分别为 3.05 亿元、4.06 亿元和 5.31 亿元, 对应增速分别为 34.07%、33.29%和 30.79%; 摊薄 EPS 分别为 0.46 元、0.61 元和 0.80 元。公司当前股价与定增价倒挂, 且对应 2017 年 PE 仅约为 25 倍, 考虑到公司业务布局空间大且未来业绩持续增长的确切性较强, 公司估值明显低估, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示

客户开标数量和招标进度或不及预期;

金融、物流、零售行业领域的新产品培育进度或不及预期;

扩产项目实施先于非公开发行实施, 财务费用存在一定压力。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1211	1635	2125	2790	3676	成长性					
营业成本	637	853	1107	1478	1961	营业收入增长	22.0%	35.0%	30.0%	31.3%	31.8%
销售费用	123	187	237	311	404	营业成本增长	17.4%	34.0%	29.7%	33.6%	32.7%
管理费用	222	286	366	480	627	营业利润增长	-40.3%	28.7%	50.7%	34.6%	31.5%
财务费用	-1	9	20	-15	-19	利润总额增长	-35.3%	47.6%	25.3%	29.7%	28.0%
投资净收益	11	12	10	13	16	净利润增长	-39.8%	45.1%	34.1%	33.3%	30.8%
营业利润	186	239	360	485	638	盈利能力					
营业外收支	42	96	60	60	60	毛利率	47.4%	47.8%	47.9%	47.0%	46.7%
利润总额	227	335	420	545	698	销售净利率	16.6%	17.9%	17.8%	17.6%	17.1%
所得税	26	43	41	53	68	ROE	7.7%	9.4%	10.1%	12.3%	14.5%
少数股东损益	54	65	75	86	99	ROIC	10.0%	12.8%	12.1%	15.3%	18.5%
净利润	147	227	305	406	531	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	10.2%	11.4%	11.2%	11.1%	11.0%
					(百万)	管理费用/营业收入	18.3%	17.5%	17.2%	17.2%	17.1%
流动资产	1462	1759	2242	2876	3627	财务费用/营业收入	-0.1%	0.5%	0.9%	-0.5%	-0.5%
货币资金	653	404	616	738	968	投资收益/营业利润	5.7%	5.2%	2.8%	2.7%	2.5%
应收账款	518	669	873	1153	1518	所得税/利润总额	11.4%	12.9%	9.8%	9.8%	9.8%
应收票据	275	413	479	712	868	应收账款周转率	2.46	2.63	2.57	2.60	2.57
存货	16	274	274	274	274	存货周转率	2.32	2.07	2.31	2.08	2.26
非流动资产	1499	1962	1877	1782	1687	流动资产周转率	0.59	0.60	0.72	0.80	0.87
固定资产	778	963	904	832	750	总资产周转率	0.41	0.44	0.52	0.60	0.69
资产总计	2961	3721	4120	4657	5314	偿债能力					
流动负债	704	915	615	796	1000	资产负债率	28.9%	28.3%	18.3%	20.1%	21.4%
短期借款	226	414	0	0	0	流动比率	2.03	1.67	2.97	3.07	3.18
应付款项	478	501	615	796	1000	速动比率	1.62	1.02	1.97	2.02	2.18
非流动负债	153	140	140	140	140	每股指标 (元)					
长期借款	70	0	0	0	0	EPS	0.23	0.36	0.46	0.61	0.80
负债合计	857	1054	755	935	1139	每股净资产	3.33	4.22	5.33	5.89	6.61
股东权益	2104	2667	3365	3722	4175	每股经营现金流	0.35	-0.35	0.34	0.19	0.36
股本	600	631	667	667	667	每股经营现金/EPS	1.48	-0.98	0.70	0.30	0.43
留存收益	993	1130	1333	1604	1958	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	194	263	338	424	523	PE	49.05	31.81	25.05	18.79	14.37
负债和权益总计	2961	3721	4120	4657	5314	PEG	1.22	0.97	0.84	0.60	0.45
现金流量表					(百万)	PB	3.78	3.01	2.39	2.19	1.98
经营活动现金流	277	174	323	257	403	EV/EBITDA	5.97	4.42	3.40	2.59	1.96
其中营运资本减少	34	86	783	452	548	EV/SALES	22.78	17.97	12.83	10.62	8.60
投资活动现金流	-124	-824	-16	-16	-16	EV/IC	5.54	4.60	3.47	2.63	1.96
其中资本支出	52	6638	70	70	70	ROIC/WACC	3.82	2.79	2.66	2.44	2.23
融资活动现金流	46	411	-95	-120	-158	REP	0.10	0.13	0.12	0.15	0.19
净现金总变化	207	-232	212	122	230						

研究员介绍及承诺

周伟佳: 计算机行业首席分析师, CFA 会员, ACCA 资深会员, 悉尼大学商科硕士, 曾就职于华为技术、阿尔卡特朗讯、招商证券、大成基金等公司, 2014 年加入长城证券金融研究所。

于威业: 计算机行业研究员, 西南财经大学金融硕士, 2016 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

程 曦: 0755-83516187, 15998503997, chengxi@cgws.com
吴 楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com
佟 骥: 0755-83661411, 13631699270, tongji@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
张溪钰: 021-31829710, 13564785708, zhangxiyu@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>