



技术领先民族企业焕新春，抢滩风口新零售爆发在即

2018.07.16

强烈推荐（维持）

肖明亮(分析师)	刘忠腾(研究助理)
电话: 020-88832290	020-88832900
邮箱: xiaoml@gzgzhs.com.cn	liu.zhongteng@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310517070001	A1310117080003

现价:	15.51
目标价:	19.34
股价空间:	24.69%

投资要点

● 智能设备民族企业技术领先，二次创业成效显著重焕青春

新北洋是我国最大、最有核心竞争力的专用打印机和智能设备制造商，为各行业提供领先的产品和完整的、一站式应用解决方案。公司以技术立身，在关键零部件TPH（热敏打印头）和CIS（接触式图像传感器）上具备领先优势。作为威海市国资委下属上市平台，公司股权结构合理，管理层持股比例高达17.5%。2015年公司提出二次创业，切入进入金融、物流和新零售智能设备及解决方案领域，转型成效明显。2015-2017年公司盈利能力得到回升，应收账款产生坏账的风险明显下降。

● 一体化解决方案交付能力，“技术+制造+服务”三大能力

公司核心竞争力是能为客户提供先进的智能终端设备和一体化综合解决方案，同时具备向多个下游行业横向延伸和复制的能力。技术创新能力、规模化制造能力、客户服务体系是公司的三大核心能力。技术创新方面，公司始终高度重视科技创新，每年研发投入占比达到10%以上，在光、机、电、软等领域技术和经验的积累非常丰富。规模化制造方面，公司已建成中国最大的专用打印扫描产品生产地和智能设备生产基地。客户服务方面，公司建立了30余家核心经销商/300余家二级分销商的全国营销渠道网络。

● 金融物流业务保持稳定增长，抢滩风口新零售业务爆发在即

2017年公司实现营业收入18.6亿元，同比增长13.79%；实现归母净利润2.86亿元，同比增长50.35%。公司营收结构包括传统业务、物流和金融业务，2017年两大业务营收占比分别为32.7%和67.3%。金融领域，受益于银行网点改革，公司的STM、清分机和硬币兑换机产品需求旺盛。物流领域，智能物流柜有效解决“最后一公里问题”，公司先发优势和规模化优势明显。新零售领域，自动售货机行业迎来爆发，公司凭借资金、技术优势有望打破行业竞争格局，受益行业高增长。

● 盈利预测与估值：

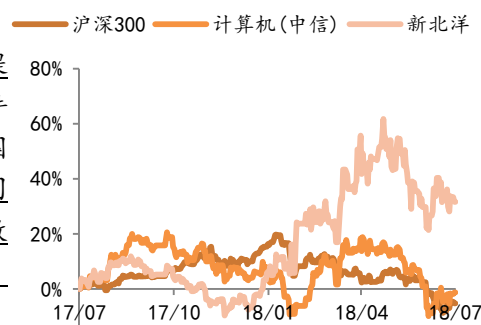
我们预测2018-2020年公司归母净利润分别为4.21亿、5.50亿、7.05亿元，对应EPS分别为0.67、0.87、1.12元，当前股价对应估值分别为23、18、14倍。考虑到2018年金融物流业务的稳定增长和新零售业务的爆发，给予公司2018年29倍估值，目标价19.34元，相对当前股价还有24.69%的上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：

金融物流领域业务拓展不及预期；新零售业务推广不及预期；产品毛利率下降。

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1860.43	2758.29	3630.78	4663.15
同比(%)	13.79%	48.26%	31.63%	28.43%
归属母公司净利润	286.43	421.12	549.70	705.41
同比(%)	26.11%	47.02%	30.53%	28.32%
毛利率(%)	44.07%	44.34%	44.42%	44.53%
ROE(%)	10.32%	13.76%	15.79%	17.44%
每股收益(元)	0.45	0.67	0.87	1.12
P/E	34.19	23.26	17.82	13.88
P/B	3.80	3.41	2.97	2.53
EV/EBITDA	4.94	15.61	12.91	10.60

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
新北洋	1.44	-7.11	27.48
计算机	-2.24	-13.23	-8.59
沪深300	-7.50	-7.38	-17.82

基本资料

总市值(亿元)	103.25
总股本(亿股)	6.66
流通股比例	86.28%
资产负债率	28.90%
大股东	北洋集团
大股东持股比例	13.93%

相关报告

*广证恒生-计算机行业-新北洋(002376)金融与物流业务增长稳定，全年业绩基本符合预期-20180411

*广证恒生-计算机行业-2018年中期策略报告：云计算&安防持续高景气，精选业绩稳健优质个股-20180624



目录

目录	2
图表目录	3
1. 关于公司的认知：推荐新北洋的核心逻辑	5
2. 技术领先民族企业，二次创业重焕青春	6
2.1 中国专用打印设备龙头，二次创业切入智能设备	6
2.2 国资背景优质上市平台，管理层持股优化公司治理	8
2.3 技术基因助力公司转型，产业基金拓展外延并购	9
2.4 打印关键零部件国际领先，行业智能设备持续放量	11
3. 金融机具：用智能设备减轻银行人力成本	12
3.1 人力成本推动网点改革，智能银行降本增效明显	12
3.1.1 网点改革：利率市场化、人力成本过高是主要原因	12
3.1.2 降本增效：智能银行优势相比传统营业网点明显	13
3.2 智能设备助力银行转型，金融机具迎来新一轮增长	14
3.2.1 智慧柜员机：银行网点改革最大收益细分市场	14
3.2.2 硬币兑换机：辅币硬币化趋势下的需求增长	15
3.2.3 清分机：2020 年全额清分渗透率提升空间大	16
4. 物流设备：智能化改造提升物流业务效率	16
4.1 竞争激烈快递单价下降，人力成本高企亟待智能化	16
4.1.1 快递行业：电商兴起带动快递行业十年高增长	16
4.1.2 行业痛点：人力成本上涨与快递单价下降	17
4.2 智能物流柜降低配送成本，智能物流系统提升分拣效率	18
4.2.1 智能物流柜：解决“最后一公里问题”的利器	19
4.2.2 智能物流系统：全套产品和一体化解决方案	21
5. 新零售：无人零售风口自动售货机迎来爆发	22
5.1 传统零售成本持续上涨，无人零售开启行业新蓝海	22
5.1.1 传统零售：店铺租金与人力成本齐上涨	22
5.1.2 无人零售：行业高成长、市场空间广阔	23
5.2 自动售货机市场爆发，新北洋规模化优势明显	25
6. 盈利预测	27
7. 风险提示	28



图表目录

图表 1.	新北洋的历史沿革	6
图表 2.	公司二次创业战略布局和业务进展	7
图表 3.	公司近 5 年营收结构及增长情况 (亿元)	7
图表 4.	公司近 5 年毛利结构及增长情况 (亿元)	7
图表 5.	公司近 5 年净利润及增长情况 (亿元)	8
图表 6.	公司近 5 年毛利结构及增长情况 (亿元)	8
图表 7.	公司近 5 年产业链资金占用情况	8
图表 8.	公司近 5 年应收账款账龄变化情况	8
图表 9.	公司股权结构、控股和参股公司 (截止至 2018 年 4 月 10 日)	8
图表 11.	公司技术人员数量及占比	9
图表 12.	公司研发投入及占比 (亿元)	9
图表 16.	TPH 全球市场份额	11
图表 17.	CIS 全球市场份额	11
图表 18.	公司专用打印扫描产品体系	12
图表 19.	国内专用打印机市场份额	12
图表 20.	我国近年商业银行利差收窄	12
图表 21.	各类商业银行人力成本占费用的比重	12
图表 22.	各大银行智能银行网点开展情况 (截止于 2017 年 12 月)	13
图表 23.	传统网点与智能银行业务办理效率对比	13
图表 24.	我国银行网点数量及增长率 (万个)	13
图表 25.	我国银行从业人员数量变化 (百万)	13
图表 26.	公司金融、物流和新零售业务经营计划	14
图表 27.	建设银行智慧柜员机 STM 采购份额	14
图表 28.	建设银行智慧柜员机 STM	14
图表 29.	我国货币兑换机需求量测算	15
图表 30.	我国商业银行营业网点清分机渗透率	16
图表 31.	JL8010K 清分扎把一体机	16
图表 32.	我国快递行业快递件数及增长 (亿件)	17
图表 33.	我国快递行业快递收入及增长 (亿元)	17
图表 34.	双 11 包裹签收超过 1 亿个所用时间	17
图表 35.	全国快递平均单价 (元)	17
图表 36.	2017 全国快递人员数量及占比 (万人)	18
图表 37.	各类快递从业人员平均工作时长频率表	18
图表 38.	公司金融、物流和新零售业务经营计划	18
图表 39.	我国快递各环节成本占比	19
图表 40.	智能物流柜投放量和需求量预测 (万组)	19
图表 41.	公司智能物流柜产品	19
图表 42.	智能物流柜的主要功能	19
图表 43.	智能物流柜产业链上下游	20
图表 44.	2017 年我国智能物流柜市占率	20
图表 45.	国内主要的智能物流柜制造商	20
图表 46.	中国不同年龄阶段人口数量变化图	21
图表 47.	我国快递营业网点数量 (万处)	21
图表 48.	BWM-D1000 动态 DWS 系统	21



图表 49.	环形交叉带自动分拣系统	21
图表 50.	公司智能物流业务产品体系	22
图表 51.	我国网络购物市场规模及增长率(万亿)	22
图表 52.	2011-2019 年我国购物支付方式变化	22
图表 53.	批发和零售业从业人员平均工资(元)	23
图表 54.	2002-2016 年 Q1 上海购物中心租金指数	23
图表 55.	无人零售需求场景分布	23
图表 56.	无人零售企业心态形态分布	23
图表 58.	2016-2020 年中国无人零售市场规模	25
图表 59.	公司金融、物流和新零售业务经营计划	25
图表 60.	新零售零售解决方案	25
图表 61.	公司智能微超解决方案	25
图表 62.	自动售货机销售商品种类	26
图表 63.	2015 年我国自动售货机生产商市场份额	26
图表 64.	新北洋与富士冰山基本情况比较	26
图表 65.	新北洋与大冷股份技术人员比较	27
图表 66.	新北洋与大冷股份研发支出比较	27
图表 67.	公司营业收入假设与预测	27

1. 关于公司的认知：推荐新北洋的核心逻辑

我们认为公司核心竞争力是能为客户提供先进的智能终端设备和一体化综合解决方案，同时具备向多个下游行业横向延伸和复制的能力。

■ 公司本源竞争力：企业管理制度+人才发展战略

完善的企业管理制度和人才发展战略是新北洋的内在基因，也是现代企业核心竞争力的本源。

企业管理制度最根本的产权制度。新北洋产权结构的特点是国有控股+员工持股模式，作为一家国有企业，管理层持股高达 17.5%，仅次于威海市国资委 21.26% 的持股比例，所有者错位和代理人成本问题低。作为国资委背景下优质的上市平台，公司在享受国企待遇和资源的同时进行市场化管理，充分发挥员工主观能动性，在市场竞争中不断胜出。

人才发展战略企业发展的关键，主要体现在能吸引和留得住行业最优秀的人才。新北洋自带技术基因，核心管理团队几乎都是技术出身，董事长丛强滋是享受国务院特殊津贴专家，泰山学者特聘专家。技术人才占比高达 54%，业界良好的口碑和有竞争力的薪资使得公司人才流动保持在一个较低的位置。

■ 公司的外在能力：一体化综合解决方案交付能力=技术创新能力+规模化制造能力+客户服务体系

技术创新能力、规模化制造能力、客户服务体系是公司的三个基本盘。基于三大核心能力，公司以关键零部件 TPH、CIS 为基础，提供从核心模块到整机到系统集成的产业链一体化解决方案，更好更高效的为客户提供定制化的产品和服务，在金融、物流和新零售领域形成核心壁垒。

技术创新能力：公司始终高度重视科技创新，年研发投入占营业收入比重平均达到 10% 以上，在光、机、电、软等领域技术和经验的积累非常丰富。目前公司有技术人员 1700 多人，其中研发人员 968 多人，分布在北京、深圳、西安和上海等地。

规模化制造能力：公司已建成中国最大的专用打印扫描产品生产地，接触式图像传感器年产能超过 500 万支，专用打印扫描整机产品年产能超过 120 万台。同时，公司高标准投资建设了国际先进的从钣金加工到设备组装的自助终端集成产品智能化生产工厂，到 2018 年底，公司智能设备的年生产能力将超过 20 万台，成为国内领先的智能设备生产基地。

客户服务体系：在国内，公司与国内各主要银行、金融系统集成商、知名快递物流企业、电商企业、行业运营等均直接建立了业务合作伙伴关系，建立了 30 余家核心经销商/300 余家二级分销商的全国营销渠道网络；公司也打造了一支超过 800 人的专业、规范的技术支持与运维服务队伍，能快速为全球客户提供产品技术支持和运维保障服务。

■ 公司产业链定位：做卖铲子的人，以智能设备为抓手，帮助劳动密集型产业升级改造

定位做卖铲子的人：我国人口老龄化趋势越发明显，2015 年我国 65 岁及以上老人占总人口的比例在 10%，2030 年和 2050 年分别提升到 18% 和 33%，就意味着 2 个年轻人就要抚养一个老人。年轻劳动力不足导致劳动成本上涨，智能化设备成为刚需。

以智能设备为抓手，帮助劳动密集型产业升级改造：智能化设备是降本增效的利器，新北洋结合最新的科技手段如人工智能、物联网和生物识别等，研制出能替代高重复性劳动的智能终端设备，减少人力成本，提升工作效率。

■ 公司选择的赛道：优质赛道的标准=劳动密集型+行业高增长+市场空间大

劳动密集型行业是智能化设备应用的基础，行业高增长和市场空间是公司成长性的保证。新北洋选择金融、物流和零售是三个行业均满足上述三个条件。

以金融行业为例，银行网点改革带动智能化设备的高增长，规模庞大的网点数量保证市场空间足够大。以智慧柜员机为例，目前全国共约有 23 万个银行网点，假设每个网点配备 2 台均价 5 万/台的智慧柜员机，对应的就是一个 230 亿元的市场，算上清分机、TCR 机，预计未来 3-5 年金融自主极具市场估摸达到 1000



亿元，空间依然非常大。

公司具备向多个下游行业横向延伸和复制的能力，当前公司主要切入金融（银行柜员）、物流（快递员）、零售（销售员）三个行业，未来公司有望向更多行业横向渗透，如餐饮（送餐员）、建筑（运输工）、工业（操作工）、旅店（服务员）等行业，帮助这些行业和领域进行产业升级和改造。

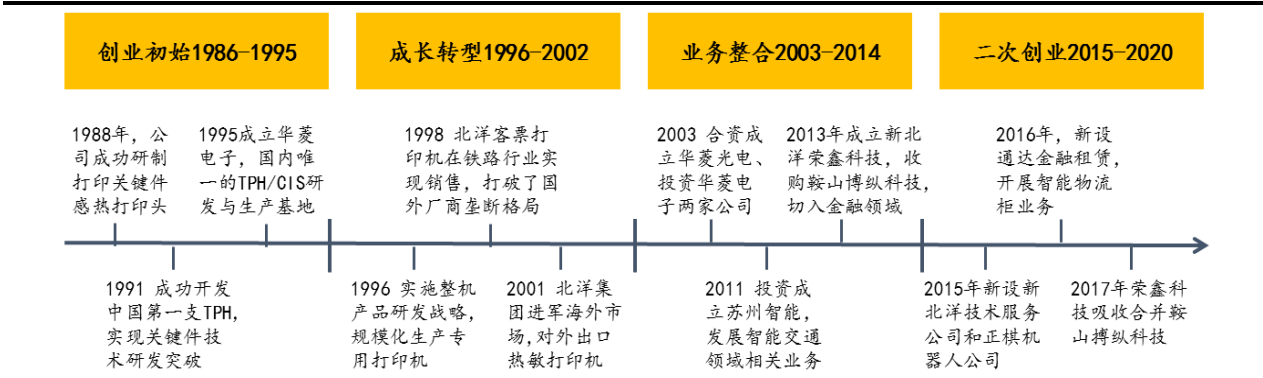
2. 技术领先民族企业，二次创业重焕青春

2.1 中国专用打印设备龙头，二次创业切入智能设备

山东新北洋信息技术股份有限公司（新北洋）我国最大、最有核心竞争力的热打印、特种扫描技术和相关产品的研发和制造企业，为各行业提供领先的产品和完整的、一站式应用解决方案，是国内该行业领域唯一通过自主创新掌握核心设计、制造技术并形成规模化生产的企业。

依托在光、机、电、软等领域深厚的技术积累和丰富经验，近年来公司围绕重点聚焦的金融、物流、新零售等行业，积极向智能设备、装备产品领域拓展延伸，迅速创新形成了具有较强竞争力的产品及解决方案，能快速满足客户完整的一站式应用需求。新北洋多项产品技术达到国内乃至国际领先水平，已成为国内金融、物流、新零售领域中具有显著影响力的产品解决方案提供商。

图表1. 新北洋的历史沿革



资料来源：Wind、广证恒生

回溯新北洋的历史沿革，公司前后经历了四段发展历程：

创业初始阶段（1986-1995）：实现核心技术研发和创新成果转化，成功打破了国外公司在专用打印扫描领域的市场垄断和对我国的技术封锁，开启了民族专用打印扫描产业的先河。

成长转型阶段（1996-2002）：实现关键件向整机战略的转变的成长转型，利用TPH/CIS研发与生产方面积聚的领先优势，转向整机产品的自主开发，实现了由专用打印扫描关键件向整机的战略性转变。

业务整合阶段（2003-2014）：实现产业价值链快速扩展和企业快速发展，经过十年的快速发展，成为中国唯一掌握从专用打印扫描关键基础零部件、整机到系统集成产品核心设计、制造技术并形成规模化生产的企业。

二次创业阶段（2015-2020）：专用打印机+智能化解决方案（金融、物流、新零售），通过新设和外延并购双管齐下，不断形成1+3的业务格局，公司的愿景是致力于成为世界先进的智能设备/装备解决方案提供商。

■ 战略转型（2015-2020）

随着打印基础零部件产品的饱和与专用打印机市场的成熟，公司打印机业务增长乏力。2012-2014年间增速降档，公司营业收入复合增长仅为15%，远低于前几年30%以上的营收增速。2015年公司管理层换届，为了突破发展的瓶颈，新任董事长丛强启动“二次创业”，着重围绕“战略转型”和“组织变革”两个方面进行创业转型。核心思路和举措主要分三步：



1) 修订企业愿景,明确发展方向,设计规划未来的业务组合。将公司的发展愿景调整为“成为世界知名的智能打印识别产品及解决方案提供商”。

2) 加快转变发展方式,调整建立“技术创新推动+市场需求拉动”的双轮驱动模式。

3) 积极推进“小前端、大平台、富生态”模式的组织变革。打造以客户为中心、快速灵活的开放性组织架构和业务流程;优化形成“以奋斗者为本”的考核激励政策机制。

公司由“产品制造和服务商”向“产品及解决方案提供商”转型,在依托技术创新优势继续向产业链上游(关键技术及模块)延伸的同时,围绕重点聚焦的金融、物流、交通等行业细分市场,紧贴市场及行业应用需求,实现向产业链下游(系统解决方案及服务)的突破和延伸。

1) 面向快递物流、电商物流等客户:围绕物流信息化和自动化的升级,公司提供相关智能物流装备和解决方案;

2) 面向金融产品集成商和银行终端客户:公司提供从关键零件、核心模块到整机、系统集成和服务完整的“现金管理”和“非现金管理”产品及解决方案。

3) 面向新零售运营商及品牌商客户:公司提供新零售硬件设备、软件平台等一系列综合解决方案。

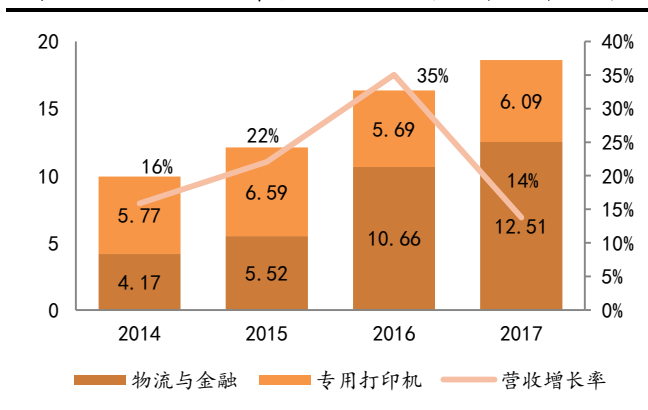
图表2. 公司二次创业战略布局和业务进展

阶段	年份	专用打印机	金融	物流	新零售
业务布局	2013年		新设荣鑫科技、收购鞍山搏纵		
	2014年	收购华菱光电26%股权	纸币清分机实现模具化、硬币兑换一体机投放试用	新设正棋机器人	
二次创业	2015年	新设新北洋技术服务公司	新产品研发:智慧柜员机、高速扫描仪、票据鉴伪/风控管理系统等。 产品销售:纸币清分机	产品研发:智能POS、选票打印机等新。	
	2016年	拓展服务网络	产品销售:金融嵌入式模块、智慧柜员机(STM)、硬币兑换一体机、清分机。	产品销售:智能物流柜、便携面单打印机、工业型条码打印机。	
	2017年		产品销售:金融关键零件CIS、TCR、票据副柜、智慧柜员机等。	产品销售:智能物流柜、立式、卧式分拣柜、面单打印机、便携打印机	制定公司新零售业务、技术、产品规划。

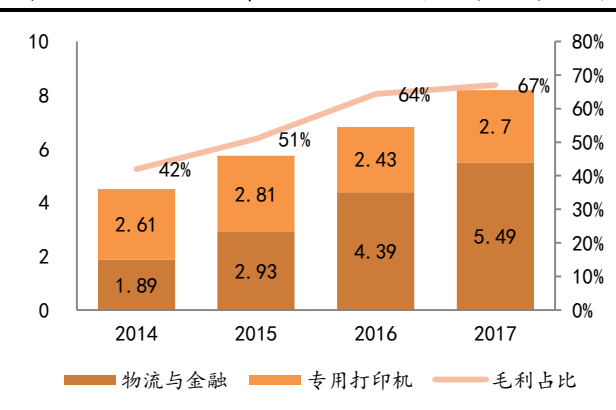
资料来源:公司年报、广证恒生

经历三年的转型发展,公司“二次创业”效果显著。2015-2017年三年公司营业收入由12.11亿元增长至18.6亿元,复合增长24%,其中金融与物流业务复合增长50.5%。2017年金融与物流业务的营收达到12.51亿元,占公司营业总收入的67%,贡献毛利5.49亿元,占公司总毛利的67%。

图表3. 公司近5年营收结构及增长情况(亿元)



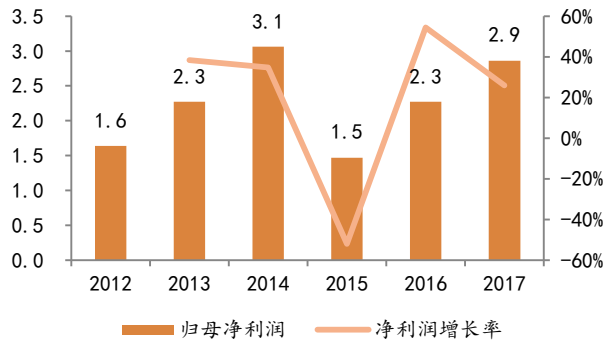
图表4. 公司近5年毛利结构及增长情况(亿元)



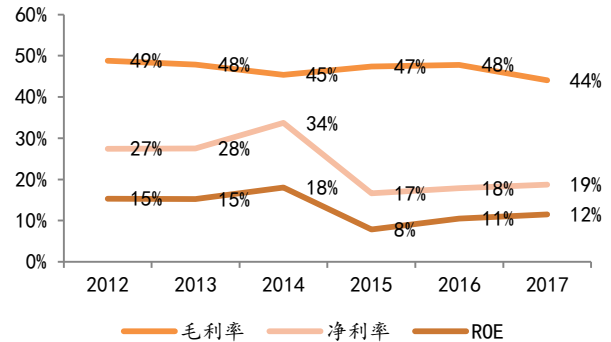
资料来源: Wind、广证恒生

资料来源: Wind、广证恒生

从盈利的角度看,公司的盈利能力出现先降后升的过程。2015年是公司盈利能力的最低点,归母净利润1.5亿元,之后两年增长至2.3亿元和2.9亿元。同时公司的净利率和ROE水平也呈现相似的趋势,2015-2017年公司净利润由17-19%,ROE由8%提升至12%。近年来毛利率水平略微下降的原因是营收结构发生了变化,毛利率较低的整机及系统集成产品营收占比不断提升。

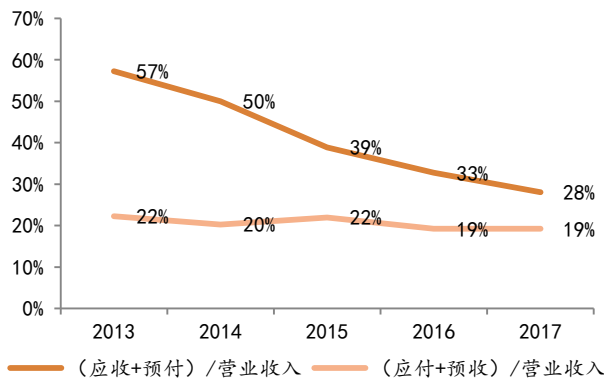
图表5. 公司近5年净利润及增长情况(亿元)


资料来源: Wind、广证恒生

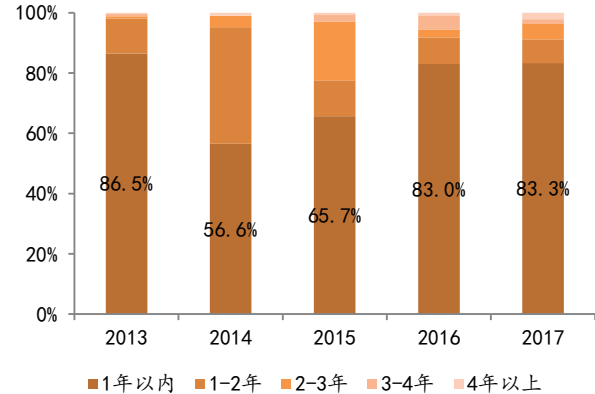
图表6. 公司近5年盈利能力及增长情况(亿元)


资料来源: Wind、广证恒生

从资产负债端分析,公司经营环境明显改善。近五年来公司应收账款和预付账款的总和在营业收入中的占比由2013年的57%下降至2017年的28%,说明公司被产业链上下游占用资金的情况有所缓解,在产业链中的议价权不断提升。从应收账款账龄分析,2014年1年内账龄的应收账款下降至56%,形成坏账的风险较高。此后随着业务结构的改善,1年以上的账龄的应收账款占比不断下降至2017年度16.7%以下。

图表7. 公司近5年产业链资金占用情况


资料来源: Wind、广证恒生

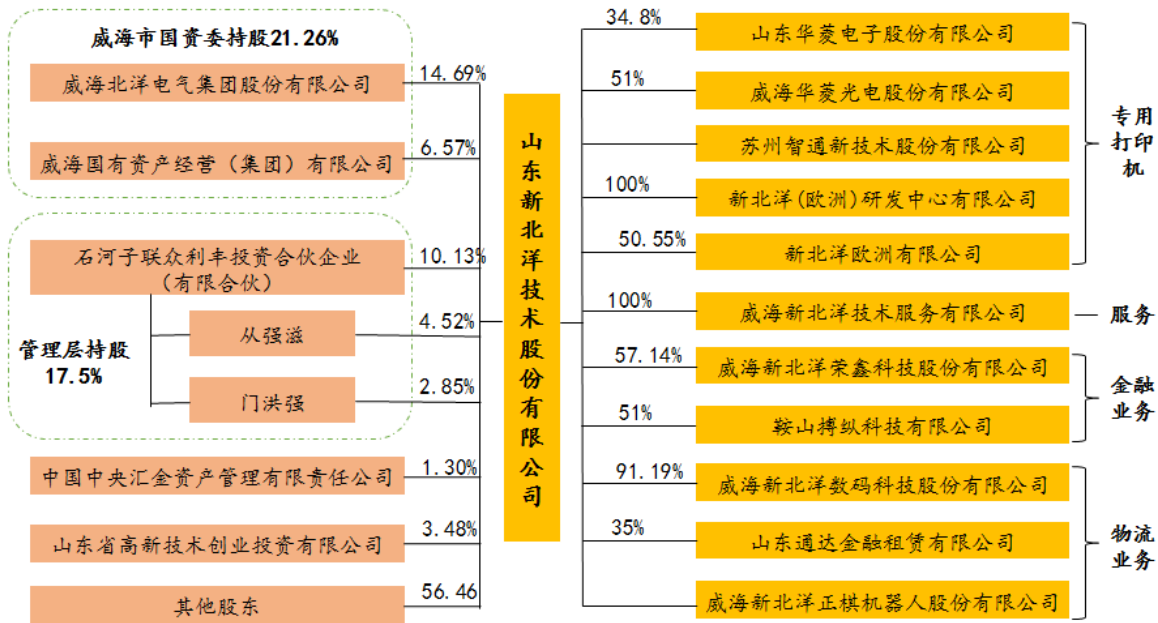
图表8. 公司近5年应收账款账龄变化情况


资料来源: Wind、广证恒生

2.2 国资背景优质上市平台, 管理层持股优化公司治理

威海市人民政府国有资产监督管理委员会是新北洋的实际控制人,通过公司第一大股东威海北洋电器集团股份有限公司(持股14.69%)和第三大股东威海国有资产经营(集团)有限公司(持股6.57%)合计持有上市公司21.26%股权。管理层持股比例亦高达17.5%,其中现任董事长丛强滋持股4.52%,前任董事长持股2.85%,第二大股东石河子联众利丰投资合伙企业(公司高管参股)持股10.13%。

图表9. 公司股权结构、控股和参股公司(截止至2018年4月10日)



资料来源: Wind、广证恒生

公司自带技术创新驱动基因,管理团队均技术背景出身。新北洋从成立之初就是以技术创新驱动的公司,通过不断地技术研发在打印关键零部件领域成功打破国外公司对市场的垄断和技术封锁,开启了民族专用打印扫描产业的先河。现任管理团队平均年龄45岁,硕士以上学历占比超过50%,且多数是技术背景出身,其中现任董事长丛强滋曾历任北洋集团技术研究开发中心技术科长,主任,总工程师,副总经理等职,是国家有突出贡献中青年专家,享受国务院特殊津贴专家,泰山学者特聘专家。

图表10. 公司管理层背景和持股情况(截止至2017年底)

职务	姓名	学历	年龄	持股比例	主管领域
董事长	丛强滋	硕士	53	4.28%	董事会
总经理	宋森	硕士	45	0.39%	统筹公司经营
副总经理	姜天信	硕士	43	0.22%	研发和技术
	孙建宇	本科	43		采购管理
	张永胜	本科	50	0.07%	品牌营销
	秦飞	专科	43		销售管理
	徐志刚	硕士	38		分管子公司
	许志强	本科	55	0.03	海外业务
财务总监/董秘	荣波	硕士	37		财务和投资者关系

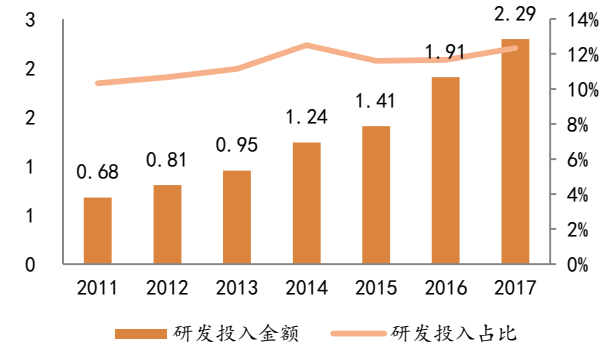
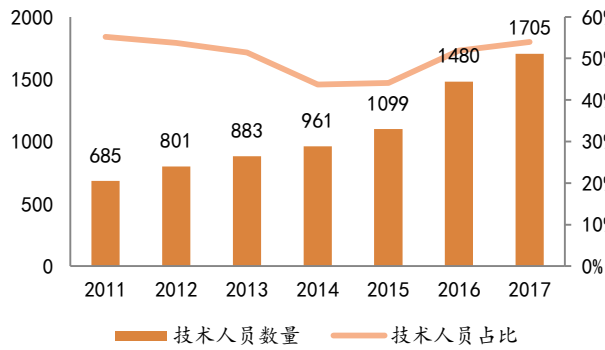
资料来源: Wind, 广证恒生

2.3 技术基因助力公司转型,产业基金拓展外延并购

公司研发人员的数量不断增长,为公司转型提供人才基础和技术支持。目前公司拥有研发人员968人,占员工人数的比例超过30.6%;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;近年来公司技术人员数量不断增长,由2011年的685人增长至2017年的1705人,技术人员占比始终保持在50%左右的水平。研发投入由2011年的0.68亿元增长至2.29亿元,研发投入在营收占比始终保持在12%左右的水平。

图表11. 公司技术人员数量及占比

图表12. 公司研发投入及占比(亿元)



资料来源: Wind、广证恒生

资料来源: Wind、广证恒生

截止2017年12月31日,公司累计拥有专利865项,其中发明专利293项(含国际发明专利59项);正在申请并受理的专利473项,其中发明专利312项(含国际发明专利66项);取得软件产品登记证书104项,计算机软件著作权证书154项。

图表13. 公司近五年主要的专利和项目情况

年份	获得专利授权数量	新申请专利	主持/参与制订国家或行业标准	新承担省级科技项目	通过省级以上鉴定/验收并达到国内外先进水平项目	填补国内空白项目
2013	99	127	22	14	9	8
2014	122	145	22	15	10	9
2015	120	146	22	13	39	20
2016	137	181	24	11	40	20
2017	136	318	22	13	41	20

资料来源: 公司年报、广证恒生

自二次创业以来,公司分别与2015年5月和2016年10月进行了两轮定向增发融资,募集资金均用于金融、物流和新零售业务的产品研发和营销服务网络的建设。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。公司新建厂房建筑面积29,454平方米,拟新增设备155台,项目投产后,公司将建成国内最大的专用打印扫描产品生产地和智能设备生产基地,可年产热打印头1200万支、接触式图像传感器500万支、智能打印识别产品(整机)120万台、智能终端设备20万台。

图表14. 公司两次非公开发行投入项目情况

发行类型	定价基准日	发行价格(元/股)	募资总额(万元)	投入项目	项目内容
第一次非公开发行	2015年5月8日	11.52	86000	1.高速扫描产品/现金循环处理设备研发与生产技改项目。	1.年产高速扫描产品/现金循环处理设备合计6.6万台,高速扫描产品6.2万台、现金循环处理设备0.4万台。
				2.营销及服务网络建设项目。	2.覆盖全国的服务网络体系,实现24小时内提供服务,其中,50%地市级城市实现6小时内到达提供服务
				3.企业信息化平台建设项目。	3.IT基础建设、核心业务系统建设、支持提升系统建设
第二次非公开发行	2016年12月6日	12.14	42025	自助服务终端产品研发与生产技改项目	项目新增设备155套,建成达产后,可新增年产13万台自助服务终端产品的生产能力。

资料来源:公司年报、广证恒生

2016年12月31日，为提升公司外延式发展能力，推动公司在上下游产业链的整合，助推公司二次创业的战略转型，公司与山东省高新技术创业投资有限公司、石河子市联众益丰投资合伙企业（有限合伙）等共同出资设立“宁波鲁信新北洋投资管理有限公司”，并成立产业并购基金。

基金名称：新北洋设立鲁信新北洋智能装备产业并购基金合伙企业（有限合伙）

基金规模：产业并购基金总规模为2亿元，首期出资5,000万元。基金存续期5年，经合伙人大会批准，可延长2年，即5+2机制。

投资方向：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。

基金运作方式：基金管理以有限合伙形式进行，主要对外投资方式为股权投资。

图表15. 鲁信新北洋智能装备产业并购基金合伙人

序号	合伙人名称	出资额（万元）	出资比例	性质
1	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
2	青岛鲁信交银投资企业（有限合伙）	7,000.00	35.00%	有限合伙人
3	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
4	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
5	威海北洋电气集团股份有限公司	1,000.00	5.00%	有限合伙人
6	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、广证恒生

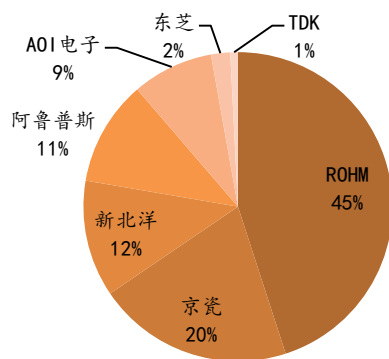
2.4 打印关键零部件国际领先，行业智能设备持续放量

■ 关键零部件产品 TPH 和 CIS 全国第一，国际领先

新北洋的关键零部件产品主要应用在专用打印机和智能终端设备领域，包括 TPH（热敏打印头）和 CIS（接触式图像传感器）。TPH 是打印设备的核心零部件，由山东华菱电子生产（新北洋持股 34.8%），目前公司是国内唯一拥有国产化 TPH 技术的厂商；CIS（接触式图像传感器）主要应用于清分机、点钞机、支票扫描仪等金融机具，由威海华菱光电（新北洋持股 51%）生产，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。

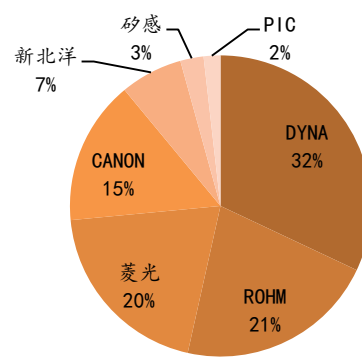
在国际市场上，新北洋生产的核心零部件产品 TPH 国际市场占有率 17%，全球排名第三，仅次于日本的罗姆和京瓷。CIS 国际市场占有率 6.7%，国内第一、全球排名第五，排在美国戴纳科技、日本罗姆、菱光、佳能之后。

图表16. TPH 全球市场份额



资料来源：华凌电子、广证恒生

图表17. CIS 全球市场份额



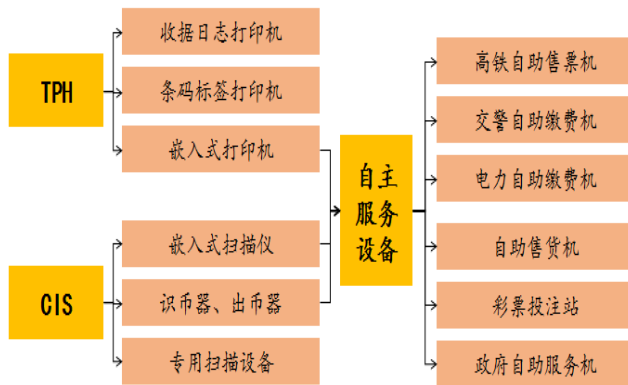
资料来源：华菱光电、广证恒生

■ 专用打印机产品体系丰富，中国专用打印市场领跑者

新北洋的专用打印扫描产品在国内综合市场占有率位居该领域中国自主品牌企业首位，已成为中国专用打印扫描行业的领跑者。新北洋拥有专用打印扫描领域最丰富的产品线，产品涵盖收据日志打印机、条码标签打印机和嵌入式打印机三大类，以及应用于各行各业的自主服务设备。产品多达百余种，目前已有超过 400 万台新北洋产品在全球得到成功应用。据《中国打印机行业分析报告》预测，2015 年-2018 年全球专用打印产品的市场规模仍保持 4.4% 的增长，在一些特定的行业领域，专用打印应用需求表现十分旺盛，如交通行业客票打印、物流行业条码标签打印、金融行业票证单据打印、零售行业货物标识收据打印等

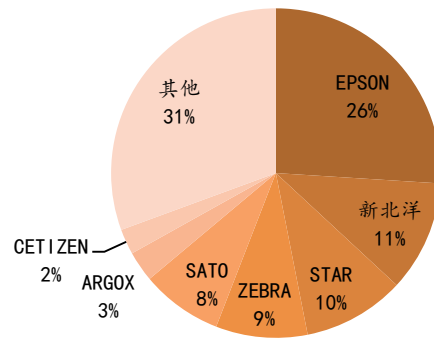
公司在国内专用打印机市场占有率达到 11%，在国内铁路，邮政条码打印，高铁客票打印机等细分市场，市场份额分别超过 60%，90% 和 100%。在国际市场上，公司顺利打入欧洲，北美等地专用打印机市场，高端产品通过 ODM 方式，承接产能；低端票据/日志打印机具有成本优势，替代竞争对手的产品。

图表18. 公司专用打印扫描产品体系



资料来源：公司年报、广证恒生

图表19. 国内专用打印机市场份额



资料来源：中国信息产业网、广证恒生

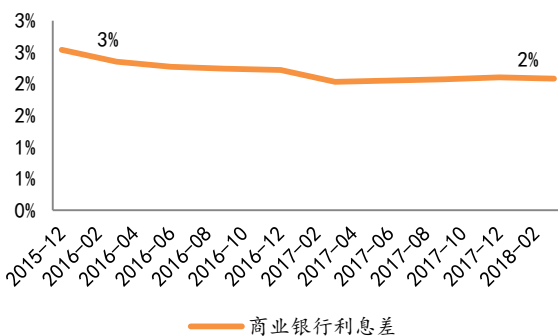
3. 金融机具：用智能设备减轻银行人力成本

3.1 人力成本推动网点改革，智能银行降本增效明显

3.1.1 网点改革：利率市场化、人力成本过高是主要原因

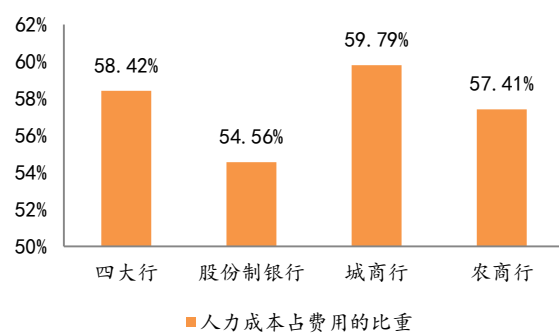
利差收窄，人力成本占总费用比重大：近年来，实体经济下行、利率市场化对银行业整体带来一定冲击，导致网点盈利能力降低，商业银行的存贷款业务的利差有 3% 下降至 2%。同时，激烈的同业竞争、互联网金融的崛起给银行造成了一定程度的冲击，由于管理不够精细化、业务流程冗长等原因，商业银行人力成本约为 25.25 万元，占商业银行总费用的 50% 以上，人力成本负担过重。

图表20. 我国近年商业银行利差收窄



资料来源：Wind、广证恒生

图表21. 各类商业银行人力成本占费用的比重



资料来源：德勤咨询、广证恒生

网点转型，智能设备助力银行网点转型。2017 年是我国商业银行智慧转型元年，以大型商业银行特别是建行为代表的慧银行网点转型工作逐步铺开。截止 2017 年末，国有大行（中农工建交邮储）个人非现业务基本改造或选型完成。其中，建设银行在线运行的智慧柜员机月 4.7 万台，覆盖 99% 的营业网点，中行智能柜台推广了 8526 个营业网点，覆盖率达到 80%。2018 年对公业务、存单业务将成为非现业务改造下一步工作重点，华夏银行、北京银行等股份行和地方行也在积极跟进转型，2018 年将是银行业全面启动柜面业务自助化改造的一年。

图表22. 各大银行智能银行网点开展情况（截止于 2017 年 12 月）

银行	网点名称	业务种类	覆盖网点
中国银行	中国银行智能服务	厅堂业务自助：发卡、存取款、账户管理 柜台交易无纸化：转账、汇款等 O2O 预约：微银行、线上预约网点取号	全行 10674 家营业网点，2017 年智能柜台推广 8526 家，网点覆盖率达 80%
工商银行	智能银行	开卡、开通电子银行、信用卡、转账汇款、理财基金保险、密码重置等非现金类业务	2017 年营业网点 16092 家，自助银行 27196 个，自动柜员机 95043 台。
建设银行	智慧银行	智能叫号处理、电子银行服务区、智能互动桌面、人脸识别、自助开户、充值缴费	99% 的网点完成智慧转型，在线运行智慧柜员机 4.7 万台
北京银行	京彩 E 家智能轻网点	存取款、便民缴费、开户、账号查询、投资理财、第三方存管、保险、贷款、信用卡服务	北京、上海等 11 个城市 51 家网点开展布局

资料来源：《2017 年中国智能银行风云榜》，广证恒生

3.1.2 降本增效：智能银行优势相比传统营业网点明显

降本增效，智能设备助力银行人力成本削减。转型智能银行的优点非常明显，首先是服务时间的延长，由柜台 7x8 小时的工作时间延长至 7x24 小时全天候服务。其次是服务体验的提升，通过网上预约减少等候时间、流程简化提升服务效率，同样业务在智能柜台办理速度提升数倍。最后就是减少人力成本，相比于传统银行网点有望减少 85% 的运营成本，其中主要是柜员的减少导致的人力成本的减少。

图表23. 传统网点与智能银行业务办理效率对比

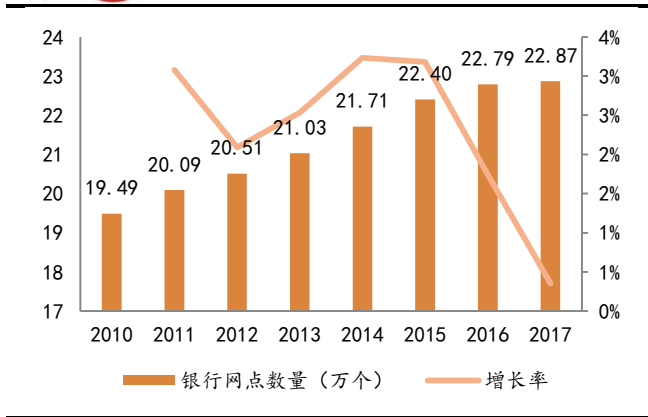
业务类型	传统网点	智能银行	效率提升情况
开户业务	9 分钟	4 分钟	提升 2.25 倍
开通电子银行	3 分钟	1.5 分钟	提升 2 倍
结售汇业务	10 分钟	0.67 分钟	提升 15 倍
理财产品销售	5 分钟	1 分钟	提升 5 倍

数据来源：草根调研、广证恒生

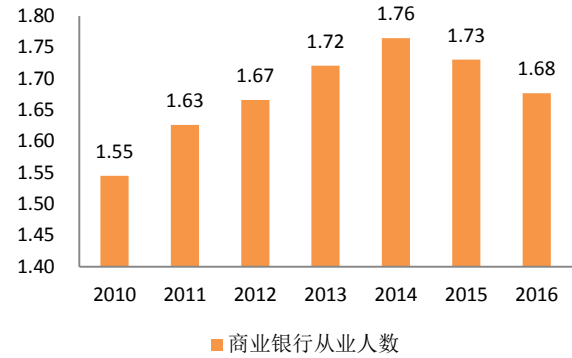
近几年我国商业银行网点的增速明显放缓，2017 年我国银行网点数量为 22.87 万个，同比增长仅 0.4%。随着各类自主设备、智能器具的使用和替代，我国银行从业人员数量至 2014 年达到 176 万人以后出现下降，2016 年减少至 168 万人。

图表24. 我国银行网点数量及增长率（万个）

图表25. 我国银行从业人员数量变化（百万）



资料来源：银行业协会、广证恒生



资料来源：银行业协会、广证恒生

3.2 智能设备助力银行转型，金融机具迎来新一轮增长

金融机具是指银行等金融机构日常用到的机具产品，比如防伪点钞机、验钞机、复点机、pos机、智能终端机、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。2018年，智能银行网点转型市场全面铺开，形成由大型商业银行引领，股份制银行、城商行、农商行跟进的发展趋势。随着清分机金标政策的落实、现金不过夜政策放开、TCR/UCR行业标准发布，智慧柜员机 (STM)、柜员现金循环机和清分机将需求大大增加，银行金融机具市场将迎来新一轮的增长。

公司主要产品：CIS、货币交换机、清分机、STM机、TCR机、支票副柜等。

公司竞争对手：硬币交换机 (银科电子、江苏金瑞)、清分机 (聚龙股份、广电运通、汇金股份)、STM机 (恒银金融、证通电子、长城信息)。

公司生产主体：子公司荣鑫科技 (持股 60%) 提供金融接近方案，鞍山博纵 (持股 51%，后并入荣鑫科技) 生产清分机，华菱光电 (持股 51%) 生产 CIS。

图表26. 公司金融、物流和新零售业务经营计划

主要产品	2017 年经营情况	2018 经营计划
金融机具 CIS	市场领先地位：成功入围多家股份制和地方性银行，在 50 多家银行试点推广。	关键零部件：加大 CIS 的推广力度，完成票据模块的升级和现金鉴别模块的开发
货币交换机	50%市占率，中标多家股份制银行总行和地方行	整机及系统集成产品： 1.借助“金标”政策契机，加快丰富完善清分机产品线，提升市场份额。 2.加快 STM、CTM、TCR 等标准品的开发，结合地方性银行的痛点和需求，大力推广软硬件一揽子解决方案
清分机	中标多家股份制银行总行和地方行	
STM	实现整机批量销售	
TCR/UCR	推广进展顺利	
支票副柜	推广进展顺利	

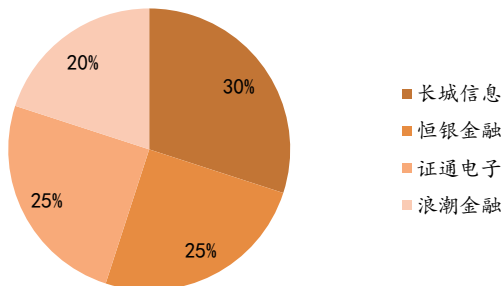
资料来源：公司年报、广证恒生

3.2.1 智慧柜员机：银行网点改革最大收益细分市场

智慧柜员机 STM 是智能银行网点转型主要的自助设备，四大国有商业银行中，建设银行走在最前沿。截止至 2017 年，建设银行网点数量 14920 家，实现运行的 STM 机 4.7 万台，覆盖 99% 的营业网点。建行采购份额中，主要的 STM 厂商为长城信息 (30%)、恒银金融 (25%)、证通电子 (25%) 和浪潮金融 (20%)。

图表27. 建设银行智慧柜员机 STM 采购份额

图表28. 建设银行智慧柜员机 STM



资料来源: 建行官网、广证恒生

资料来源: 中国金融自主设备网、广证恒生

市场空间测算:我国大型商业银行中,营业网点数量分别为邮政储蓄银行(40000)、农业银行(23682)、工商银行(17035)、建设银行(14985)、中国银行(10978),合计营业网点10.67万家。工建中三家STM覆盖率比较高,估计在80%以上;假设邮政储蓄银行、农业银行以及其他股份制、城商行/农商行覆盖率均约10%左右,每个营业网点配备5台STM机,平均每台STM机的单价为5万元,则潜在的市场空间为:

- **工建中三大行市场空间测算:** $\text{网点数量}(\text{工行}+\text{建行}+\text{中行}) \times (100\%-80\%) \times 5 \times 3 = 4.3 \text{万} \times 20\% \times 5 \times 5 \text{万} = 21.5 \text{亿元}$ 。
- **其他银行市场空间测算:** $\text{网点数量}(\text{邮储银行}+\text{农行}+\text{股份制银行}+\text{城商行}+\text{农商行}) \times (100\%-10\%) \times 5 \times 5 \text{万} = 18.57 \text{万} \times 90\% \times 5 \times 5 = 417.8 \text{亿元}$ 。
- **STM机潜在市场空间:** $21.5 \text{亿元} + 417.8 \text{亿元} = 439.2 \text{亿元}$ 。

3.2.2 硬币兑换机: 辅币硬币化趋势下的需求增长

辅币硬币化政策推行,硬币使用更具优越性:在货币流通领域,辅币的数量占比最大,周转次数最多,受损也最快。我国每年销毁的人民币残损券中,1元名额以下的辅币占了销毁总张数的70%。银行部门每年都要用大量的人力物力组织辅币的调运、发行、回收、清点和销毁工作。

作为辅币,硬币比纸币更具优越性。首先硬币的造价比纸币低,流通寿命远远高于纸钞;其次1元硬币的投放有利于自动售货机、停车场自动收费机、地铁和公交自动售票机的推广应用。最后有利于节约自然资,纸钞所需要的木材,而硬币的金属仍可收回重铸,其原有的价值损失不多。

目前江苏、浙江、上海、广州、深圳、山东等省市已经逐渐取消了1元以下纸币的发行,同时央行也规划建设硬币兑换网络以推广小面额货币的硬币化,并计划投放硬币兑换机至地铁、商超等地,以方便市民使用,提高硬币利用率,为硬币流通创造良好的环境。

图表29. 我国货币兑换机需求量测算

行业	测算过程	数量	数据来源
银行业	2017年末全国银行营业网点总数达到22.87万个,假设每个营业网点配1台兑换机	22.9万	中国人民银行
零售行业	2016年我国零售企业门店数23.2万个,假设平均每5个零售门店配1台硬币兑换产品	4.6万	国家统计局
轨交行业	2017年我国有31个城市开通地铁,保守估计站点数量2800个,假设每个站点5台硬币兑换机	1.4万	中国产业信息网
公交行业	公交站点百万级,大型公交枢纽10万个以上,假设平均每个公交枢纽配1台货币兑换机	10万	2017中国统计年鉴
合计		38.9万	

资料来源:公司公告、广证恒生

硬币兑换产品主要应用于银行、超市、公交枢纽等硬币流通量较大的场所,将为我国硬币流通提供更

多的便利，其市场前景广阔，需求量巨大。预计仅在银行业、零售行业、交通行业，硬币兑换产品市场容量就达 38.9 万台，假设每台货币兑换机 8 万元，则潜在市场空间为 38.9 万*8 万=311.2 亿元。

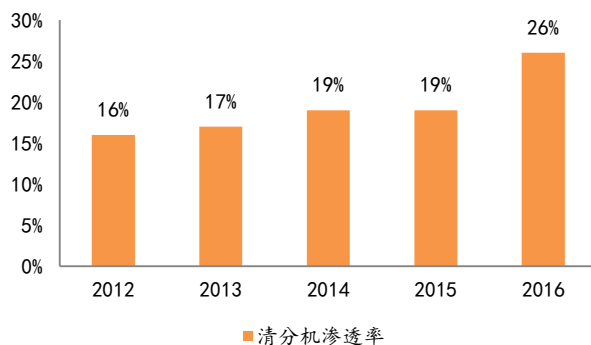
硬币类自助设备市场参与厂商众多、竞争激烈，新北洋的硬币兑换产品在硬币卷发放速度、纸币大小额兑换、硬币提升、冠字号码识别、银行卡功能等方面均超过国内外同类产品技术性能指标。2018 年公司硬币兑换机产品的市占率超过 50%，中标了多家股份制银行总行和地方行。

3.2.3 清分机：2020 年全额清分渗透率提升空间大

“金标”政策出台，填补金融机具标准体系空白：多年以来，清分机、ATM 等产品一直无标准可依，点验钞机虽有许可证管理，但是门槛并不高，行业呈现竞争激烈、良莠不齐的格局，亦不利于防范假币。2017 年 8 月 8 日，中国人民银行关于发布《人民币现金机具鉴别能力技术规范》，该技术规范覆盖了所有类型的人民币鉴别设备，形成了人民币现金机具鉴别能力技术规范和检验标准，填补了国内金融机具标准体系的空白，指导行业向规范有序的方向发展。

2013 年 1 月 18 日，中国人民银行办公厅发布的《中国人民银行办公厅关于银行业金融机构对外误付假币专项治理工作的指导意见》指出，不迟于 2020 年底，实现全部网点付出现金全额清分，至多可延长到 2022 年底前。我们认为，人民银行指导意见的发布对清分机市场带来重大利好，2016 年我国商业银行营业网点清分机渗透率仅 26%，要实现 2020 年全部网点全额清分的目标，仍有 74% 的提升空间。每个银行营业网点配备 5 台清分机，每台清分机 8 千元，在不考虑旧机更替的情况下，我国清分机市场潜在空间为 22.87 万*5*74%*0.8 万=67.7 亿元。

图表30. 我国商业银行营业网点清分机渗透率



资料来源：中国产业信息网、广证恒生

图表31. JL8010K 清分扎把一体机



资料来源：聚龙股份官网、广证恒生

纸币清分机是光机电一体化的高科技产品，综合运用了计算机、模式识别（高速图像处理）技术及机电一体化结构设计，采用了多光谱数字图像识别、磁性安全线数字检测、磁性油墨检测、精密机械和自动控制等技术，实现纸币的点钞、计数，识别纸币的真假、新旧以及不同面额、面向、版别的纸币清理、分选、归类等工作。新北洋凭借其关键零部件 CIS（接触式图像传感器）的技术优势，所生产的清分机整机产品在清分速度、数据存储、产品体积、整机重量等性能方面更具优势，有望赢得更多的市场份额。

4. 物流设备：智能化改造提升物流业务效率

4.1 竞争激烈快递单价下降，人力成本高企亟待智能化

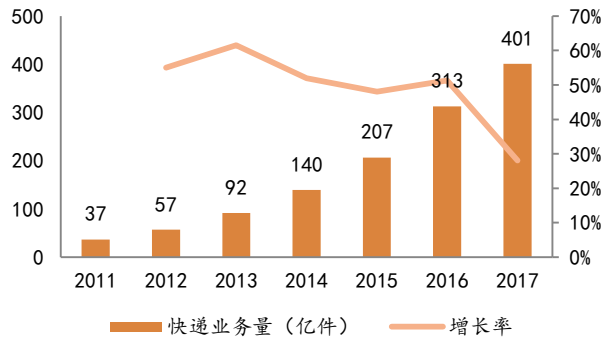
4.1.1 快递行业：电商兴起带动快递行业十年高增长

随着电商的兴起，近十年中国快递业保持高速发展势头，年均复合增长率在 40% 以上。2016 年 12 月

20日,国家邮政局宣布我国快递年业务量首次突破300亿件,全年中国快递年业务量已占全球年快递量约700亿件的四成份额。2017年我国快递业务量达到401亿件,同比增长28%,快递业务收入达到4957亿元,同比增长24.7%。

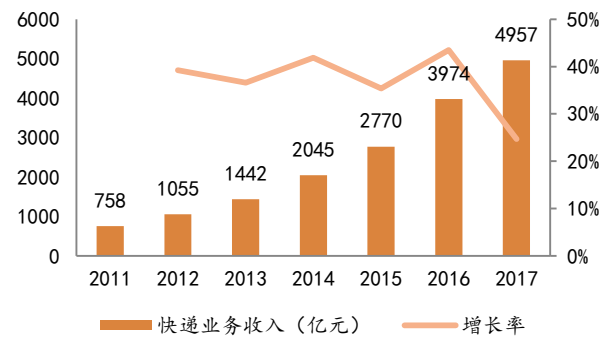
根据邮政局《快递业发展“十三五”规划》设定的目标,到2020年全行业快递业务量将达到700亿件、业务收入将达到8000亿元,可以测算出“十三五”期间(2015-2020年)快递业务量和业务收入的CAGR分别为20.4%和17.3%,可以看到快递行业增速仍将维持较高的水平。

图表32. 我国快递行业快递件数及增长(亿件)



资料来源:国家邮政局、广证恒生

图表33. 我国快递行业快递收入及增长(亿元)



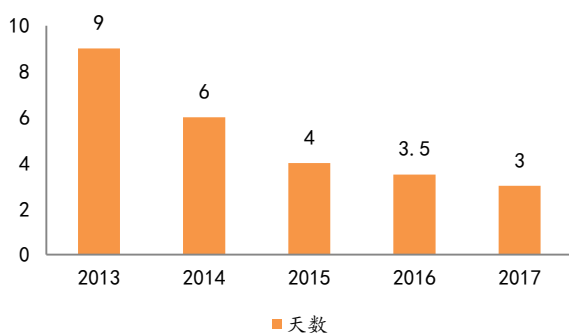
资料来源:国家邮政局、广证恒生

4.1.2 行业痛点:人力成本上涨与快递单价下降

随着快递业务量的攀升,快递行业的配送效率也在不断提升:我国快递业务量不断增长,2016年快递日均处理量达到8,571万件,最高日处理量超过2.5亿件;人均使用快递量超过23件,比2015年增加了近8件。与此同时,快递行业的配送效率也在不断提升。根据菜鸟网络发布的2016年双11物流报告数据显示,每个包裹送到消费者手上的时间比2015年再次缩短15个小时。从签收时间看,2013年双11包裹签收过1亿用了9天,2014年用了6天,到2015年提速到了4天,2016年则进一步提速只用3.5天。

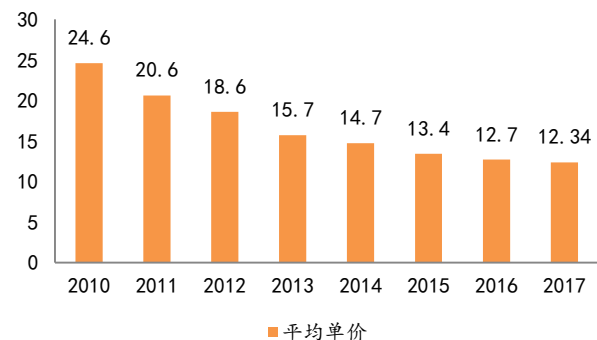
快递行业竞争日益白热化,快递平均单价下降50%:在快递业迅速发展壮大的同时,行业竞争也日趋激烈,快递单价随之下降。根据国家邮政总局发布的《2017年度快递市场监管报告》,2010年至2017年间,全国快递平均单价由24.6元/件下降至12.34元/件,下降幅度接近50%。同时,快递配送成本不断提高,目前大部分快递企业的配送费为每单1.0-1.5元。据圆通等快递企业公告,2013年至2015年圆通速递的配送费支出占比由26%上升至35%,同期申通从41%上升至51%。

图表34. 双11包裹签收超过1亿个所用时间



资料来源:菜鸟网络、国家邮政总局

图表35. 全国快递平均单价(元)



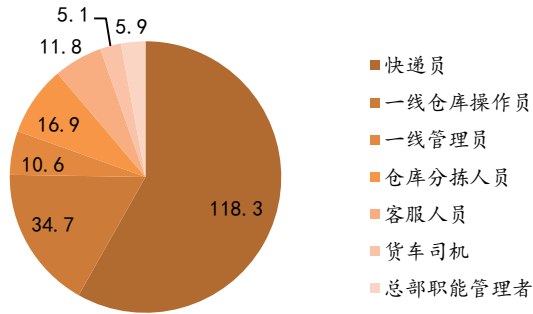
资料来源:《2017年度快递市场监管报告》、广证恒生

从业人员人数增长不及业务量增长,工作时长普遍在8-12小时区间:根据阿里研究院发布的《全国社会化电商物流从业人员研究报告》,快递从业人员在2016年初达到203.3万人,比5年前增加3.4倍。其中一线人员,主要包括站点快递员、站点仓库操作人员、基层管理人员,共163.6万人。即使是达到



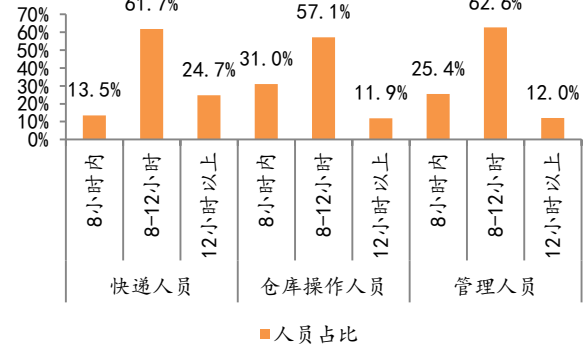
CAGR27.73%的增速，也大幅慢于快递件数增长，导致单一快递员的配送压力持续增加。根据国家邮政局数据，未来三年全国快递日均配送量将由1.14亿件上升至2亿件，按照80件/天的配送效率计算，快递员的新增需求量至少在百万人。

图表36. 2017 全国快递人员数量及占比 (万人)



资料来源：阿里研究院、广证恒生

图表37. 各类快递从业人员平均工作时长频率表



资料来源：阿里研究院、广证恒生

由于高负荷的快递配送需求，快递人员的平均工作时长普遍超过正常8小时工作时间，特别是快递员有近25%的站点平均工作时长超过12小时；大部分站点工作人员日均配送量为60-100件，工资水平在2001-6000元之间；近一半的站点人员工作年限在1年以下，快递人员流动性非常大。

4.2 智能物流柜降低配送成本，智能物流系统提升分拣效率

公司产品：智能物流柜、面单打印机、便携打印机、标签打印机、分拣柜（立式、卧式）、DWS分拣系统、计泡器等。

公司竞争对手：智能物流柜（智莱科技、东城电子、KEBA）、分拣柜/分拣系统、计泡器（大福、岗村、范德兰德、德玛泰克、瑞士格）

公司生产主体：上市公司生产打印设备、数码科技（持股91%）生产智能物流柜、通达金租（持股35%）主营智能物流柜租赁业务。

公司经营情况：智能物流柜营收占比约70%，打印类产品营收占比约20%，分拣柜/分拣系统、计泡器等产品约10%。智能物流柜是蜂巢的核心供应商，供应其40%左右的采购量。分拣柜/分拣系统等产品目前国内没有直接竞争对手，处于独家供货的地位。

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，公司该产品销量高速增长，成为主打产品。2018年1月，丰巢新一轮融资获投总金额约为20.7亿元，计划2018年新增5万组快递柜，较2017年增速超过25%。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。

图表38. 公司金融、物流和新零售业务经营计划

主要产品	2017 年经营情况	2018 经营计划
末端配送产品	智能物流柜巩固蜂巢合作关系，拓展邮政及海外智能物流柜客户	进一步加强与既有大客户的战略合作，挖掘新的客户合作机会
信息化产品	面单打印机、便携打印机、标签打印机等产品中标主流快递物流、电商物流企业的采购项目，取得第一的采购配额	丰富完善物流信息化产品线，加快新一代计泡机的研发进程；加大电商类客户的销售推广力度
自动化产品	立式和卧式分拣柜保持在合作伙伴处独家供货商的地位，重点推进全自动分拣解决方案	持续丰富完善分拣产品线，结合中小型分拣厂和营业网点的自动化升级痛点，加快研发进度，争取实现规模销售

资料来源：公司年报、广证恒生

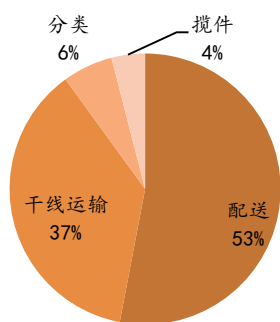
4.2.1 智能物流柜：解决“最后一公里问题”的利器

随着快递行业的飞速发展，快递业务中的“最后一公里”问题日益突出。在我国快递各环节成本占比中，揽件、分类、干线运输、配送4个环节占比分别为4%、6%、37%和53%。干线运输客成本包括货运运输所支出的各项费用的总和，属于刚性成本，难以削减。所以最后一公里的配送环节成为降低物流成本的关键。

智能物流柜是解决“最后一公里”问题的有效方案。通常情况下一名快递员派送效率约为快递60件/天，即平均耗时8分钟/件，快件从社区到送至用户手中最后100米耗时达到4分钟/件，其中包括上下电梯、等候、交流等时间。如果快递公司现在的点对点投送改为分区集中投送，即快递员将快递送至智能快递，再由智能快件箱交付给用户，投送效率至少可以提高到120件/天以上，配送效率提升一倍。

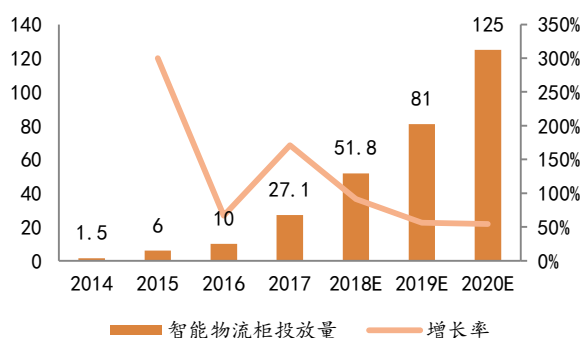
根据国家邮政局发展研究中心发布的《2017中国快递末端服务发展现状及趋势报告》，2016-2016年我国智能物流柜投放量分别为1.5万组、6万组和10万组，复合增速超过100%。预计未来3年快递柜投放量仍将于60%以上的速度增长，2020年达到125万组。

图表39. 我国快递各环节成本占比



资料来源：A.T.Kearney、广证恒生

图表40. 智能物流柜投放量和需求量预测（万组）



资料来源：国家邮政局发展研究中心、广证恒生

除了降低成本以外，智能物流柜在时效性和安全性方面更具优势。针对目前的货到付款造成的派送延迟，收件人不在家的无效投递及二次投递等问题，智能物流柜都能有效解决；同时物流柜投递方式有利于保护收件人隐私，更具安全性。

时效性：智能快件箱作为一种可以自助代收快件的全天24小时自助服务设备，在很大程度上解决了快递员和消费者时间节点不对称的问题，快递员和消费者都可以更自由地选择配送、收货时间，这样既可以为消费者节省时间，又可以减少快递员二次甚至多次配送。智能快件箱作为末端投递服务的创新方式在提升快递投递服务效率、降低快递配送成本、增强消费者用户体验等方面具有明显优势。

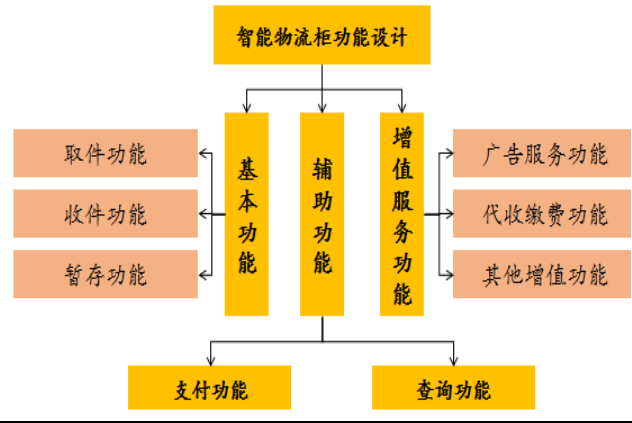
安全性：传统的快递配送在“最后一公里”环节常常遇到代收快递丢失等安全性问题，在很大程度上降低了快件配送的用户体验。相对于传统快递配送方式，智能快件箱有利于将快件进行规范存放，可以起到保护消费者隐私、人身安全的作用；同时，消费者在收取快件的时候只需输入编码或扫码就能快速准确找到快件，为消费者带来了便利，提升用户体验。

图表41. 公司智能物流柜产品

图表42. 智能物流柜的主要功能



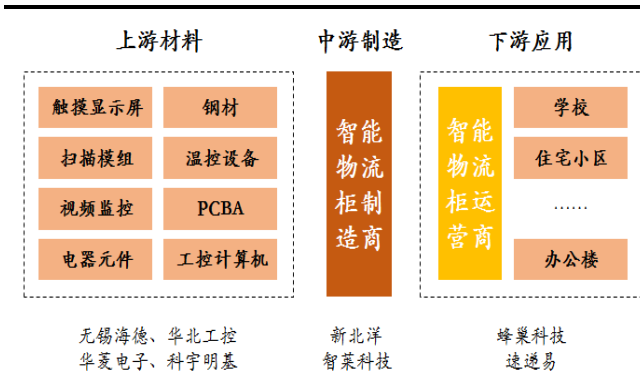
资料来源：公司官网、广证恒生



资料来源：公开资料整理、广证恒生

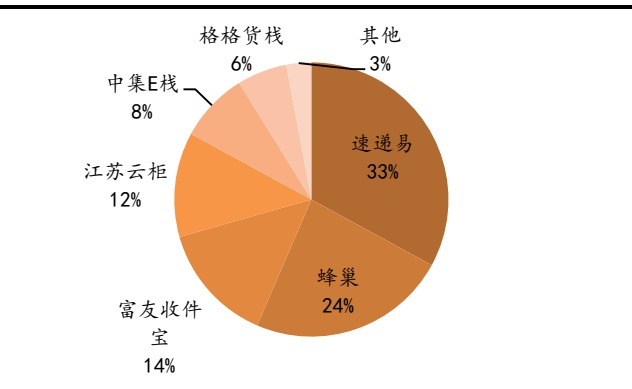
从智能物流柜产业链来看，中游的新北洋、智莱科技主要的设备生产制造商，下游是智能物流柜运营商，主要的智能物流柜配置在住宅小区、企业、学校、办公楼、超市等人口密集的区域。速递易和蜂巢是两个主要的智能物流柜运营商，市场占有率分别为 33% 和 24%，其他运营商包括富友、江苏云柜、中集 E 栈、格格货栈等。

图表43. 智能物流柜产业链上下游



资料来源：公开资料整理、广证恒生

图表44. 2017 年我国智能物流柜市占率



资料来源：各公司官网、广证恒生

智能物流柜市场空间测算：根据国家邮政局发展研究中心发布的《2017 中国快递末端服务发展现状及趋势报告》预测数据，2019 年和 2020 年我国智能物流柜投放量达到 81 万组和 125 万组，即新增 44 万组新的投放量。同时根据智莱科技公告，2017 年 1-6 月生产的智能物流柜价格为 6,531 元/台，每组物流柜通常由 1 台主柜和 4 台副柜组成，即每组设备的单价约为 3.25 万元。由此可得 2020 年我国智能物流柜市场规模为 (125 万-81 万) * 3.25 万元=143 亿元。

新北洋在智能物流柜市场中具备明显的产品优势和先发优势。公司的智能物流柜在应用效率、身份识别、支付手段、兼容性、安全性和可扩展性方面具有明显优势，产品综合性能达到了国内领先水平。同时，公司是蜂巢和速递易的核心供应商之一，占蜂巢物流柜采购量的 40% 左右。2018 年 1 月，蜂巢新一轮融资获投总金额约为 20.7 亿元，计划 2018 年新增 5 万组快递柜，较 2017 年增速超过 25%。新北洋作为蜂巢智能快件柜的核心供应商之一，将充分受益。

图表45. 国内主要的智能物流柜制造商

名称	威海新北洋	深圳智莱科技	杭州东城电子
公司代码	002376.SZ	A17101.SZ	无
公司状况	已上市	首发过会	未上市
主要客户	蜂巢科技、速递易等	蜂巢科技、亚马逊等	蜂巢科技、中国邮政等
2016 年销量	53100 台	70406 台	
2016 年业务收入	约 43000 万元	38131 万元	约 35000 万元
产品毛利率	44.64%	47.19%	

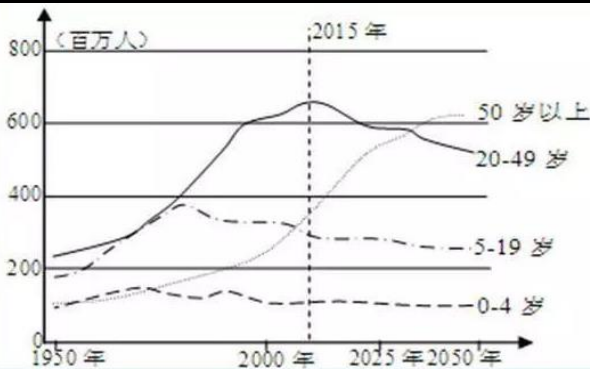
资料来源:《智莱科技招股说明书》、公司公告

4.2.2 智能物流系统: 全套产品和一体化解决方案

我国人口老龄化趋势越发明显,随着人口红利的消失,我国人口和经济上迎来了“刘易斯拐点”。2015年我国20-49岁的主要劳动人口达到峰值6.5亿之后开始减少,同时50岁以上的老人也从2015年进入加速增长通道。作为劳动密集型的快递行业,人力成本上涨成为最大的掣肘。2017年我国快递营业网点数量达到21万家,一线快递人员数量163.6万人,其中快递员118.3万人,一线仓库操作员34.7万人,一线管理员10.6万人。

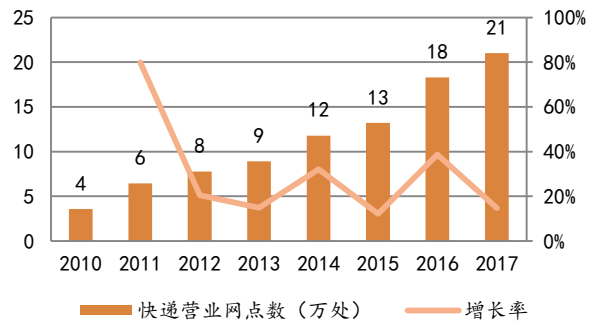
国内的中小分拣厂一直在超负荷操作,在双11、618等促销时间端压力更大。一个中等规模的中转站日处理量一般在1-2万间左右,双11、618工作量可能暴涨数倍;每天4万间的日处理量已经接近人工分拣的极限,3万间以上简单的人工已经无法满足分拣的要求,智能化设备的需求非常强烈。

图表46. 中国不同年龄阶段人口数量变化图



资料来源: 联合国人口司、广证恒生

图表47. 我国快递营业网点数量 (万处)



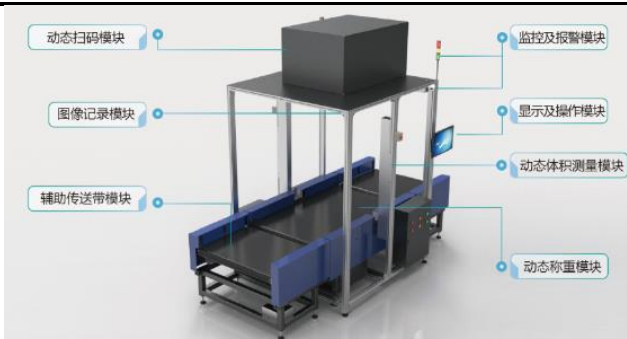
资料来源: 国家邮政总局、广证恒生

智能化物流设备是提升快递业务效率,降低人力成本最好的方案。传统的物流设备包括四向托盘、高架叉车、自动分拣机、自动引导搬运车(AGV)等。随着物联网射频识别(RFID)、激光扫描和人工智能等技术的应用,智能化物流设备将有利于突破快递物流行业的人力成本瓶颈,提升快递物流企业的竞争力。

BWM-D1000 动态 DWS 系统是一款集物品尺寸测量、称重、扫码、拍照等功能于一体的动态物品属性采集产品,能有效提高分拣准确率,节省复核、集包装袋环节,提升分拣效率提升至少60%以上。

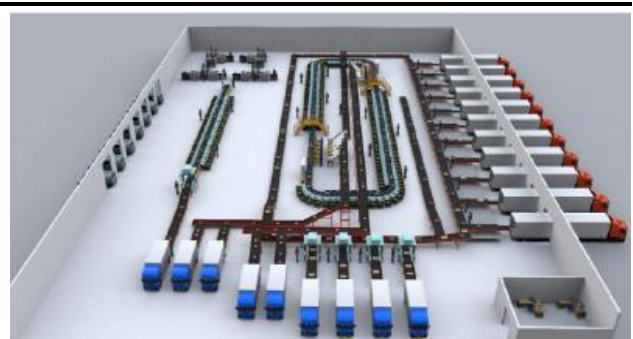
环形交叉带自动分拣系统能够识别运单条码,按照自定义格口把包裹快速准确的分拣,具有场地利用率高,分拣效率高,错误率低等特点,被广泛应用于快递、电商行业,可减少人力达80%。

图表48. BWM-D1000 动态 DWS 系统



资料来源: 公司官网、广证恒生

图表49. 环形交叉带自动分拣系统



资料来源: 公司官网、广证恒生

新北洋具备提供全套智能物流产品和一体化解决方案的能力,贯穿所有快递业务环节。在智能设备领域,凭借单一产品难以形成有效技术壁垒,而全套的一体化解决方案能够形成核心竞争壁垒。目前,公司的分拣柜/分拣系统产品在国内没有直接竞争对手,处于独家供货的地位。

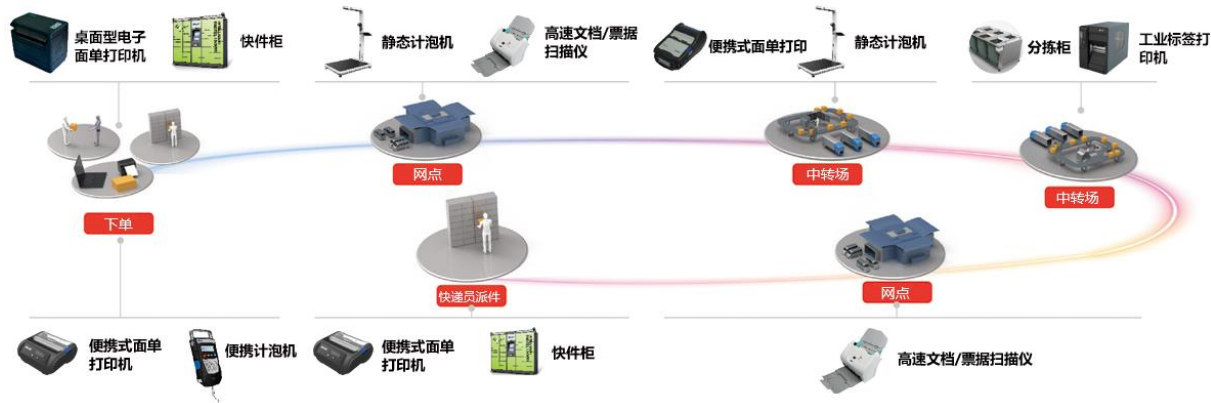
下单环节:公司产品便携计泡器帮助快递员称重、测量快递体积。同时通过面单打印机打印收件凭证。

快递网点: 公司产品静态计泡器适用于大件物品称重和测量体积, 高速文档/票据扫描仪用于扫描和打印相关凭证。

中装站: 分拣柜、分拣系统极大减轻人力劳作, 增加分拣效率和准确度。

中端配送: 智能物流柜解决“最后一公里问题”, 有效降低人力成本, 提高配送效率。

图表50. 公司智能物流业务产品体系



资料来源: 公司官网、广证恒生

2017年7月, 国务院发布了《新一代人工智能发展规划》, 国家首次将人工智能的发展上升到国家战略的高度, 智能物流装备的发展契机也由此开启。我们认为未来10年, 智能物流装备未来将大规模应用于运输、存储、分拣、包装、配送等全业务流程。根据最新统计数据显示, 预计到2018年智能物流装备市场容量将达到1360亿, 年增速将超过20%以上, 市场潜力巨大。

5. 新零售: 无人零售风口自动售货机迎来爆发

5.1 传统零售成本持续上涨, 无人零售开启行业新蓝海

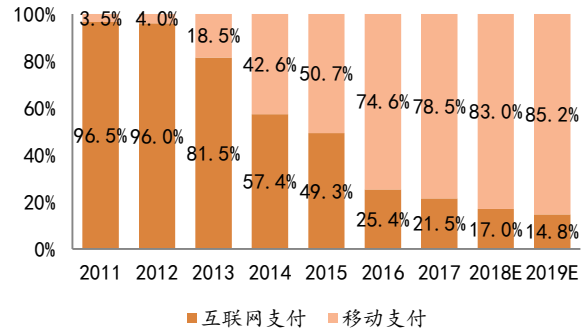
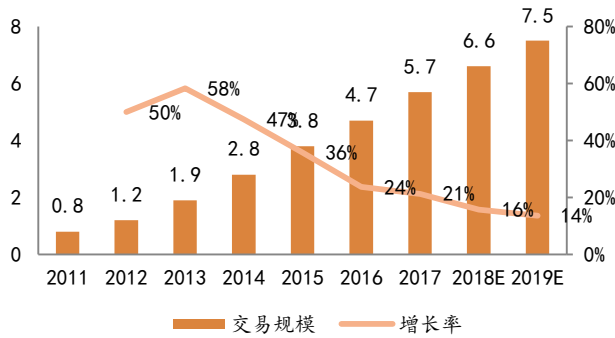
5.1.1 传统零售: 店铺租金与人力成本齐上涨

线上流量红利渐失, 线下拓展成新增长点。网络购物市场整体来看, 品类布局、区域布局甚至跨境布局都已经相对完备, 而近年来用户流量红利也逐渐消失, 用户增长驱动的模式面临挑战。我国网络购物市场规模增长率由2013年的58%下降至2017年度的24%, 预计未来三年将保持在20%以下。同时, 电商巨头开始纷纷拓展线下流量, 以新零售的业态切入线下市场, 如阿里巴巴的淘咖啡及盒马鲜生、京东的无人便利店等。

移动支付普及, 智能化技术提升消费体验。互联网时代用户消费趋于碎片化, 为满足用户便捷化需求, 移动支付较PC端拥有更大优势, 普及程度越高。2016年中国移动支付在第三方支付中交易额占比已超过70%, 成为最主流的支付方式之一。智能化技术的发展是零售行业升级转型的重要推动力, 二维码及RFID技术主要应用于支付结算环节, 优化收银环节人工成本和结算效率。人工智能如机器视觉、深度学习、生物识别等技术应用于商品识别、消费者识别及行为分析等多环节, 提升客户体验。

图表51. 我国网络购物市场规模及增长率 (万亿)

图表52. 2011-2019年我国购物支付方式变化

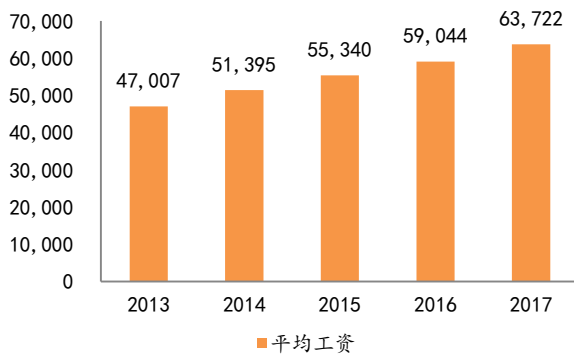


资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

资料来源：艾瑞咨询、广证恒生

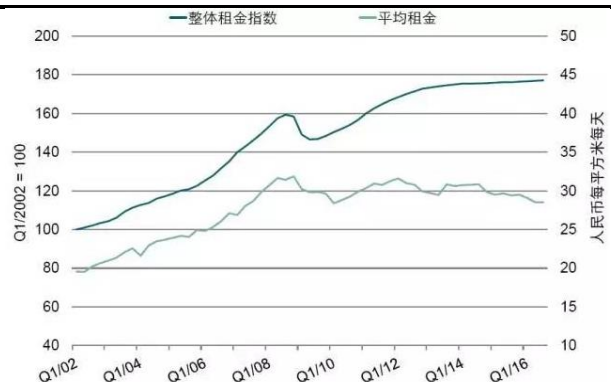
零售市场竞争激烈，租金成本和人力成本持续上涨。国内电子商务蓬勃的发展给原本竞争激烈的传统线下零售带来了冲击，在线上产品、价格差异不断缩小，并且租金、人工、物流等成本居高不下的情况下，最终零售业态若要实现利润空间的提升，成本效率和用户体验将亟待优化。首先是地产价格上涨推涨门店租，根据在中国连锁经营协会 CCFA 最新报告《2017 中国便利店发展报告》显示，2016 年，便利店的租金成本上升了 7%。其次是人工成本上涨快，2013 年-2017 年批发和零售行业整体平均工资 CAGR 为 7.9%，2016 年全国便利店人工成本同比+6.5%。最后是物流运行供应链质量较低，2016 年我国社会物流总费用占 GDP 比重为 14.9%，而在美国，该比重为 8%。

图表53. 批发和零售业从业人员平均工资 (元)



资料来源：国家统计局、广证恒生

图表54. 2002 - 2016 年 Q1 上海购物中心租金指数



资料来源：赢商网、广证恒生

5.1.2 无人零售：行业高成长、市场空间广阔

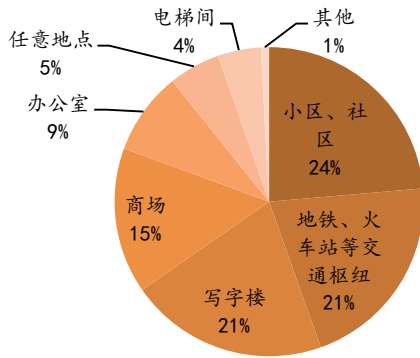
新零售的定义：企业以互联网为依托，通过运用大数据、人工智能等先进技术手段，对商品的生产、流通与销售过程进行升级改造，进而重塑业态结构与生态圈，并对线上服务、线下体验以及现代物流进行深度融合的零售新模式。

新零售的特点：以降低人工成本作为无人零售的主要切入点，在重视消费体验，拓展零售场景的同时通过多种技术手段实现大数据的收集、分析与应用，并最终实现消费流程的全面数据化以及整个产业链的智能化升级提效。

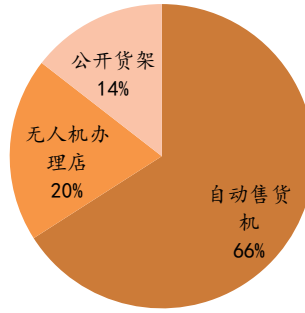
目前新零售的主要形式是无人零售，无人零售的主要场景分布包括小区社区 (24%)、地铁等交通枢纽 (21%)、写字楼 (21%)、商场 (15%)、办公室 (9%) 等

图表55. 无人零售需求场景分布

图表56. 无人零售企业心态形态分布



资料来源：36氪研究院、广证恒生



资料来源：鲸准数据库、广证恒生

新零售有开放货架、自动售货机、无人便利店三种业态。目前开放货架和无人便利店主要集中在2017年开始爆发，并且均处于发展前期。开放货架距离消费者近，占地面积小，主要商家有每日优鲜便利购、猩便利、小e微店等。无人便利店/无人超市距离消费者较远，但是选择性比较多，运用人脸识别等各种新技术用户体验较好，主要的商家包括缤果盒子、小麦铺、F5未来商店、Amazon Go、淘咖啡等。自助贩卖机市场较为成熟，以封闭式为主，主要商家包括友宝、天使之橙、零点咖啡吧等。

图表57. 2017年中国无人零售业态分类

零售业态	占地面积	开放模式	消费者距离	商家
开放货架	较小 (<10 平方米)	开放式	距离消费者最近	每日优鲜便利购、猩便利、小e微店
自动售货机	较小 (<10 平方米)	封闭式	距离消费者较近	友宝、天使之橙、零点咖啡吧
无人便利店	较大 (10-30 平方米)	模式不一	距离消费者较远	缤果盒子、小麦铺、便利蜂、F5未来商店
无人超市	大 (百/千平方米)	半开放式	距离消费者最远	AmazonGo、淘咖啡

数据来源：艾瑞咨询、广证恒生

互联网巨头新零售线下布局

盒马鲜生：阿里巴巴对线下超市完全重构的新零售业态，盒马鲜生是集超市、餐饮店、菜市场为一体的综合零售消费场所，品类丰富，食材新鲜。以上海盒马鲜生店为例，由于没有中间环节，每天从崇明、奉贤等地的蔬菜基地直采直供，经过全程冷链运输并精细包装后，直接进入盒马鲜生超市冷柜售卖，采用自动化设备进行包装、分拣和运输，供应链物流效率非常高。最近四年来阿里巴巴对线下零售的投资规模已经达到了735亿元，相当于它最近6个季度的营业利润之和。同时通过入股高鑫零售（大润发）、三江购物、联合超市、苏宁云商，强化线下供应链管理和线上线下协同能力。

图表58. 永辉超市旗下超级物种体验店



资料来源：网易科技、广证恒生

图表59. 盒马生鲜自动传输配送系统

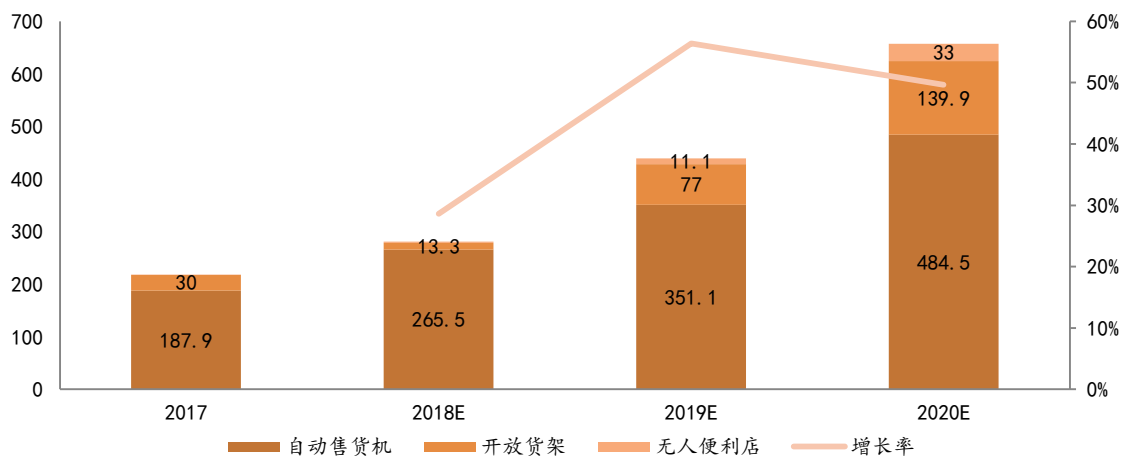


资料来源：网易科技、广证恒生

超级物种：永辉超市创新转型的O2O体验店，汇集了鲑鱼工坊、波龙工坊、盒牛工坊、麦子工坊、咏悦汇、生活厨房、健康生活有机馆和静候花开花艺馆8大物种1000多个品类，将超市和餐饮结合发展，增强客户的体验，做“年轻人喜欢的店”。京东在2015年8月斥资43.1亿人民币入股永辉，占10%股份，永辉超市入驻京东到家，联合拓展生鲜O2O市场。2017年12月腾讯以46.5亿的价格受让永辉超市5%股份，

同时对永辉超市的控股子公司永辉云创增资获得增资后 15% 股权。腾讯系的战略入股，不仅带来海量的线上流量的导入，而且通过嫁接移动支付、生物识别、人工智能等新技术的加持，极大提升物流效率和用户体验。

目前中国新零售市场已有大量资本注入，推动各行业企业竞相进入，新零售已成为当前中国零售行业发展的重要风口。2017 年国内无人零售市场（含自动售货机）市场规模接近 218 亿元，预计 2020 年将突破 650 亿，三年复合增长率在 44.4% 左右。2017 年自动售货机整体市场规模约 188 亿，预计 2020 年市场规模将突破 450 亿，复合增长达到 37.1%

图表60. 2016-2020 年中国无人零售市场规模


资料来源：iResearch Inc、广证恒生

5.2 自动售货机市场爆发，新北洋规模化优势明显

新北洋自 2016 年起持续投入零售自助终端研发，现已形成智能微超、无人零售系统、自助售货机、冷藏柜等多种产品。

主要产品：智能微超类、零售自提类（自动售货柜、零售综合柜等）。

竞争对手：自动售货机（富士冰山、SANDEN、以勒 LE、湖南中吉）

经营情况：2018 年主要产品处在试点和推广阶段。

图表61. 公司金融、物流和新零售业务经营计划

主要产品	2017 年经营情况	2018 经营计划
智能微超类产品	制定完成了公司新零售业务、技术、产品规划，与多个目标客户建立了业务联系。	积极开展产品解决方案的验证及试点，尽早将智能微超标准产品推向市场。
零售自提类产品		推进与重点客户智能售货柜、零售综合柜等重点项目的顺利交付，发掘国内外市场客户需求和痛点，拓展零售自提柜销售。
其他类产品		根据客户的定制需求，加快完善如智能配餐柜等客制化项目产品，实现批量销售。

资料来源：公司年报、广证恒生

2017 年 9 月的 UREXPO 首届中国无人店大会暨展览会，公司展示了自助结账台、人脸识别闸机等产品。在 UREXPO 展会期间，公司与阿里巴巴、支付宝、联想、圆通、深兰科技、饭美美、邦马特、金码、金土地、伊利、米源、易群等行业知名企业代表进行了交流并达成初步合作意向。

图表62. 新零售零售解决方案
图表63. 公司智能微超解决方案

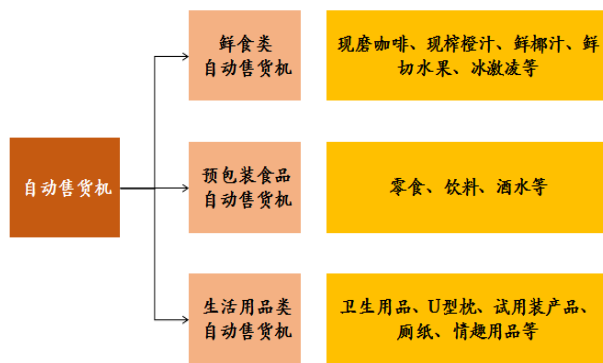


资料来源：公司官网、广证恒生

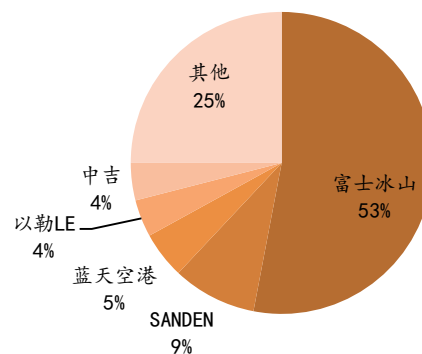
资料来源：公司官网、广证恒生

根据鲸准数据库，国内目前自动售货机种类多达 27 种。总体可以分为预包装食品、鲜食和日用品三类，预包装食品包括零食、饮料、酒水等等；鲜食包括现磨咖啡、现榨橙汁、鲜椰汁、鲜切水果、冰激凌等等；日用品包括情趣用品、卫生用品、U 型枕、试用装产品、厕纸、美妆、珠宝等等。其中，鲜食对供应链和设备技术的要求最高。

图表64. 自动售货机销售商品种类



图表65. 2015 年我国自动售货机生产商市场份额



资料来源：鲸准数据库、广证恒生

资料来源：嘉世咨询、广证恒生

自动售货机并不是一个新事物，2000 年以来自动售货机交易金额并不大，增长相对缓慢，主要原因是当时国民素质不高（损坏率很高）、消费习惯和消费能力不足（消费升级）、技术手段都不成熟（实时监控，4G/5G 网络低成本；移动支付解决纸币硬币问题，管理成本大幅降低）。

2015 年以前，自动售货机制造领域富士冰山一家独大，占近 53% 份额，2017 年富士冰山自动售货机销量 10 万台左右。其他自动售货机制造厂商约 30-40 家，大多数是制冷或自动化公司发展而来，多数为地区性小规模制造商。

相比富士冰山，新北洋的股权结构更清晰，威海市国资委控股，管理层持股比例高达 17.5%，管理团队有足够的激励把公司做大做强。而作为中日合资的富士冰山在决策层面反映远不及新北洋。相比其他的中小厂商，公司具备资金和技术领先优势，中小厂商短期内难以迅速扩张生产规模和产量。

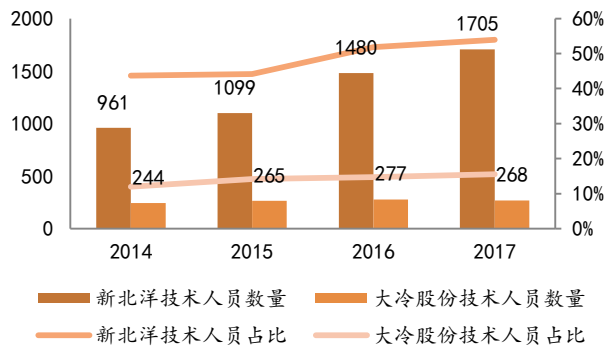
图表66. 新北洋与富士冰山基本情况比较

	股权结构	主要客户	产能
新北洋	国企，威海市国资委持股 21%，管理层持股 17.5%	阿里巴巴、圆通、深兰科技、饭美美等	2017 年产能 15 万台，2018 年扩厂后有望达到 20 万台
富士冰山	中外合资，日本富士电机持股 51%，大冷股份持股 29%	友宝、米源、乐百氏、农夫山泉、百事可乐等	2017 年产能 10 万台

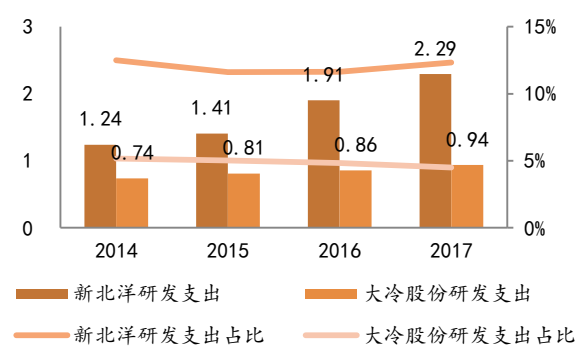
数据来源：公司公告、富士冰山官网、广证恒生

从技术和研发的角度看，新北洋均优于富士冰山的股东大冷股份。2017 年新北洋技术人员达到 1705

人，占全公司人数的 54%，绝对数量和占比都远远领先于大冷股份。同时，2017 年新北洋研发支出 2.29 元，远高于大冷股份的 0.94 元的研发投入金额。

图表67. 新北洋与大冷股份技术人员比较


资料来源：Wind、广证恒生

图表68. 新北洋与大冷股份研发支出比较


资料来源：Wind、广证恒生

6. 盈利预测

根据对公司业务的分析及相应市场评估，我们对其 2018-2020 年的业务盈利状况进行了如下假设：

- 1) 传统业务持续拓展海外市场增长稳定，预计 2018-2020 年的增速分别为 15%、10%和 10%。
- 2) 金融业务硬币兑换机和清分机产品持续放量，预计 2018-2020 年的增速分别为 25%、23%和 20%。
- 3) 物流业务智能物流柜出货量增长 25%以上，计泡器、DWS 分拣系统贡献业绩弹性，预计 2018-2020 年的增速分别为 35%、33%和 33%。
- 4) 新零售业务 18 年有望实现批量销售，自动售货机市场爆发，公司凭借规模化制造优势获取更多订单，预计 2018-2020 年的增速分别为 100%、80%和 50%。

图表69. 公司营业收入假设与预测

业务 (百万元)		2017	2018E	2019E	2020E
传统业务	收入	609.02	700.37	770.41	847.45
	同比增长	7%	15%	10%	10%
	业务占比	33%	25%	21%	18%
金融业务	收入	639.34	799.18	982.99	1179.58
	同比增长		25%	23%	20%
	业务占比	34%	29%	27%	25%
物流业务	收入	612.07	826.30	1098.98	1351.74
	同比增长		35%	33%	23%
	业务占比	33%	30%	30%	29%
新零售业务	收入	0.00	432.45	778.41	1284.38
	同比增长		100%	80%	65%
	业务占比	0%	16%	21%	28%

数据来源：wind

盈利预测与估值：我们预测 2018-2020 年公司归母净利润分别为 4.21 亿、5.50 亿、7.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.67、0.87、1.12 元，当前股价对应估值分别为 23、18、14 倍。考虑到 2018 年金融物流业务的稳定增长和新零售业务的爆发，给予公司 2018 年 29 倍估值，目标价 19.34 元，相对当前股价还有 24.69% 的上涨空间，维持“强烈推荐”评级。



7. 风险提示

金融和物流领域业务拓展不及预期；新零售业务推广不及预期；产品毛利率下降。



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1957	2579	3079	3699	营业收入	1860	2758	3631	4663
现金	707	675	646	676	营业成本	1041	1535	2018	2587
应收账款	507	890	1103	1398	营业税金及附加	24	36	52	63
其它应收款	17	26	34	43	营业费用	181	288	382	477
预付账款	15	28	36	44	管理费用	343	509	670	860
存货	461	652	899	1162	财务费用	35	29	37	40
其他	250	308	360	377	资产减值损失	3	31	31	28
非流动资产	2098	1890	1954	1895	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	496	337	419	417	投资净收益	70	31	38	46
固定资产	985	976	977	972	营业利润	371	361	479	655
无形资产	138	125	109	90	营业外收入	10	180	200	200
其他	480	451	449	415	营业外支出	1	3	3	2
资产总计	4055	4469	5033	5594	利润总额	380	539	676	852
流动负债	1136	1709	2082	2330	所得税	31	57	64	85
短期借款	589	741	881	869	净利润	349	482	612	767
应付账款	313	495	658	820	少数股东损益	62	60	63	62
其他	234	473	543	641	归属母公司净利润	286	421	550	705
非流动负债	36	35	-10	-8	EBITDA	483	658	812	988
长期借款	0	-22	-53	-53	EPS(摊薄)	0.45	0.67	0.87	1.12
其他	36	58	43	45					
负债合计	1172	1744	2072	2323	主要财务比率				
少数股东权益	307	367	430	492	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
股本	631	631	631	631	成长能力				
资本公积	654	654	654	654	营业收入增长率	13.8%	48.3%	31.6%	28.4%
留存收益	1291	1586	2010	2589	营业利润增长率	55.3%	-2.7%	32.5%	36.8%
归属母公司股东权益	2577	2872	3295	3874	归属于母公司净利润增长率	26.1%	47.0%	30.5%	28.3%
负债和股东权益	4055	4983	5797	6688	获利能力				
					毛利率	44.1%	44.3%	44.4%	44.5%
现金流量表					净利率	18.7%	17.5%	16.9%	16.5%
					ROE	10.3%	13.8%	15.8%	17.4%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC	11.7%	13.9%	15.4%	17.0%
经营活动现金流	423	-120	182	240	偿债能力				
净利润	349	421	550	705	资产负债率	28.9%	39.0%	41.2%	41.5%
折旧摊销	78	91	99	96	净负债比率	50.27%	44.19%	43.05%	36.78%
财务费用	35	29	37	40	流动比率	1.72	1.51	1.48	1.59
投资损失	-70	-31	-38	-46	速动比率	1.32	1.13	1.05	1.09
营运资金变动	27	-262	-274	-283	营运能力				
其它	5	-369	-192	-272	总资产周转率	0.47	0.65	0.76	0.88
投资活动现金流	-49	33	-155	-13	应收账款周转率	3.63	3.95	3.64	3.73
资本支出	-142	-40	-70	-28	应付账款周转率	3.55	3.80	3.50	3.50
长期投资	15	157	-81	2	每股指标(元)				
其他	79	-83	-3	13	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.67	0.87	1.12
筹资活动现金流	-178	56	-57	-197	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	-0.19	0.29	0.38
短期借款	175	152	141	-13	每股净资产(最新摊薄)	4.08	4.55	5.22	6.13
长期借款	-0	-22	-31	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	34.19	23.26	17.82	13.88
资本公积金增加	12	0	0	0	P/B	3.80	3.41	2.97	2.53
其他	-364	-74	-166	-184	EVEBITDA	4.94	15.61	12.91	10.60
现金净增加额	197	-31	-29	30					



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电 话：020-88836132，020-88836133

邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。