

计算机

署名人: 崔莹

执业证书编号: S0960511060001

021-52288047

cuiying@cjis.cn

新北洋

002376

强烈推荐

具备自主核心技术的本土专用打印设备龙头

6-12个月目标价: 24.00元

当前股价: 17.14元

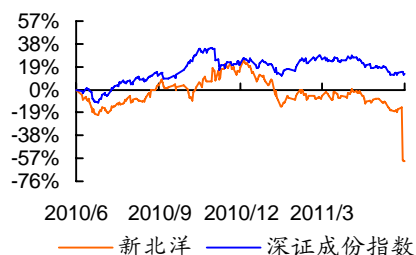
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	11593.38
总股本(百万)	300
流通股本(百万)	156
流通市值(亿)	27
EPS (TTM)	0.40
每股净资产(元)	3.90
资产负债率	15.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新北洋	-10.91	-11.25	-30.74
深证成份指数	-5.10	-10.85	-6.96



相关报告

《新北洋-拥有领先技术及市场前景广阔带给公司高速发展的机遇》2010-9-14

投资要点:

- **定位高端的专用打印机提供商:** 公司从事专用打印、扫描产品的研发、生产、销售和服务,是国内唯一掌握TPH和CIS等核心技术并形成规模生产的企业。公司收入包括专用打印机及各类自助服务设备,后者实质上是公司依托TPH和CIS等核心技术由打印和扫描等模块向整机的延伸。
- **产业升级推动市场增长:** 国内许多领域专用打印机市场才刚刚起步,随着各领域信息化、自动化程度的提高,其应用领域有望迅速扩展;而自助服务设备替代人工是趋势,随着国内人力成本的上升,我们判断这种趋势将加速。
- **看好国内专用设备企业:** 专用设备领域每类产品的细分市场容量相对有限,易于形成寡头竞争的格局,从而确保较高的利润率水平;持续的研发投入构成了较高的专利进入壁垒;专用设备领域客户实质上需要的是一种专业解决方案,本土企业的“心理距离”和“物理距离”优势凸显。
- **掌握核心技术:** 我们认为公司从核心技术开始的发展模式初期需要承受较大的资本投入压力,市场扩张节奏相对较慢,但是一旦掌握了核心技术将拥有更高的利润率水平,加快从技术到产品的产业化进程,有利于参与全球中高端市场竞争。
- **从产品线优势到全方位行业解决方案:** 我们认为专业设备供应商的发展方向是按照行业或领域以客户为中心提供整体解决方案,10年公司开始利用产品线优势向行业解决方案方向发展,我们认为公司未来扩张的维度更多是行业而非产品,依次看好公司在铁路、金融、制造等行业解决方案方向的发展。
- **国际经验的启示:** 通过对美国ZEBRA公司进行研究分析,我们认为通过合作或者并购的方式增加软实力,将有助于公司发展行业解决方案;销售将是决定公司未来成长空间的关键;专用打印机行业毛利率将保持稳定,国内企业人力成本优势是其扩大全球市场份额的重要支撑。
- **维持公司强烈推荐的投资评级。** 我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.55、0.80和1.14元,未来6-12个月目标价24元,维持公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:** 专用打印机新机型的研发滞后;新自助服务设备的市场推广低于预期;股权激励进程存在不确定性。

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	483	718	1080	1555
同比(%)	53%	49%	51%	44%
归属母公司净利润(百万元)	111	164	240	342
同比(%)	30%	47%	47%	42%
毛利率(%)	46.2%	46.0%	45.3%	44.9%
ROE(%)	9.7%	12.9%	15.9%	18.5%
每股收益(元)	0.37	0.55	0.80	1.14
P/E	46.12	31.39	21.42	15.05
P/B	4.49	4.06	3.42	2.78
EV/EBITDA	40	29	19	13

资料来源:中投证券研究所

目 录

与市场不同的推荐逻辑	3
一、定位高端的专用打印机提供商	4
二、产业升级推动市场增长	5
2.1 收据/日志打印机：增长看消费	5
2.2 条码/标签打印机：不仅仅是高铁	5
2.3 嵌入式打印机与自助服务设备：前景广阔	6
三、看好国内专用设备企业	7
四、从核心技术开始的发展模式	9
五、产品线优势：以客户为中心推出行业解决方案	12
六、国际经验的启示	13
6.1 增加软实力	13
6.2 更加丰富的销售渠道	13
6.3 行业毛利率将稳定，国内企业人力成本优势仍然明显	15
六、盈利预测与投资建议	17
七、风险提示	18

图表目录

图 1：10 年公司业务构成	4
图 2：通用设备与专用设备企业毛利率比较	7
图 3：通用设备与专用设备企业管理费用率比较	8
图 4：广电运通最终是提供现金管理解决方案	8
图 5：广电运通与新北洋发展路径对比	9
图 6：AFC 产业链主要环节毛利率情况	10
图 7：10 年 ZEBRA 业务结构	13
图 8：10 年 ZEBRA 软件收入构成	13
图 9：ZEBRA 销售渠道一览	14
图 10：ZEBRA 销售渠道代表企业	14
图 11：ZEBRA 上市以来毛利率	15
图 12：新北洋 09 年营业成本构成	15
表 1：07-10 年分业务收入（单位：百万元）	4
表 2：通用设备与专用设备企业收入规模比较（单位：亿元）	7
表 3：新北洋金融行业解决方案	12
表 4：分业务收入及毛利率预测（单位：百万元）	17

与市场不同的推荐逻辑

市场目前推荐新北洋的逻辑主要是：

- 1、看好其垄断了高铁磁票打印机和闸机市场，高铁大发展带来公司短期爆发性增长的机会；
- 2、看好其成本优势带来进口替代的机会；
- 3、从主题投资角度公司也兼具了物联网、高端制造出口等概念。

我们推荐新北洋的主要逻辑是：

1、看好其从核心技术到核心零部件再到产品的发展模式：1、能够拥有更高的利润率水平从而在竞争中占据有利地位，2、加快从技术到产品的产业化进程，3、有利于参与全球中高端市场竞争，**我们认为这样的发展模式使公司在中长期都可以保持较快的增长。**

2、10年公司开始利用产品线优势向行业解决方案方向发展，**我们认为这代表了专用设备提供商的发展方向，即按照行业或领域以客户为中心提供整体解决方案**，目前公司仍然以产品为主，而从美国 ZEBRA 公司的经验来看，软件及服务在解决方案中不可或缺，定制软件开发和本土化服务是国内企业的优势，**也是我们看好公司进口替代的关键。**

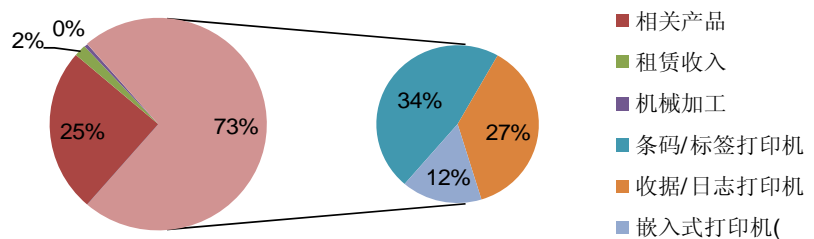
3、物联网、高端制造出口绝非单纯的概念。从美国 ZEBRA 公司的经验来看，其下属企业解决方案事业部能够为航空、国防、民航、汽车、工业制造、海运、交通和物流等行业提供资产跟踪与管理解决方案，**正是条码/标签在物联网领域的实际应用。而通过我们的测算，公司人力成本不到国际竞争对手的 1/5，这种优势使公司实现主导产品全球占有率增长 10 倍的目标成为可能。**

一、定位高端的专用打印机提供商

公司从事专用打印扫描产品的研发、生产、销售和服务，是国内唯一掌握TPH和CIS等核心技术并形成规模生产的企业。

10年公司来源于专用打印机的收入占比高达73%，其中条码/标签打印机、收据/日志打印机和嵌入式打印机分别占比34%、27%和12%。相关产品主要是各类自助服务设备，其实质上是公司依托TPH和CIS等核心技术由打印和扫描等模块向整机的延伸。

图 1: 10 年公司业务构成



资料来源：公司资料，中投证券研究所

分业务看，受益于高铁建设项目的实施，条码/标签打印机近年来收入快速增长，10年首次成为公司第一大收入来源；收据/日志打印机随着国内POS系统的普及广泛应用于各个领域，近年来收入稳定增长，且相对标准化的特点使其成为出口的主力；嵌入式打印机是自助服务设备的重要组成部分，在金融行业应用占比最高，09年金融危机使金融业自助服务设备布放放缓，从而影响了嵌入式打印机的销售，10年已出现恢复性增长；自助服务设备10年由于并表诺恩开创后收入首次过亿，我们认为自助服务设备替代人工是大趋势，目前公司已经在金融、通讯、彩票、医疗、铁路等领域储备了各种自助服务设备，这块业务将是公司未来重要的增长点。

表 1: 07-10 年分业务收入 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A
条码/标签打印机	39	40	80	157
收据/日志打印机	96	107	117	124
嵌入式打印机	32	55	41	54
相关产品 (主要是自助服务设备)	21	67	62	115
其他业务收入	10	10	15	34

资料来源：公司资料，中投证券研究所

二、产业升级推动市场增长

整体而言，我们认为产业升级将推动专用打印机及自助服务设备市场稳定增长：国内许多领域专用打印机市场才刚刚起步，随着各领域电子化、自动化程度的提高，其应用领域有望迅速扩展；而自助服务设备替代人工是趋势，随着国内人力成本的上升，我们判断这种趋势将加速。

2.1 收据/日志打印机：增长看消费

收据/日志打印机广泛应用于商业、餐饮、酒店、彩票等消费领域，其市场增长主要由国内消费增长驱动。

目前国内经济正逐渐由投资驱动向由消费驱动转型，新的收入分配改革方案很可能在今年出台，业内预计新方案将有助于促使消费成为拉动国民经济增长的第一动力。中科院和利丰研究中心联合发布的 2011 年《中国行业发展报告》预测，“十二五”期间零售业整体规模将继续扩大，至 2015 年，零售总额将由 2010 年的 15 万亿元上升到 27 万亿元，复合增长率 12.5%。

POS 系统直接拉动了收据/日志打印机的需求，如果按照每万人平均拥有的 POS 机计算，我国仅为发达国家的 1/5 左右，预示着 POS 机未来市空间仍然巨大。根据 CCIA 预测，2009-2014 年我国收据/日志打印机市场销量年均复合增长率将达到 12%。

2.2 条码/标签打印机：不仅仅是高铁

自动识别技术的进步直接推动了条码/标签打印机市场的发展，目前制造业、物流和零售仍是条码标签打印机的主要应用领域，这些领域的需求不断增大，而随着政府对于安防和食品安全的重视，交运、医疗等新兴应用领域正在不断兴起。

国内高铁未来几年将进入高速投入期，“十二五”期间国内将新增约 1.87 万公里高铁，如果按照京沪高铁平均每公里造价 1 亿元计算，高铁的总投资约为 1.87 万亿元，同时在刘志军落马后，近日铁道部发言人表示**中国高铁建设速度不会放缓**，预计“十二五”期间高铁建设带动的条码/标签打印机需求超过 5 亿元。

制造业一直是条码/标签打印机最大的市场，应用占比约 40%。“十二五”期间国家将重点支持高端制造业发展，高端制造业通常需要进行生产全过程的资源管控，而条码/标签在这一过程中被广泛地应用于物料管理、生产管理及产品管理，从而拉动条码/标签打印在制造业的发展。

据 CCIA 预测：2009-2014 年我国条码/标签打印机年均复合增长率将接近 16%，我们判断实际增速可能超过 CCIA 预测，**主要理由是物联网的发展将极大促进对条码标签打印机的需求¹**，近年来物联网相关项目得到了政府的大力支

¹ 从成本角度考虑，我们认为物联网溯源领域 RFID 与条形码的应用将长期并存

持，未来几年年会有一批重大专项得到政府资金扶持，并开始陆续实施。

2.3 嵌入式打印机与自助服务设备：前景广阔

嵌入式打印机是将专用打印机嵌入到各种类型的自助服务设备内部，因此其需求与自助服务设备的需求紧密联系。国内自助服务设备还处在起步阶段，目前国内市场主要需求仍然以银行业为主，但通信、铁路、商业等领域的运用正在高速增长，而很多领域的运用也在孕育之中，前景广阔。

银行业：从目前的发展形势看，金融时报预计在“十二五”期间，国内每年 ATM 需求量在 6 万-7 万台之间，到 2015 年我国 ATM 市场保有量有望达到 50 万台，整体需求保持稳步上升的发展趋势。

通信业：电信运营商通过和自助服务终端提供商合作运营的方式铺设自助服务终端，这样在避免大规模的固定设备支出的同时，加快了终端的铺设速度。根据汉鼎咨询预计，未来几年三大运营商年均采购中高端自助服务终端在 3 万台左右。

铁路：“十二五”期间国内将新增约 1.87 万公里高铁，按照每百公里使用自动售票机 80 台计算，需要的自动售票机约 1.5 万台；从国务院已经批准的城市轨道交通建设规划来看，“十二五”期间国内新增城轨总里程超过 2500 公里，按每 2 公里平均 1 个车站，每车站 16 台自动售票机计算，需要的自动售票机超过 2 万台。（我们还没有考虑原有普通铁路的改造升级需求。）

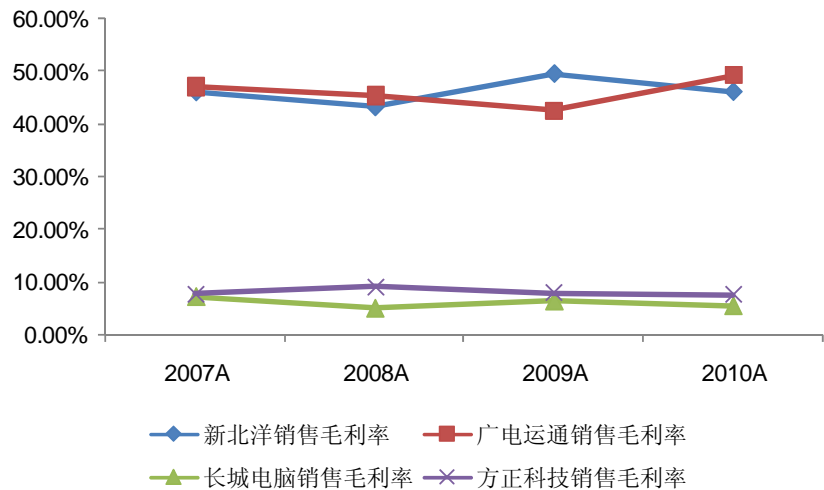
商业：09 年底中国自动售货机专业委员会成立，成立大会上确定的行业近期目标是 5 年内实现国内自动售货机数量增长十余倍，保有量达到 50 万台，按此推算未来几年年需求量在 5-10 万台

三、看好国内专用设备企业

通用设备领域竞争日趋激烈，以大批量、规模化生产为代表，产品同质化严重，利润率较低；而专用设备领域客户需求多样化，产品种类繁多，使得每类产品的细分市场容量相对有限，新进者从技术研发到实现产品盈利时间相对更长，例如公司从80年开始研发专用打印机及其核心部件，一直到2000年才实现盈利。这客观上提高了进入壁垒，易于形成寡头竞争的格局，从而确保较高的利润率水平。

从图2可以看出，ATM设备领域的广电运通和专用打印机领域的新北洋毛利率显著高于以计算机整机及外设为主营业务的长城电脑和方正科技；表2是两类企业的收入规模比较。

图 2：通用设备与专用设备企业毛利率比较



资料来源：wind，中投证券研究所

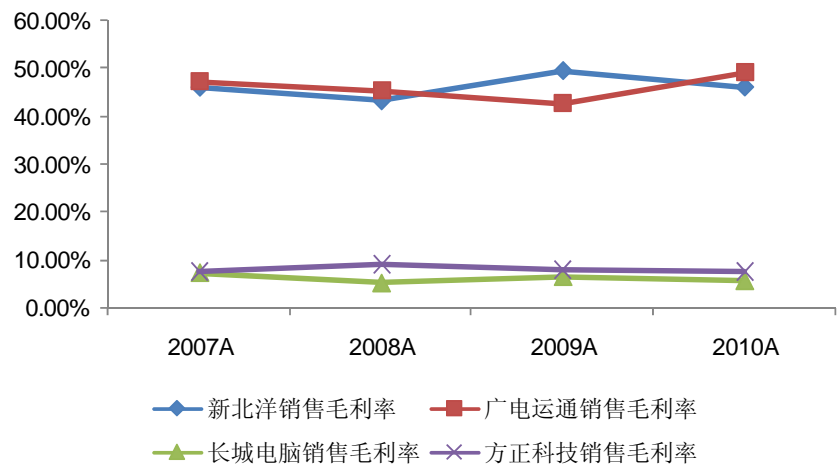
表 2：通用设备与专用设备企业收入规模比较 (单位：亿元)

	2007A	2008A	2009A	2010A
新北洋	2.0	2.8	3.1	4.8
广电运通	7.8	12.0	14.9	17.2
长城电脑	42.5	39.5	226.7	834.4
方正科技	84.2	72.8	77.9	81.7

资料来源：wind，中投证券研究所

专用设备领域产品更新升级较快，需要持续的研发投入，表现为较高的管理费用率，由图3可见。专用设备企业通常面向行业客户提供产品，技术路径相对单一，通过持续研发所形成的众多专利给后来者制造了较高的专利进入壁垒，例如10年底公司拥有专利127项，广电运通拥有专利130项。

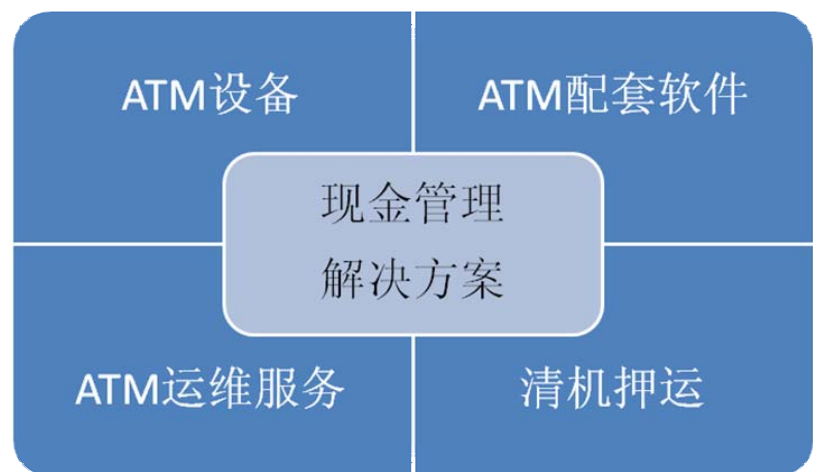
图 3: 通用设备与专用设备企业管理费用率比较



资料来源: wind, 中投证券研究所

专用设备领域客户实质上需要的是一种专业解决方案,包括硬件产品、定制软件开发及相关服务等。以广电运通为例,它为银行提供从 ATM 设备到 ATM 对账系统等配套软件再到 ATM 日常运维以及清机押运等服务,实质上是为银行提供一套完整的现金管理解决方案。定制软件涉及到用户习惯和工作方式,国内企业的“心理距离”优势凸显,同时本土化服务使国内企业能够更好的响应客户需求,“物理距离”优势凸显,这些优势使进口替代成为专用设备领域的发展方向。考虑到多数具有核心竞争力的国内专用设备企业竞争对手基本都是国外品牌,我们看好其发展。

图 4: 广电运通最终是提供现金管理解决方案



资料来源: 中投证券研究所

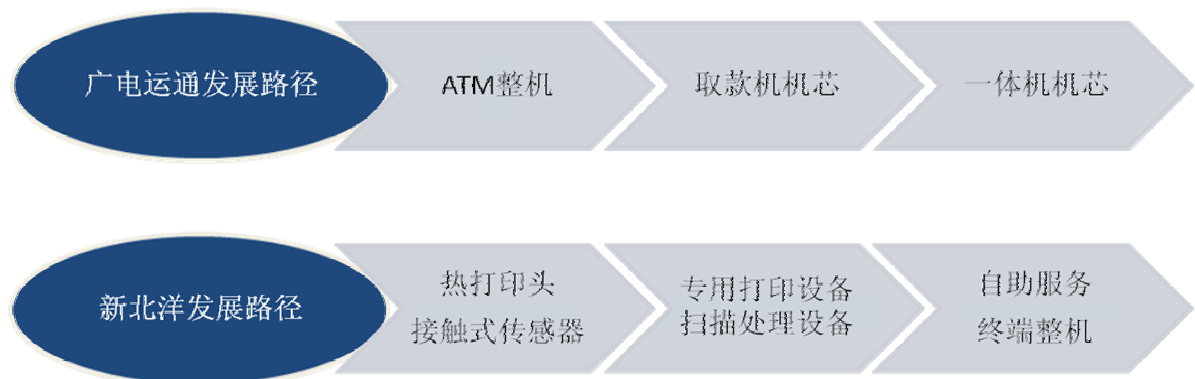
四、从核心技术开始的发展模式

国内专用设备企业通常抓住了**相关市场爆发性增长的机遇**，依托于人力成本和本土化优势快速占领市场，起步阶段核心零部件多采购国外厂商。在取得了一定的市场份额之后，**随着相关市场增长趋于平稳，这些企业开始向上游延伸，致力于掌握核心技术**，实现相关核心零部件的自主化，以获得更高的利润率及提高竞争实力。例如广电运通抓住了银行大规模采购 ATM 的机遇，逐步发展成为国内最大的 ATM 制造商，之后它加强了核心技术的研发，ATM 机芯由采购 DeLaRue 和日立逐渐改为自主；海康威视抓住了国内安防产业持续高景气的机遇，发展成为视频监控后端产品领域龙头，目前海康与富瀚微电子合作开发专用芯片，以降低芯片成本及提高芯片适用性。

公司发展路径有所不同，公司从 1988 年-1997 年用了近 10 年时间掌握了 TPH（热敏打印）和 CIS（接触式扫描）这两大核心技术，并研发成功热打印头和接触式传感器，打破了国外厂商对中国长期的技术和市场垄断。在研发了核心部件之后，公司厚积薄发，1996 年开始陆续推出各类专用打印设备、扫描处理设备和打印扫描一体设备，其后又针对铁路、彩票、通讯、金融、医疗等领域，推出融合了嵌入打印模块和扫描模块的各类自助服务终端整机。

目前热打印头和接触式传感器由公司两家相对控股的企业山东华菱与华菱光电生产，这两家相对控股企业都有日资背景，由日方负责日常管理与渠道销售。从全球范围来看，以 EPSON 和 STAR 为代表的日本企业在收据/日志打印机和嵌入式打印机领域占据主导地位，在条码/标签打印机领域仅次于美国企业，通过资本纽带与日本企业建立了紧密联系使公司在 TPH/CIS 研制开发生产方面已经具备中国乃至世界领先的优势。而在产品方面，公司已经拥有超过 50 种机型，其中 10 余项产品填补国内空白，部分技术和产品处于国际领先地位。

图 5：广电运通与新北洋发展路径对比

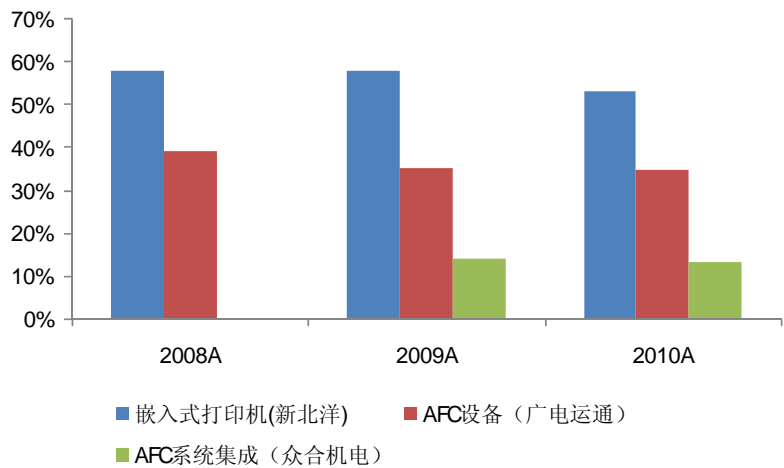


资料来源：中投证券研究所

我们认为从核心技术开始的发展模式初期需要承受较大的资本投入压力，市场扩张节奏相对较慢，但是一旦掌握了核心技术将受益匪浅。

首先，掌握核心技术的厂商无疑将拥有更高的利润率水平。我们以自动售检票系统 AFC 产业链为例进行分析，自动售票设备的上游关键零部件包括识币、出币模块和打印模块，下游是 AFC 系统集成商。产业链上的代表厂商包括公司（嵌入式打印机）、广电运通（自动售票设备）和众合机电（系统集成），代表厂商的利润率水平见图 6，技术含量很大程度上决定了利润率水平。

图 6: AFC 产业链主要环节毛利率情况



资料来源：中投证券研究所

再以国内 ATM 市场为例，10 年广电运通的年报显示其 ATM 设备成本 7.38 亿元，当年向日立采购一体机机芯 2.15 亿元，如果按照一体机成本约占 ATM 设备成本的 2/3 计算，则其采购机芯占一体机成本近 50%。如果按照 50% 的一体机机芯毛利率计算，自主机芯可以节省成本约 1 亿元，占广电运通 10 年净利润比例超过 20%。贵为国内 ATM 行业的老大，但是从挣钱角度比不过日立，这就不难解释广电运通为何如此致力于自主机芯在国内银行的推广。

其次，公司类似于国民技术、中兴通讯等拥有自主核心技术，能够加快从技术到产品的产业化进程。例如公司之前与易程合作开发专门用于高铁的磁票打印机，从接到客户需求到完成只用了 2 个多月时间，超出易程的预期，这也为公司之后能够成为高铁磁票打印机的独家提供商奠定了基础。我们之前提到过自助服务设备替代人工是大趋势，但是必须看到很多自助服务设备领域竞争非常激烈，例如公司控股孙公司诺恩开创新作为国内通信行业领先的自助服务解决方案提供商，08、09 和 10 年实现净利润分别为-16 万、183 万和 25 万，业绩不尽人意，主要原因是电信自助服务设备领域市场成熟且进入壁垒偏低。广电运通 10 年开始针对石化、超市开发自助服务设备，希望向非银行的泛金融领域扩张，至今尚未大规模应用，我们判断与这些领域市场竞争激烈、利润率偏低有关。

新业务的毛利率一般较高，例如公司 10 年开始针对交警领域推出了违章自助查询与缴费设备，目前已在山东、吉林地区开始推广，该业务毛利率预计会高于公司其他终端产品。我们认为毛利率较高的自助服务设备领域或者是进入壁垒高、寡头竞争的领域，例如 ATM 设备；或者是新兴领域，开拓新兴领域需要快速的定制开发，非现金自助服务设备通常包括打印模块，涉及到 TPH（热敏打印）技术，而现金自助服务设备还包括识别模块等，涉及到 CIS（接触式扫描）技术，拥有自主 TPH 和 CIS 技术是我们看好公司进军自助服务设备市场的关键。

再次，自主核心技术是公司参与全球竞争的基础。目前公司海外市场主要是通过控股荷兰东方进行分销，但是近年来公司也加强了 ODM 形式的销售，以便快速切入中高端市场。公司已经与德国 WINCOR、美国 CRS（已被全球最大银行设备商 UNISYS 收购）、美国 BPS 等国际知名企业建立 ODM 合作，这些国际知名企业选择公司主要是看重其拥有自主核心技术，例如 BPS 在决定将支票处理设备的研发和制造向国外转移之后先后考察了 7 家公司，选中公司主要是看重公司在专用扫描、识币器技术研究方面的优势以及公司在专用打印机领域领先的综合实力。公司与这些厂商的合作经历了从 OEM 到 ODM 的阶段，足见公司的自主研发实力受到认可。我们认为公司通过自主核心技术进入国际知名企业的合作体系，短期内将迅速扩大公司产品在海外中高端市场的份额，而中长期将进一步提升公司的自主创新能力、成果转化能力、制造能力和规模化生产能力，为公司今后以 OBM 形式全面参与海外市场竞争打下坚实的基础。

五、产品线优势：以客户为中心推出行业解决方案

公司技术优势推动产品线不断丰富，已经成为国内打印、扫描和复印领域产业链最完整、产品线最丰富的企业，10 年公司开始利用产品线优势以客户为中心推出行业解决方案，以期达到产品的全方位应用。

例如公司的金融行业解决方案，其覆盖了金融自助服务、营业网点身份证复印、支票影像处理及打印、凭证影像高速采集、固定资产管理、银联交易等六大领域，

表 3：新北洋金融行业解决方案

应用领域	主要产品及解决方案	主要作用
金融自助服务	热敏/针式嵌入式打印机、嵌入式扫描仪、嵌入式身份证卡专用复印机等	自助打印交易凭条/日志、查询缴费明细/发票、排队凭条、交易清单以及身份证卡复印、支票扫描等
营业网点身份证复印	身份证卡专用复印机产品、“身份证卡双面复印+电子阅读”解决方案	扫描一次即可完成双面复印，比现有的静电复印机节约复印成本 70%以上；支持二代证真伪识别及电子信息读取上传，并可扩展联网核查功能；
支票影像处理及打印	系列支票扫描仪	支票批量/单张影像处理及打印应用
凭证影像高速采集	高速扫描仪	金融机构各类凭证的影像采集
固定资产管理	条码/标签打印机	资产全生命周期管理
银联交易	收据/日志打印机	商场、超市、连锁店、专卖店的银联刷卡交易凭条打印

资料来源：第十八届中国国际金融（银行）技术暨设备展览会，公司网站，中投证券研究所

此外，公司也针对医院、商业、餐饮等领域推出了行业应用解决方案。我们认为专业设备供应商的发展方向是按照行业或领域以客户为中心提供各类产品，这是它与硬件代理商的区别，后者以产品为中心向各类客户提供同样的产品。

行业解决方案可以提供更好的客户体验，从而刺激行业应用需求扩大市场容量，就公司本身而言，产品线的优势可以带动各类产品的销售，加强品牌，同时也可以深化客户关系，增加客户粘性。

行业客户需要快速而有效的本地化服务：目前公司已经建立了覆盖全国的售后服务网络，搭建了包括呼叫中心、维修中心、区域客服中心、维修物流中心的系统服务构架，较为完善的服务体系已构造完成。

我们认为公司未来扩张的维度更多是行业（铁路、金融、制造、电信）而非产品，依次看好公司在铁路、金融、制造等行业解决方案方向的发展。

六、国际经验的启示

由于国内缺乏可比标的，我们选取美国 ZEBRA 公司进行研究分析，ZEBRA 是国际条码/标签打印机领域的领军企业，10 年实现收入 9.57 亿美元。

6.1 增加软实力

从业务结构来看，10 年 ZEBRA 收入来源于专用打印机、耗材和软件与服务 3 块，其中软件与服务的收入超过 1 亿美元，占比超过 10%。ZEBRA 下属 2 大事业部，专业打印事业部和企业解决方案事业部。其中专业打印事业部主要负责销售专用打印设备、耗材和简单的打印管理软件，在并购 Navis Holdings, LLC、WhereNet Corp.、proveo AG 和 Multispectral Solutions Inc. 等公司的基础上，2008 年 ZEBRA 成立了企业解决方案事业部，为航空、国防、民航、汽车、工业制造、海运、交通与物流等行业提供资产跟踪与管理解决方案，10 年 ZEBRA 软件收入的 64% 来源于企业解决方案事业部。

图 7：10 年 ZEBRA 业务结构

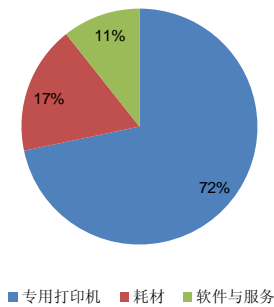
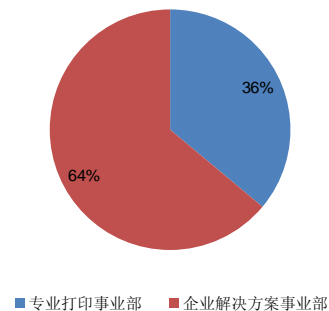


图 8：10 年 ZEBRA 软件收入构成



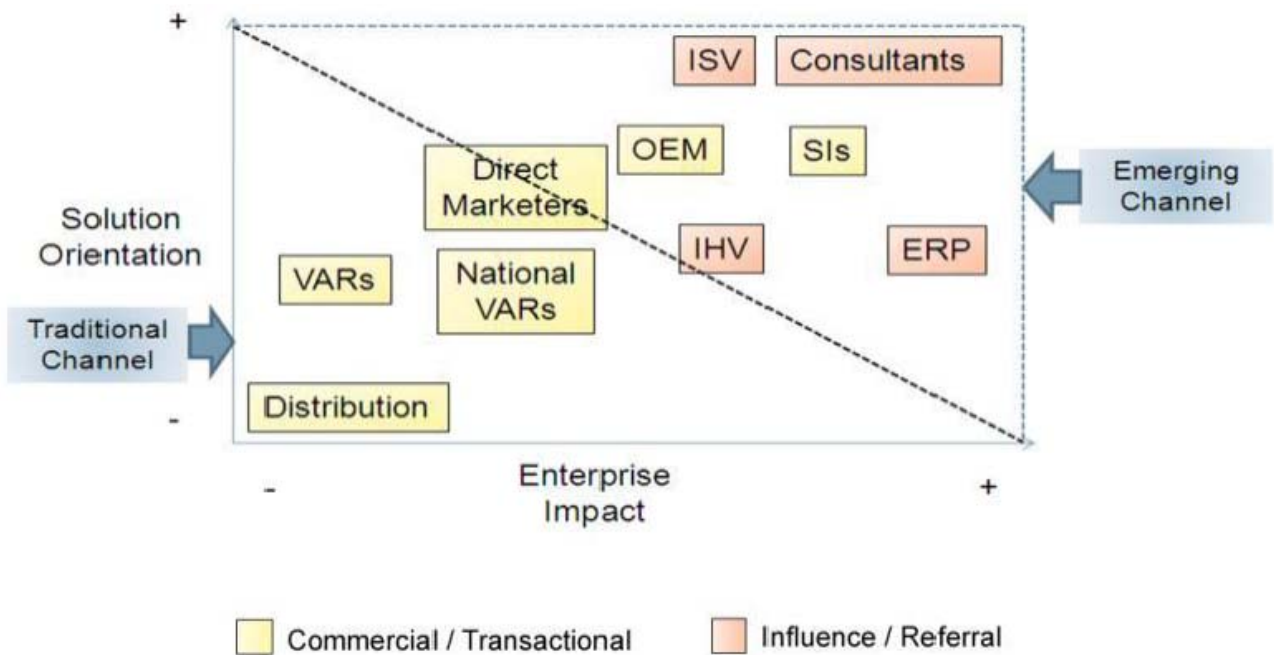
资料来源：ZEBRA 年报，中投证券研究所

我们之前提到“专用设备领域客户实质上需要的是一种专业解决方案，包括硬件产品、定制软件开发及相关服务等”。10 年公司开始以客户为中心推出行业解决方案，但是解决方案仍然以设备为主，从设备切入整个系统是公司的目标，目前公司已具备一定的软件系统开发能力，我们认为通过合作或者并购的方式增加软实力，将有助于公司发展行业解决方案。

6.2 更加丰富的销售渠道

ZEBRA 的销售渠道除了传统的经销商、分销商、增值分销商、原始设备制造商（OEM）、系统集成商、互联网和电话直销以外，也会选择与独立硬件提供商、独立软件提供商、ERP 软件提供商和 ERP 实施顾问进行合作。

图 9: ZEBRA 销售渠道一览



资料来源: ZEBRA 《Investor Field Trip》, 中投证券研究所

图 10: ZEBRA 销售渠道代表企业

Value Added Resellers	Distributors	National Resellers
Direct Marketers	IHV	ISV
Systems Integrators (SI)	Consultants / Industry Groups	OEM
Enterprise Software		

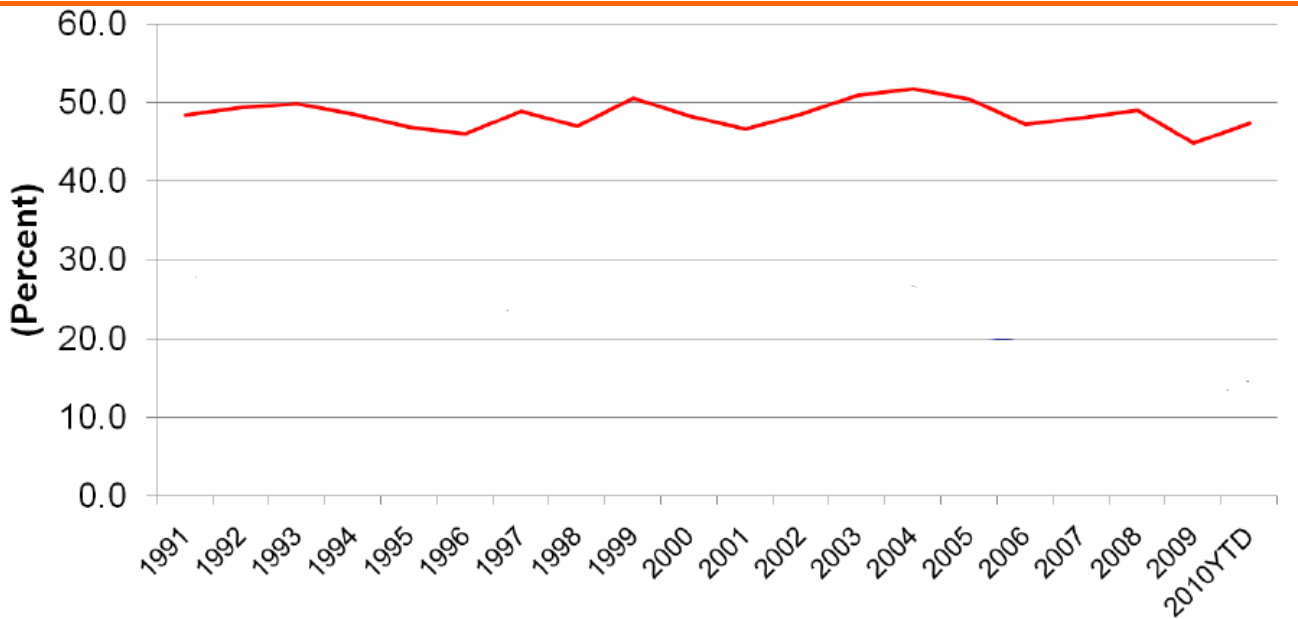
资料来源: ZEBRA 《Investor Field Trip》, 中投证券研究所

我们认为公司的技术能力毋庸置疑,但是品牌与 ZEBRA、EPSON 等企业相比仍有一定差距,销售将是决定公司未来成长空间的关键,ZEBRA 更加丰富的销售模式值得公司借鉴。

6.3 行业毛利率将稳定，国内企业人力成本优势仍然明显

我们注意到 ZEBRA 上市 20 年以来毛利率始终保持在 50% 左右，ZEBRA 认为其主要原因包括中高端市场寡头竞争、产品的持续更新升级等，与我们之前对于专用打印机行业毛利率及其趋势的判断相吻合。ZEBRA 预计未来几年毛利率将保持在历史平均水平。

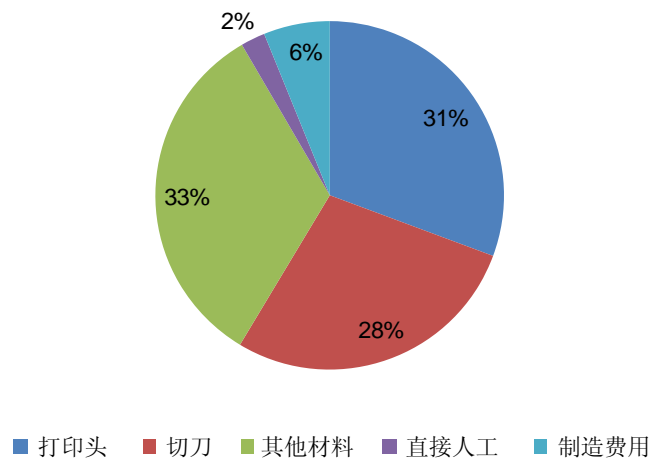
图 11: ZEBRA 上市以来毛利率



资料来源: ZEBRA 年报, 中投证券研究所

从公司的 09 年成本构成可以看出, 打印头、切刀和制造费用是主要成本, 人力成本占比极小, 我们认为专用打印机主要原材料是机械、电子类产品, 价格总体呈下降趋势, 上游成本压力不大, 行业毛利率将保持稳定。

图 12: 新北洋 09 年营业成本构成



资料来源: 公司资料, 中投证券研究所

我们用公司年报中“支付给职工以及为职工支付的现金”+“期末应付职工薪酬”-“期初应付职工薪酬”来代表公司的年度总薪酬，经计算10年公司人均薪酬7.75万元，考虑到公司地处威海，我们认为公司薪酬与企业地位向符合。ZEBRA年报现金流量表没有提供职工薪酬的明细，考虑到直接人工成本极低，我们认为ZEBRA的人力成本主要体现在营销、行政管理和研发费用中，即此3项人工成本合计可以视为ZEBRA年度总薪酬，经计算其10年人均薪酬>6.85万美元²。

国内企业人力成本优势仍然明显，公司目前产品全球市场占有率约为1%，而公司的目标是实现主导产品的全球市场占有率达到10%以上，我们认为人力成本优势是公司实现上述目标的重要支撑。

² 未考虑直接人工成本

六、盈利预测与投资建议

条码/标签打印机: 我们认为未来 3 年会保持 50% 以上的收入增长, 驱动因素包括铁路、邮政等原有领域, 以及 11 年公司开始进军的制造业。同时物联网项目的落地会刺激整个市场需求。

收据/日志打印机: 我们认为未来 3 年会保持高于行业水平的增长, 主要理由是公司的产品相比国际竞争对手更加灵活, 在商场、超市、餐饮等领域有望扩大市场份额, 同时出口业务也有较好的机会。

嵌入式打印机与相关产品: 自助设备替代人工是大趋势, 我们认为未来 3 年这两块业务都会保持较快的增长。嵌入式打印机主要是和其他终端设备制造商进行合作销售, 而相关产品公司储备丰富 (高铁自动售票机、交警自助查询与缴费机、彩票投注机、电信自助查询与缴费机), 在铁路、交警、彩票和电信等领域都有高速增长的机会, 同时为了掌握终端客户, 公司会加强在自助终端领域的收购。

我们预计公司分业务收入和毛利率见表 4。

表 4: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
条码/标签打印机				
收入	156.55	245.47	377.68	573.70
增长率	94.9%	56.8%	53.9%	51.9%
毛利率	53.6%	53.0%	52.6%	52.4%
收据/日志打印机				
收入	123.85	158.84	199.18	240.31
增长率	6.1%	28.3%	25.4%	20.7%
毛利率	45.0%	45.0%	44.8%	44.7%
嵌入式打印机				
收入	53.54	77.90	105.79	138.53
增长率	31.2%	45.5%	35.8%	31.0%
毛利率	53.0%	52.0%	52.0%	51.0%
相关产品				
收入	115.15	198.06	356.50	557.14
增长率	84.9%	72.0%	80.0%	56.3%
毛利率	37.8%	38.0%	37.0%	36.5%
其他				

收入	33.96	37.36	41.09	45.20
增长率		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	34.2%	34.2%	34.2%	34.2%
合计收入	483.05	717.62	1080.25	1554.88
增长率	53.4%	48.6%	50.5%	43.9%
毛利率	46.2%	46.0%	45.3%	44.9%

资料来源：中投证券研究所

假设来源于参股公司的投资收益将保持稳定增长，我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.55、0.80和1.14元，未来6-12个月目标价24元，相当于12年30倍PE，维持公司强烈推荐的投资评级。

七、风险提示

- 专用打印机新机型的研发滞后；
- 新的自助服务设备的市场推广低于预期；
- 股权激励进程存在不确定性。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012	2013E
流动资产	999	1166	1352	1780	营业收入	483	718	1080	1555
现金	806	900	950	1200	营业成本	260	388	591	857
应收账款	117	170	257	369	营业税金及附加	4	6	10	14
其它应收款	6	7	11	16	营业费用	46	68	97	134
预付账款	4	4	6	9	管理费用	96	129	187	264
存货	56	78	118	171	财务费用	-5	-6	-5	-6
其他	10	7	11	16	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	381	492	566	637	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	73	88	88	88	投资净收益	15	17	21	25
固定资产	96	151	183	213	营业利润	94	147	219	315
无形资产	92	94	94	94	营业外收入	29	39	53	72
其他	119	159	200	241	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1380	1659	1918	2417	利润总额	122	185	271	386
流动负债	145	314	340	505	所得税	8	18	26	37
短期借款	16	163	124	204	净利润	114	168	245	349
应付账款	78	116	177	257	少数股东损益	3	4	5	8
其他	51	35	38	44	归属母公司净利润	111	164	240	342
非流动负债	64	51	39	24	EBITDA	109	150	225	322
长期借款	24	24	24	24	EPS (元)	0.74	0.55	0.80	1.14
其他	40	27	15	0					
负债合计	209	365	379	529	主要财务比率				
少数股东权益	25	28	34	42	会计年度	2010	2011E	2012	2013E
股本	150	300	300	300	成长能力				
资本公积	766	616	616	616	营业收入	53.4%	48.6%	50.5%	43.9%
留存收益	230	349	589	931	营业利润	33.7%	56.1%	48.6%	43.8%
归属母公司股东权益	1146	1265	1505	1847	归属于母公司净利润	30.3%	46.9%	46.5%	42.3%
负债和股东权益	1380	1659	1918	2417	获利能力				
					毛利率	46.2%	46.0%	45.3%	44.9%
					净利率	23.1%	22.8%	22.2%	22.0%
					ROE	9.7%	12.9%	15.9%	18.5%
					ROIC	22.7%	25.2%	29.7%	34.2%
					偿债能力				
					资产负债率	15.1%	22.0%	19.8%	21.9%
					净负债比率	26.76	51.09%	39.08	43.05%
					流动比率	6.87	3.71	3.98	3.53
					速动比率	6.48	3.47	3.63	3.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.51	0.47	0.60	0.72
					应收账款周转率	5.05	4.85	4.81	4.72
					应付账款周转率	4.01	3.99	4.03	3.95
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.55	0.80	1.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.32	0.48	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	3.82	4.22	5.02	6.16
					估值比率				
					P/E	46.12	31.39	21.42	15.05
					P/B	4.49	4.06	3.42	2.78
					EV/EBITDA	40	29	19	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434