

日期: 2011年8月9日

行业: IT行业



陈启书
021-53519888-1918
mymailno@hotmail.com
执业证书编号: S0870510120022

战略定位“关键基础零部件”研发和制造

■ 主要观点:

1、核心战略定位和5年发展规划

通过去年引入 IBM 咨询,公司除引入了 IBM 管理流程和工具外,公司在未来发展战略方面得到了第一次比较清晰的梳理,并制定了 2011-2015 年的 5 年发展规划。

通过对公司核心竞争能力、制造研发市场前景、中国制造大国及粗加工制造和缺失核心零部件等现实状况的研究和判断,公司已决定未来母公司战略定位是“关键基础零部件”的研发和制造,其他子公司根据不同市场,做不同的整机研发和制造。

国内加工制造业发达,而同时又严重缺乏关键基础零部件技术的现状,是公司战略定位转变的主要出发点。例如:铁路的 TVM,核心部件除新北洋提供外,其他都必须进口;又如银行自助设备,国内主要是整机装配,而其核心利润和进入壁垒在于整机中的关键部件技术(如纸币识别器),而非整机。

根据新的战略定位,公司也制定了 5 年发展规划,整体目标和要求是“稳健持续高速”。(我们估计,未来 5 年业务平均增速应不低于 30%。)

2、核心技术和关键基础零部件

公司目前具备有热打印和接触式扫描等两大核心技术。公司一方面围绕这两大核心技术,实现相关的关键基础零部件发展和突破,如,热打印头、接触式扫描头、高铁磁客票打印机芯、磁客票扫描机芯,以及纸币识别模块等。

热打印技术,具备速度快、体积小、成本低、维护方便、打印头耐用,以及适应大负荷或抗震动等恶劣环境应用特点,在条码标签、票据等领域应用多。其缺点是保存时间较短,不适应需要留存的重要票据和文档打印。但是,目前热敏方式打印技术不断进步,较高级的热敏打印纸可保持 10 年以上。比较目前的 4 大打印技术,激光和热打印是未来的主要趋势。

热打印头目前全球只有 5、6 家生产,除了山东华菱外,其他的全在日本,华菱去年全球排名第三位(去年全球 3000 多支),约 600 多万支,约占全球的 15% 以上,估计今年能达到 800 万支。

扫描技术主要围绕华菱光电的接触式扫描头,接触式扫描,具备高速、全息扫描的特征,适应多种防伪信息识别和高速识别等高端应用,如,今年央行要求,从 5 月 1 日起国内验钞机国家标准提高,目前只有使用接触式图像传感器扫描方式可达到新的标准要求。

纸币处理器方面,今年 5 月份已有一款产品通过 BPS 在美国美联储进行检测,测试大约需要 3 个月;但这种测试是需要多次,最后才可能进行批量生产,批量生产大约到 12 年或 13 年。

基础数据(11Q1)

报告日股价(元)	21.07
12mth A 股价格区间(元)	52.58/15.55
总股本(百万股)	300.00
无限售 A 股/总股本	51.98%
流通市值(百万元)	3,285.45
每股净资产(元)	3.74
PBR(X)	5.64
DPS(Y10,元)	0.30

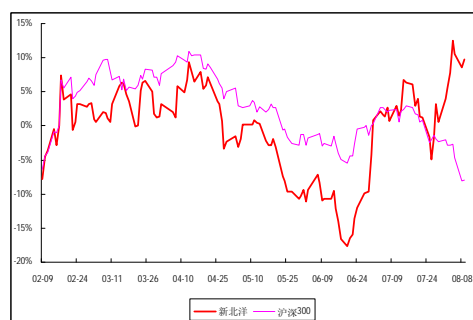
主要股东(11Q1)

威海北洋电气集团股份有限公	13.71%
威海联众利丰投资股份有限公	13.33%
山东省高新技术投资有限公司	12.68%
中国华融资产管理公司	9.48%
威海国有资产经营(集团)有限公	6.13%

收入结构(Y10)

条码/标签打印机	32.41%
收据/日志打印机	25.64%
相关产品	23.84%
嵌入式打印机	11.08%
租赁收入	1.73%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关研究报告:《得益于专业打印机市场需求的不断提升》、《向高端设备研发和制造方向发展》

首次报告日期: 2010年3月8日

另一方面，将围绕核心市场，推出相关产品核心需求的关键零部件，如闸机产品中的门模块。

闸机门模块，目前技术都是进口，其门模块实际是涉及到机械、控制、软件、传感等多方面技术，并且对其故障率、速度、安全等要求非常高，如无故障率需求达到 100 万次。目前该项技术正开发验证阶段，计划明年投放市场。

公司的核心优势在于技术研发和快速市场需求反映等方面，预计公司未来将不断推出新的技术和产品系列，开拓新的市场空间。

3、主要设备和市场

1) 条码\标签打印机。

通用扫描技术不断进步，主要围绕特定行业和特定领域和新兴技术，条码标签应用范围不断扩大。

如，在物联网自动识别技术出现后，条码应用不但不是减少，反而增多，因为电子标签有时会坏掉，所以在有电子标签同时，明码标签也同样需要。

条码打印机全球不过 10 家。过去主要是制造、物流、商业零售等领域使用，这些领域占条码标签打印机需求的 80%以上；目前在铁路、公路、航空、邮政等专用领域出现大规模应用。

2) 收据\日志打印机。

去年引入的双面打印技术，但还不是公司重点。我们主要是针对以 80 毫米宽为主的收据\日志打印机，其他宽度有 50 和 100 毫米，主要应用在商业和零售领域。

目前，北美对收据打印机的需求是 200 万台，中国不到 20 万台，这说明中国未来空间还非常大。全球需求主要集中在 中国、印度、中欧等地区；国外发达地区更新需求占 80%左右，新增占 20%左右。

公司正不断提高打印机的各种性能，如打印速度，目前可实现 300 毫米/秒。公司产品价格低，性价比高，正在国际市场替代其他传统打印机厂商。

3) 打印机市场的国际化发展规划。

经过通过 5 年的努力，争取做到全球专用打印机市场前 3-4 位，10 年公司约第 13 位；第一位斑马公司，去年约 6-7 亿美元，即 40 亿人民币左右。（我们估计，目前全球专用打印机市场销售额约为 40 多亿美元，即 240 多亿人民币，斑马公司约占 16%左右份额；未来公司要做到全球 3-4 位，其全球市场份额应该达到 5-8%，15 年全球专用打印机市场销售额应该达到 300 亿以上，即公司专用打印机销售额应达到 15-18 个亿，目前是 4.5 亿左右，即还需要 3-4 倍的增长。）

4) 铁路售检票设备。

虽然，高铁建设速度放慢，但“十二五”期间总量不变，同时，既有线票务系统改造在加速，这包括既有线的车站窗口售票和代售点售票。在“全程全网”售票模式下，高铁和既有线售检票系统融合是必然的趋势。

目前，8 万多公里的既有线，窗口打印机约 2 万多台。另外，在高铁售票对铁路系统外开放后，其他旅游售票点也开始销售火车票，这又大大增加

了磁客票打印机的需求。

公司 TVM 和上游系统集成商合作后，将大大稳定了公司在铁路 TVM 市场的地位和份额，同时，也确保了公司对 TVM 核心部件，如打印机芯等的供应。

公司闸机机芯，目前已小批量生产，约几百台。相比国外进口机芯，公司产品具备检票速度快、磁票正反面通行和卡纸检修简易等优点，未来可望增加份额。

公司新开发的闸机门模块，目前正处于技术开发阶段。闸机门模块，目前全是进口，其门模块主要涉及到机械、控制、软件、传感等技术，而且须具备 100 万次故障率、高速、安全等要求。

5) 金融设备。

公司支票扫描仪主要是以 ODM 方式向美国 BPS 销售。BPS 的支票扫描仪，北美市场占有率是最高的，曾经达到 70% 份额，目前出现下降；北美市场占世界支票扫描仪市场的 70% 左右。

目前支票扫描仪需求在出现增长，主要是开始出现商户使用，支票受理商户可通过支票扫描仪，将支票扫描为电子形式，传输到银行进行处理，而不必定期将支票原件集中送到银行进行处理。

目前公司 ODM 生产的都是公司研发改进的新款支票扫描仪，去年主要是 2 款，今年已有 5 款（我们估计，上半年销售额可能超过去年）。

BPS 将研发也委托给公司，主要是国外人员成本高，相比国内大约 10:1 的成本人员；同时，看中公司研发能力和公司扫描技术方面的积累。（我们估计，仅支票扫描仪今年约 7 千万以上，12 年约 1 个多亿，13 年能达到 1.5 个亿的规模）。

同时，在国内支票等银行票据扫描设备市场方面，也将逐步取得和一些银行类系统集成商的合作和收入突破。

金融设备产品另外还涉及到金融类用扫描头和纸币处理设备。

在纸币处理设备方面，公司是面向国际市场，将获得国际权威认证，市场定位也是明确在基础零部件上。

4、董事长和总经理增持情况

董事长和总经理增持情况出发点是低位增持，价格被低估就增持；资金来源是个人理财产品，增持价格为 17.57 元，但实际成本可能更高。

■ 投资建议

建议买入。但同时注意公司未来的具体发展计划策略调整和诸多外围市场因素变化对公司发展带来的潜在风险。

■ 数据预测与估值：

项目（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	483.05	739.84	1,069.92	1,465.72
增长率	53.39%	53.16%	44.61%	36.99%
毛利率	46.24%	47.76%	48.89%	49.24%
二、营业总成本	403.47	601.95	865.14	1,184.58

营业成本	259.67	386.51	546.84	743.98
营业税金及附加	4.46	5.92	8.56	11.73
销售费用	46.49	73.76	106.99	146.57
管理费用	96.01	144.64	203.28	277.02
财务费用	-5.12	-11.10	-3.74	-0.88
资产减值损失	1.96	2.22	3.21	6.16
三、主营业务利润	79.58	137.89	204.77	281.14
增长率	39.20%	73.27%	48.51%	37.29%
收入比	16.47%	18.64%	19.14%	19.18%
公允价值变动净收益				
投资净收益	14.89	19.35	30.96	43.35
汇兑净收益				
四、营业利润	94.47	157.24	235.74	324.49
营业外净收益	27.57	37.78	39.25	44.31
五、利润总额	122.03	195.02	274.99	368.81
减：所得税	7.92	12.68	17.87	23.97
六、净利润	114.11	182.35	257.11	344.83
少数股东损益	2.62			
归属于母公司所有者的净利润	111.49	182.35	257.11	344.83
增长率	30.27%	63.55%	41.00%	34.12%
收入比	23.08%	24.65%	24.03%	23.53%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	281.00	300.00	300.00	300.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.79	0.61	0.86	1.15
增长率	3.95%	-23.06%	41.00%	34.12%
PER(X)	26.67	34.66	24.58	18.33
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.37	0.61	0.86	1.15
增长率	30.27%	63.55%	41.00%	34.12%
PER(X)	56.69	34.66	24.58	18.33

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为2011-08-09日收盘价）

附分析师简介：2011年，荣获“FT StarMine 2011年度全球卖方分析师评选”（英国金融时报和路透旗下StarMine合作主办）“亚洲地区”奖项——软件与IT服务行业“最佳行业选股”第一名，“2011年天眼中国证券分析师评选”“最佳独立见解分析师”奖项，另还获得了“明星分析师”入围奖；2010年，获得朝阳永续“中国证券行业最佳伯乐奖评选”个人优胜组合奖；2009年，获得今日投资“信息技术最佳分析师奖”，以及“明星分析师入围奖”。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。