

日期: 2012年5月29日

行业: IT-电脑与智能化装备制造



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

# 实现金融和铁路两大核心市场的不断突破

## 基础数据(Y11)

报告日股价(元)	17.03
12mth A 股价格区间 (元)	36.18/15.55
总股本 (百万股)	300.00
无限售 A 股/总股本	51.01%
流通市值 (百万元)	1,068.07
每股净资产 (元)	3.56
PBR (X)	4.15
DPS(Y11,元)	0.20

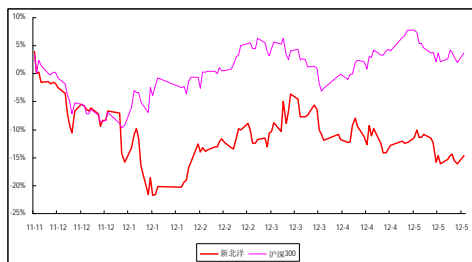
## 主要股东(Y11)

威海北洋电气集团股份有限公司	13.71%
威海联众利丰投资股份有限公司	13.48%
山东省高新技术投资有限公司	10.57%
中国华融资产管理公司	9.48%
威海国有资产经营(集团)有限公司	6.13%

## 收入结构(Y11)

关键基础零部件	18.71%
整机及系统集成产品	73.65%
机械加工	0.33%
租赁收入	1.73%

## 最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



相关报告:《自主创新能力不断增强》、《得益于专业打印机市场需求的不断提升》、《收入和收益率双重提升效应显著》、《预期高铁自动售票市场份额将大大提高》、《受益于高铁打印市场的快速成长》、《加大业务投入力度是业绩低于预期的主导因素》、《向高端设备研发和制造方向发展》

首次报告时间: 2010年3月8日

## 主要观点:

### 金融市场业务有望不断获得重大突破

#### 1、支票扫描仪等金融类产品销售超预期。

从 11 年公司业务发展情况看, 新增业务量最大的是支票扫描仪, 金额达 1 个多亿, 其次是身份证复印机, 同比增长超过 100%; 传统业务增长最快的是嵌入式打印机, 同比增长 50% 以上, 其次是条码标签打印机, 同比增长约近 40%。而前 3 者均和金融市场相关。

支票扫描仪, 是公司结合自身多光谱影像采集、弱磁信号识读、喷墨打印、自动分纸、重张检测等技术优势, 联合世界领先的金融解决方案提供商美国 BPS 公司 (Burroughs Payment Systems) 推出了系列产品。去年原预计其销售收入约 7-8 千万左右, 但最终实现了 1 个多亿。这表明, 公司研发改进和生产的新款支票扫描仪是符合北美市场的。

目前北美市场的支票扫描仪需求增长, 主要是出现在各类商户开始使用支票扫描仪, 例如, 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, 大大提高了资金效率, 同时又减少支票传送的成本。所以, 该系列支票扫描仪在北美市场是适销的, 未来必然继续保持一定的增长。

身份证复印设备, 是公司的创新产品, 可实现一次性单、双面复印, 能自动识别身份证明码信息和电子信息真伪, 联机支持二代证电子信息上传、数据备份、联网核查等, 产品新颖小巧, 功能齐全, 更能节约纸张和时间, 所以受到了金融、电信等行业的喜爱, 销售有望继续增长。

嵌入式打印机, 是公司的传统产品, 但目前公司已几乎和国内具备打印功能的各大金融产品生产商都取得了业务联系, 去年增量也主要是来源于金融产品市场, 未来公司在该领域的市场份额和地位有望继续扩大。

#### 2、新技术和新产品将不断推出。

识币器, 是公司超额募集的资金投入“金融设备研发、中试生产项目”中的核心产品, 原计划 13 年开始小批量生产, 但目前该产品开发已通过中试验证, 计划今年完成客户验证并实现小批量销售。

目前该产品市场依然为国际少数厂商所垄断, 国内虽有部分厂商也实现自产自用, 但其市场定位也主要是自产自用, 和公司作为核心基础零部件供应商的市场定位是不同的, 而且, 公司还具备着已通过子公司掌握了识别器中的 CIS 等核心器件技术, 以及和国际知名厂商合作可进行复杂的外币验证等优势。

识币器的技术和市场的成功突破, 将为出币器、钱箱模块、智能钱箱等技术以及各类自助服务设备奠定了扎实的基础。

另外，新北洋首家推出高速、高可靠的热转印打印方式支票打印机，以及可应用于商业支付的混合打印机，满足金融机构支票批量打印及商业网点支票标注打印等应用需求。

实际上，公司通过 H1、H2 和 H3 业务（即成熟核心、成长型和新兴机会业务）开发和成长战略，以及不断加强的基础性技术研发，将不断推出新产品，贡献新增长。

### 3、国外的成熟合作，必将推向国内市场。

目前，公司支票扫描与打印设备，以及纸币处理设备，主要是面向国外成熟市场，和国外知名厂商的成功合作，并取得国外市场的突破和认同后，公司必将相应的技术和产品推向国内市场。

公司这种先国外后国内市场推广的策略，主要是因为目前金融产品的核心认证还主要集中在欧美地区，其核心部件的竞争，也主要是和国际厂商在全球市场上的竞争。获得国际市场的认同，国内市场更应该顺理成章了。

在国内金融产品市场，除了提供专业的支票和纸币处理设备外，公司还将通过识币器和打印等核心部件优势，在交通、电信、交警、电力和社保等领域的自助服务设备市场取得一定市场地位。

### 4、CIS 扫描头面临爆发式成长。

华菱光电是公司的子公司，主要从事接触式扫描 CIS 的研发和生产，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。

去年该子公司实现净利润的 109.20% 增长，主要得益于国内清分机和验钞机国标标准提高，目前只有使用接触式图像传感器扫描方式才可达到新的国标要求，例如，目前送检 A 类点钞机到央行的 14 家左右厂商，所使用的核心部件接触式扫描头都是来自于公司子公司华菱光电所生产。

公司子公司华菱光电，是聚龙股份的第一大供应商，主要提供 CIS 扫描头，从聚龙股份的情况看，目前国内银行开始逐渐更新和添加装备的还主要是清分机系列，银行用 A 类点钞机也于今年已开始逐渐更新替换为新国标。目前，国内银行网点约 20 万家，如每个网点平均约 4 个柜台，每个柜台必配备一台 A 类点钞机，未来的市场空间就达到 80 万台。加上清分机等其他验钞系列，再加上非银行商户用点钞验钞机系列，其市场需求空间将是非常巨大。

所以，公司子公司华菱光电具备爆发式成长的潜力，目前已进行了股份改造，而且该子公司无实际控制人，未来 1-3 年具备独立上市的可能。

### 5、金融市场业务已成为公司重要支柱业务之一

公司拥有热打印和接触式扫描两大技术，而金融行业恰恰是各种打印需求较大，同时又纸币和支票扫描技术需求大特征。所以，金融行业市场必然将成为公司的核心目标市场。

公司拥有凭条打印、日志打印、查询明细打印、发票打印、排队号票打印，可应用于 ATM 机、查询缴费机、排队机、自助发卡终端等金融机具，满足自助打印交易凭条/日志、查询缴费明细/发票、排队号票；公司拥有支票处理、纸币鉴别、身份证卡扫描/识别/复印等系列产品，可应用于 ATM

机、清分机、点钞验钞机、支票扫描仪等金融机具，满足支票处理、纸币鉴别以及身份证卡扫描/识别/复印等应用需求。

2010年6月，公司根据国内外金融信息化设备快速发展的市场需求，组建了金融设备事业部，从11年业务发展实际情况看，金融市场业务已成为公司重要支柱业务之一。

### 以技术和产品领先策略应对铁路市场政策和格局的变化

公司2011年在铁路市场业务的发展是低于预期的。2011年新兴铁路售票设备销售约为6千多万，而2010年约为9千多万，同比出现下降。造成该下降的因素显然主要是，出人意料的“7·23”甬温线事故，由此导致高速铁路安全大检查，铁路出现大停工。公司11年6千多万的铁路市场业务收入，主要集中在1-2季度，主要是来自于京沪线工程的采购。

铁路大停工事件，也导致了铁路政策和市场格局发生了一定的变化。面对这些政策和市场环境的变化，公司应对的策略是继续加大相关技术专利的申请，并不断开发新的核心零部件产品，进一步稳固公司产品在铁路市场上的地位。

在传统铁路客票打印机市场，公司一直具有较高的市场地位和荣誉。1997年国产第一台客票打印机（小型热转印打印机）就是由公司研制成功，并荣获国家科学技术进步二等奖，成为截至目前中国计算机外设领域迄今为止唯一的国家科学技术进步奖。公司最早的产品应用也是在铁路系统，目前已累计向全国铁路系统提供票据打印机超过2万台，市场份额高达60%以上。在中国铁路行包公司标签打印机市场，公司是惟一供应商，市场份额100%。

在新兴的铁路售票设备市场，公司成功的研发出国内第一台磁客票打印机，突破了国外技术和产品的垄断，为国产化、自主创新型和世界一流的中国高铁发展做出了贡献。公司磁客票打印机和自动售票机打印机芯依然拥有几乎100%的市场份额，同时，在自动检票机的扫描机芯模块和闸机门模块都实现自主产品创新，并开始逐渐替代进口；子公司苏州智通的自动售票机的市场地位和份额也不断得以提高。

在新兴高铁售票设备市场中，公司的市场地位是来自于公司技术和产品的不断自主创新，并取得了多方面的发明创造。

公司拥有相关技术专利，产品性能卓越，市场地位领先，所以，在不同的市场环境格局下，公司的产品优势将依然存在。

在政策方面，铁路基建投资无论如何，铁路建设向安全性、信息化和高端制造的方向不会变。在稳定可持续的投资建设和政企分开市场化运营的策略下，将更加注重运营安全、运营质量和运营效率，存量铁路线的安全性和信息化改造投资或将逐渐加大，其中，现代化的客户服务和票务运营将成为建设重点之一。

相对于金融市场，铁路市场也将是公司核心市场之一，前者市场成熟稳定信息化程度高，更新改造和应用空间大，可应用的打印和扫描技术产品系列多；后者是一个新兴发起的铁路售票设备市场，同样覆盖打印和扫描两大类技术产品，未来增量较大，而且公司市场优势更加明显。所以，虽然已存在铁路大停工、政策和系统集成商格局等方面的变化，但铁路市场依

然将是公司未来发展的核心市场之一。

去年铁路市场环境恶化突变可谓之极,但公司依然实现了公司净利润 40% 以上的增长。按照铁路部规划和开工时间,由于京沪线提前投产,2011 年本来是铁路投产里程数最多的一年,但却由于意外事件停工,导致 2011 年实际投产里程数仅 1421 公里。如维持原投产计划不变,2012 年需投产里程数达 6287 公里,这将使得 2012 年成为铁路投产里程数最多的一年,同比增长达 342%。

铁路售检票设备市场需求,和新投产铁路线路完全相关,公司相关产品保持着充分的技术专利壁垒和市场地位,在保持谨慎市场环境格局下,公司对应产品收入将在下半年出现恢复和较大增长(自动售票机将由子公司苏州智通销售,如考虑此销售收入,增长将更可观)。

**表1 2011 和 2012 年投产里程数比较**

项目	公里数	实际投产比例	投资额(亿)	实际投资比例
2011 年计划投产	4715		6,393	
2011 年实际投产	1421	30%	4610.84	72%
未完工数	3294		1,782	
2012 原计划投产	2993		3,255	
预计 2012 累计需投产数	6287		5,037	
<b>预计公里数同比增长率</b>	<b>342%</b>			

数据来源: 铁路部, 上海证券研究所整理

而且,目前铁路售检票设备投入的主要是建设资金,和新增基建投资相关大,后期还存在着更大量的存量铁路线售检票设备系统的改造,将更多由其他运营和技术改造资金进行投入。甚至,在规模和成本的优势下,同样的售检票设备的技术和产品,还具备向航空、城市轨道交通和长途客运等市场渗透的潜力。

### 品牌化和国际化发展战略推动专业热打印业务继续稳步扩展

公司的中期发展目标是致力成为国际化一流公司,在专用打印设备领域进入全球前列。

目前,公司在全球专用打印机市场份额约 1%,加上全球专用打印机约 4-5% 增长,公司如要实现其中期发展目标,公司业务还须增长约 10 倍以上。

公司庞大的发展战略,必须立足于全球市场。相对于国内市场,国外市场容量更大。打印技术和产品市场目前已处于成熟周期,国外一些多业务的大公司,其为了实现业务的不断增长,其打印业务存在着产品调整和产能转移的需求。同时,国内研发和制造成本低,国际一些打印需求的系统集成商,更愿意寻求价格更低的厂商。所以,国际打印市场产能具备向国内大量转移的趋势,公司国际化发展战略潜力巨大。

**表2 公司国外业务近年增长情况**

项目	2011 年收入	2010 年收入	2009 年收入
国外销售 (万元)	22,293.60	12,126.50	8,161.79
同比增长	84%	49%	



数据来源：公司公告，上海证券研究所

在国内市场，除了国内某些专业打印市场，如铁路和彩票等，市场份额较高外，其他专业打印市场，如商超和金融等，更多为国际品牌厂商先入为主。目前，随着公司技术、规模和品牌的不断提升，也存在着逐步扩大市场份额和地位的潜力。

### 维持“持续、稳定、高速”的发展预期不变

整体上，我们认为，一方面，公司将通过产能和市场份额的扩张，实现打印扫描设备的稳定增长；另一方面，公司通过不断的新技术、新产品和新市场的开发，通过 H1、H2 和 H3 业务（即成熟核心、成长型和新兴机会业务）开发和成长战略，不断向其他“高技术、高成长和高附加值”的高端设备研发和制造方向拓展，从而获得新的高速发展；同时，为实现国际一流的发展目标，公司必然将通过收购兼并等“外延式”策略来实现快速的扩张。所以，对公司“持续、稳健和高速”的发展预期不变。

公司不断加强的基础性技术研发和产品创新能力，以及优秀的战略管理和市场发展能力，将使得公司价值具备着不断提升的潜力。

预计 2012-2014 年公司可分别实现营业收入同比增长 44.67%、36.70% 和 40.55%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 52.12%、37.46% 和 41.39%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.83 元、1.14 元和 1.62 元。目前股价对应 2012-2014 年的动态市盈率分别为 20.49、14.91 和 10.54 倍。

所以，维持对公司投资评级为未来 6 个月“超强大市”。同时注意公司业务计划调整和外部市场环境变化的风险。

### ■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	658.86	953.17	1,302.94	1,831.23
年增长率（%）	36.40	44.67	36.70	40.55
归属于母公司所有者的净利润	163.89	249.31	342.69	484.53
年增长率（%）	46.99	52.12	37.46	41.39
每股收益（最新股本摊薄，元）	0.55	0.83	1.14	1.62
PER (X)	31.17	20.49	14.91	10.54

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为 2012-05-28 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，“中国和香港地区”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”，以及“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	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	<b>Underperform</b>	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	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	<b>Cautious</b>	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。