

计算机设备

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@china-invs.cn

新北洋

002376

推荐

国内金融市场和海外 ODM 驱动 13 年增长

投资要点:

- **专注于研发, 产品线丰富:** 相对于销售而言, 新北洋更加专注于产品研发, 丰富的产品线使新北洋近年来收入增速的波动性相对较小, 但不够贴近最终客户也使得公司业绩难有爆发性增长。
- **以快速定制开发为主:** 与国际竞争对手相比, 新北洋在技术上有一定差距, 但人力成本优势明显, 面向行业大客户的快速定制开发成为其主要竞争战略。公司从挖掘客户需求到产品研发成功出货只需要 3-4 个月时间, 可以快速相应客户需求。
- **国内金融市场机遇大:** 近年来国内银行流程再造进入高峰期。带来大量打印、扫描设备和自助设备需求, 根据国外经验, 银行在完成流程改造后, 票据自助打印和扫描设备数量是 ATM 设备的约 2 倍, 目前国内 ATM 保有量超过 40 万台, 而票据自助打印和扫描设备市场才刚刚起步, 未来潜力巨大。新北洋近期公告成立新的控股子公司, 正是为了聚焦银行业大客户市场, 深度挖掘市场需求, 预计未来几年公司银行票据扫描、打印和自助设备销售有望高速增长。
- **海外 ODM 客户有望在 2 季度落地:** 目前新北洋已经与海外金融、零售等多个领域专用打印机出货前三名的企业建立了战略合作, 未来合作方式是对方向服务转型, 将硬件制造交给公司。12 年新北洋收入增速低于预期部分原因正是海外 ODM 客户落单延后, 预计今年 2 季度新的 ODM 大客户有望逐步落地, 推动公司 13 年海外业务收入较快增长。
- **盈利预测与投资评级:** 预计 12-14 年 EPS 分别为 0.91、1.18 和 1.51 元, 推荐评级。
- **风险提示:** 核心人员流失风险

6-12 个月目标价: 24.00 元

当前股价: 20.58 元

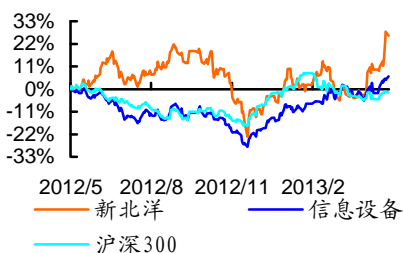
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2241.92
总股本(百万)	300
流通股本(百万)	241
流通市值(亿)	50
EPS	0.10
每股净资产(元)	4.80
资产负债率	12.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新北洋	25.49%	19.93%	19.30%
信息设备	9.72%	14.27%	31.12%
沪深 300	2.79%	-8.69%	14.39%



相关报告

- 《新北洋-13 年增长有望加快》2013-4-19
- 《新北洋 - 在高铁收入下滑的背景下较快增长》2012-8-22
- 《新北洋 - 产品应用范围不断广泛》2012-7-17

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	756	989	1259	1606
收入同比(%)	15%	31%	27%	28%
归属母公司净利润	205	274	353	453
净利润同比(%)	25%	33%	29%	28%
毛利率(%)	48.8%	48.8%	48.7%	48.7%
ROE(%)	14.6%	16.2%	17.3%	18.2%
每股收益(元)	0.68	0.91	1.18	1.51
P/E	24.84	18.64	14.46	11.26
P/B	3.62	3.03	2.50	2.05
EV/EBITDA	23	17	13	11

资料来源: 中投证券研究所

一、公司介绍

1.1 技术为先

热打印头（TPH）和接触式图像传感器（CIS）是专用打印扫描产品的关键基础零件，分别由新北洋参股的两家合资公司山东华菱电子（TPH）和威海华菱光电（CIS）自主研发生产。两家合资公司成立初期主要生产传真机用 TPH 和 CIS，因为传真机市场逐渐萎缩且价格竞争激励，两家合资公司经过多年持续的产品结构调整，**目前生产和销售的产品以非传真机用的 TPH 和 CIS 为主，相关产品的技术和专利已经全部由两家合资公司所独立掌握和拥有**，市场份额分别排名世界第三和第五。

图 1: TPH 市场份额

TPH世界市场占有率12.2%，排名第三

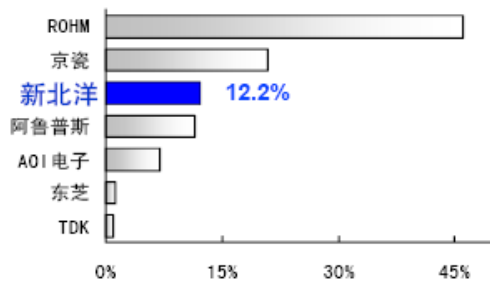
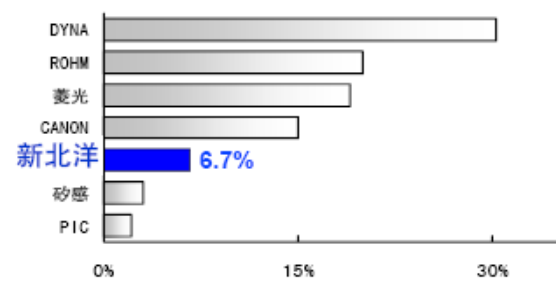


图 2: CIS 市场份额

CIS世界市场占有率6.7%，排名第五

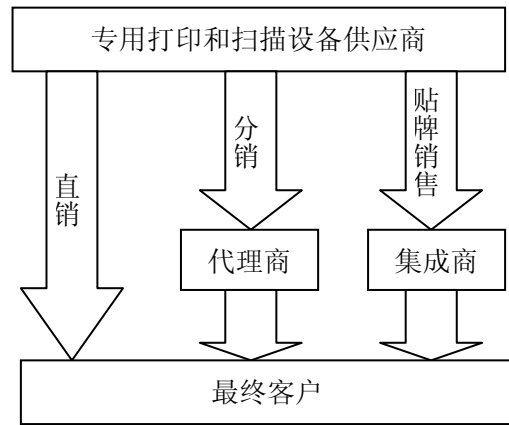


资料来源: wind, 中投证券研究所

新北洋专用打印扫描产品涉及光、机、电一体化等多项高新技术领域，公司的核心技术主要是各种关键基础部件、各种整机产品及系统集成产品的研发。截止 2012 年 12 月 31 日，新北洋拥有专利 233 项（其中发明专利 53 项，含国际发明专利 7 项），正在申请并受理的专利 288 项（其中发明专利 249 项，含国际发明专利 119 项）。

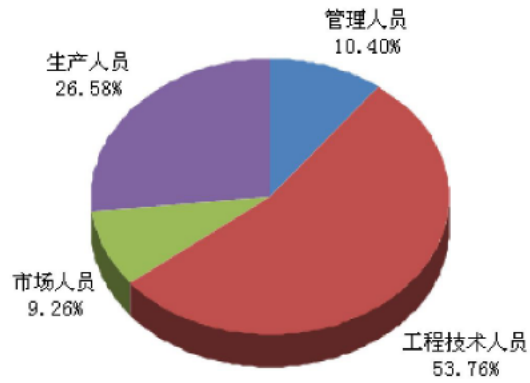
12 年新北洋收入 7.6 亿元，我们推测其专用打印和扫描产品收入占比在 80%以上，由于产品种类繁多，且专用打印和扫描产品通常作为零部件或者与其他产品配套使用以满足客户应用需求，**通过经销商/代理商的分销和通过系统集成商的贴牌销售是新北洋产品重要的销售模式。相对于销售而言，新北洋更加专注于产品研发**，截止到 2012 年底，新北洋共有员工 1490 人，其中工程技术人员 801 人，占员工总数的 50%以上，而市场人员占比不足 10%。**公司近年来管理费用率高于可比企业，而销售费用率低于可比企业。**

图 3: 新北洋专用打印和扫描设备销售模式



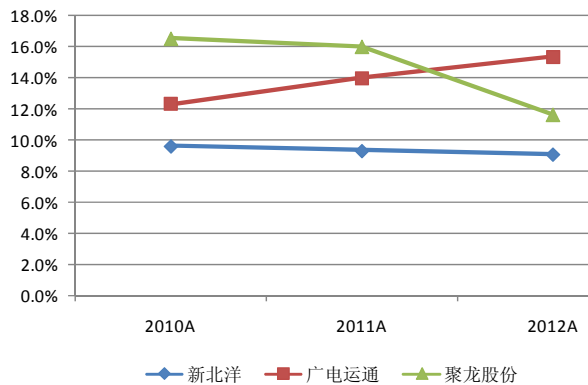
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 4: 新北洋 12 年底人员结构



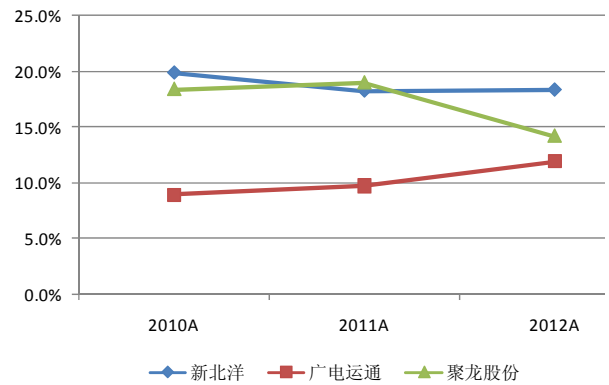
资料来源: wind, 中投证券研究所

图 5: 代表性计算机设备企业销售费用率



资料来源: wind, 中投证券研究所

图 6: 代表性计算机设备企业管理费用率



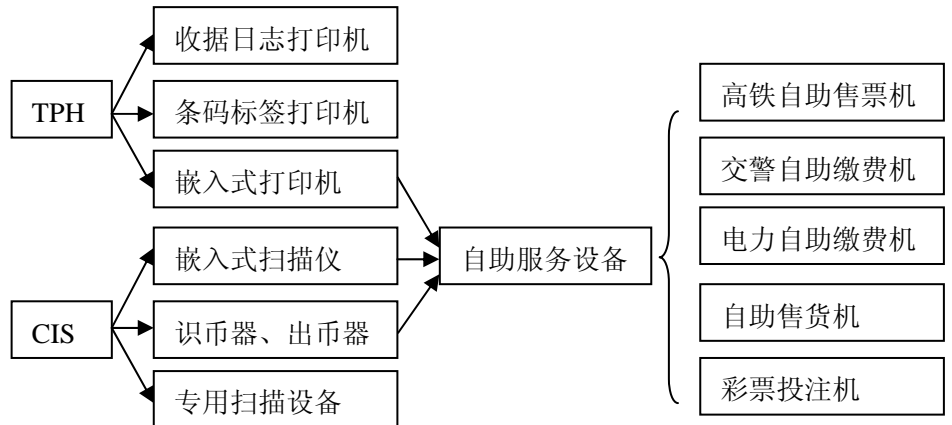
1.2 产品线丰富

由于专用打印产品的市场专业性强，国外知名厂商在发展初期通常只生产某一系列的专用打印机，例如日本的 EPSON 以生产收据/日志打印机为主，美国的 ZEBRA 专注于条码/标签打印机，而新北洋开始进入专用打印机领域时，考虑到技术和市场会融合交叉的发展趋势，同时进入了专用打印机所涉及的主要领域。

2010 年上市后新北洋又加大了对专用扫描类产品的开发力度，特别是通过和 BPS 合作开发支票扫描仪，使得扫描类产品收入占比大幅提高，我们认为拓宽产品线是新北洋增长的主要战略之一，反应了公司专注于研发的基因。

目前新北洋依托于两个参股子公司的核心技术，形成了关键基础零部件、整机及系统集成产品两大产品体系、六大系列、100 多个产品，是专业打印和扫描领域产品线最丰富的企业。

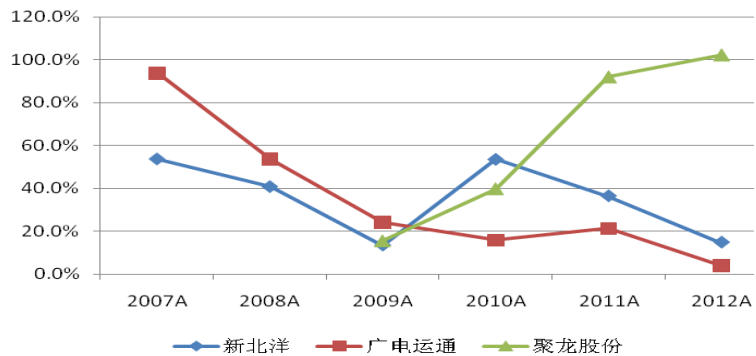
图 7: 新北洋主要产品一览



资料来源：公司网站，中投证券研究所

与国内其他计算机设备企业相比，新北洋丰富的产品线使其收入增长不依赖于某类产品或者某个行业，例如新北洋在传统收据/日志打印机收入增速放缓，高铁项目暂停的背景下依然能够保持较快增长，近年来收入增速的波动性相对较小，但不够贴近最终客户也使得公司业绩难有爆发性增长。

图 8: 代表性计算机设备企业近年来收入增速



资料来源：wind，中投证券研究所

1.3 以快速定制开发为主

新北洋目前主要竞争对手是国际厂商 EPSON（票据日志打印机/嵌入式打印机）和 ZEBRA（条码标签打印机），与这些竞争对手相比，新北洋在技术上特别是工业设计能力上有一定差距，但人力成本优势明显，特别是研发人员工资仅为海外竞争对手的约 1/20，因此**面向行业大客户的快速定制开发成为新北洋的主要竞争战略。**（特别是在国内市场）

新北洋拥有从核心零部件设计生产到整机及系统集成的定制开发能力，拥有中国最大的专用打印扫描产品研发和生产基地，同时建立了以客户需求为导向的 IPD 集成产品开发体系，**从挖掘客户需求到产品研发连接紧密，出货只需要 3-4 个月时间**，可以快速相应客户需求。

同时新北洋在国内建立了立体而灵活的“3+1”服务架构，为客户提供本土化的服务和快速的响应。3 即以威海总部为中心，链接北京、上海、广州、等全国九大客服中心，以及全国各地授权代理服务商的“3 级服务网络”；1 即为金融等行业大客户配备的“1 支大客户客服队伍”，提供点对点的技术支持和售后服务。

图 9：新北洋国内服务网络



资料来源：公司网站，中投证券研究所

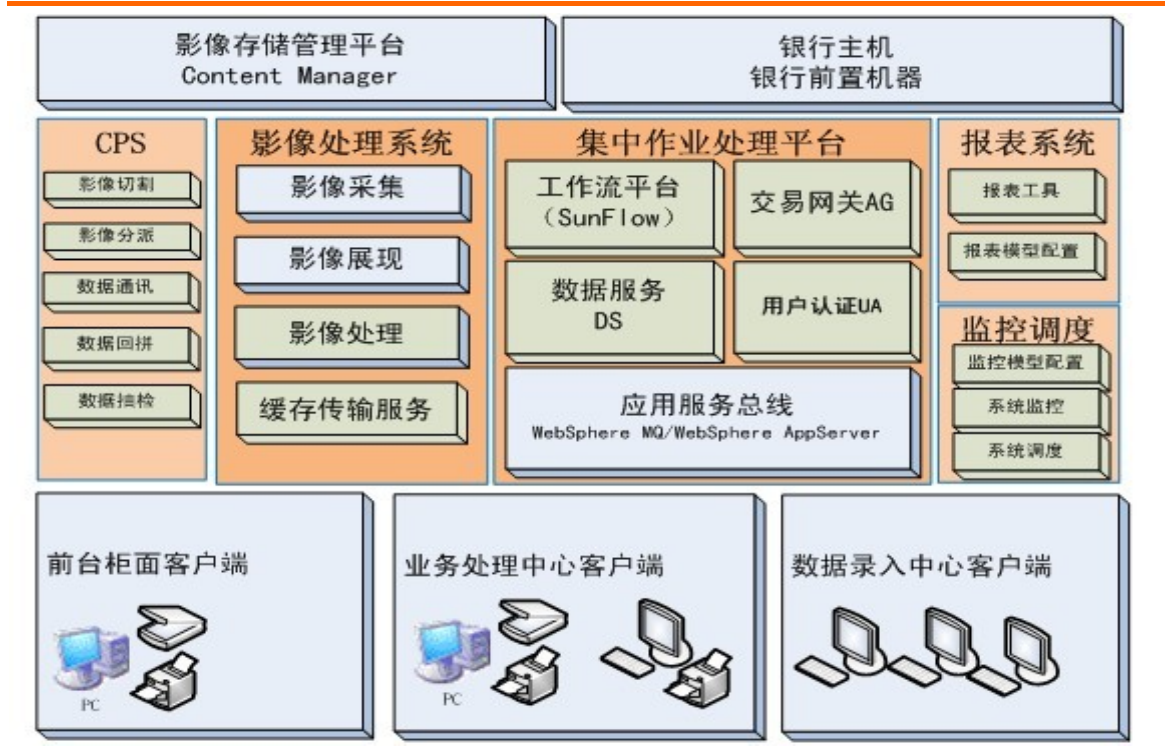
铁路领域，新北洋是最大的客票打印机供应商、铁路行包打印机唯一设备供应商，城际旅客列车自动售检票系统“磁编码客票打印机”指定供应商；彩票领域，新北洋独家自主研发彩票专用嵌入式扫描打印一体机，扫描和打印模块市场占有率第一；邮政领域，新北洋是国家邮政信息化总工程条码/标签打印机的第一供应商；电力领域，新北洋利用国家电力专用警示标签升级改造的契机，成功开发出国内首创的 500mm 宽幅电力标签打印机产品，满足了客户宽幅标签打印的需求；交警领域，新北洋集成自身先进的自助设备设计及制造技术、集成软件开发技术、网络触摸浏览技术和系统集成技术，为公安交警执法部门定制开发的“一站式”的自助查询缴费系统。

二、国内银行市场和海外 ODM 驱动 13 年增长

2.1 国内银行市场机遇大

近年来国内银行流程再造进入高峰期，流程再造将大量前台业务利用影像、工作流等技术纳入后台集中处理，有效控制银行经营风险。银行业务的前后台分离主要通过数码扫描方式实现影像采集，带来大量的票据扫描设备需求；银行前后台业务分离的过程中，大量自助设备在前台使用以替代人工；同时近年来银行票据业务量突飞猛击，带来批量、高速的票据打印设备需求。**根据国外经验，银行在完成流程改造后，票据自助打印和扫描设备数量是 ATM 设备的约 2 倍，目前国内 ATM 保有量超过 40 万台，而票据自助打印和扫描设备市场才刚刚起步，未来潜力巨大。**

图 10：流程银行集中作业平台系统架构



资料来源：CCID，中投证券研究所

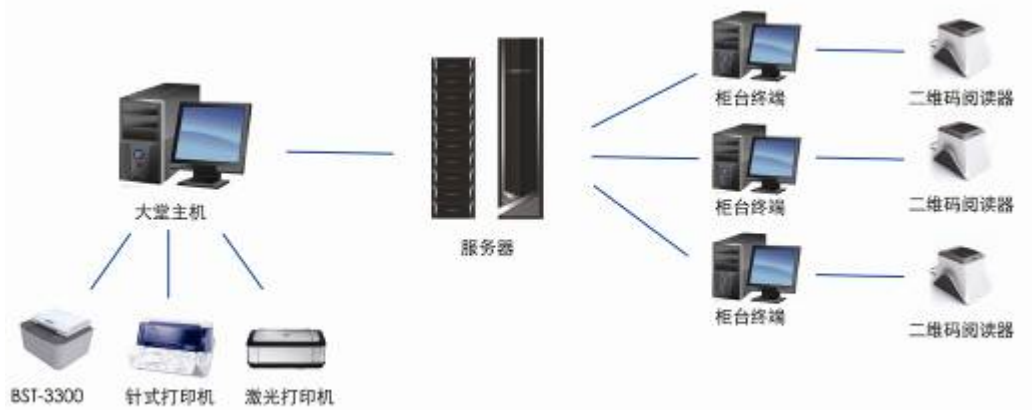
新北洋利用 TPH 和 CIS 两大核心技术，在银行票据扫描与打印、自助填单和自助回单等方面均推出了相应的产品。

票据扫描与打印系列产品涵盖了从专用打印扫描关键基础部件、整机到自助服务终端的多款产品：其中支票扫描仪可满足批量支票影像信息采集需求，提供 OCR 识别、磁信号识别、紫外识别等鉴伪功能，安全性和性价比优势明显；而热转印支票账号打印机满足金融机构支票批量、快速的打印需求，实现二维条码的精确打印。**目前这两款产品已经在国内银行实现批量销售。**同时新北洋也提供票据 ATM，**是全球仅有的两家能提供票据 ATM 核心部件多支票扫描模块的企业**，票据 ATM 是一种高度精密的机电一体化装置，利用磁性代码

卡或者智能卡实现金融交易的自助服务，代替银行柜面人员的工作，在银行近年来对公业务压力不断增大的背景下，票据 ATM 未来几年有望成为银行自助设备采购的重点。

自助填单和自助回单系统是新北洋根据银行客户实际需求，通过软硬件一体化解决方案将银行部分柜台业务分流到大堂经理/自助服务终端：其中自助填单系统主要满足银行柜台/大堂对客户身份信息采集的需求，自动实现客户身份证扫描/识读、身份信息的联网核查、表单打印等功能；而自助回单系统则可完全替代传统的银行回单柜，通过自助服务终端实现回单打印、账页打印、余额及明细查询等多种功能。**这两套系统能够优化银行业务流程，在前台通过自助设备替代人工，在银行应用潜力大。**

图 11: 新北洋自助填单解决方案



资料来源：公司网站，中投证券研究所

近期新北洋公告成立新的控股子公司，正是为了聚焦银行业大客户市场，深度挖掘市场需求，其中合资公司引入了国内金融领域的专业营销人才持股，以弥补公司在银行市场渠道的不足。

2.2、海外 ODM 值得期待

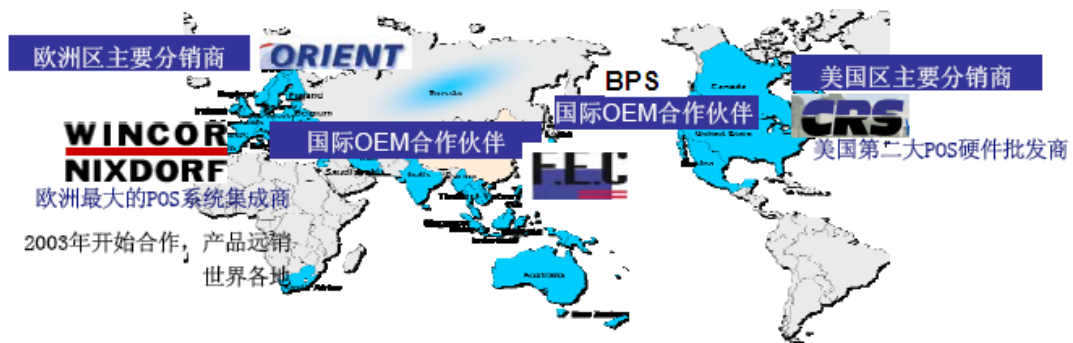
12 年新北洋海外业务收入占比 30%，公司长期目标是将海外业务收入占比提高到 40%左右，其中 ODM 业务收入占比在 50-60%。

从公司收入占比最大的专用打印机市场发展趋势来看，价格下降和快速商品化趋势使得欧美企业难以与亚洲低成本、快速定制开发的制造商竞争，除了 ZEBRA 等少数企业向软件等增值服务方向发展外，整体市场份额逐步向亚洲转移。上述背景下，ODM 大客户战略（新北洋强大的快速定制开发能力和 ODM 合作伙伴强大的市场资源相结合）成为新北洋海外扩张的主要手段，目前新北洋已经与海外金融、零售等多个领域专用打印机出货前三名的企业建立了战略合作，未来合作方式是对方向服务转型，将硬件制造交给新北洋。

12 年新北洋收入增速低于预期部分原因正是海外 ODM 客户落单延后，预计今年 2 季度新的 ODM 大客户有望落地，产品以数据日志打印机和嵌入式打印机为主。

海外专用打印机市场空间广阔，以零售行业为例，专用打印机全球前三名是 IBM、NCR 和 WINCOR，其中 IBM 年出货量在 40 万台左右，NCR 年出货量在 20 万台左右，远超新北洋同类产品目前海外的销售规模。

图 12：新北洋海外业务布局



资料来源：公司网站，中投证券研究所

公司计划在全球成立多个研发中心，最终实现 24 小时不间断的研发，以满足 ODM 大客户快速定制开发的需求，同时丰富海外市场产品线，支持全球化扩张战略。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	953	1130	1467	1936	营业收入	756	989	1259	1606
现金	528	700	927	1248	营业成本	388	507	646	824
应收账款	287	278	354	452	营业税金及附加	7	10	13	16
其它应收款	17	9	12	15	营业费用	69	89	111	136
预付账款	8	5	6	8	管理费用	139	178	224	286
存货	84	101	129	165	财务费用	-11	-7	-10	-15
其他	30	36	38	48	资产减值损失	8	2	2	2
非流动资产	754	841	890	936	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	103	118	118	118	投资净收益	29	34	41	49
固定资产	313	346	354	359	营业利润	185	244	315	406
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	41	57	73	93
其他	248	288	329	370	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1707	1971	2357	2872	利润总额	225	301	387	498
流动负债	217	216	258	323	所得税	18	24	31	40
短期借款	32	7	0	0	净利润	207	277	356	458
应付账款	124	152	194	247	少数股东损益	2	3	4	5
其他	61	57	64	76	归属母公司净利润	205	274	353	453
非流动负债	52	40	28	21	EBITDA	195	268	340	430
长期借款	21	21	21	21	EPS (元)	0.68	0.91	1.18	1.51
其他	32	20	8	0					
负债合计	269	257	286	343	主要财务比率				
少数股东权益	27	30	34	39	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	300	300	300	300	成长能力				
资本公积	616	616	616	616	营业收入	14.8%	30.8%	27.3%	27.5%
留存收益	495	768	1121	1574	营业利润	24.5%	31.8%	29.1%	28.6%
归属母公司股东权益	1410	1684	2036	2489	归属于母公司净利润	25.3%	33.3%	28.9%	28.5%
负债和股东权益	1707	1971	2357	2872	获利能力				
					毛利率	48.8%	48.8%	48.7%	48.7%
					净利率	27.1%	27.7%	28.0%	28.2%
					ROE	14.6%	16.2%	17.3%	18.2%
					ROIC	18.3%	23.5%	26.8%	30.6%
					偿债能力				
					资产负债率	15.8%	13.0%	12.1%	12.0%
					净负债比率	19.59	10.85%	7.24%	6.04%
					流动比率	4.39	5.22	5.69	6.00
					速动比率	4.01	4.76	5.19	5.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.54	0.58	0.61
					应收账款周转率	3.01	3.28	3.73	3.74
					应付账款周转率	3.73	3.68	3.73	3.74
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.91	1.18	1.51
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.92	0.86	1.13
					每股净资产(最新摊薄)	4.70	5.61	6.79	8.30
					估值比率				
					P/E	24.84	18.64	14.46	11.26
					P/B	3.62	3.03	2.50	2.05
					EV/EBITDA	23	17	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-19	《新北洋-13 年增速有望加快》
2012-8-22	《新北洋 - 在高铁收入下滑的背景下较快增长》
2012-7-17	《新北洋 - 产品应用范围不断广泛》
2012-1-15	《新北洋 - 11 年业绩预告点评》
2011-10-24	《新北洋-三季报点评：收入放缓，利润率提高》
2011-8-22	《新北洋-业绩符合预期，看好公司从核心零部件开始的发展模式》
2011-7-1	《新北洋-增持彰显高管对于公司长期发展的信心》
2011-6-13	《新北洋-具备自主核心技术的本土专用打印设备龙头》
2010-9-14	《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》

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

研究团队简介

崔莹, CPA, CFA, 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

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 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, 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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

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