UBS 瑞银

全球证券研究报告

中国

通信技术

UBS Investment Research

新北洋

12个月评级	买入 *保持不变*
12个月目标价	Rmb12.50/US$2.04 *之前：Rmb11.50/US$1.88*
股价	Rmb10.70/US$1.75

路透代码: 002376.SZ 彭博代码002376 CH

2013年8月27日

需求延迟拖累上半年业绩，Q3将是业绩拐点

■ 国内需求不景气拖累公司收入增长

13H1收入增长2.9%，扣非后净利润增长9.7%，业绩符合市场预期。收入增速放缓主要受到两方面影响：一方面，国内餐饮/零售行业销售疲软，高铁/通信/彩票等行业的采购也有一定延迟；另一方面，海外新ODM业务还处于客户试验阶段。

■ 预计Q3将是业绩拐点

公司预计1-9月份净利润增长区间为10%~40%，即1.20亿元-1.53亿元，测算Q3业绩指引为增长13.3%~92.3%。我们认为随着公司直销行业采购开始加速推进，以及海外新ODM客户开始批量供货，Q3将是公司全年业绩的拐点。

■ 下半年重点关注海外ODM市场和金融类产品的开拓

我们预计公司下半年海外新ODM客户将开始实现批量销售，来自海外市场收入将会强劲复苏。国内市场方面，公司深入挖掘金融市场机会，积极拓展金融市场业务，将打开收入上升的通道，未来成长性值得期待。

■ 估值

我们维持公司的“买入”评级，维持13年EPS预测0.43元，上调14/15年EPS为0.57/0.71元（原为0.53/0.65元）。我们基于瑞银VCAM绝对估值模型进行测算（WACC=8.7%），上调目标价至12.5元（此前为11.5元），对应2013年29倍市盈率。

重要数据 （Rmb百万）	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	659	756	920	1,252	1,628
息税前利润（UBS）	117	146	196	265	336
净利润（UBS）	164	205	259	343	423
每股收益（UBS，Rmb）	0.27	0.34	0.43	0.57	0.71
每股股息净值（UBS，Rmb	0.20	0.20	0.16	0.22	0.27

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率（%）	17.4	19.3	21.3	21.2	20.6
ROIC (EBIT) %	25.4	20.7	22.9	28.8	32.7
EV/EBITDA（core）x	-	28.4	28.4	20.1	15.5
市盈率（UBS）（x）	-	26.0	24.8	18.7	15.2
净股息收益率（%）	-	2.3	1.5	2.0	2.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年08月26日23时37分的股价（Rmb10.70）得出；

孙旭
分析师
S1460511010013
janet.sun@ubssecurities.com
+86-213-866 8852

交易数据 (本币/US$)	
52周股价波动范围	Rmb11.63-6.46/US$1.90-1.04
市值	Rmb6.42十亿/US$1.05十亿
已发行股本	600百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量（千股）	7,263
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb69.5

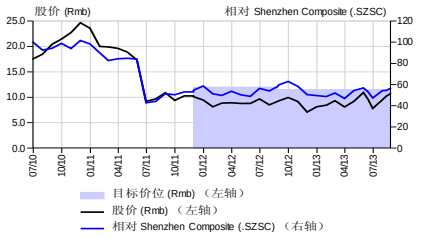
资产负债表数据 12/13E	
股东权益	Rmb1.78十亿
市净率（UBS）	3.6x
净现金（债务）	Rmb0.84十亿

预测回报率	
预测股价涨幅	+16.8%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+18.3%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+9.8%

每股收益（UBS，Rmb）

	12/13E			12/12
	从	到市场预测		实际
Q1	0.10	0.10	0.05	0.15
Q2	0.06	0.07	0.02	0.26
Q3E	0.09	0.08	0.09	0.14
Q4E	0.18	0.23	0.18	0.32
12/13E	0.43	0.43	*0.43*	
12/14E	0.53	0.57	*0.53*	

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

特此鸣谢周中(Zhong.Zhou@ubssecurities.com)对本报告的编制提供帮助

本报告由瑞银证券有限责任公司编制
分析师声明及要求披露的项目从第 11 页开始
UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。
2013/08/27 12:11

新北洋(SZ002376)

评级: 买入

投资主题

12个月目标价： Rmb12.5

投资案件

公司未来业绩超预期的主要动力来自于海外新ODM客户放量和国内金融类新产品。国内银行对自动化设备需求的快速提升为公司开拓金融业务创造良好需求环境，公司产品技术实力雄厚，增长空间较大。海外ODM市场空间同样广阔，公司具有和海外大品牌合作的经验以及明显的成本优势，我们看好公司在全球IT设备产业转移大潮中胜出，给予公司“买入”评级。

乐观情景

在乐观假设条件下，我们假设公司海外ODM客户下半年迅速开始放量，13/14/15年海外收入分别达到2.79亿/4.04亿/5.26亿，则公司13/14/15年EPS分别上调至0.47元/0.65元/0.85元，给予13年30倍PE，每股估值上调至14元。

悲观情景

在悲观假设条件下，即假设海外需求13年无法充分释放，13/14/15年海外业务收入分别为2.36亿/3.57亿/4.63亿，则我们预计13/14/15年EPS将降低至0.39元/0.53元/0.69元，给予公司2013年25倍PE，公司每股估值将下降至9.4元。

近期催化剂

兼并收购取得新突破。

海外或国内大客户订单落地。

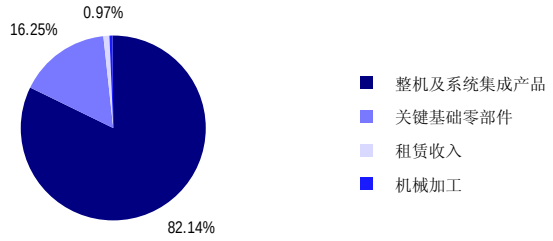
业务描述

新北洋销售票据/标签打印机、收据打印机、嵌入式打印机/单元、特种扫描仪/单元、税控收款机/税控器五大产品类别，产品广泛应用于铁路、公路、医疗、税收、邮政、银行、餐饮、商业流通等领域。

行业展望

国内热敏打印行业目前市场规模大约35亿元，我们预计行业未来3年的复合增长将达到20%。目前市场份额主要被国外企业如斑马、ARGOX等企业占据，新北洋目前市场份额不足10%，进口替代的空间很大。

收入分析(%)（2013H1）



数据来源：公司公告

各类产品的毛利

（人民币 百万）	2011	2012	2013E	2014E	2015E
整机及系统集成产品	235	273	358	486	626
关键基础零部件	64	76	92	127	165
租赁收入	3	4	6	7	10
机械加工	1	0	1	1	1
合计	302	354	457	621	801

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

2013/08/27 12:11

需求不景气拖累公司收入增长

表1:业绩一览

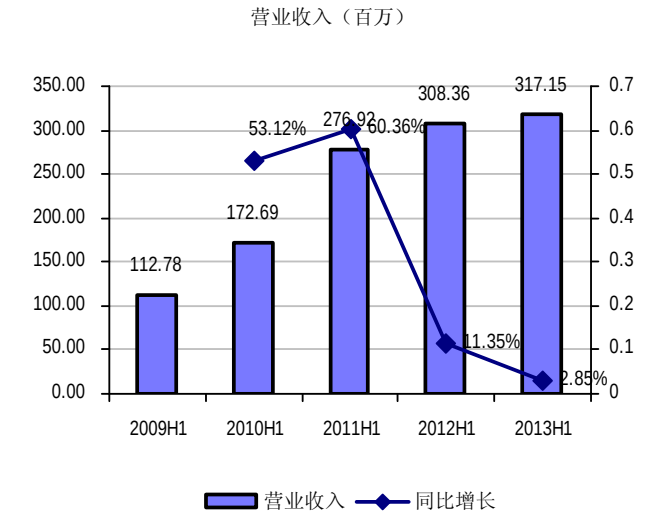
(人民币 百万)	2Q12	2Q13	同比变动（%）	1H12	1H13	同比变动（%）
营业收入	173.84	184.20	6.0%	308.36	317.15	2.9%
减：营业成本	94.23	100.45	6.6%	171.24	168.14	-1.8%
营业毛利	79.61	83.75	5.2%	137.12	149.01	8.7%
减：营业税费及附加	1.34	1.06	-20.9%	2.67	2.01	-24.7%
减：销售费用	13.38	12.63	-5.6%	25.22	23.40	-7.2%
减：管理费用	29.30	35.37	20.7%	60.86	71.91	18.2%
减：财务费用	-3.29	0.11	-103.3%	-6.49	-1.50	-76.9%
减：资产减值损失	2.61	3.63	39.1%	4.19	4.85	15.8%
加：投资收益	3.99	6.80	70.4%	7.70	14.61	89.7%
营业利润	40.25	37.75	-6.2%	58.37	62.95	7.8%
加：营业外收入	9.82	10.66	8.6%	18.28	19.52	6.8%
减：营业外支出	0.39	0.80	105.1%	0.39	0.80	105.1%
利润总额	49.68	47.61	-4.2%	76.27	81.67	7.1%
减：所得税	5.75	6.22	8.2%	7.56	9.00	19.0%
减：少数股东损益	0.56	-0.76	-235.7%	0.45	-0.23	-151.1%
净利润(不含少数股东损益)	43.37	42.14	-2.8%	68.26	72.90	6.8%

数据来源：公司公告

13H1公司收入增长2.85%，符合预期。公司收入增速放缓的主要原因是：（1）国内宏观经济不景气导致了公司下游的餐饮、零售等行业对公司的收据/日志类打印产品的需求出现下滑；（2）国内高铁、通信、彩票等行业项目采购出现延迟，公司核心产品票据打印机和嵌入式打印机销售也出现了小幅下滑；（3）部分海外ODM类新业务在二季度依然处于客户验证阶段，尚未实现批量销售，海外业务收入同比增长幅度低于公司预期。

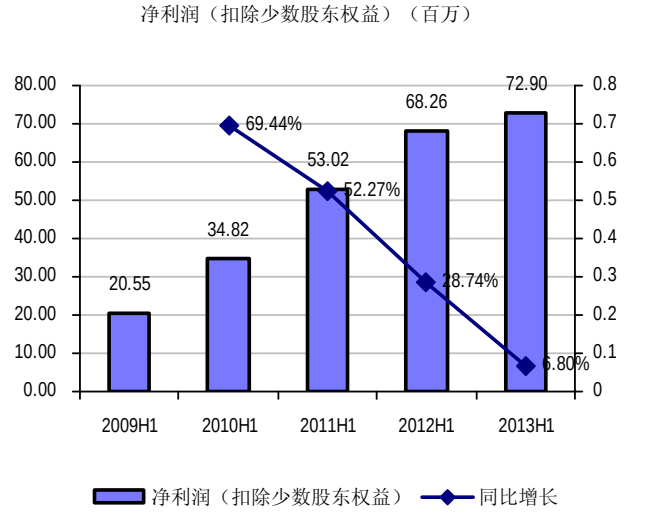
2013/08/27 12:11

图1:收入同比增速下滑



数据来源：公司公告

图2:净利润同比增速下滑



数据来源：公司公告

分产品来看，公司的整机及系统集成类产品销售增长5%，其他类别产品销售均出现一定程度的下滑。

表2:分产品情况

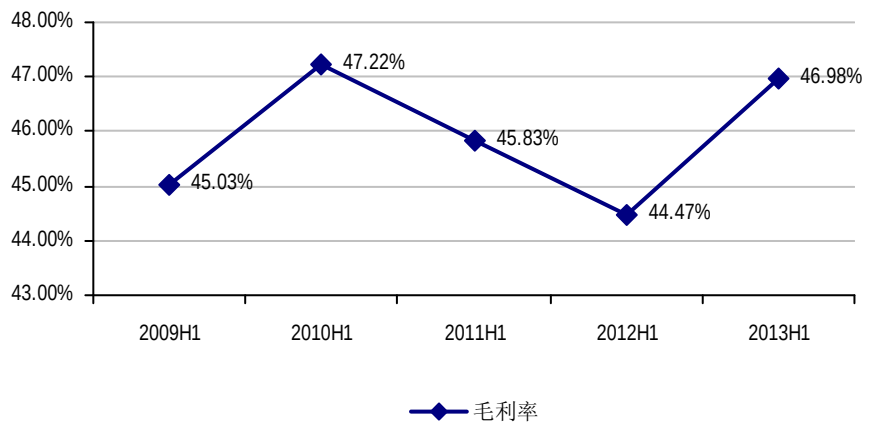
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013H1
整机及系统集成产品(百万元 人民币)	167	201	238	334	485	567	242
同比增长（%）		21%	18%	41%	45%	17%	5%
关键基础零部件(百万元 人民币)	21	67	62	115	123	137	48
同比增长（%）		223%	-6%	85%	7%	11%	-8%
租赁收入(百万元 人民币)				8	11	8	3
同比增长（%）					36%	-34%	-33%
机械加工(百万元 人民币)	4	2	2	2	2	1	2
同比增长（%）		-46%	17%	10%	-12%	-33%	-26%

数据来源：公司公告

毛利率有所恢复。虽然下游需求出现下滑，但是公司的销售价格整体保持稳定的态势，同时产品结构在提升，高毛利的新产品收入占比有所提升，综合毛利率同比有所恢复。按照过去两年的情况来看，公司的毛利率受到结算进度的影响，公司下半年的毛利率都要高于上半年，我们判断全年毛利率水平应当维持在比较平稳的水平。

2013/08/27 12:11

图3:毛利率较过去两年有所恢复



数据来源：公司公告

下半年有望迎来转机：金融行业开拓和海外ODM客户放量

■ 海外ODM客户有望逐步放量

我们对公司海外客户的收入增长比较乐观，出于制造成本、运输方便等方面的考虑，行业内国际知名制造商和服务商越来越多的采用ODM方式，而且这种趋势仍在加快，采用ODM与自主品牌并举的方式成为国内具备雄厚技术研发实力企业的发展方向。公司目前老的ODM合作伙伴出货稳定，去年拓展的新客户正在小批量供货，产品线也得到了很大的扩展，几乎涵盖了公司旗下全部品类的产品。

公司2010/11年海外销售收入增长迅速，主要受益于其海外合作伙伴快速放量。12年开始公司开拓新的海外客户，同时导入新的产品，由于海外客户研发认证要求较高，公司新产品新客户的销售放量不是一蹴而就的。随着上半年小批量试供货的结束，公司下半年的销售收入预计将获得较大幅度的增长。

表3:区域收入情况

	2009	2010	2011	2012	2013H1
国内销售收入	221	339	399	498	185
同比增长（%）		53.6%	17.9%	24.9%	1.4%
国外销售收入	82	121	223	215	109
同比增长（%）		48.6%	83.8%	-3.6%	3.5%

数据来源：公司公告

■ 战略性看好金融行业

金融行业是公司的重要发展方向。根据CCIA的数据，金融行业专用打印机的需求占市场总量的大约18%。在银行等金融机构自身流程改造，大量采用自动

2013/08/27 12:11

化机具等因素的驱动下，金融专用打印设备市场未来3-5年的复合增长速度有望超过30%。公司成立了威海新北洋荣鑫科技股份有限公司，聚焦金融行业解决方案和客户服务。公司募投项目“金融设备研发、中试生产项目”投资进度为75%，预计2013年12月底完成并投入运营。

- “内生成长”+“外延增长”双轮驱动，公司增长速度有望上一台阶

公司通过与IBM合作重新梳理了未来发展战略，提出了在巩固和发展“内生式”增长的同时，着力培育和发展“外延式”成长能力。公司围绕主营业务发展的方向，积极寻找相关的并购机会，培育和发展外延式成长的能力。公司董事会此前通过了以1.495亿元收购鞍山博纵科技有限公司51%股权的议案。对外投资是新北洋实施“外延式”成长的一个重要战略举措。根据新北洋的中长期战略发展规划，金融领域是新北洋今后重点培育和发展的新兴领域之一，新北洋可以充分利用掌握专用打印扫描核心技术及众多细分市场开拓经验的优势，同时结合鞍山搏纵在金融领域纸币清分设备方面良好的业务基础和技术实力，通过资源整合、优势互补，充分发挥协同效应，快速切入纸币清分机等金融领域的新兴市场，培育新的利润增长点，从而提升公司的整体盈利能力和综合竞争能力。我们假设2014年鞍山博纵开始并表，将增厚公司EPS约0.03元。

表4:鞍山博纵的经营情况

（人民币 元）	2012年12月31日	2013年5月31日
资产负债		
资产合计	49,660,125	50,070,347
负债合计	1,317,529	202,866
所有者权益合计	48,342,596	49,867,480
收入利润		
营业总收入	34,009,007	6,681,340
营业总成本	16,710,206	3,456,899
净利润	12,602,339	1,524,884

数据来源：公司公告

估值

我们预计公司13/14/15年EPS分别为0.43/0.57/0.71元，同比增速分别为26.3%/32.4%/23.5%。我们基于瑞银VCAM绝对估值模型进行测算，得出目标价12.5元（WACC=8.7%）。维持新北洋“买入”评级。

2013/08/27 12:11

表5:公司收入分项预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
整机及系统集成产品(百万元 人民币)	485	567	737	1,003	1,304
同比增长（%）	45%	17%	30%	36%	30%
关键基础零部件(百万元 人民币)	123	137	171	234	305
同比增长（%）	7%	11%	25%	37%	30%
租赁收入(百万元 人民币)	11	8	9	12	16
同比增长（%）	36%	-34%	25%	30%	30%
机械加工(百万元 人民币)	2	1	2	2	3
同比增长（%）	-12%	-33%	20%	30%	30%
收入合计	622	713	920	1,252	1,628
同比增长（%）	35%	15%	29%	36%	30%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

表6:盈利预测变化情况

	原来预测EPS（元）	现在预测EPS（元）	变化幅度
2013E	0.43	0.43	0%
2014E	0.53	0.57	8%
2015E	0.65	0.71	9%

数据来源：瑞银证券估算

除了上述基本假设外，我们分析乐观和悲观情景对公司估值的影响。

- 在乐观假设条件下，我们假设公司海外ODM客户下半年迅速开始放量，13/14/15年海外收入分别达到2.79亿/4.04亿/5.26亿，则公司13/14/15年EPS分别上调至0.47元/0.65元/0.85元，给予13年30倍PE，每股估值上调至14元。
- 在悲观假设条件下，即假设海外需求13年无法充分释放，13/14/15年海外业务收入分别为2.36亿/3.57亿/4.63亿，则我们预计公司2013年每股收益将降低至0.39元/0.53元/0.69元，给予公司2013年25倍PE，公司每股估值将下降至9.4元。

2013/08/27 12:11

表 7: 新北洋[002376.SZ]UBS-VCAM 估值概要

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
息税前利润	195.9	265.4	335.6	398.8	476.2	534.4	619.6	703.0	780.2	846.5
折旧及摊销*	5.4	7.5	10.2	13.4	13.3	50.6	59.5	68.4	77.0	84.6
资本支出	(25.9)	(10.9)	(14.1)	(17.0)	(20.3)	(59.1)	(68.6)	(77.9)	(86.6)	(94.1)
运营资本变动	(7.0)	(128.5)	(99.5)	(111.6)	(114.6)	(138.9)	(151.3)	(152.4)	(146.1)	(131.5)
所得税 (营运)	(19.6)	(26.5)	(33.6)	(39.9)	(47.6)	(53.4)	(62.0)	(70.3)	(78.0)	(84.6)
其他	(4.9)	(10.0)	(11.3)	(9.8)	(11.7)	(14.1)	(14.8)	(14.9)	(14.3)	(12.8)
自由现金流	143.9	97.1	187.4	234.0	295.2	319.6	382.5	456.0	532.3	608.1
增长		*-32.6%*	*93.0%*	*24.9%*	*26.2%*	*8.2%*	*19.7%*	*19.2%*	*16.7%*	*14.2%*

估值	
明计现金流现值	3,769.5
期末价值 (第18年现值)	2,500.8
企业价值	6,270.3
占永续价值百分比	*40%*
联营公司及其他	70.3
-少数股东权益	28.6
现金盈余**	719.9
-债务***	31.8
权益价值	7,000.2
已发行股数 [m]	600.0
每股权益价值 (Rmb/股)	11.70
权益成本	8.7%
股息收益率	1.8%
1年期目标价 (Rmb/股)	12.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	10.0%	5.0%	3.0%
息税前利润率	18.0%	14.7%	10.7%
资本支出/销售收入	2.0%	1.9%	1.8%
投资资本回报率	34.3%	29.7%	23.3%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	31.1x	23.0x	25.3x
企业价值 / 息税前利润	32.0x	23.6x	26.0x
自由现金流收益率	2.3%	1.5%	1.8%
市盈率 (现值)	27.0x	20.4x	22.3x
市盈率 (目标)	28.9x	21.9x	23.9x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.04
债务/权益比	1.0%
边际税率	18.5%
权益成本	8.7%
债务成本	5.5%
WACC	8.7%

期末假设值	
VCH (年数)	18
对应的 自由现金流增长	1.0%
投资资本回报率增幅	9.2%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.1x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明
* 折旧和非商誉摊销
** 无须维持运营的现金部分
** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源：UBS-VCAM

2013/08/27 12:11

新北洋

损益表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	278	315	483	659	756	920	21.6	1,252	36.1	1,628	30.0
营业费用（不含折旧）	(230)	(243)	(389)	(519)	(590)	(718)	21.8	(979)	36.3	(1,282)	30.9
息税折旧摊销前利润（UBS）	47	72	94	140	166	201	21.0	273	35.5	346	26.7
折旧	(7)	(8)	(19)	(23)	(20)	(5)	-73.0	(7)	37.8	(10)	35.7
营业利润（息税前利润，UBS）	40	64	74	117	146	196	34.0	265	35.5	336	26.4
其他盈利和联营公司盈利	33	38	42	57	68	78	14.2	96	23.9	113	17.6
净利息	(7)	(7)	5	11	11	19	83.2	25	32.2	29	15.7
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	66	95	122	185	225	293	30.3	387	32.2	478	23.5
税项	(6)	(9)	(8)	(19)	(18)	(29)	64.7	(39)	32.2	(48)	23.5
税后利润	61	86	114	166	207	264	27.3	348	32.2	430	23.5
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	(1)	(3)	(2)	(2)	(4)	105.2	(6)	32.2	(7)	23.5
净利润（本地会计准则）	60	86	112	164	205	259	26.5	343	32.2	423	23.5
净利润（UBS）	60	86	112	164	205	259	26.5	343	32.2	423	23.5
税率（%）	9	9	6	10	8	10	26.4	10	0.0	10	0.0
不计非正常项目前税率（%）	9	9	6	10	8	10	26.4	10	0.0	10	0.0

每股（Rmb）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益（本地会计准则）	0.13	0.19	0.20	0.27	0.34	0.43	26.5	0.57	32.2	0.71	23.5
每股收益（UBS）	0.13	0.19	0.20	0.27	0.34	0.43	26.5	0.57	32.2	0.71	23.5
每股股息净值	0.16	0.20	0.30	0.20	0.20	0.16	-18.6	0.22	32.2	0.27	23.5
每股现金收益	0.15	0.21	0.23	0.31	0.37	0.44	17.6	0.58	32.3	0.72	23.8
每股账面净值	0.32	0.43	1.89	2.09	2.33	2.96	27.0	3.30	11.7	3.74	13.1

资产负债表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	60	108	193	357	535	556	3.8	559	0.6	563	0.7
无形固定资产净值	49	94	92	90	89	89	0.1	89	0.1	90	0.1
净营运资本（包括其他资产）	38	14	89	156	254	251	-1.3	365	45.5	449	22.9
其他负债	0	0	(40)	(36)	(32)	(32)	0.0	(32)	0.0	(32)	0.0
运营投入资本	147	216	335	567	847	864	2.0	982	13.6	1,069	8.9
投资	73	78	73	86	103	103	0.0	103	0.0	103	0.0
运用资本总额	220	294	408	654	950	967	1.8	1,085	12.2	1,172	8.1
股东权益	195	258	1,133	1,252	1,398	1,775	27.0	1,983	11.7	2,243	13.1
少数股东权益	3	4	25	26	27	32	16.2	38	18.5	45	19.3
总股东权益	198	261	1,158	1,278	1,425	1,807	26.8	2,020	11.8	2,288	13.2
净债务 /（现金）	21	33	(750)	(625)	(475)	(840)	76.7	(936)	11.4	(1,116)	19.2
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	220	294	408	654	950	967	1.8	1,085	12.2	1,172	8.1

现金流量表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润（息税前利润，UBS）	40	64	74	117	146	196	34.0	265	35.5	336	26.4
折旧	7	8	19	23	20	5	-73.0	7	37.8	10	35.7
营运资本变动净值	0	16	(43)	(75)	(106)	(1)	-99.2	(123)	14438.2	(90)	-26.4
其他（经营性）	27	32	34	43	50	35	-29.7	41	14.6	51	25.3
经营性现金流 (税前/息前)	75	120	85	108	111	236	112.9	191	-19.2	306	60.7
收到/（支付）利息净值	(7)	(7)	5	11	11	19	83.2	25	32.2	29	15.7
已付股息	(39)	(18)	(30)	(45)	(60)	(60)	0.00	(98)	62.83	(129)	32.20
已缴付税项	(6)	(9)	(8)	(19)	(18)	(29)	64.7	(39)	32.2	(48)	23.5
资本支出	(97)	(139)	(77)	(187)	(198)	(26)	-86.9	(11)	-58.1	(14)	30.0
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	5	2	6	2	16	349	2061.4	58	-83.3	66	12.5
股份发行	2	0	805	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流（增加）/减少	(67)	(51)	786	(131)	(139)	489	-	127	-74.0	210	65.3
外汇/非现金项目	38	39	(4)	5	(11)	(125)	1084.9	(31)	-74.8	(30)	-3.4
资产负债表净债务增加/减少	(29)	(11)	782	(125)	(149)	365	-	96	-73.7	180	87.8
核心息税折旧摊销前利润	47	72	94	140	166	201	21.0	273	35.5	346	26.7
维护资本支出	(1)	0	(1)	0	0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
维护营运资本净支出	0	1	(4)	(1)	(2)	(3)	29.8	(3)	32.0	(4)	30.5
税前经营性自由现金流（OpFCF）	47	72	90	139	164	198	21.0	269	35.7	341	26.7

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。 附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

2013/08/27 12:11

全球证券研究报告

中国

通信技术

12个月评级 **买入**

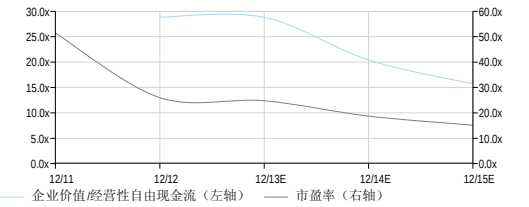
12个月目标价 Rmb12.50

新北洋

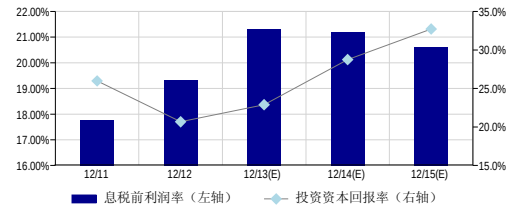
公司概况

新北洋是中国国内唯一通过自主创新，掌握核心设计，制造技术并形成规模化生产的专用打印机企业。公司主要产品包括收据/日志打印机，条码/标签打印机，嵌入式打印机及相关产品，可广泛应用于商业/零售，交通/运输，工业/制造业，现代物流，金融等各种票据，发票，凭证，条码和标签打印输入。公司从事专用打印机关键部件及整机研发 20 余年，是中国在专用打印领域拥有专利技术最多的企业。

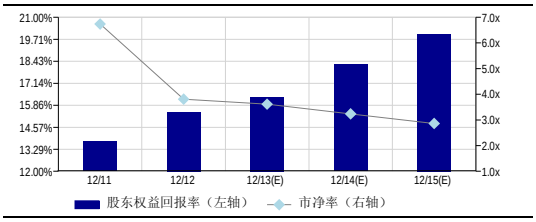
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



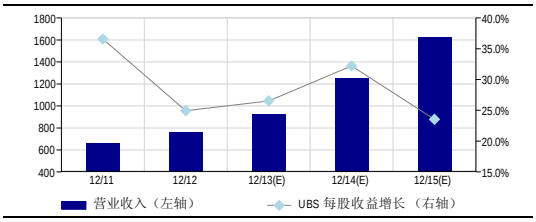
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	-	51.5	26.0	24.8	18.7	15.2
市盈率（UBS）	-	51.5	26.0	24.8	18.7	15.2
股价/每股现金收益	-	45.2	23.7	24.3	18.3	14.8
净股息收益率（%）	-	1.4	2.3	1.5	2.0	2.5
市净率	-	6.7	3.8	3.6	3.2	2.9
企业价值/营业收入（核心）	-	NM	6.3	6.2	4.4	3.3
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	55.1	28.4	28.4	20.1	15.5
企业价值/息税前利润（核心）	-	NM	NM	29.2	20.7	16.0
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	NM	28.9	28.8	20.4	15.7
企业价值/运营投入资本	-	NM	6.7	6.7	6.0	5.2

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	8,436	5,326	6,420	6,420	6,420
+ 少数股东权益	25	27	30	35	41
+ 平均净债务（现金）	(687)	(550)	(658)	(888)	(1,026)
+ 养老金义务及其他	38	34	32	32	32
- 非核心资产价值	(86)	(103)	(103)	(103)	(103)
核心企业价值	7,725	4,734	5,721	5,496	5,364

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	28.5	36.4	14.8	21.6	36.1	30.0
息税折旧摊销前利润（UBS）	37.0	49.5	18.8	21.0	35.5	26.7
息税前利润（UBS）	38.2	57.4	24.8	34.0	35.5	26.4
每股收益（UBS）	26.2	36.6	24.9	26.5	32.2	23.5
每股现金收益	25.6	32.8	20.4	17.6	32.3	23.8
每股股息净值	5.7	-33.3	0.0	-18.6	32.2	23.5
每股账面净值	63.6	10.5	11.6	27.0	11.7	13.1

利润率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	20.5	21.3	22.0	21.9	21.8	21.2
息税前利润/营业收入	17.4	17.8	19.3	21.3	21.2	20.6
净利润（UBS）/营业收入	24.8	24.9	27.1	28.2	27.4	26.0

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	25.4	26.0	20.7	22.9	28.8	32.7
税后投资资本回报率	-	23.3	19.0	20.6	25.9	29.5
净股东权益回报率	23.2	13.7	15.5	16.3	18.2	20.0

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	-	-
股息保障倍数（UBS 每股收益）	1.1	1.4	1.7	2.7	2.7	2.7
股息支付率（%，UBS 每股收益）	101.1	73.2	58.6	37.7	37.7	37.7
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	1.4	1.5	1.1	1.1	1.4	1.6
营业收入/固定资产	1.8	1.8	1.4	1.4	1.9	2.5
营业收入/净营运资本	6.3	5.9	3.9	3.9	4.3	4.1

投资比率（x）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入（%）	28.0	28.4	26.2	2.8	0.9	0.9
资本支出/折旧	9.0	8.2	9.8	4.8	1.5	1.4

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(42.4)	(49.9)	(34.0)	(47.3)	(47.2)	(49.7)
净债务/（净债务 + 权益）	(73.6)	(99.5)	(51.5)	(89.8)	(89.4)	(99.0)
净债务（核心）/ 企业价值	-	(8.9)	(11.6)	(11.5)	(16.2)	(19.1)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年08月26日23时37分的股价（Rmb10.70）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

孙旭
分析师
S1460511010013
janet.sun@ubssecurities.com
+86-213-866 8852

2013/08/27 12:11

■ 新北洋

新北洋是中国国内唯一通过自主创新，掌握核心设计，制造技术并形成规模化生产的专用打印机企业。公司主要产品包括收据/日志打印机，条码/标签打印机，嵌入式打印机及相关产品，可广泛应用于商业/零售，交通/运输，工业/制造业，现代物流，金融等各种票据，发票，凭证，条码和标签打印输入。公司从事专用打印机关键部件及整机研发20余年，是中国在专用打印领域拥有专利技术最多的企业。

■ 风险声明

我们认为公司面临的下行风险包括：海外ODM客户放量进度低于预期；国内金融市场开拓慢于预期；人力成本上涨导致费用超预期上升。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

2013/08/27 12:11

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构.

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例[1]	投行服务覆盖率[2]
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	**评级类别**	**所占比例[3]**	**投行服务覆盖率[4]**
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。 上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	**定义**
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

2013/08/27 12:11

主要定义

预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设（MRA） 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期（UR）：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外（CBE）： 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间 （+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 孙旭.

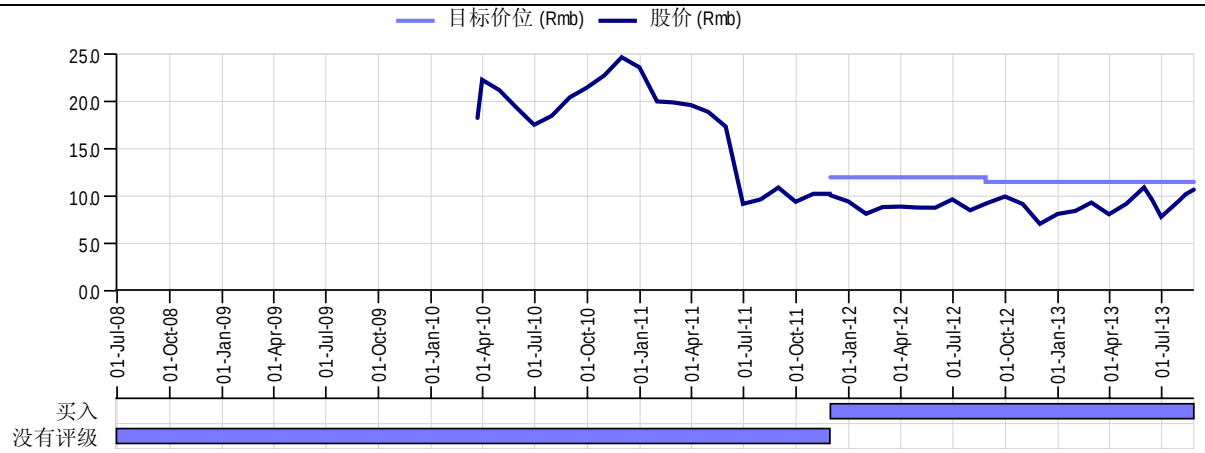
涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
新北洋	002376.SZ	买入	不适用	Rmb10.70	2013年08月26日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

新北洋 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年8月26日

2013/08/27 12:11

2013/08/27 12:11

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表； 既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（"信息"）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值. 亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。 任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。 **俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利：由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的'合格投资者'，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（**'非美国关联机构'**）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。 **澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的"零售"客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。 **新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行於韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)於马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

UBS 瑞银

2013/08/27 12:11