

计算机设备

署名人: 崔莹

S0960511060001

021-52288047

cuiying@china-invs.cn

署名人: 熊丹

S0960513120001

0755-82026849

xiongdan@china-invs.cn

新北洋

002376

强烈推荐

业务模式转型效果渐显

近期调研了新北洋, 我们认为公司业务模式转型效果逐显, 预计 14 年全年 Wincor 的 ODM 业务将延续 13 年三季度开始的高速增长, 而国内金融业务布局初步完成, 14 年下半年开始放量。目前公司 14 年估值仅 20 倍, 在银行信息化企业均大幅上涨, 公司单季度收入增速有望不断加快的背景下, 具备投资价值。

投资要点:

- 新北洋一直致力于保持 30% 以上的复合增长, 过去这种增长依靠拓展产品线实现。在收入规模不断增加的背景下, 公司业务模式需要转型。
- 转型方式, 国内聚焦行业, 国外聚焦大客户: 国内计算机企业越贴近最终用户, 在价值链中的话语权越大, 新北洋以金融行业突破口, 成立荣鑫科技与收购鞍山博纵科技聚焦金融行业; 从行业趋势看, 价格下降和快速商品化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, 为新北洋 ODM 业务发展提供机遇。
- 海外 ODM 进入高速增长期: 13 年三季度开始海外 ODM 大客户 Wincor 业务放量, 13 年三季度末存货显示 14 年全年 Wincor 业务都有望高速增长。中长期看, Wincor 是全球排名第三的 ATM 及 Kiosk 提供商, ODM 业务空间远大于 BPS。
- 14 年金融业务放量: 目前新北洋国内金融业务收入约 1 亿元, 14 年清分机、VTM 核心部件、票据 ATM 和硬币兑换机等多款重磅产品(市场空间都超过百亿元)都有望放量, 考虑到金融业采购的季节性, 预计业绩在 14 年下半年开始体现。长期看金融业收入增长 10 倍可期。
- 盈利预测与投资评级: 预计 13-15 年 EPS 分别为 0.42、0.56 和 0.73 元, 维持强烈推荐评级, 目标价 15 元。
- 风险提示: 核心人员流失风险

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 11.06 元

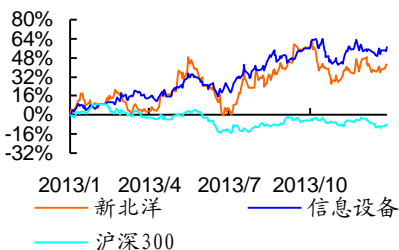
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2109.39
总股本(百万)	600
流通股本(百万)	463
流通市值(亿)	51
EPS	0.21
每股净资产(元)	2.46
资产负债率	27.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
新北洋	4.24%	-9.22%	34.84%
信息设备	2.18%	0.81%	26.14%
沪深 300	-4.00%	-3.61%	4.50%



相关报告

- 《新北洋-等待戴维斯双击》2013-10-24
- 《新北洋-三季度业绩拐点明确》2013-8-22
- 《新北洋-加紧布局国内金融市场》2013-8-5

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	756	952	1248	1609
收入同比(%)	15%	26%	31%	29%
归属母公司净利润	205	254	336	441
净利润同比(%)	25%	24%	32%	31%
毛利率(%)	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%
ROE(%)	14.6%	15.9%	17.3%	18.5%
每股收益(元)	0.34	0.42	0.56	0.73
P/E	31.45	25.38	19.19	14.65
P/B	4.58	4.02	3.33	2.71
EV/EBITDA	30	23	17	13

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、业务模式需要转型	3
二、转型方式，国内聚焦行业，国外聚焦大客户	5
三、转型效果渐显	7
四、14 年金融业务放量	8
五、海外 ODM 不断突破	10

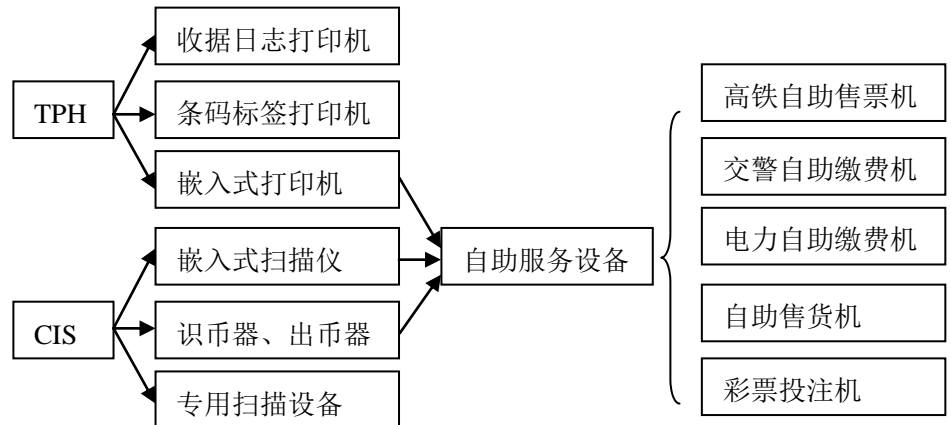
图表目录

图 1: 新北洋主要产品一览	3
图 2: 新北洋专用打印和扫描设备销售模式	3
图 3: 代表性计算机设备企业销售费用率	4
图 4: 代表性计算机设备企业管理费用率	4
图 5: 新北洋原有增长依靠产品线拓展	4
图 6: 新北洋产品不断贴近最终用户	5
图 7: 新北洋与 Zebra 相比人力成本优势明显	6
图 8: 新北洋与 NCR 等净利率对比	6
图 9: 新北洋近年来单季度收入增速	7
图 10: 新北洋单季度存货情况 (单位: 万元)	7
图 11: 硬币存款兑换一体机示意图	8
图 12: VTM 系统逻辑架构(重组银行业务流程)	9
图 13: 全球 ATM 市场份额	10
图 14: 新北洋海外业务布局	10

一、业务模式需要转型

新北洋主营专用打印、扫描设备及各种自助终端，依托于两个参股子公司的核心技术，公司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。

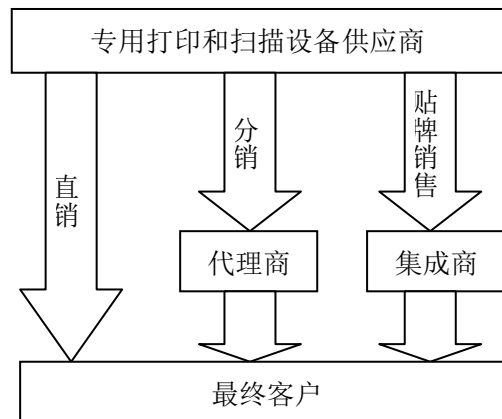
图 1：新北洋主要产品一览



资料来源：公司网站，中投证券研究所

目前新北洋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，单一产品市场细分，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公司产品重要的销售模式。因此相对于销售而言，新北洋更加擅长产品研发，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 2：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 3: 代表性计算机设备企业销售费用率

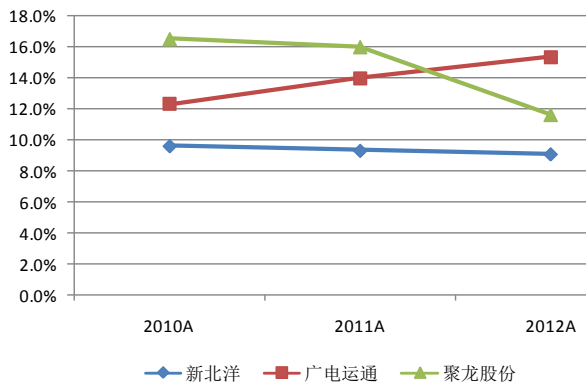
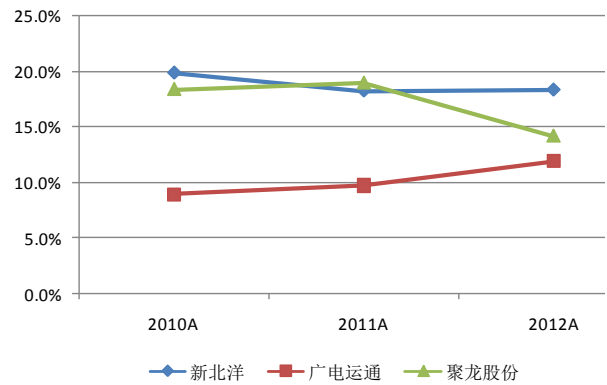


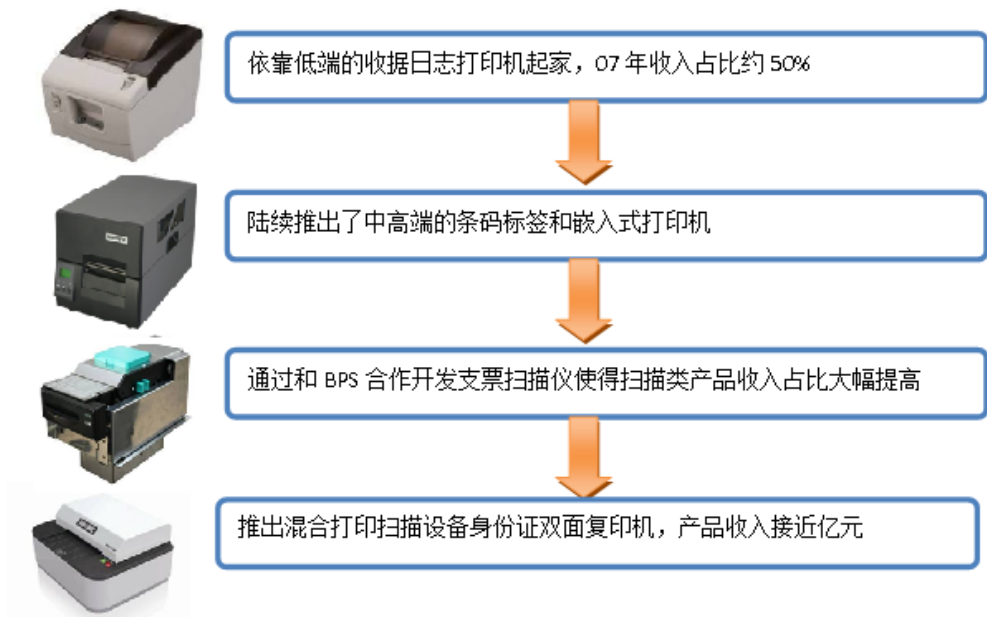
图 4: 代表性计算机设备企业管理费用率



资料来源: wind, 中投证券研究所

作为国内少数掌握核心技术的科技企业,新北洋一直致力于保持 30%以上的复合增长,过去这种增长依靠拓展产品线实现。12 年公司收入 7.6 亿元,13 年预计收入超过 9 亿元,在收入规模不断增加的背景下,原有产品线扩展模式对于支持 30%增速压力大,公司业务模式需要转型。

图 5: 新北洋原有增长依靠产品线拓展



资料来源: 公司网站, 公司年报, 中投证券研究所

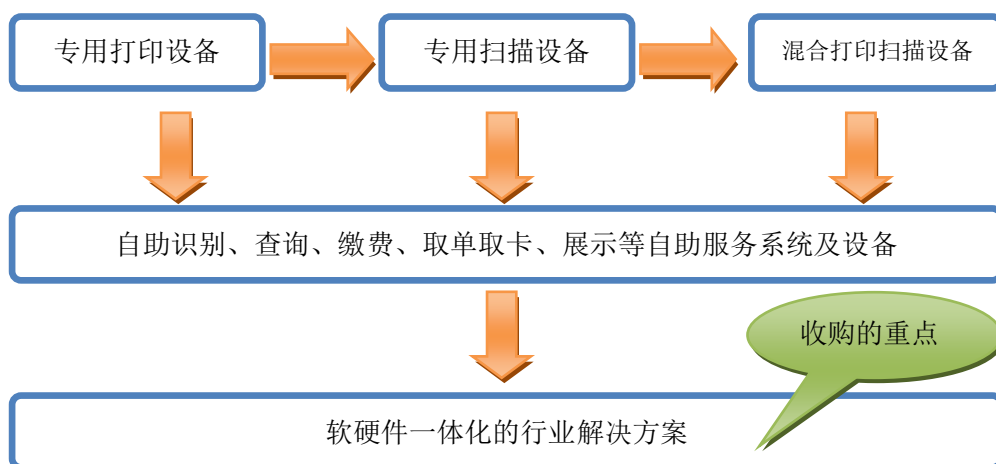
二、转型方式，国内聚焦行业，国外聚焦大客户

新北洋管理层很早就意识到了业务转型的必要性，上市以后引入 IBM 咨询进行业务转型，梳理了国内聚焦行业和国外聚焦大客户的发展模式。

聚焦行业本质上是为了贴近最终用户，国内软硬件企业以行业应用为主营业务，主要原因是越贴近最终用户，在价值链中的话语权越大。以聚龙股份为例，聚龙股份主导产品清分机的核心零部件 CIS（接触式图像传感器）主要向新北洋参股子公司华菱光电采购，11 年 4 月份聚龙股份上市时市值 20 亿元，约为当时新北洋 60 亿元市值的 1/3，目前聚龙股份市值 118 亿元，是新北洋 68 亿元市值的接近 2 倍，形象说明了贴近最终用户的重要性。

以国际条码标签打印机巨头 Zebra 为例，Zebra 大量收购下游系统集成商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，直接面对最终用户，目前其软件与服务的收入超过 1 亿美元，占比超过 10%。新北洋也一直在努力贴近最终用户，公司通过收购诺安开创布局电信自助设备领域，在金融、电力、社保医疗等领域也推出了相应的自助设备产品，为交警执法部门定制开发软硬件一体化的自助查询缴费系统。

图 6：新北洋产品不断贴近最终用户



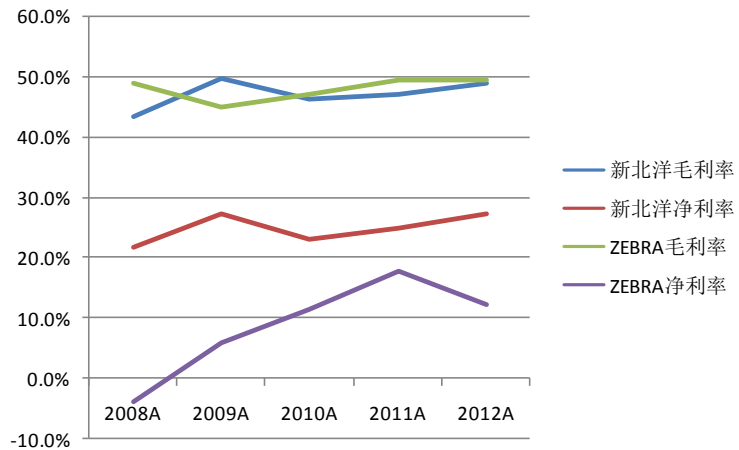
资料来源：公司网站，公司年报，中投证券研究所

新北洋以金融行业为国内业务转型的突破口，成立合资公司荣鑫科技，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；同时公司收购鞍山博纵科技进入纸币清分领域，掘金未来 3-5 年景气度极高的清分机市场。预计未来公司外延式发展也将以收购下游系统集成商进入其他行业解决方案领域为主。

为了配合客户应用系统的要求，通常需要投入较大的人力对专用打印、扫描设备及自助服务终端的应用进行二次开发（如：接口驱动开发、特定功能指令应用开发、结构模具调整等），因此行业生产方式以小批量、多批次，人力

成本是关键要素。新北洋工程师红利优势明显，研发人员工资仅为海外竞争对手的约 1/20，因而其**毛利率与国际竞争对手相当而净利率则远高于竞争对手**，通过 ODM/OEM 方式承接订单有望成为其海外扩张的主要模式。

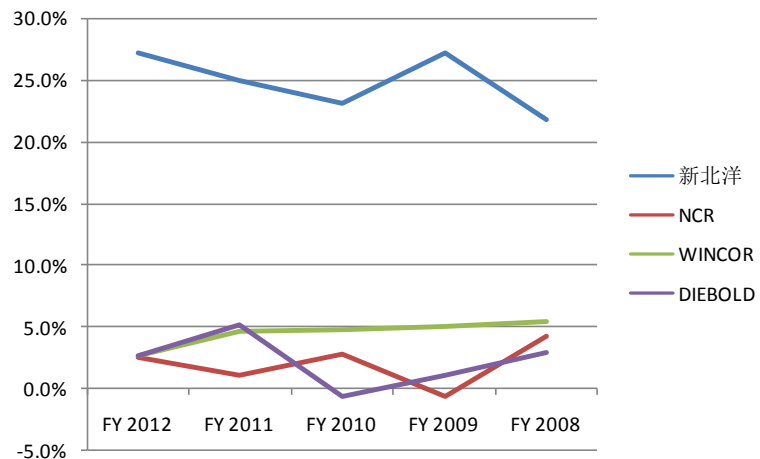
图 7: 新北洋与 Zebra 相比人力成本优势明显



资料来源: bloomberg, 中投证券研究所

从专用打印、扫描及自助设备发展趋势看，**价格下降和快速商品化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**，国际金融设备巨头**净利率均在 5% 以内**，普遍存在将产品研发与制造进行外包的动力。

图 8: 新北洋与 NCR 等净利率对比



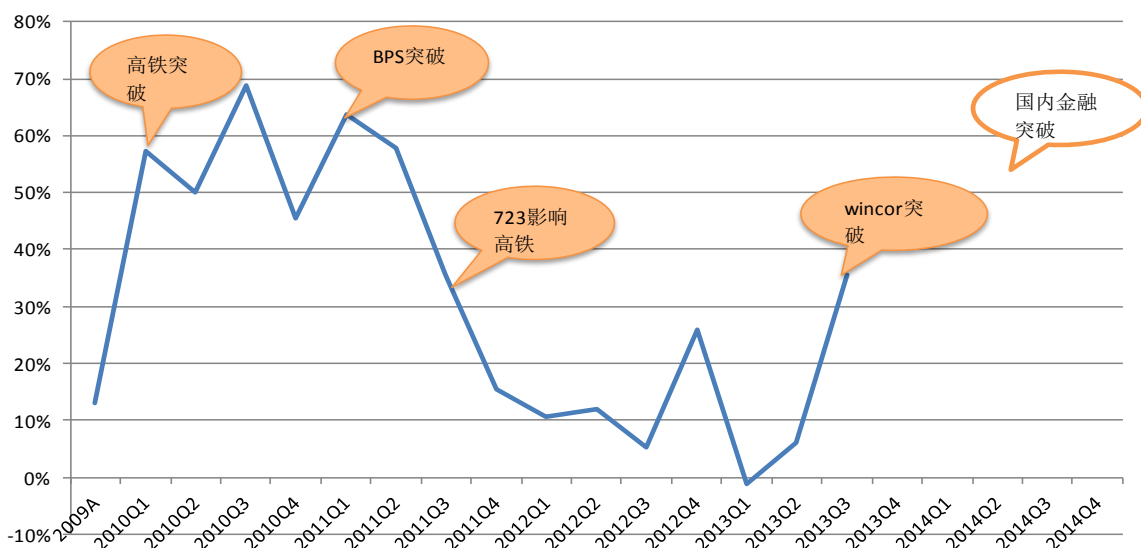
资料来源: bloomberg, 中投证券研究所

11 年新北洋与美国 BPS 合作开发专业级支票扫描取得突破，当年实现收入超过 1 亿元，12 年新北洋解决了和 BPS 合作的排他性问题，**13 年三季度新北洋来源于德国 Wincor 的业务开始放量**，预计全年 Wincor 将成为公司前五大客户之一。

三、转型效果渐显

参股子公司山东华菱电子 (TPH) 和威海华菱光电 (CIS)对净利润影响较大, 单季度收入增速更能反映新北洋业务发展情况。新北洋上一轮收入高速增长始于 10 年 1 季度年终于 11 年 4 季度, 标志性事件分别是高铁行业的突破, 海外大客户 BPS 的突破以及“723 事件”影响高铁业务。

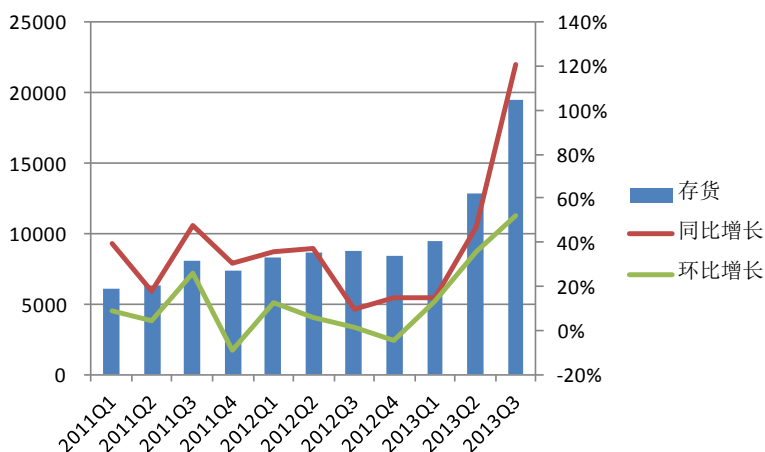
图 9: 新北洋近年来单季度收入增速



资料来源: wind, 中投证券研究所

13 年三季度新北洋收入同比增长 35%, 正是海外 ODM 大客户 Wincor 业务放量, 13 年三季度末公司存货 1.9 亿元, 同比增长 121%, 环比增长 52%, 主要也是 Wincor 业务的备货, 显示 14 年全年 Wicor 业务都有望高速增长。金融自助设备空间远大于高铁, 考虑到金融业采购的季节性, 我们预计 14 年三季度开始国内金融业务取得重大突破, 其中清分机、VTM 核心部件、票据 ATM 和硬币存款兑换一体机等产品都有望放量。

图 10: 新北洋单季度存货情况 (单位: 万元)



资料来源: wind, 中投证券研究所

四、14 年金融业务放量

目前新北洋国内金融业务收入约 1 亿元，**14 年清分机、VTM 核心部件、票据 ATM 和硬币兑换机等多款重磅产品都有望放量。**

目前清分机主要通过收购鞍山博纵科技布局，博纵科技强于清分机的软件算法，而新北洋强于结构件，两者能够形成很好的互补，目前双方成立了新北洋有史以来最大的研发团队进行中高端清分机的研发工作。清分机行业的高景气度在此不再累述，**对于银行信息化产业链的调研显示 14 年是银行清分机选型的高峰**，预计公司清分机业务有望高速增长。

硬币存款兑换一体机能够迅速、准确的办理硬币存取款业务，改变银行硬币处理基本依靠手工的落后局面，提高硬币业务处理效率。目前国内能够提供硬币存款兑换一体机的企业只有新北洋、聚龙股份和苏州少士科技，因此产品单价较高，约 20 万元/台，仅在江苏、福建地进行小范围推广。**硬币存款兑换一体机的推广与央行力推小面额货币硬币化有关**，正常流通情况下，同为一元面额的硬币和纸币 20 年投入使用的综合成本之比约为 1:15，而且 20 年后金属仍可收回重铸。日前央行表示今后 1 元以内的小面额货币将以硬币为主，**完善硬币兑换网络成为关键**。13 年 12 月央行组织北京地区 29 家中资商业银行启动了第一批硬币存款兑换一体机的布放工作，14 年将会在**超市、地铁等更多便民区域投放**，目前国内银行网点超过 20 万个，算上超市和地铁等数量更多，考虑产品大规模推广后的降价因素，按照 10 万元/台计算，预计硬币存款兑换一体机整体市场规模至少百亿级别。

图 11: 硬币存款兑换一体机示意图

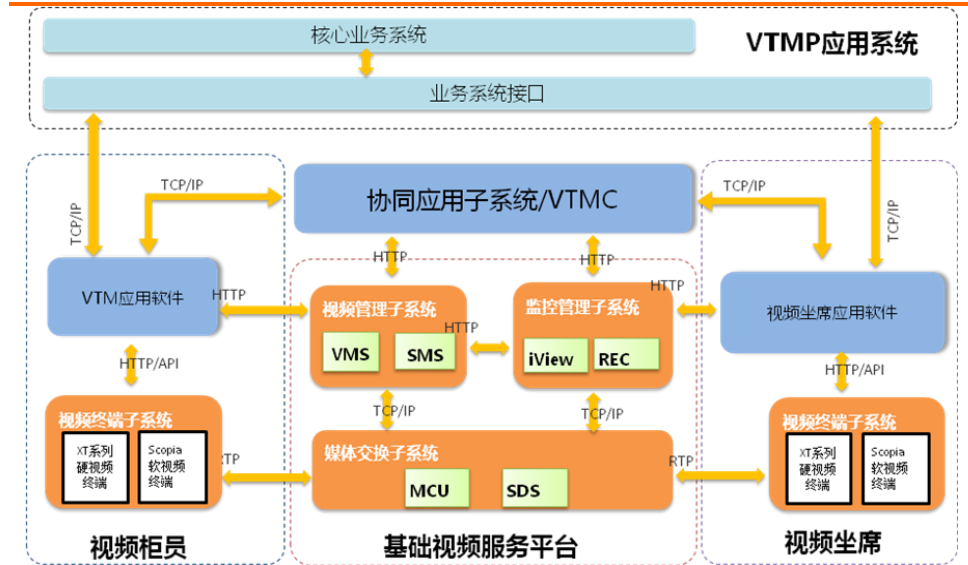


资料来源：wind，中投证券研究所

国内银行流程再造有望加速 VTM 和票据 ATM 设备推广。VTM 与票据 ATM 推广过程中需要重组银行原有的业务流程，这也是影响其在银行普及的重要因素，**13 年开始银行对于流程再造变的开放，从而加速这类智能设备的推广。**

新北洋 VTM 业务以提供身份证扫描、票据受理和存单打印等核心模块为主，预计每台 VTM 的核心模块价格合计在 5-10 万元，**调研显示硬件供应商普遍认为 13 年以来 VTM 推广超预期**，目前主要的大型银行都已经开始部署 VTM 设备，民生、兴业和浦发等股份制银行都有了较为积极的 VTM 扩张计划，目前 ATM 市场 100 亿元/年，按照 ATM 市场 1/3-1/5 计算，预计 VTM 市场成熟后有望达到 20-30 亿元/年。

图 12: VTM 系统逻辑架构(重组银行业务流程)



资料来源: Avaya 资料, 中投证券研究所

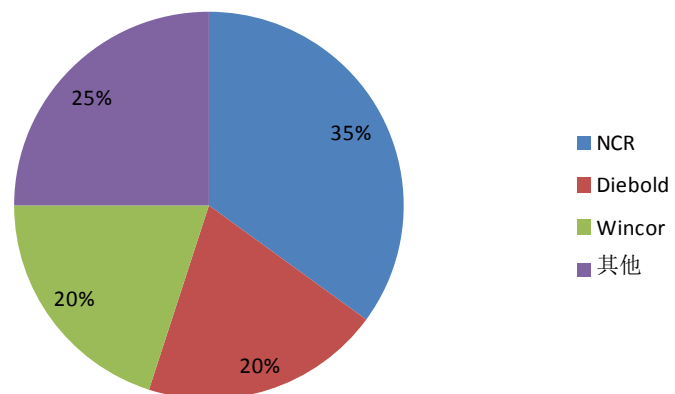
票据 ATM 是一种高度精密的机电一体化装置，利用磁性代码卡或者智能卡实现金融交易的自助服务，代替银行柜面的对公业务。**新北洋是全球仅有的两家能提供票据 ATM 核心部件多支票高速扫描模块的企业**，目前票据 ATM 业务主要以 ODM 方式开展，按照 20 万元/台单价，20 万银行网点中 1/3 布放票据 ATM 计算，整体市场空间 130 亿元。

整体而言，上述四款重磅产品市场空间远远超过了目前新北洋国内金融业务收入，未来几年金融领域实现 10 倍的收入增长可期。

五、海外 ODM 不断突破

如前所述，13 年三季度末存货显示新北洋 Wincor 业务有望高速增长。新北洋与 Wincor 很早就建立了业务联系，之前主要为 Wincor（新加坡）代工，13 年开始为其德国总公司提供 ODM 服务。Wincor 是全球排名第三的 ATM 及 Kiosk（自助服务设备）提供商，12 年其收入 23 亿美元，毛利率 21%，净利率仅 2.6%。

图 13: 全球 ATM 市场份额



资料来源: Diebold 资料, 中投证券研究所

目前新北洋最大的合作伙伴为美国 BPS 公司，12 年来源于 BPS 收入 1.1 亿元，产品主要以专业级支票扫描仪为主，从产品种类、收入规模以及市场地位等角度来看，预计 Wincor 的 ODM 业务空间远大于 BPS，14 年有望超过 BPS 成为公司第一大客户。

同时新北洋已经与不少海外金融设备巨头建立了合作关系，通过上市募集资金完成了产能的扩充，同时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，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 50%左右，其中 ODM 业务收入占比在 60%以上。

图 14: 新北洋海外业务布局



资料来源: 公司网站, 中投证券研究所

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	1113	1394	1874	营业收入	756	952	1248	1609
现金	528	700	860	1186	营业成本	388	488	639	824
应收账款	287	268	351	453	营业税金及附加	7	10	12	16
其它应收款	17	9	12	15	营业费用	69	86	110	137
预付账款	8	5	6	8	管理费用	139	171	218	278
存货	84	98	128	165	财务费用	-11	-6	-9	-14
其他	30	34	37	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	235	316	415
无形资产	89	89	89	89	营业外收入	41	55	72	93
其他	248	288	329	370	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1707	1953	2284	2810	利润总额	225	289	387	507
流动负债	217	269	256	323	所得税	18	23	31	41
短期借款	32	67	0	0	净利润	207	266	356	467
应付账款	124	146	192	247	少数股东损益	2	12	20	26
其他	61	56	64	76	归属母公司净利润	205	254	336	441
非流动负债	52	40	28	21	EBITDA	195	260	342	440
长期借款	21	21	21	21	EPS (元)	0.68	0.42	0.56	0.73
其他	32	20	8	0					
负债合计	269	310	284	343	主要财务比率				
少数股东权益	27	39	59	85	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	300	600	600	600	成长能力				
资本公积	616	316	316	316	营业收入	14.8%	25.8%	31.1%	29.0%
留存收益	495	689	1025	1466	营业利润	24.5%	27.0%	34.3%	31.3%
归属母公司股东权益	1410	1604	1941	2382	归属于母公司净利润	25.3%	23.9%	32.3%	31.0%
负债和股东权益	1707	1953	2284	2810	获利能力				
					毛利率	48.8%	48.8%	48.8%	48.8%
					净利率	27.1%	26.7%	27.0%	27.4%
					ROE	14.6%	15.9%	17.3%	18.5%
					ROIC	18.3%	23.0%	27.1%	31.4%
					偿债能力				
					资产负债率	15.8%	15.8%	12.4%	12.2%
					净负债比率	19.6%	28.2%	7.3%	6.0%
					流动比率	4.39	4.13	5.45	5.81
					速动比率	4.01	3.77	4.95	5.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.52	0.59	0.63
					应收账款周转率	3.01	3.22	3.78	3.76
					应付账款周转率	3.73	3.61	3.78	3.76
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.42	0.56	0.73
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	0.46	0.42	0.58
					每股净资产(最新摊薄)	2.35	2.67	3.23	3.97
					估值比率				
					P/E	31.45	25.38	19.19	14.65
					P/B	4.58	4.02	3.33	2.71
					EV/EBITDA	30	23	17	13

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
2013-10-24	《新北洋-等待戴维斯双击》
2013-8-22	《新北洋-三季度业绩拐点明确》
2013-8-5	《新北洋-加紧布局国内金融市场》
2013-7-22	《新北洋--国内外市场布局逐步清晰》
2013-5-15	《新北洋-国内金融市场和海外 ODM 驱动 13 年增长》
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,股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 涨幅 10%~20%之间
中性: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内,股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好:** 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内,行业指数表现弱于沪深 300 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。
熊丹, 中投证券研究所计算机行业分析师, 清华大学电子科学与技术专业硕士

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