

## 新北洋

### 金融业务和海外 ODM 有望推动 14 年业绩快速增长

#### 2013 年业绩略低于预期

公司业绩快报显示 2013 年收入 8.83 亿元，同比增长 16.7%；归属上市公司股东净利润 2.42 亿元，同比增长 18.1%，EPS0.40 元，略低于我们之前的预期。业绩低于预期的主要原因是宏观经济影响，传统商业客户需求不振。

#### 金融自动化设备市场具备增长力

我们预计未来两年金融自动化设备市场将成为公司的增长推进器，其中票据处理和钱币处理是 14 年的主要增长点。一方面，公司通过收购整合鞍山博纵全面进入清分机市场；另一方面，控股子公司荣鑫科技将专注金融行业客户，快速开发出客户需求的产品和解决方案。公司在金融行业的布局有望给公司 14 年收入带来快速增长。

#### 海外市场增长前景乐观

公司目前海外业务主要通过 ODM 大客户进行开拓。公司 ODM2013 年下半年开始放量，由于大客户合作模式是先小批量供货，建立稳定合作关系之后供货量将逐步放大，我们对公司 2014 年的海外 ODM 市场快速增长比较乐观。

#### 估值：维持“买入”评级

我们略下调公司 13/14 年 EPS 预测至 0.40/0.54 元（原预测 0.43/0.57 元）。但我们认为新行业，如金融，彩票业，自动售货业对热敏打印机的需求在未来将增长，并相应上调公司长期盈利预测。我们认为公司目前在计算机硬件板块中估值便宜，基于瑞银 VCAM 贴现现金流模型（WACC8.8%），我们上调公司 12 个月目标价至 16.2 元（原 12.5 元），对应 2014 年 30 倍市盈率。

### Equities

中国

通信技术

12 个月评级 **买入**  
保持不变

12 个月目标价 **Rmb16.20**  
之前: Rmb12.50

股价 **Rmb13.73**

路透代码: 002376.SZ 彭博代码 002376 CH

#### 交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb13.99-7.69
市值	Rmb8.24 十亿/US\$1.36 十亿
已发行股本	600 百万 (ORDA)
流通股比例	100%
日均成交量(千股)	5,464
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb65.2
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb1.88 十亿
市净率 (12/13E)	4.4x
净债务 / EBITDA	NM

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.43	0.40	-6.46	0.40
12/14E	0.57	0.54	-5.76	0.55
12/15E	0.71	0.71	0.02	0.71

市场一致预期数据来源: IBES/Bloomberg 估算。有关 UBS 每股收益计算方法的解释, 见本文件封底

要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	483	659	756	883	1,168	1,526	1,831	2,198
息税前利润(UBS)	74	117	146	175	239	325	339	359
净利润 (UBS)	112	164	205	243	324	426	464	510
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.20	0.27	0.34	0.40	0.54	0.71	2.76	3.04
每股股息 (Rmb)	0.30	0.20	0.20	0.13	0.17	0.18	0.20	0.22
净债务 / (现金)	750	625	475	973	1,121	1,368	1,636	1,938
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	15.4	17.8	19.3	19.8	20.4	21.3	18.5	16.3
ROIC (EBIT) (%)	27.1	26.0	20.7	20.8	26.9	33.0	31.6	30.8
EV/EBITDA(core)x	>100	55.1	28.4	41.3	29.0	20.8	19.1	17.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	51.5	26.0	33.9	25.4	19.3	5.0	4.5
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.0	(1.0)	(1.8)	2.5	2.0	3.4	3.6	4.0
净股息收益率(%)	1.4	1.4	2.3	0.9	1.2	1.3	1.5	1.6

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 2014 年 02 月 11 日 15 时 26 分的股价(Rmb13.73)得出;

# 投资主题

## 新北洋

### 投资理由

我们预计公司未来业绩增长的主要动力来自于海外新 ODM 客户放量和国内金融行业收入的提升。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，公司收购鞍山博纵进入清分机市场，控股子公司荣鑫科技专注金融业务贴近金融客，公司在金融行业增长空间较大。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。

我们预计公司 2013/14/15 年 EPS 为 0.40/0.54/0.71 元，我们认为公司目前在板块中估值较低，业绩增速 14 年有望加快，市场估值切换将给公司带来不错的投资机会，维持“买入”评级，目标价 16.2 元，对应 2014 年 30 倍 PE。

### 乐观情景

在乐观假设条件下，我们假设公司海外 ODM 客户 14 年迅速放量，14/15 年海外收入分别达到 2.79 亿/4.04 亿/5.26 亿，则公司 14/15 年 EPS 预测分别上调至 0.65 元/0.85 元，对应每股估值为 19.5 元。

### 悲观情景

在悲观假设条件下，即假设海外需求 14 年无法充分释放，14/15 年海外业务收入分别为 3.57 亿/4.63 亿，则我们预计公司 2014/15 年每股收益为 0.50/0.65 元，对应每股估值为 12.6 元。

### 近期催化剂

公司股权激励可能出现突破；  
海外订单或超预期；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb16.20

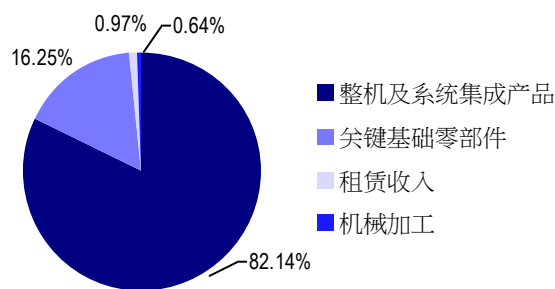
### 公司简介

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。

### 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。

收入按业务分布, 2013 H1 (%)



数据来源：公司公告

### 各类业务的毛利

图片 1: 各类业务的毛利

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
整机及系统集成产品	235	273	335	447	590
关键基础零部件	64	76	89	120	157
租赁收入	3	4	6	7	9
机械加工	1	0	1	1	1
合计	302	354	430	575	758

来源：公司数据，瑞银证券估算

# 金融业务和海外 ODM 有望推动公司 2014 年加速增长

## 国内进一步聚焦金融行业

### 布局完成，金融机具业务 14 年有望快速发展

受到宏观经济的影响，我们认为公司传统的商超客户对热敏打印设备的需求比较平稳，公司未来主要增长点将是金融市场等新兴需求。公司在金融机具领域已经有很好的产品和市场布局，我们预计 14 年公司有望在清分机、票据 ATM 机市场取得实质性的突破。

### 收购鞍山博纵科技公司夯实清分机市场竞争优势

公司 2013 年收购了鞍山博纵科技公司，鞍山博纵专注纸币清分机的研发，公司通过资源整合、优势互补，增强业务协同效应，更有利于公司在银行清分机市场的开拓。根据第三方机构 2012 年的预测，2012 年小型纸币清分机的配备率仅为 5%-6%，随着 ATM 等自助金融机具的快速发展，按照当时金融机构 19.3 万家，每个网点配 4 台清分机，柜台小型清分机的市场容量高达 144 亿元，2013-2015 年的复合增长率将达到 60% 以上。在央行全额清分的政策驱动之下，我们预期公司清分机业务将出现高速增长。

### 控股荣鑫科技贴近终端用户

荣鑫科技是公司为了贴近金融行业大客户，培养公司新的利润增长点而发起设立的子公司。荣鑫科技将主要从事金融行业相关机具产品及解决方案的研发、生产、销售及服务。子公司将准确把握客户需求，并根据市场和客户的需求进行快速反应，快速开发出满足客户需求的新产品和解决方案。如果公司在金融行业的方式获得成功，我们相信同样的模式会复制到其他行业。随着信息化及金融自动化的进一步推进，金融机具产品的需求将不断增加，我们预期公司在金融行业的业务将有一定的突破。

## 国外加强 ODM 大客户业务前景乐观

从公司三季度的报告可以看出，预付帐款期末较期初增加 537.34%，存货期末较期初增加 132.46%，主要原因是公司与海外客户 OEM、ODM 项目启动，备料增加。公司逐步建立了遍及整个欧洲，辐射北美、中东、亚太等世界各地的分销服务网络，并与 WINCOR 等众多国际知名厂商建立了更加广泛和深入的合作关系。WINCOR 是全球排名第三的 ATM 及自助服务设备提供商，市场份额高达 20%，公司很早就与 WINCOR 合作，开始时为其新加坡工厂代工，2013 年开始为 WINCOR 总部提供 ODM 服务。随着海外经济的进一步复苏，我们预期公司的海外业务还将出现一定的增长。

公司同海外 ODM 客户的合作模式是先小批量供货，待建立稳定的信任关系之后海外客户开始逐步加大其采购量。公司 2013 年底 ODM 客户开始放量，我们认为 14 年这一向好的趋势将能够持续，对公司业绩增长构成良好的推动。

## 估值

我们预计公司 13/14/15 年 EPS 分别为 0.40/0.54/0.71 元，同比增速分别为 18%/41%/26%。我们同计算机专用硬件行业内的公司进行比较，新北洋的估值水平低于行业平均水平，我们认为主要是市场认为公司的增长低于行业平均水平，但是根据我们的测算，公司的金融机具业务和海外 ODM 业务在经历 2013 年的储备期之后，14 年将进入快速增长通道，公司 2014 年业绩增长将较 2013 年有较大提升，我们认为在估值切换和业绩增长回升的驱动之下，公司的估值将得到修复。我们基于瑞银证券 VCAM 绝对估值模型进行测算，得出目标价 16.2 元，(WACC=8.8%)，对应 2014 年 30 倍市盈率，PEG 约为 0.86。维持新北洋“买入”评级。

图片 2: 可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
广电运通	002152.SZ	22.3	0.92	1.13	1.37	24.26	19.78	16.28
聚龙股份	300202.SZ	41.9	0.80	1.19	1.66	52.35	35.11	25.25
御银股份	002177.SZ	6.4	0.19	0.28	0.36	34.61	22.59	17.81
中瑞思创	300078.SZ	30.1	0.54	0.78	0.99	55.52	38.58	30.31
行业平均						41.7	29.0	22.4
新北洋	002376.SZ	13.7	0.40	0.54	0.71	34.25	25.37	19.30

来源:Wind, 瑞银证券估算。数据截至 2014 年 2 月 11 日。其中新北洋为瑞银证券估算，其余公司为市场一致预期。

表 1: 公司收入分项预测

	2013E	2014E	2015E
整机及系统集成产品(百万元 人民币)	698	928	1,216
同比增长 (%)	23%	33%	31%
关键基础零部件(百万元 人民币)	174	226	292
同比增长 (%)	27%	30%	29%
租赁收入(百万元 人民币)	9	12	16
同比增长 (%)	24%	30%	30%
机械加工(百万元 人民币)	2	2	3
同比增长 (%)	20%	30%	30%
收入合计	883	1,168	1,526
同比增长 (%)	24%	32%	31%

来源: 瑞银证券估算

表 2: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	0.40	-6%
2014E	0.57	0.54	-5%
2015E	0.71	0.71	0.2%

数据来源: 瑞银证券预测

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 14 年迅速放量, 14/15 年海外收入分别达到 2.79 亿/4.04 亿/5.26 亿, 则公司 14/15 年 EPS 预测分别上调至 0.65 元/0.85 元, 对应每股估值为 19.5 元。
- 在悲观假设条件下, 即假设海外需求 14 年无法充分释放, 14/15 年海外业务收入分别为 3.57 亿/4.63 亿, 则我们预计公司 2014/15 年每股收益为 0.50/0.65 元, 对应每股估值为 12.6 元。

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图片 3: 新北洋[002376]瑞银证券 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	239	325	339	359	516	619	717	818	918	1,013
折旧及摊销*	8	10	13	13	47	57	67	78	90	101
资本支出	(10)	(13)	(16)	(19)	(55)	(66)	(78)	(89)	(101)	(113)
运营资本变动	(113)	(96)	(101)	(102)	(128)	(160)	(175)	(186)	(193)	(194)
所得税(营运)	(24)	(32)	(34)	(36)	(52)	(62)	(72)	(82)	(92)	(101)
其他	(9)	(11)	(9)	(11)	(13)	(16)	(17)	(18)	(19)	(19)
自由现金流	91	183	192	203	315	372	443	520	602	687
增长		101.9%	4.9%	5.9%	55.1%	18.0%	19.1%	17.5%	15.8%	14.1%

估值	
明计现金流现值	4,323
期末价值(第18年)现值	3,713
<b>企业价值</b>	<b>8,036</b>
占永续价值百分比	46%
联营公司及其他	71
少数股东权益	30
现金盈余**	983
债务***	21
权益价值	9,040
已发行股数[m]	600.0
<b>每股权益价值(Rmb/股)</b>	<b>15.10</b>
权益成本	8.8%
股息收益率	1.2%
<b>1年期目标价(Rmb/股)</b>	<b>16.20</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	12.8%	10.0%	4.5%
息税前利润率	18.0%	15.0%	8.0%
资本支出/销售收入	2.0%	1.9%	1.8%
投资资本回报率	37.6%	34.8%	19.9%
估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值/息税折旧摊销前利润	32.6x	24.0x	31.3x
企业价值/息税前利润	33.7x	24.8x	32.3x
自由现金流收益率	1.1%	2.3%	1.3%
市盈率(现值)	27.9x	21.2x	26.9x
市盈率(目标)	30.0x	22.8x	29.0x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.60%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.83
债务/权益	0.6%
边际税率	18.5%
权益成本	8.8%
债务成本	6.6%
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>

期末假设值	
VGH(年数)	18
对应的自由现金流增长	1.9%
回报率增幅	8.8%
企业价值/息税折旧摊销前利	9.0x

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

来源: UBS-VCAM

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



# 新北洋 (002376.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	483	659	756	883	16.7	1,168	32.4	1,526	1,831	2,198
毛利	223	310	369	430	16.6	575	33.8	758	871	997
息税折旧摊销前利润(UBS)	94	140	166	181	8.8	246	36.2	335	352	372
折旧和摊销	(19)	(23)	(20)	(6)	-70.9	(8)	32.7	(10)	(13)	(13)
息税前利润(UBS)	74	117	146	175	19.7	239	36.3	325	339	359
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	42	57	68	79	15.7	98	24.3	121	142	167
净利息	5	11	11	21	96.0	30	45.9	36	43	52
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	122	185	225	274	22.1	366	33.6	482	524	577
税项	(8)	(19)	(18)	(27)	-54.3	(37)	-33.6	(48)	(52)	(58)
税后利润	114	166	207	247	19.3	330	33.6	434	472	519
优先股股息及少数股权	(3)	(2)	(2)	(4)	-92.3	(6)	-33.6	(7)	(8)	(9)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	112	164	205	243	18.6	324	33.6	426	464	510
净利润(UBS)	112	164	205	243	18.6	324	33.6	426	464	510
税率(%)	6.5	10.2	7.9	10.0	26.4	10.0	0.0	10.0	10.0	10.0
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.20	0.27	0.34	0.40	18.6	0.54	33.6	0.71	2.76	3.04
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.20	0.27	0.34	0.40	18.6	0.54	33.6	0.71	2.76	3.04
EPS(UBS, 基本)	0.20	0.27	0.34	0.40	18.6	0.54	33.6	0.71	2.76	3.04
每股股息净值(Rmb)	0.30	0.20	0.20	0.13	-35.4	0.17	31.4	0.18	0.20	0.22
每股账面价值	1.89	2.09	2.33	3.13	34.5	3.55	13.1	4.09	16.69	19.00
平均股数(稀释后)	557.50	600.00	600.00	600.00	0.0	600.00	0.0	600.00	168.01	168.01
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
现金和现金等价物	806	677	528	994	88.1	1,141	14.9	1,388	1,657	1,958
其他流动资产	193	290	425	426	0.2	589	38.4	749	918	1,106
流动资产总额	999	968	953	1,419	48.9	1,731	21.9	2,137	2,575	3,064
有形固定资产净值	193	357	535	537	0.3	539	0.4	542	544	550
无形固定资产净值	92	90	89	89	0.1	89	0.1	89	90	90
投资/其他资产	83	98	117	117	0.0	117	0.0	117	117	117
总资产	1,367	1,513	1,694	2,162	27.6	2,476	14.5	2,885	3,326	3,821
应付账款和其他短期负债	113	146	185	198	7.2	260	31.1	337	417	515
短期债务	32	32	32	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	145	178	217	198	-8.7	260	31.1	337	417	515
长期债务	24	21	21	21	0.0	21	0.0	21	21	21
其它长期负债	40	36	32	32	0.0	32	0.0	32	32	32
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	209	235	269	250	-7.0	312	24.6	389	469	568
普通股股东权益	1,133	1,252	1,398	1,881	34.5	2,127	13.1	2,452	2,804	3,192
少数股东权益	25	26	27	31	15.2	37	17.6	44	52	61
负债和权益总计	1,367	1,513	1,694	2,162	27.6	2,476	14.5	2,885	3,326	3,821
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>%</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净利润(支付优先股股息前)	112	164	205	243	18.6	324	33.6	426	464	510
折旧和摊销	19	23	20	6	-70.9	8	32.7	10	13	13
营运资本变动净值	(43)	(75)	(106)	9	-	(110)	-	(88)	(96)	(96)
其他营业性现金流	(6)	(12)	(15)	(42)	-172.4	(48)	-15.3	(56)	(67)	(78)
经营性现金流	82	100	104	216	108.4	174	-19.3	292	314	349
有形资本支出	(77)	(187)	(198)	(8)	96.2	(10)	-32.6	(13)	(16)	(19)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-10.7	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	13	2	6	29	-	31	-	35	38	42
投资性现金流	(63)	(185)	(193)	21	-	21	1.8	21	22	23
已付股息	(30)	(45)	(60)	(60)	0.1	(78)	-29.4	(102)	(111)	(122)
股份发行/回购	805	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(7)	0	11	321	2,945.00	30	-90.61	36	43	52
债务及优先股变化	(100)	0	0	(32)	-35,455.56	0	-	0	0	0
融资性现金流	669	(45)	(50)	229	-	(47)	-	(66)	(68)	(71)
现金流量中现金的增加/(减少)	687	(131)	(139)	465	-	148	-68.2	247	268	302
外汇/非现金项目	(4)	2	(11)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	683	(128)	(149)	465	-	148	-68.2	247	268	302

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。

## 新北洋 (002376.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	51.5	26.0	33.9	25.4	19.3	5.0	4.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	51.5	26.0	33.9	25.4	19.3	5.0	4.5
股价/每股现金收益	NM	45.2	23.7	33.1	24.8	18.9	4.8	4.4
权益 FCF (UBS) 收益率 %	0.0	(1.0)	(1.8)	2.5	2.0	3.4	3.6	4.0
净股息收益率(%)	1.4	1.4	2.3	0.9	1.2	1.3	1.5	1.6
市净率	11.3	6.7	3.8	4.4	3.9	3.4	0.8	0.7
企业价值/营业收入(核心)	NM	NM	6.3	8.5	6.1	4.6	3.7	2.9
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	>100	55.1	28.4	41.3	29.0	20.8	19.1	17.3
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	30.0	21.4	19.8	18.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	28.9	NM	29.5	21.1	19.4	17.6
企业价值/运营投入资本	NM	NM	6.7	8.9	8.0	7.1	6.3	5.5
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
市值	12,750	8,436	5,326	8,238	8,238	8,238	8,238	8,238
净债务 (现金)	(359)	(687)	(550)	(724)	(1,047)	(1,244)	(1,502)	(1,787)
少数股东权益	14	25	27	29	34	41	52	61
养老金拨备/其他	20	38	34	32	32	32	32	32
<b>企业价值总额</b>	<b>12,425</b>	<b>7,812</b>	<b>4,836</b>	<b>7,575</b>	<b>7,257</b>	<b>7,066</b>	<b>6,820</b>	<b>6,544</b>
- 非核心资产	(73)	(86)	(103)	(103)	(103)	(103)	(103)	(103)
<b>核心企业价值</b>	<b>12,352</b>	<b>7,725</b>	<b>4,734</b>	<b>7,472</b>	<b>7,154</b>	<b>6,963</b>	<b>6,717</b>	<b>6,441</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
营业收入	53.4	36.4	14.8	16.7	32.4	30.6	20.0	20.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	30.3	49.5	18.8	8.8	36.2	35.9	5.1	5.6
息税前利润(UBS)	16.7	57.4	24.8	19.7	36.3	36.0	4.3	5.9
每股收益(UBS 稀释后)	4.7	36.6	24.9	18.6	33.6	31.4	NM	10.1
每股股息净值	50.0	-33.3	0.0	-35.4	31.4	8.8	10.1	8.3
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
毛利率	46.2	47.1	48.8	48.7	49.2	49.7	47.6	45.4
息税折旧摊销前利润率	19.4	21.3	22.0	20.5	21.1	22.0	19.2	16.9
息税前利润率	15.4	17.8	19.3	19.8	20.4	21.3	18.5	16.3
净利 (UBS) 率	23.1	24.9	27.1	27.5	27.8	27.9	25.3	23.2
ROIC (EBIT)	27.1	26.0	20.7	20.8	26.9	33.0	31.6	30.8
税后投资资本回报率	25.3	23.3	19.0	18.7	24.2	29.7	28.4	27.7
净股东权益回报率(UBS)	16.0	13.7	15.5	14.8	16.2	18.6	17.6	17.0
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(64.8)	(48.9)	(33.4)	(50.9)	(51.8)	(54.8)	(57.3)	(59.6)
净债务/(净债务 + 权益)	NM	(95.6)	(50.1)	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	(6.1)	(8.1)	(10.0)	(13.0)	(15.7)	(19.6)	(24.4)	(30.1)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	130.8	131.1	129.9	121.0	149.3
资本支出/营业收入(%)	15.9	28.4	26.2	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	0.7	1.4	1.7	3.1	3.2	3.8	13.6	13.8
股息支付率 (UBS) %	150.0	73.2	58.6	32.0	31.4	26.0	7.4	7.3
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	483	659	756	883	1,168	1,526	1,831	2,198
<b>总计</b>	<b>483</b>	<b>659</b>	<b>756</b>	<b>883</b>	<b>1,168</b>	<b>1,526</b>	<b>1,831</b>	<b>2,198</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/10</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13E</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>
其他	74	117	146	175	239	325	339	359
<b>总计</b>	<b>74</b>	<b>117</b>	<b>146</b>	<b>175</b>	<b>239</b>	<b>325</b>	<b>339</b>	<b>359</b>

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。



## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+18.0%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+19.2%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+9.6%

---

### 瑞银每股收益预期和市场每股收益一致预期。

瑞银每股收益预测是一个调整后的摊薄每股收益指标。该指标采用瑞银分析师所认为的适合用于估值用途的盈利除以摊薄后股票数量计算得出。其计算方法可能不同于市场每股收益一致预期所采用的计算方法。

### 风险声明

宏观经济不景气导致传统商业客户采购需求进一步下滑；

海外 ODM 订单不及预期；

国内金融市场开拓不及预期。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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](http://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。

**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。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

**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提及内容的限制。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：周中。

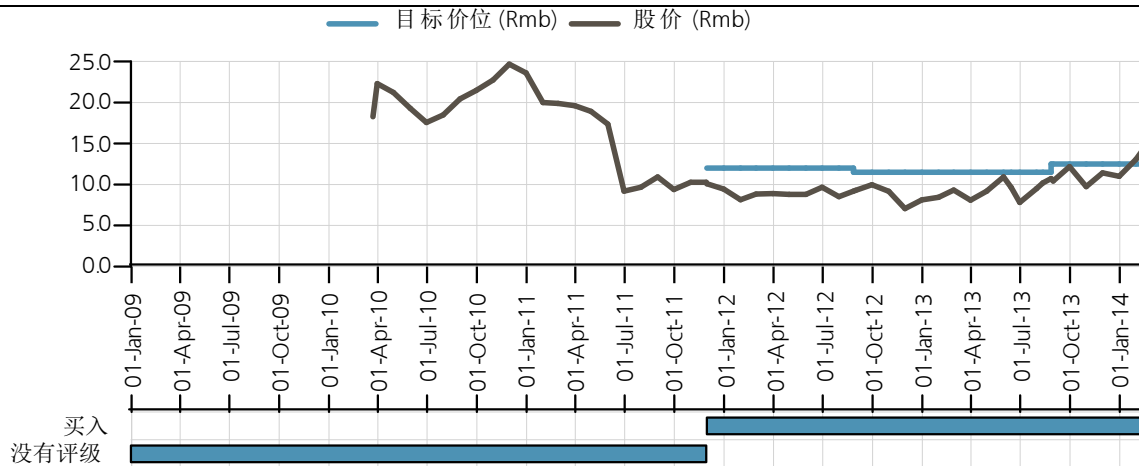
### 涉及报告中提及的公司的披露

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	Rmb13.99	2014 年 02 月 10 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价 [www.ubs.com/price](http://www.ubs.com/price)。本表中的评级是本报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 2014 年 2 月 10 日

www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

## 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

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。瑞银可能进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提供符合资格的合格投资者或专业客户。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(ACPR)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,本文件或任何其他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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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:** 本文件由UBS Limited分发,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。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。**巴西:** 除非具体说明,否则由UBS Brasil CCTVM S.A.分发给居住在巴西的有资格投资者,包括:(i)金融机构,(ii)保险公司和投资资本公司,(iii)补充性养老金实体;(iv)金融投资额高于\$300,000.00雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者;(v)投资基金;(vi)由Comissão de Valores Mobiliários (CVM)授权的证券投资组合经理及证券顾问;(vii)联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港:** 由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:** 由UBS Securities Pte. Ltd. (p) 107/09/2013 and 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., 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,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系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(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。由UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。**澳大利亚:** 1) 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咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件(包括任何产品披露声明)。UBS AG被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议,因此UBS AG负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**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.首尔分行于韩国分发。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)于马来西亚分发。**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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

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象或元素。© UBS 2014 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。

