

日期: 2014年10月20日

行业: IT



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

基础数据(14Q2)

报告日股价(元)	11.23
12mth A 股价格区间(元)	14.50/9.46
总股本(百万股)	600.00
无限售 A 股/总股本	81.35%
流通市值(百万元)	5,481.27
每股净资产(元)	2.96
PBR(X)	3.80
DPS(Y13,元)	0.10

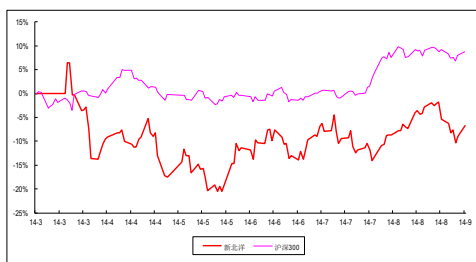
主要股东(14Q2)

威海北洋电气集团股份有限公	13.71%
石子河子联众利丰投资合伙企业	12.71%
中国华融资产管理股份有限公	8.39%
威海国有资产经营(集团)有限	6.13%
山东省高新技术创业投资有限	5.00%

收入结构(14Q2)

整机及系统集成产品	60.85%
关键基础零部件	32.43%
租赁	0.37%
机械加工	0.25%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



首次报告时间: 2010年3月8日

拥有关键技术, 逐步拓展核心市场

■ 主要观点:

拥有打印和扫描两大关键技术

公司主要从事专用打印扫描及相关产品的研发、生产、销售和服务, 掌握从专用打印扫描关键基础零部件、整机到系统集成核心设计与制造技术, 是国内专用打印扫描行业自主品牌之首, 是我国专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业。在某些专用打印机细分领域, 公司市场份额占据自主品牌之首。

在智能化趋势下核心扫描器件将是企业价值发展关键点

接触式扫描技术, 是公司的另一核心技术, 起始于公司传真机项目。相对打印技术作为信息化的输出端, 扫描技术则为信息技术的输入端。信息化初期, 输出端很重要。

目前信息化正朝着智能化方向发展, 在智能化领域, 信息输入端又成为更为关键的技术环节。高清晰接触式扫描技术, 是更多文字、文档、证件、票据支票和现金智能识别设备和系统的关键环节。这种文字相关的识别, 是未来整个智能识别中的一个基本应用和环节。

所以, 扫描识别技术在未来将会愈来愈有更多的应用需求。公司拥有核心扫描器件及技术将存在更大的市场价值。

■ 投资建议:

预计未来 3 年公司归属母公司净利润的年复合增长率可达 34.89%, 目前股价对应 2013-2016 年的市盈率分别为 29.68、15.04、16.62 和 12.09 倍, 预期未来 6 个月内其对应 2014 年动态市盈率可达 25-30 倍, 对应合理估值为 18.67-22.40 元/股。

目前公司的估值水平, 和其核心技术优势, 以及预期的产品市场容量, 存在较大的背离。所以, 维持未来 6 个月对公司“增持”的投资评级, 建议继续增持。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	855.86	1,182.27	1,658.81	2,165.88
年增长率 (%)	13.15	38.14	40.31	30.57
归属于母公司所有者的净利润	227.04	447.99	405.31	557.20
年增长率 (%)	10.60	97.32	-9.53	37.47
每股收益 (按最新股本摊薄, 元)	0.38	0.75	0.68	0.93
PER (X)	29.68	15.04	16.62	12.09

目录

一.拥有打印和扫描两大关键技术.....	3
1.全面掌握专用打印和扫描的两大关键技术.....	3
2.围绕核心技术不断向下游应用产品和业务拓展.....	3
3.在智能化趋势下核心扫描器件将是企业价值发展关键点.....	3
二.依托扫描关键技术实现向金融市场的突破.....	4
1.接触式传感器是金融业众多智能设备的核心部件.....	4
2.金融业相关智能化设备和系统需求将不断扩展.....	5
3.依托扫描关键技术不断向下游金融类产品和业务拓展.....	6
三.高铁等新兴的专业打印市场需求依然增长.....	7
1.信息化不断纵深发展推动新的专业打印市场需求崛起.....	7
2.高铁市场将依然是公司未来发展核心市场之一.....	8
3.全球经济下滑或为扩张全球热打印市场份额创造机遇.....	9
四.估值和核心技术优势存在背离，建议增持.....	11
1.财务状况分析.....	11
2.公司盈利预测.....	13
3.公司价值估算.....	14
4.风险因素.....	15

一. 拥有打印和扫描两大关键技术

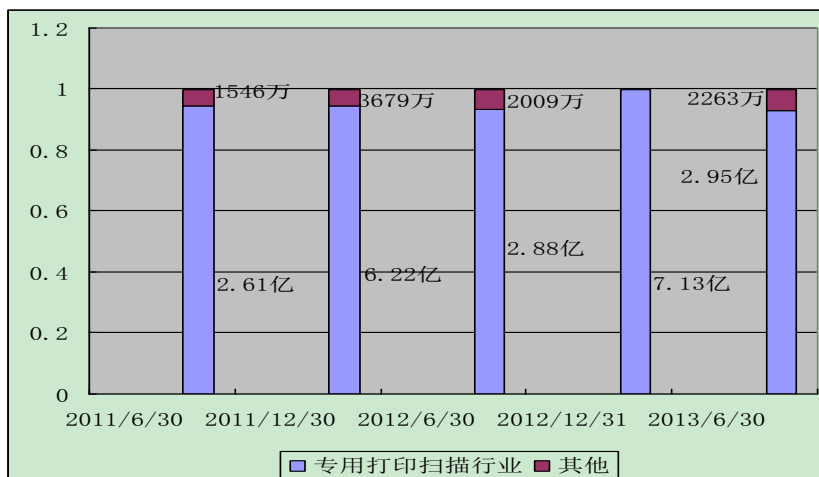
1. 全面掌握专用打印和扫描的两大关键技术

公司主要从事专用打印扫描及相关产品的研发、生产、销售和服务，掌握从专用打印扫描关键基础零部件、整机到系统集成核心设计与制造技术，是中国专用打印扫描行业的领跑者，也是国内专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业。在某些专用打印机细分领域，公司市场份额占据自主品牌之首。公司的发展愿景是“成为世界一流的专用打印扫描产品设计制造和服务商”。

2. 围绕核心技术不断向下游应用产品和业务拓展

公司目前的主营业务涵盖三大领域：专用打印领域、专用扫描领域、自助服务设备领域。专用打印和扫描产品收入占比在 80%以上，是公司主营业务收入的绝对构成部分。

图1 公司主营业务收入情况（单位：元）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

3. 在智能化趋势下核心扫描器件将是企业价值发展关键点

公司起始于热打印领域。热打印技术主要是应用在特定行业内的专业打印领域，目前依然处于不断跳跃式发展进程中。办公领域信息程度比较充分，而且受到无纸化的压抑。但是对全经济领域来说，还有更多特定行业内信息化程度还是很低，甚至还是很缺乏信息化规模应用案例，比如农业内诸多领域。而且，有些行业由于信息化的纵深发展或技术更新因素，正表现出更强劲的专业打印应用需求，比如铁路售票系统、物流条码标签打印、电信银行柜台自助打印等。

接触式扫描技术，是公司的另一核心技术，起始于公司传真机项目。

以前公司可能在产品序列中并未有打印机产品那么重视，但最近几年却愈发受到重视，并成为公司产品和技术开发的核心领域。

相对打印技术作为信息化的输出端，扫描技术则为信息技术的输入端。信息化初期，输出端很重要，但后来由于大存储、以及节能减排等因素，导致更多的无纸化趋势，办公打印等市场受到了一定的压制。

目前，信息化正朝着智能化方向发展，在智能化领域，信息输入端又成为更为关键的技术环节。高清晰接触式扫描技术，是更多文字、文档、证件、票据支票和现金智能识别中的关键。这种相关文字性识别，是未来整个智能识别中的一个基本应用和环节。

所以，扫描识别技术在未来将会愈来愈有更多的应用需求。公司拥有核心扫描器件及技术将存在更大的市场价值。

二. 依托扫描关键技术实现向金融市场的突破

1. 接触式传感器是金融业众多智能设备的核心部件

在专用扫描技术业务领域，新北洋核心竞争力在于接触式传感器（CIS）技术以及关键基础零部件。1991年，公司接触式传感器（CIS）的研制开发取得突破性进展，1993年承担国家TPH/CIS技改项目。1995年与世界五百强企业日本三菱电机、伊藤忠商事会社合资成立山东华菱电子有限公司，建立了国内唯一的TPH/CIS研发生产基地。1997年CIS研制成功，填补国内空白。TPH/CIS的研制成功结束了中国不能自主生产TPH/CIS的历史，打破了国外厂商对中国长期的技术和市场垄断，同时塑造了公司在TPH/CIS研制开发生产方面中国乃至世界领先的优势。

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，公司可以围绕这一关键技术实现相关的关键基础零部件发展和突破，以及衍生产品的设计和生产，从而独占行业技术垄断优势。

例如得益于国内金融业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可达到人民银行点钞机的新标准要求，送检到人民银行的A类点钞机14家左右厂商，所使用的核心部件接触式扫描头都是公司生产提供。

公司子公司华凌光电，主要从事接触式扫描CIS的研发和生产，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。加上清分机等验钞系列，再加上非银行商业用点钞验钞机系列，其市场需求空间将是非常巨大。

而且，不仅是清分机产品，纸币识别器、支票扫描仪及系统、票据 ATM、VTM 机以及智能钱箱等产品，其核心部件和关键技术都是接触式扫描模块系统。

2. 金融业相关智能化设备和系统需求将不断扩展

金融业中金融机具的兴起和信息技术的深入渗透是金融行业业务转型和服务升级的一大趋势，是银行开展电子银行和自助银行业务的基础支撑。

例如点钞机、捆钞机的普及大幅提升了银行柜员的现金清点效率，ATM 的广泛应用不仅提升了用户便利性，同时极大地分流了银行现金柜压力，于此同时，信息查询机、自助填单机、自助回单机等更多类型的自助设备正在不断涌现。金融业务的电子化、自助化、智能化趋势进一步深化，在此过程中将释放大量的金融机具的需求。

随着“假币零容忍”和“现钞全额清分”等政策的全面推行，目前国内现金处理中心和银行网点对清分设备的需求非常明确，推动了清分机行业的迅猛发展：

近期，随着中国人民银行辅币硬币化政策的推行，有效的引导了硬币兑换设备的市场推广，硬币兑换机可实现纸币和硬币的双向自由兑换，是解决硬币回收难及回收处理不及时的关键设备，预计未来硬币兑换机的需求将逐渐开启；票据 ATM 是一种高度精密的机电一体化装置，能够实现金融交易的自助服务，随着银行业务流程再造和对公业务竞争的加剧，预计未来几年票据 ATM 市场将会逐步启动；VTM 机是“远程金融服务”的一种体现，实现了自助发卡、自助签约、存折补登、银行理财、账户查询、自助填单、转帐汇款等多种金融服务，VTM 具有良好的市场前景。

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。

相关报告数据显示，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。

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 计算，预计 VTM 市场成熟后有望达到 30 亿元/年。

整体而言，未来几年金融领域相关智能化设备和系统市场空间潜力十分巨大。

3. 依托扫描关键技术不断向下游金融类产品和业务拓展

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，同时又有着纸币和支票扫描技术需求两大特征。所以，金融行业市场必然将成为公司的核心目标市场。

公司是全球仅有掌握高清晰接触式扫描核心模块的少数厂商之一，同时具有整机制造能力和模块规模化生产能力。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；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。

目前，在扫描技术方面，公司达到一定量产的主要是支票扫描仪、身份证卡扫描识别器和其他相关的打印扫描混合类产品。其中，文档/票据扫描仪采用接触式图像传感器、以自动馈纸方式供纸、以滚筒方式进行扫描，其作为采集影像的终端扫描设备，可应用于各种凭证的影像录入。应用领域涵盖金融、通信、物流、税务等行业。证卡扫描仪可一次性完成双面扫描工作，提供最便捷的影像获取方式，具有扫描速度快、体积小巧、扩展性强等特点，满足图像识别、处理和存档等应用。应用领域涵盖通信、银行、证券、保险、公安、税务、邮政、教育、酒店等行业。

此外，公司产品线还包括混合打印扫描产品，分为证卡复印设备、打印扫描一体机。其中，证卡复印设备是专家型身份证卡专用复印机，第一、二代身份证自动实现一次性单、双面复印，具备 LOGO 打印，内嵌二代证阅读机具，能自动识别身份验证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。应用领域涵盖通信、银行、证券、保险、公安、税务、邮政、教育、酒店等。打印扫描一体机在输出收据的同时即可完成收据影像采集及条码信息识读、上传等操作，扫描模块亦可单独使用，为热敏打印、图像采集、信息识别录入提供一体化解决方案。应用领域涵盖保险、旅游等。

公司凭借拥有的核心扫描技术和上述较为完备的产品线，可以实现向下游金融类产品和业务拓展的实力。目前，公司已经在国内金融市场实现了突破，多项新产品均已实现小批量销售。

公司积极布局金融机具产业，着力培育和发展通过并购重组、战略联盟等资本运作方式实现公司“外延式”成长的能力：公司在2013年4月成立荣鑫科技以专注金融市场开拓，8月收购鞍山博纵切入300亿清分机市场；在2014年4月成立荣鑫科技以专注金融市场开拓，紧接着又在5月收购华菱光电锁定核心部件市场。

预计整合完成后其协同效应将逐步显现，从而保证经营业绩持续稳健增长，公司将凭借优势扩大其金融市场份额。

公司还于2013年对“金融设备研发、中试生产项目”实际投资7,903万元，完成计划投资的81%，于2013年12月31日建设完工。该项目的完工和投产运营将为公司未来金融领域创收带来贡献。

三、高铁等新兴的专业打印市场需求依然增长

1. 信息化不断纵深发展推动新的专业打印市场需求崛起

针式、油墨和激光等打印技术主要应用在办公打印领域。相对于针式、油墨和激光等打印技术，热打印技术的特点决定其更多地应用特定行业内的专业打印领域，如超市、医院、交通、物流等领域的条码标签、票据。

办公领域信息程度比较充分，受到办公无纸化趋势的压制，办公打印传统针式、油墨等打印技术开始处于成熟后期或衰退期，但是对全经济领域来说，还有更多特定行业内信息化程度低，甚至缺乏信息化规模应用案例，比如农业内诸多领域。而且，有些行业由于信息化的纵深发展或技术更新因素，正表现出更强劲的专业打印应用需求，比如铁路售票系统、物流条码标签打印、电信银行柜台自助打印等。所以，热打印技术市场依然处于一定速度的成长期。

随着全球经济的全面复苏，现代化、信息化步伐的加快，目前的热打印不再仅仅局限于传统概念上的条码标签打印和超市收据打印，热打印技术的应用已经从传统的制造业、运输/物流业、零售业发展到医疗保健、商业/金融/保险以及政府/公共安全等领域。

在全球范围内，热打印技术成为信息化系统输出的重要手段、主流技术之一。据2004年全球热打印技术第十五届年会公布的数据显示，美国60%的娱乐场所票证和30%的彩票使用直接热打印，加拿大的彩票10%

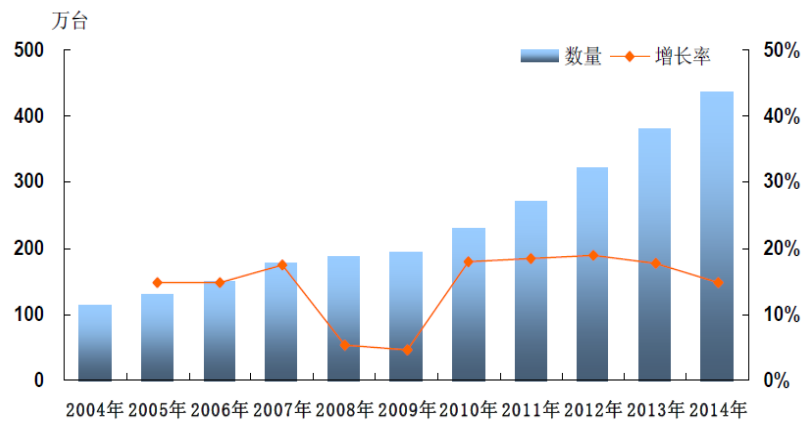
是热打印，年增长率达到 20%，身份证卡打印达到 3.5 亿美元，其中 1.8 亿美元是打印设备，这是一个新兴的市场，也成为热打印领域里增长最迅速的市场。

在中国市场，制造业信息化、医疗信息化、固定资产管理信息化，食品、药品安全追溯等的快速普及与发展，为热打印提供了持续增长的市场空间。

新兴行业方面，物联网、智能化自助服务将为热打印、扫描、集成产品、RFID 关联产品带来更为广阔的应用空间。随着国家将自动识别、物联网及其相关产品列入“十二五”发展规划，为相应产品的研发、应用提供了更广阔的发展空间。预计未来几年，国内市场将呈现较快增长趋势。

据 CCIA 报告显示，2004-2008 年，我国专用打印机市场销量年均复合增长率达到 10.3%，远高于全球的 4.9%；2008 年中国市场占全球市场比重为 6.8%。预计 2009-2014 年，我国专用打印机市场销量年均复合增长率将达到 14.4%，占全球市场的比重将进一步上升到 11.6%。

图2 2004—2014 年我国专用打印机市场销量和预测



数据来源：公司公告，上海证券研究所

从专用打印扫描产品市场需求看，行业的下游主要包括成熟行业 and 新兴行业。成熟行业包括，商业/零售、交通/运输、工业/制造业；新兴行业包括，高铁、金融、餐饮、现代物流业、医疗保健、通信、彩票、旅游、政府机构等。

2. 高铁市场将依然是公司未来发展核心市场之一

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检票设备市场，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。

由于国内铁路系统的一些负面事件，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。

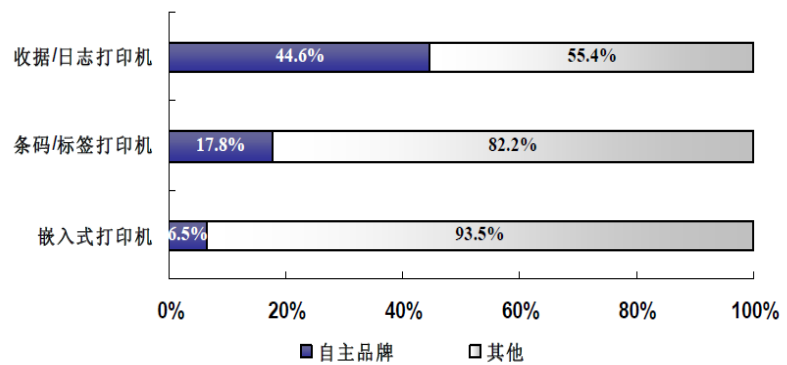
“十二五”规划重点强调了国家快速铁路网、城市轨道交通等的战略发展布局，随着国内经济的复苏和“城镇化”的推进，以及高铁“国际化”的国家战略，高铁市场将继续为公司业绩继续贡献力量。

3. 全球经济下滑或为扩张全球热打印市场份额创造机遇

从全球产品区域分布状况看，发达国家专用打印及相关技术集成产品已广泛应用于国民经济各个领域，且呈稳定增长态势，其他国家和地区市场仍处于培育期和成长期，特别是中国、巴西、俄罗斯、印度等金砖国家的市场增长最快，已发展成为推动整个专用打印及相关技术集成产品市场持续增长的最重要国家。

市场份额方面，国外品牌市场竞争优势明显，占市场主导地位。目前，以日本 EPSON、美国 ZEBRA 为代表的国际老牌厂商，凭借多年的竞争优势在我国专用打印机市场占据着主导地位。国内专用打印行业起步晚、底子薄，各项技术严重滞后于美国、日本等国。目前，我国专用打印机厂商大多通过进口机芯的方式进行组装生产，产品以低端产品为主，技术含量低，产品类型单一，而且同质化现象严重，在国内市场以价格竞争为主，毛利率呈逐年下降趋势。

图3 中国专用打印机市场自主品牌占比情况（2008-2009年）



数据来源：公司公告，上海证券研究所

在专用打印机中高端产品领域，主要由 EPSON、ZEBRA 等日美厂商垄断，毛利率普遍较高。国内企业近年来在中高端产品领域取得一定的进展，在铁路、邮政等细分市场居于优势地位，市场份额不断提高。但与国际知名厂商在品牌、技术、资金等诸多方面仍存在较大差距。收据/日志打印机，主要集中在零售、餐饮等行业，随着行业竞争加剧，用户更多考虑产品匹配性、降低 IT 投入成本等因素；条码标签打印机，主要集中在制造、物流、零售等行业，终端应用客户将更加关注售前技术支持的响应速度、售后服务的水平质量等。随着移动支付、电子商务、食品安全等新兴应用迅猛发展，能否快速理解客户需求、快速满足系统集成要求、快速提供产品服务将成为竞争的关键。

公司旗下子公司华菱电子是国内唯一拥有 TPH（生产热打印头）核心技术的厂商，围绕这一技术优势以及在光机电生产领域深厚的技术经验积累，公司构建起强大的产业链一体化优势：不仅拥有业内最全的产品线，并且形成强大的技术研发体系，能够快速响应市场趋势，满足客户差异化需求。公司能在订单“多品种、小批量”的情况下获得较高的业绩增长。

公司凭借热打印核心技术在专用打印领域逐步积累起市场份额和取

得优势竞争力。2013 年海外销售收入达到 2.8 亿元，2009-2013 年海外销售收入年均增长 37%，在“国外聚焦大客户”的发展战略下，公司目前产品已远销到欧洲，北美，亚太等多个国家和地区。公司已与德国 WINCOR，美国 CRS，德国 QUAD 等国际知名厂商建立了稳定的战略合作关系，产品进入韩国 LG，德国汉莎航空公司等企业。公司还与国外整机厂商合作，将嵌入式打印机销售到日本彩票市场，韩国和以色列银行等。公司通过控股荷兰东方，在欧洲地区掌控了 60 家分销商的经销网络，拥有了荷兰东方在欧洲注册的“ORIENT”商标，为公司海外市场的拓展奠定了坚实基础。

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。目前，全球经济出现下滑，对全球专业打印市场需求有所压缩，但同时，却也逼迫更多的国际专业打印领域的制造商和系统服务商，开始更多的 ODM 方式来降低研发和制造成本。

因而，公司积极开发 ODM 大客户和海外新兴市场。公司在海外市场方面采取多种举措，扩大海外市场营销规模，寻求全球专业打印机市场份额的进一步提升。预计公司 2014 年将迎来比较明确的 ODM 业务放量，预计该项业务在 2014 年将至少贡献近 2 亿元的收入，成为 2014 年业绩增长的重要来源之一。

四. 估值和核心技术优势存在背离，建议增持

1. 财务状况分析

与相关公司比较盈利能力一般

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率一般，销售净利润率也处于中等偏下水平。

表1 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2011-12	2012-12	2013-12	2014-6
新北洋	47.10	48.76	47.87	43.03
科大讯飞	57.24	53.74	53.01	54.59
聚龙股份	55.84	50.85	53.64	48.84
广电运通	49.71	52.28	54.62	54.71
御银股份	52.35	46.01	45.50	39.81

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表2 公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）

证券简称	2011-12	2012-12	2013-12	2014-6
新北洋	25.14	27.43	27.54	66.69
科大讯飞	23.80	23.18	22.21	18.20

聚龙股份	27.97	28.51	31.47	23.40
广电运通	24.29	26.81	28.26	29.76
御银股份	24.12	16.54	14.66	16.54

数据来源：公司公告，上海证券研究所

收入成长性也较为一般

和相关公司相比较，公司营业收入成长性一般；公司净利润增长较低，这同样也与公司近几年募投项目大量费用化相关。

表3 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2012年同比增长率	2013年同比增长率	2013年相对于2011年的年复合增长率
新北洋	14.80%	13.15%	13.97%
科大讯飞	40.74%	59.92%	50.03%
聚龙股份	102.09%	71.46%	86.14%
广电运通	3.78%	16.03%	9.73%
御银股份	1.14%	13.17%	6.99%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表4 公司和相关公司的净利润增长比较（单位：%）

证券简称	2012年同比增长率	2013年同比增长率	2013年相对于2011年的年复合增长率
新北洋	25.26%	10.60%	17.70%
科大讯飞	37.53%	52.95%	45.03%
聚龙股份	105.93%	89.28%	97.43%
广电运通	14.23%	21.85%	17.98%
御银股份	-30.62%	0.26%	-16.60%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司营运能力较好

公司的存货周转天数与同类上市公司相比，处于较好水平；应收账款周转天数也处于行业偏好水平。

表5 公司和相关公司的存货周转天数比较（单位：天）

证券简称	2011-12	2012-12	2013-12	2014-6
新北洋	66.67	72.85	108.17	168.37
科大讯飞	66.39	69.18	64.08	74.57
聚龙股份	174.51	122.77	114.66	196.68
广电运通	179.46	246.68	305.89	514.87
御银股份	188.52	253.50	227.65	171.40

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的应收账款周转天数比较（单位：天）

证券简称	2011-12	2012-12	2013-12	2014-6
新北洋	82.41	112.23	159.80	218.29
科大讯飞	147.75	157.40	155.29	216.45

聚龙股份	68.39	90.47	115.84	281.07
广电运通	156.13	122.62	97.17	113.04
御银股份	54.75	67.07	79.54	127.80

数据来源：公司公告，上海证券研究所

从总资产周转情况来看，公司与同类公司相比处于一般水平。

表7 公司和相关公司的总资产周转率比较（单位：次）

证券简称	2011-12	2012-12	2013-12	2014-6
新北洋	0.45	0.47	0.42	0.16
科大讯飞	0.49	0.48	0.41	0.15
聚龙股份	0.54	0.61	0.79	0.22
广电运通	0.68	0.59	0.55	0.22
御银股份	0.46	0.43	0.49	0.25

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2. 公司盈利预测

利润表预测

预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收入同比增长 38.14%、40.31% 和 30.57%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 97.32%、-9.53% 和 37.47%；分别实现每股收益（按加权平均股本计算）0.75 元、0.68 元和 0.93 元。目前股价对应 2014-2016 年的动态市盈率分别为 15.04、16.62 和 12.09 倍。

表8 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	855.86	1,182.27	1,658.81	2,165.88
增长率	13.15%	38.14%	40.31%	30.57%
营业成本	446.12	672.18	895.60	1,146.53
二、营业毛利	409.74	510.09	763.21	1,019.36
增长率	11.09%	24.49%	49.62%	33.56%
毛利率	47.87%	43.15%	46.01%	47.06%
营业税金及附加	6.19	7.68	10.78	14.08
销售费用	57.00	77.56	98.86	116.09
管理费用	156.20	224.63	304.39	383.36
财务费用	0.07	2.36	3.32	4.33
资产减值损失	13.25	10.64	14.93	19.49
三、主营业利润	177.05	187.22	330.93	482.00
增长率	12.93%	5.74%	76.76%	45.65%
收入比	20.69%	15.84%	19.95%	22.25%
公允价值变动净收益				
投资净收益	32.24	235.98	58.99	73.74
汇兑净收益				
四、营业利润	209.28	423.19	389.92	555.74

2014 年 10 月 20 日

营业外净收益	49.38	53.00	56.00	58.00
五、利润总额	258.66	476.19	445.92	613.74
减：所得税	22.92	21.38	34.44	48.06
六、净利润	235.74	454.82	411.48	565.68
少数股东损益	8.70	6.82	6.17	8.49
归属于母公司所有者的净利润	227.04	447.99	405.31	557.20
增长率	10.60%	97.32%	-9.53%	37.47%
收入比	26.53%	37.89%	24.43%	25.73%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	600.00	600.00	600.00	600.00
按加权平均股本计算的每股收益(元)	0.38	0.75	0.68	0.93
增长率	11.76%	96.49%	-9.53%	37.47%
PER(X)	29.55	15.04	16.62	12.09
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.38	0.75	0.68	0.93
增长率	10.60%	97.32%	-9.53%	37.47%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

3. 公司价值估算

相对估值比较

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2013-2016 年的动态市盈率均值分别为 47 倍、31 倍、25 倍和 19 倍。

表9 相关公司估值比较（单位：元/股）

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002376	新北洋	12.08	0.38	0.78	0.69	0.84	32	16	17	14
002230	科大讯飞	29.32	0.35	0.53	0.74	1.07	84	55	40	27
300202	聚龙股份	27.90	0.49	0.76	1.11	1.54	56	36	25	18
002152	广电运通	17.45	0.79	0.98	1.18	1.47	22	18	15	12
002177	御银股份	6.51	0.16	0.21	0.25	0.29	40	31	26	22
	样本均值						47	31	25	19

数据来源：Wind，上海证券研究所（对应股价为 2014-10-17 日收盘价）

投资建议

预计未来 3 年公司归属母公司净利润的年复合增长率可达 34.89%，目前股价对应 2013-2016 年的市盈率分别为 29.68、15.04、16.62 和 12.09 倍，预期未来 6 个月内其对应 2014 年动态市盈率可达 25-30 倍，对应合理估值为 18.67-22.40 元/股。

目前公司的估值水平，和其核心技术优势，以及预期的产品市场容量，存在较大的背离。所以，维持未来 6 个月对公司“增持”的投资评级，建议继续增持。

4. 风险因素

高端技术研发人才短缺的风险

公司所处的专用打印扫描行业技术人才十分紧缺，技术人员的质量和数量直接影响着公司的研发水平和竞争实力；吸引优秀的技术人才并增强技术人员的稳定性，有利于公司的持续、稳定、快速发展。目前公司现有的薪酬体系和激励机制不具有持久性竞争优势，无法持续支撑公司快速发展并实现战略目标。公司迫切需要建立一个着眼于未来的长效激励机制，将现有技术人员的利益与公司的利益紧密结合，进一步增强公司现有技术人员的稳定性，并且不断吸引外部优秀技术人才的加入，从而为公司的持续、稳定、快速发展奠定良好的人力资源基础。

“外延式”成长带来的系列风险

通过投资并购、战略联盟等方式可以帮助公司快速形成新的竞争优势、快速扩大公司规模，上市以后公司在企业并购重组方面取得了一系列的突破，收购鞍山搏纵、控股华菱光电，今后“外延式”成长将继续成为公司的重要发展战略之一。但是企业的并购重组面临着极大的风险，如何筛选优质的投资项目以及规避并购重组后的整合风险，从而最终实现对并购企业的有效管控，这都对公司“外延式”成长具有非常重要的影响作用。

市场竞争加剧、产品毛利率下降的风险

目前，公司产品平均毛利率处于行业较高水平，近几年由于全球经济不景气，专用打印扫描行业竞争不断加剧，公司产品面临着毛利率下降的风险。

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
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	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
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	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。