



买入

47% ↑

目标价格:人民币 20.30

002376.CH

价格:人民币 13.85

目标价格基础:42倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

新北洋

做物流配送掘金潮中“租铲子的人”——融资租赁模式迅速打开下游需求空间

新北洋是国内专用打印设备龙头制造企业，其国内业务保持稳定，海外业务持续增长。2015年公司二次创业，进入金融设备及物流智能装备领域，为未来业绩带来极大弹性。在金融领域，公司技术领先并已迅速获取业务；在物流领域，公司通过融资租赁模式，打开下游需求空间，带来订单爆发式增长，并且公司融资租赁模式的排他性优势又保证了高增长业务的可持续性。从2016年9月开始，公司高管多次通过二级市场增持公司股份，表现出对公司发展的极大信心。我们看好公司在金融和物流领域未来发展，给予买入评级，目标价格20.30元。

支撑评级的要点

- 公司海外业务持续较快增长，继续为传统业务贡献利润。
- 金融领域技术和业务均有优势，在智能化趋势和政策颁布的协同共振下，金融机具需求旺盛，公司目前业务推进速度良好。
- 在物流智能柜运营平台蓬勃发展的过程中，公司定位于设备提供商，做“物流配送掘金潮中租铲子的人”，赚取低风险高确定性收益。通过融资租赁模式，迅速打开和增大下游运营平台对智能柜的需求空间，带来业绩高增长。

评级面临的主要风险

- 1、金融机具订单数下滑；2、物流柜铺设速度不达预期。

估值

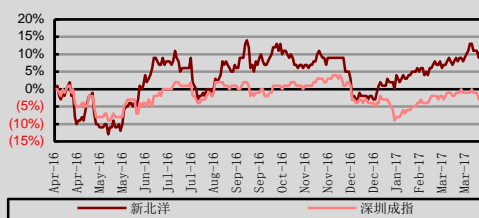
- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司2016、2017、2018年销售收入分别为16.35亿元、23.05亿元、32.79亿元，归属于母公司的净利润分别为2.06亿元、3.01亿元、4.40亿元；每股收益分别为0.33元、0.48元、0.70元。我们给予**买入**的首次评级，目标价格20.30元。

投资摘要

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	992	1,211	1,635	2,305	3,279
变动(%)	16	22	35	41	42
净利润(人民币 百万)	306	147	206	301	440
全面摊薄每股收益(人民币)	0.511	0.245	0.326	0.477	0.697
变动(%)	35.0	(51.9)	32.7	46.3	46.3
全面摊薄市盈率(倍)	27.1	56.4	42.5	29.1	19.9
价格/每股现金流量(倍)	46.8	28.9	(225.7)	19.7	87.8
每股现金流量(人民币)	0.30	0.48	(0.06)	0.70	0.16
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.1	37.2	26.7	17.7	12.3
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.081	0.119	0.174
股息率(%)	0.7	1.1	0.6	0.9	1.3

资料来源：公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	10.2	3.0	14.2	15.5
相对深证成指	8.6	2.6	11.8	14.0

发行股数(百万)	631
流通股(%)	91
流通股市值(人民币 百万)	7,924
3个月日均交易额(人民币 百万)	88
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
威海新北洋电气集团股份有限公司	15

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2017年3月31日收市价为标准

相关研究报告

《广电运通：变化进行时，大金融战略初现》

中银国际证券有限责任公司具备证券投资咨询业务资格

计算机：计算机设备

吴砚靖

(8610)66229335

yanjing.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300515070003

目录

专用打印龙头企业，二次创业接棒成长.....	4
专用打印扫描龙头企业，二次创业前国内业务增长乏力	4
推进海外业务以保增长，延伸产业链以增强协同性.....	5
金融：智能化趋势和政策出台协同共振，加码创新逐渐开拓新业务.....	7
传统产品：受益于智能化趋势及国产化进程，换机需求助推业绩快速增长	7
创新产品：票据鉴伪系统开始批量销售，业绩增长值得期待 .8	
物流：融资租赁模式迅速打开下游需求，带动设备销量爆发式增长.....	9
最后一公里的解决方案——智能物流柜是制胜之道?	9
融资租赁——重资产剥离，平台不再承压，步入高速发展期12	
公司是融资租赁模式最大受益方	12
盈利预测与估值	14
研究报告中所提及的有关上市公司.....	16

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司打印系列产品示意图.....	4
图表 2. 公司两大核心零件衍生的产品系列结构图.....	4
图表 3. 二次创业前公司打印机销量增速下滑.....	5
图表 4. 二次创业之前及之后公司营收变化.....	5
图表 5. 国内和海外营收及占比.....	6
图表 6. 公司业务产业布局.....	6
图表 7. 中国 2009-2015 年 ATM 安装量和采购量.....	7
图表 8. 公司子公司荣鑫科技金融产品系列.....	8
图表 9. 中国 2007-2016 年快递平均单价.....	9
图表 10. 中国快递各环节成本占比.....	9
图表 11. 丰巢快递柜.....	10
图表 12. 我国快递柜需求量及市场空间.....	11
图表 13. 国内智能快递柜格局.....	11
图表 14. 依靠公司资金实力可买断智能柜数量（智能柜按 2.5 万/套 计价）.....	12
图表 15. 物流智能柜产业链.....	12
图表 16. 分业务营收拆分.....	14
损益表(人民币 百万).....	15
资产负债表(人民币 百万).....	15
现金流量表(人民币 百万).....	15
主要比率 (%).....	15

专用打印龙头企业，二次创业接棒成长

专用打印扫描龙头企业，二次创业前国内业务增长乏力

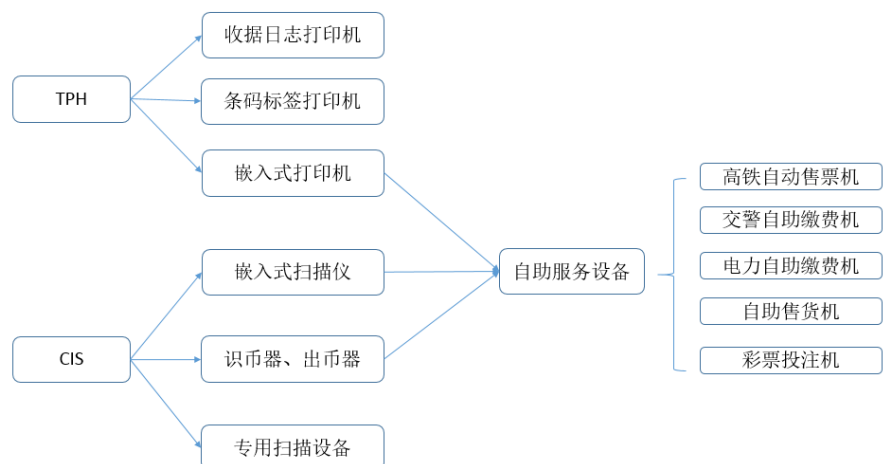
公司是国内专业从事专用打印、识别及智能终端产品的研发、生产与服务的龙头企业，客户覆盖国内外，近年来国外业务增速明显。公司早期专注于传统专用打印机业务，以自主掌握的专用打印扫描核心技术为基础，形成了关键基础零部件、整机及系统集成产品两大产品系列，包括专用打印扫描关键基础零件、专用打印扫描关键基础部件、收据日志打印机、条码标签打印机、专用扫描产品、混合打印扫描产品、自助设备及系统6个大类，产品被广泛应用于商业零售、交通运输、工业制造、现代物流、金融、彩票、医疗保健、通信、政府机构等多个行业领域。

图表 1. 公司打印系列产品示意图



资料来源：公司资料，中银证券

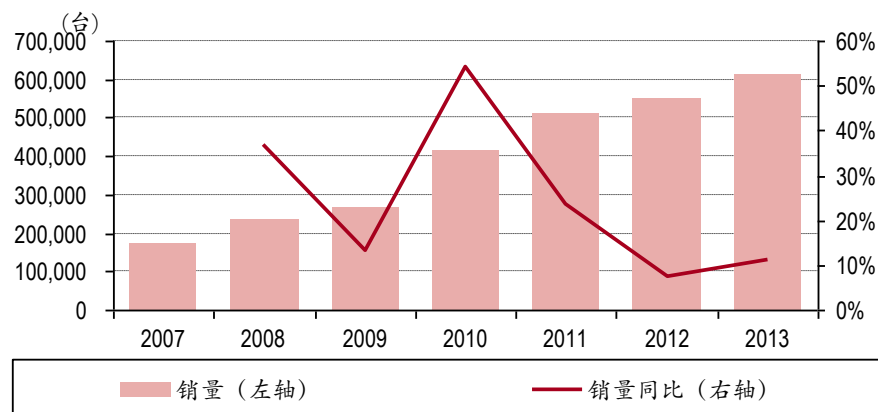
图表 2. 公司两大核心零件衍生的产品系列结构图



资料来源：公司资料，中银证券

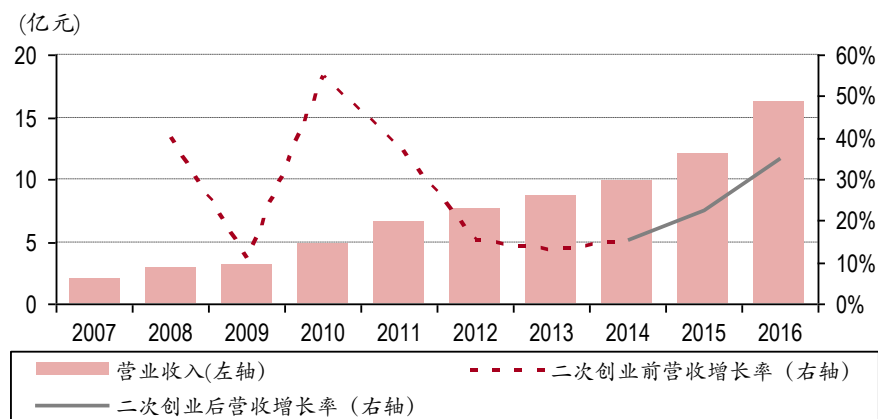
2014年，随着全球经济复苏乏力、国内经济下行压力持续加大，公司经营环境愈加严峻，打印机业务下游需求增速缓慢，景气度欠佳，再加上专用打印扫描行业市场竞争日趋激烈，公司既有成熟业务专用打印机价格不断下降，造成传统业务的营收和毛利率呈现下滑。公司及时调整战略，开启二次创业路程，一方面拓展传统产品新市场，主要为加大海外市场拓展；另一方保持高研发投入，重点研发金融和物流领域创新型产品。15年开始，公司营收重新回到高速增长，毛利率也同步上升。

图表 3. 二次创业前公司打印机销量增速下滑



资料来源：公司资料，中银证券

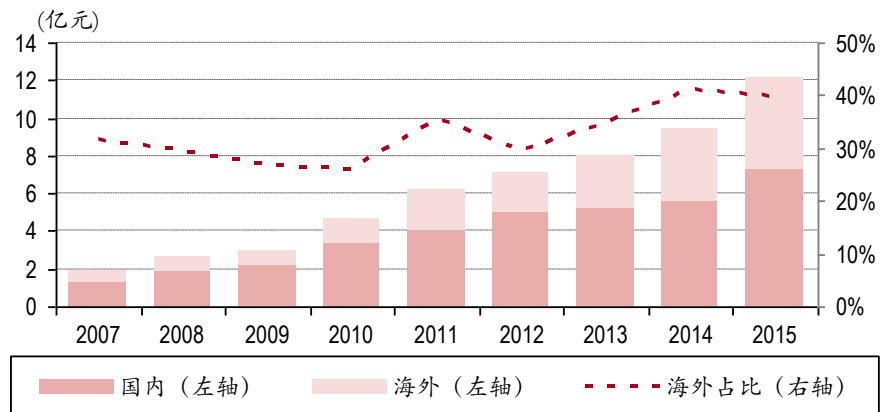
图表 4. 二次创业之前及之后公司营收变化



资料来源：公司资料，中银证券

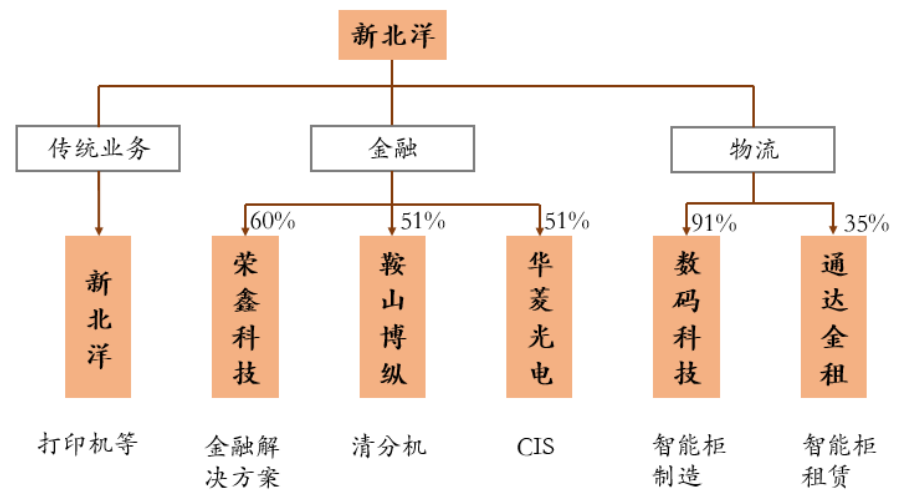
推进海外业务以保增长，延伸产业链以增强协同性

海外营收增长迅速。公司在和 ODM/OEM 大客户原有产品合作的基础上，拓展了嵌入式打印、条码打印机等新产品的合作；在彩票行业，与全球多个国家彩票行业知名品牌厂商建立了合作关系；积极把握部分国家和地区的选票打印市场机会，实现产品突破；纸币清分机成功在海外实现批量销售，成为海外市场新的增长点。随着欧美经济的复苏，欧美市场的收据打印机渠道分销开始恢复增长；条码打印机等在印度、巴西等新兴市场也实现批量销售。公司从 2007 年到 2015 年间，海外业务营收复合增长率为 30%，预计未来几年海外业务将保持 20% 以上的增长率。

图表 5. 国内和海外营收及占比


资料来源: 万得, 中银证券

并购延伸产业链, 提高公司行业地位。公司从 2010 年上市之后, 一直注重内生与外延协同发展: 公司于 2011 年投资苏州智能, 发展智能交通领域相关业务; 2013 年 6 月将原金融事业部门分离成立子公司荣鑫科技 (目前持股 60%), 着力推动金融业务的专业化发展; 2013 年 8 月并购鞍山博纵科技 (持股 51%), 快速切入纸币清分机、点验钞机等金融领域的新兴市场; 2013 年 12 月增持华菱电子 (持股 34.8%), 2014 年 5 月控股华菱光电 (持股 51%), 牢牢掌握金融机具电子零部件市场; 2014 年 12 月投资正棋机器人公司, 进入工业机器人及其他先进制造技术研究领域; 2016 年 4 月增持数码科技 (目前持股 91.19%), 全面深入物流智能柜制造领域; 2016 年 6 月, 参股设立通达金租 (持股 35%), 延伸产业链, 确保上游数码科技智能柜销量。

图表 6. 公司业务产业布局


资料来源: 公司资料, 中银证券

金融：智能化趋势和政策出台协同共振，加码创新逐渐开拓新业务

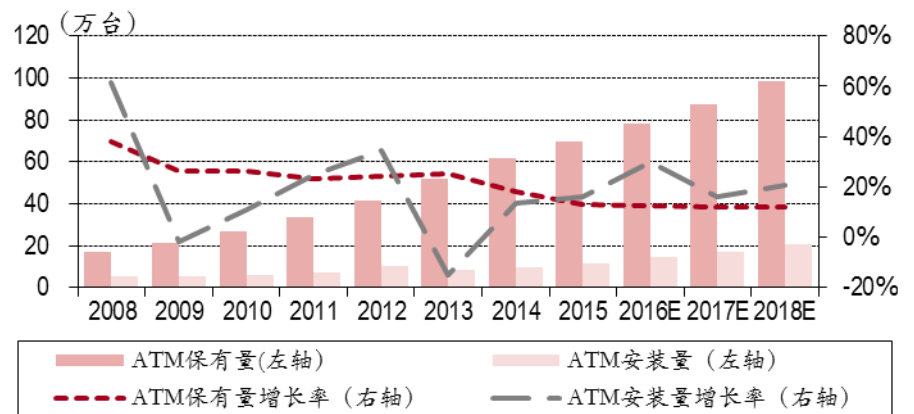
公司在金融领域业务布局完整，产品涵盖从上游核心零部件 TPH、CIS，中游嵌入式模块，到下游清分机、票据鉴别系统等。从不同产品线来看，公司均受益于行业趋势和政推动双重利好。

传统产品：受益于智能化趋势及国产化进程，换机需求助推业绩快速增长

公司打印与扫描模块受益于 ATM 增长。尽管电子支付冲击全球 ATM 市场，但在中国等人口密集的新兴市场中，现金需求依旧旺盛，有力地推动全球 ATM 市场的持续增长。中国 ATM 市场稳步增长，根据全球 ATM 行业协会的保守预测，2020 年末，中国将会有超过 100 万台 ATM 存量。

目前中国 ATM 市场稳中有进，随着 7~8 年前安装的 ATM 面临退役更换，以及普惠金融的铺开、国家金融信息安全战略、国产化替代、民营银行社区银行建设等新增需求的产生，国内 ATM 安装量将迎来新一波提速。

图表 7. 中国 2009-2015 年 ATM 安装量和采购量



资料来源：人民银行，中银证券

利率市场化加快智能化进程，公司金融解决方案直接受益。随着利率市场化的深入推进，依靠存贷款利差的银行业绩面临瓶颈。2015 年全国银行业利润增速创 8 年新低，同时各大行员工数仍然居高不下。利润增速骤降和人力成本高升的双重压力为银行经营带来不利，VTM (Virtual Teller Machine, 虚拟柜员机) 应运而生。目前市面上单台 VTM 价格约在 40 万元左右，若实现大规模生产，成本有望下降到 20 万元左右，约等于两个柜员一年的工资。而一台 VTM 至少可以替代两个柜台窗口，同时具有占地面积小、24 在线的特点。若将 VTM 购置成本摊销到每年，同时考虑营业网点租金等其他成本优势，VTM 的运营成本将是柜员的 30% 以下。公司核心零件及扫描模块均为 VTM 关键部件，同时公司推出金融解决方案也能提升自动化程度，随着智能化趋势的延续，公司产品将持续受益。

图表 8. 公司子公司荣鑫科技金融产品系列

柜台应用产品	后台应用产品	自助应用产品	嵌入式关键模块
存折打印机 支票账号打印机 高速扫描仪 票据鉴别仪 支票扫描仪 证卡专用扫描仪 智能钱箱	条码标签打印机 支票清分机 纸币清分机	支票受理机 硬币兑换机 硬币包装机 自助回单机 自助填单机	盖章机 识币器 嵌入式支票扫描仪

资料来源：荣鑫科技官网，中银证券

政策促进清分机需求增长。央行“硬币辅币化”政策有力地推动了硬币自助处理设备市场的发展，同时“假币零容忍”和“现钞全额清分”政策的普遍推广也有效地刺激了国内金融机构对清分设备的需求，一方面源于政策催生的增量，另一方面鉴于清分设备 5-8 年的更换周期，预计未来 1-3 年各大银行将会集中进行设备更新，清分机市场将迎来一小波高峰。

在政策推动下，2016 年公司纸硬币兑换机销售增速明显，2017 年预计将保持较快增长。2016 年内清分机入围、中标多家银行采购名单，公司继续跟进已招标入围银行的批量销售，积极参与各大银行的入围招标，同时加大了清分机海外市场的销售力度，努力拓展新兴市场，不断培育新的业绩增长点。

创新产品：票据鉴伪系统开始批量销售，业绩增长值得期待

票据风险管控增加产品需求。针对近年来曝光的多起票据诈骗案件，银监会多次下发票据业务风险提示，要求加强监管，银行业也增加投入防范技术风险和业务隐患以提高柜面管理水平。票据鉴伪解决方案市场需求旺盛，对此，公司重点推广票据鉴伪管理系统和票据风控管理系统两大解决方案。

公司的票据鉴伪系统具有技术优势，从票据制作、签发时就会进行影像留存，依靠多种图像进行比对。公司已从技术层面解决跨行数据交换，正在推进实现跨行间的数据共享。

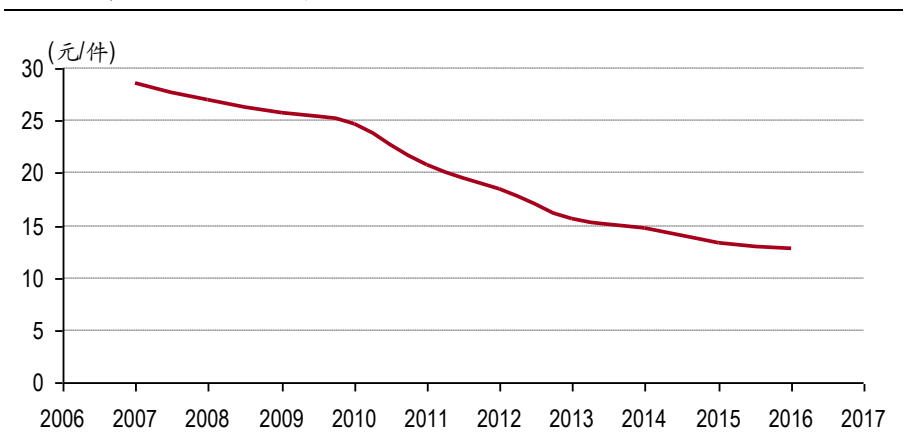
从反馈来看，票据鉴伪系统已在 140 多个银行网点试点推广，并逐步从试点推广迈向批量销售，客户反响良好。随着产品深入市场，票据鉴伪系统应用将更加广泛。未来，票据鉴伪系列产品有望为公司业绩贡献较大增量。

物流：融资租赁模式迅速打开下游需求，带动设备销量爆发式增长

最后一公里的解决方案——智能物流柜是制胜之道？

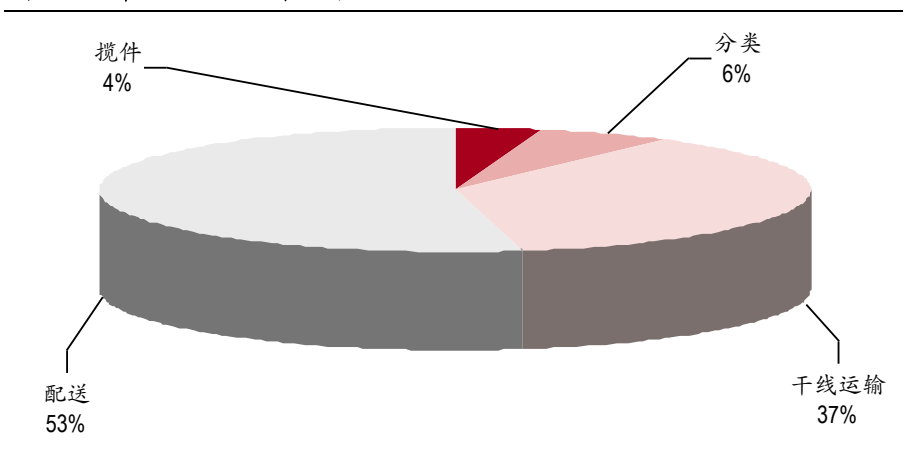
降低配送环节成本是当务之急。在各大物流商不断竞争下，我国消费级快递单价持续下降，2016年全国快递平均单价为12.7元/件，较2007年28.5元/件的价格降幅高达55%。电商物流包括4个环节：揽件、分类、干线运输、配送，其中配送环节因为难以标准化、人力成本刚性等特点，在整个物流环节中成本占比超过50%并且难以下降。如何降低末端配送成本，成为各大物流商增强竞争力，打造行业闭环所急需解决的问题。

图表 9. 中国 2007-2016 年快递平均单价



资料来源：万得，中银证券

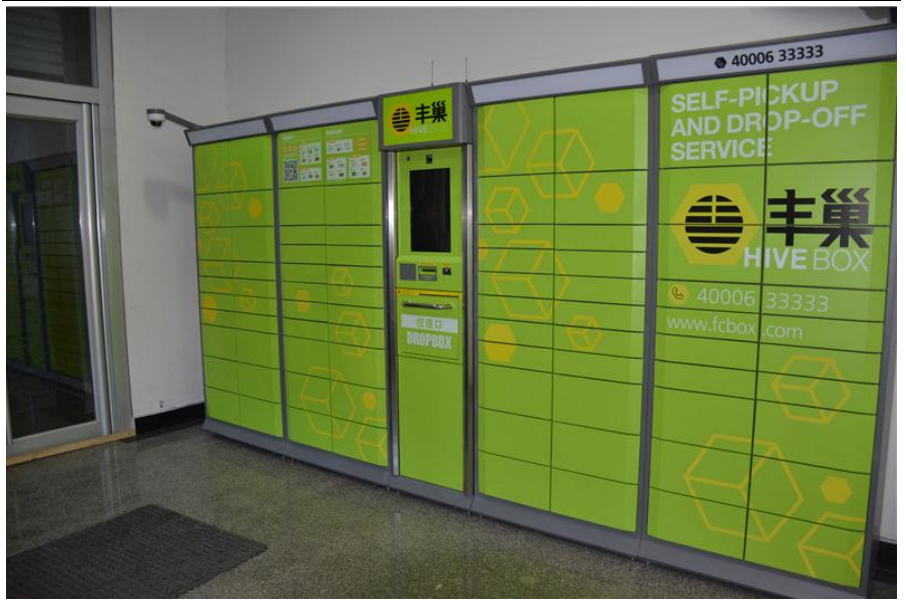
图表 10. 中国快递各环节成本占比



资料来源：A.T. Keamey，中银证券

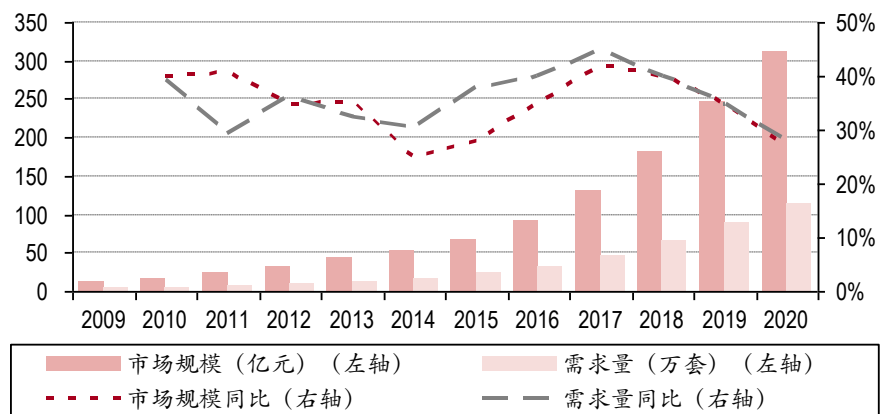
智能物流柜逐渐成为解决“最后一公里难题”的业内共识。无论“智能柜是最后一公里难题的答案”的逻辑未来能否被证实，不可忽视的是，业内从巨头到创业公司均认可此逻辑，并在积极布局。我国快递柜从2012年开始发展，2013年下半年进入快速发展期。从企业角度来看，目前各大智能柜平台都正在加大智能快件柜建设速度；从地域来看，智能柜在北京、上海、广州、深圳、成都、杭州等一二线城市发展迅猛，并逐渐向二三线城市扩张；从政策方面来看，政府部门制定政策促进行业规范发展，2013年邮政业标委会审查通过了《智能快件箱》、《快递代收货款服务规范》两项标准，2013年11月国家邮政局发布《关于提升快递末端投递服务水平的指导意见》鼓励企业探索使用智能快件箱等自取服务设备，提高投递效率。

图表 11. 丰巢快递柜



资料来源：丰巢官网，中银证券

智能柜的市场空间到底应该有多大？我们在此提供一种测算思路：2016年我国快递业务量超过300亿件，考虑到我国城市与农村的地域特点，智能柜对快递的覆盖率即使按25%来计算，静态来看也有75亿件快递需要智能柜储存；标配智能柜为36个格口，按平均50%空置率，一年按300天计算，一个智能柜一年约有6,000件快递的吞吐量；即按快递量不增长的假设保守预计，一共需要 $75\text{亿}/6000=125$ 万套智能柜才能满足我国物流柜市场的需求。

图表 12. 我国快递柜需求量及市场空间


资料来源：智研数据中心，中银证券

国内智能柜平台公司主要有 3 类：一类是以京东、苏宁为代表的电商类企业，智能柜承担了完善公司物流体系的功能；第二类是中国邮政、丰巢（股东比例为：顺丰 35%、中通 20%、中通 20%、韵达 20%、普洛斯 5%）为代表的快递公司，智能柜有利于提升用户体验，加大用户黏性从而巩固其物流业务根基；第三类是数量众多的第三方公司，主要是专注于物流配送环节的“地方割据”型创业公司，或者为提升用户体验而增加智能柜业务的外卖、生鲜等垂直领域公司。

各大派系运营平台竞相布局智能柜，进一步增加了对智能柜的需求，同时提升了对智能柜电子化、信息化、智能化的要求，众多中小制造商将难以与掌握核心技术的大厂商竞争。

图表 13. 国内智能快递柜格局

企业类型	代表企业
电商企业	京东、苏宁
快递企业	丰巢、EMS
第三方平台	速递易、1号柜等、派速魔方等

资料来源：公开资料，中银证券

铺设智能柜，早期看速度，中长期靠运营。智能柜的功能包括收发快递、临时寄存、社区综合 O2O 服务（水电煤代缴、手机充值、物业缴纳等），目前最核心的功能仍然是收发快递。从消费者角度来看，不同智能柜所提供的收发快递功能并不明显差异，消费者对智能柜运营品牌没有显著选择偏好；而从物业方面来看，无论是居民小区，还是商业写字楼、学校等公共场所，可安置物流柜的场所有限。对运营平台而言，早期快速铺设智能柜，抢先“占坑”显得尤其重要。

目前，各大运营平台均在线下大规模铺设智能柜，其中又以丰巢表现最为抢眼。丰巢自 2015 年 6 月正式启动以来发展迅猛，在一年半时间里，已经投放 4 万组快递柜，格口数量达 300 万，范围覆盖全国 74 个城市。2017 年 1 月融资 25 亿后，丰巢将继续加速拓展网点布局，重点在一二线城市，计划 2017 年新增 3 万个网点。

智能柜铺设布局完成之后，寻求有效盈利模式和持续高效运营成为智能柜平台中长期生存之道。目前已有平台开始探索广告位出租、消费数据变现等新盈利模式，只有大厂商生产的高质量、物联网化智能柜才能满足运营平台的中长期业务需求。

融资租赁——重资产剥离，平台不再承压，步入高速发展期

传统买断模式使智能柜运营平台承受资金压力，难以快速扩张。按照 36 个格口数的智能柜标配统计，早期一套柜的投资成本是 4-5 万元，现在价格逐渐下降到 2-3 万元。传统的“买断+运营”的模式是典型的重资产模式，目前进入智能柜项目的众多企业多属于科技创业型公司，资金实力普遍不足。以股东实力强劲的丰巢为例分析，丰巢成立于 2015 年 6 月，初始投资额 10 亿元，2017 年 1 月融资 25 亿元，按照 2.5 万元/套的均价，其融资仅能购买 14 万套智能柜，离完成线下生态布局所需 100 万套的目标缺口差距明显。其他小平台所面临资金压力更为明显。

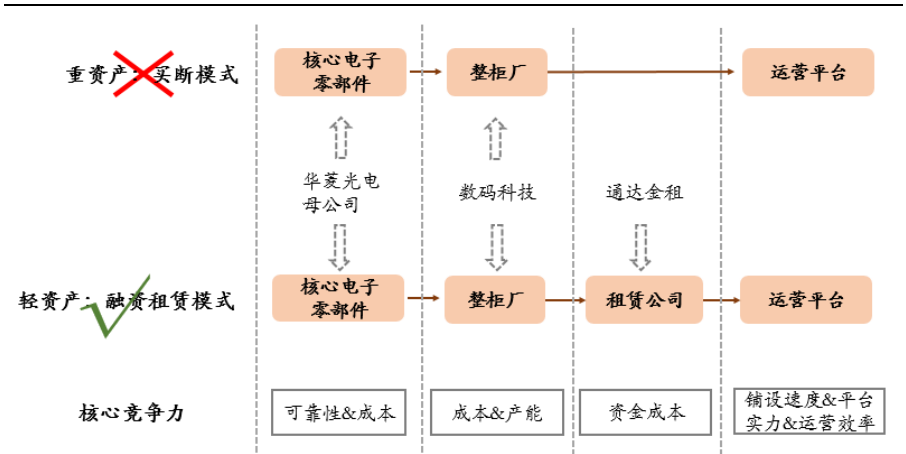
图表 14. 依靠公司资金实力可买断智能柜数量（智能柜按 2.5 万/套计价）

企业	总融资额 (亿元)	可买断智能柜数量 (万个)
丰巢	35	14
1 号柜	2.3	0.9
格格货栈	1.12	0.4

资料来源：公开资料，中银证券

融资租赁子公司减轻智能柜平台资金压力，助力平台高速扩张。由于智能柜重资产特点，转嫁给下游会导致运营平台因高昂资金占用成本无法快速扩张，转嫁给上游制造商则导致厂商面临巨额应收账款风险，资金周转效率低。公司从二次创业开始即积极寻找切入智能柜服务领域商业模式，于 2016 年 6 月和威海市商业银行共同设立参股子公司通达金租，通达金租注册资金 10 亿元，公司出资 3.5 亿占股 35%。通达金租依靠威海市商业银行资金实力和新北洋的设备制造能力，具有极强竞争实力，顺利减轻下游运营平台压力，通达金租成立仅 3 个月即开始接受大订单，为公司智能柜业务带来爆发式需求。

图表 15. 物流智能柜产业链



资料来源：中银证券

公司是融资租赁模式最大受益方

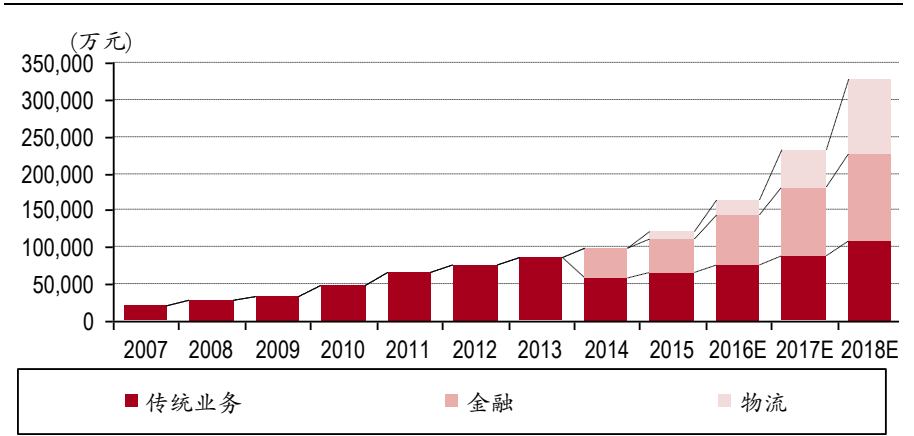
公司设计与制造技术先进，在智能柜领域客户广泛，目前已供货丰巢，邮政，海外客户等。公司是丰巢智能柜最大供应商，通过参股子公司通达金租更与丰巢进一步深入合作。

同时，由于子公司通达金租的融资租赁模式具有极强竞争力，公司也是融资租赁新模式的最大受益方。因为银行作为资金方在购买出租设备时，必然选择高质量产品，公司是上市公司，实力雄厚，掌握核心技术，牢牢把控上游电子零部件技术和生产，其产品质量好，公司智能柜成为丰巢最大供货商即是印证；此外，融资租赁一般签订回购协议，从资金风险角度考虑，银行业必然选择现金流充裕的上市公司，而非其他中小制造厂。

盈利预测与估值

我们预测公司 2016、2017、2018 年销售收入分别为 16.35 亿元、23.05 亿元、32.79 亿元，归属于母公司的净利润分别为 2.06 亿元、3.01 亿元、4.40 亿元；每股收益分别为 0.33 元、0.48 元、0.70 元。我们给予**买入**的首次评级，目标价格 20.30 元。

图表 16. 分业务营收拆分



资料来源：公司年报，中银证券

【注：2013 年及以前的传统业务中包含金融，2014 年开始公司将金融业务单独剥离出来】

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	992	1,211	1,635	2,305	3,279
销售成本	(552)	(649)	(860)	(1,196)	(1,682)
经营费用	(296)	(340)	(458)	(652)	(932)
息税折旧前利润	145	222	316	457	665
折旧及摊销	(42)	(48)	(53)	(58)	(62)
经营利润(息税前利润)	103	174	263	400	602
净利息收入/(费用)	(10)	1	(5)	2	4
其他收益/(损失)	258	52	58	62	71
税前利润	351	227	316	463	677
所得税	(17)	(26)	(35)	(52)	(75)
少数股东权益	28	54	76	111	162
净利润	306	147	206	301	440
核心净利润	364	260	362	527	769
每股收益(人民币)	0.511	0.245	0.326	0.477	0.697
核心每股收益(人民币)	0.607	0.434	0.573	0.834	1.217
每股股息(人民币)	0.100	0.150	0.081	0.119	0.174
收入增长(%)	16	22	35	41	42
息税前利润增长(%)	(42)	69	51	52	51
息税折旧前利润增长(%)	(28)	54	42	45	45
每股收益增长(%)	35	(52)	33	46	46
核心每股收益增长(%)	46	(29)	32	46	46

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	351	227	316	463	677
折旧与摊销	42	48	53	58	62
净利息费用	10	(1)	5	(2)	(4)
运营资本变动	(78)	81	(354)	207	(420)
税金	11	28	(35)	(52)	(75)
其他经营现金流	(159)	(96)	(24)	(230)	(141)
经营活动产生的现金流	178	288	(39)	445	100
购买固定资产净值	28	9	62	72	71
投资减少/增加	(77)	31	14	20	29
其他投资现金流	130	(164)	(158)	(122)	(145)
投资活动产生的现金流	81	(124)	(81)	(30)	(46)
净增权益	(60)	(90)	(51)	(75)	(110)
净增债务	(28)	123	(296)	3	(1)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(70)	(14)	(49)	(98)	(213)
融资活动产生的现金流	(159)	46	(344)	(67)	(102)
现金变动	100	209	(464)	348	(49)
期初现金	432	522	763	300	648
公司自由现金流	258	163	(120)	415	54
权益自由现金流	240	285	(411)	416	49

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	524	780	339	667	624
应收帐款	528	505	1,042	1,129	1,866
库存	185	275	290	520	625
其他流动资产	13	13	30	28	49
流动资产总计	1,250	1,572	1,701	2,344	3,165
固定资产	761	778	755	742	727
无形资产	143	152	184	212	235
其他长期资产	140	158	149	154	159
长期资产总计	1,044	1,087	1,088	1,108	1,121
总资产	2,744	3,087	3,205	3,857	4,688
应付帐款	193	262	401	499	747
短期债务	105	226	2	2	2
其他流动负债	267	323	348	554	648
流动负债总计	564	811	750	1,055	1,397
长期借款	68	70	2	2	2
其他长期负债	112	102	90	101	97
股本	600	600	631	631	631
储备	1,224	1,311	1,466	1,691	2,022
股东权益	1,824	1,911	2,097	2,323	2,653
少数股东权益	178	194	266	376	538
总负债及权益	2,744	3,087	3,205	3,857	4,688
每股帐面价值(人民币)	3.04	3.19	3.32	3.68	4.20
每股有形资产(人民币)	2.80	2.93	3.03	3.34	3.83
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.58)	(0.78)	(0.47)	(1.02)	(0.94)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.6	18.4	19.3	19.8	20.3
息税前利润率(%)	10.4	14.4	16.1	17.3	18.4
税前利润率(%)	35.4	18.8	19.3	20.1	20.7
净利率(%)	30.9	12.2	12.6	13.1	13.4
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.9	2.3	2.2	2.3
利息覆盖率(倍)	10.4	n.a.	50.8	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)					
速动比率(倍)	1.9	1.6	1.9	1.7	1.8
估值					
市盈率(倍)	27.1	56.4	42.5	29.1	19.9
核心业务市盈率(倍)	22.8	31.9	24.2	16.6	11.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	33.4	46.8	35.4	24.3	16.7
市净率(倍)	4.6	4.3	4.2	3.8	3.3
价格/现金流(倍)	46.8	28.9	(225.7)	19.7	87.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.1	37.2	26.7	17.7	12.3
周转率					
存货周转天数	122.1	129.4	119.9	123.7	124.3
应收帐款周转天数	187.5	155.6	172.7	171.9	166.7
应付帐款周转天数	79.8	68.6	74.0	71.2	69.4
回报率					
股息支付率(%)	19.6	61.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	18.0	7.9	10.3	13.6	17.7
资产收益率(%)	3.8	5.3	7.4	10.1	12.5
已运用资本收益率(%)	3.8	1.6	2.2	3.0	3.7

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

新北洋(002376.CH/人民币 13.85, 买入)

以2017年3月31日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371