



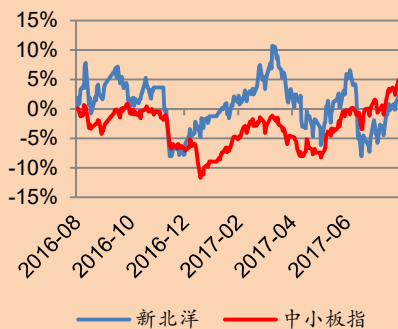
新北洋 (002376)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-08-28

当前价格 (元) **13.23**
目标价格 (元) **16.0**
目标期限 (月) **6**

股价走势:



主要数据

总股本(百万股)	631.46
A股股本(百万股)	631.46
B/H股股本(百万股)	0/0
总市值(亿元)	82.8
A股流通比例(%)	90.9
第一大股东	威海新北洋电气集团股份有限公司
第一大股东持股比例	14.69
12个月最高/最低(元)	14.9/11.91

华安证券 TMT 研究组

联系人: 袁晓雨
021-60958362
yuanxiaoyu_hazq@163.com

联系人: 雷涛
021-60956107
leitao922@163.com

利润快速增长, 看好金融与物流业务全年表现

事件: 公司半年报数据显示, 2017 年上半年公司实现营业收入 7.90 亿元, 同比增长 16.85%; 归母净利润 1.34 亿元, 同比增长 60.37%; 扣非后归母净利润 1.30 亿元, 同比增长 86.29%。其中二季度实现营业收入 4.32 亿元, 同比增长 13.27%; 实现净利润 7100 万元, 同比增长 36.28%。

主要观点:

□ 战略转型成效显著, 综合毛利持续上升

公司自 2015 年启动“二次创业”以来, 将业务重心向金融和物流聚焦。今年上半年金融及物流行业实现收入 5.24 亿元, 同比增长 18.46%, 占营收比重达到 66.33%, 较上年提升 1.16 个百分点; 毛利率 44.64%, 同比上升 0.72 个百分点, 也超过传统业务 7 个百分点。上半年公司期间费用率同比上升 2.1 个百分点, 其中销售费用率小幅下降 1.2 个百分点, 但管理费用率与财务费用率同比分别上升 2.3 和 0.9 个百分点。管理费用率上升主要由于研发费用增长较快, 上半年公司研发费用支出 1.06 亿元, 同比增长 41%, 研发费用率高达 13.45%, 同比上升 2.3 个百分点。财务费用的上升主要由于短期借款较年初增长 33%, 猜测主要投向智能物柜的生产。另外, 上半年对净利润增长贡献较大的是投资收益, 上半年公司实现投资收益 4282 万元, 同比增长 13 倍, 主要由于公司去年六月份投资设立参股公司通达金租取得投资收益, 同时参股公司山东华菱利润大幅增长。

□ 传统业务直面竞争, 力求保持稳健增长

上半年公司传统业务实现营收 2.66 亿元, 同比增长 13.81%; 毛利率 37.7%, 同比上升 1.66 个百分点。公司传统业务主要包括两个方面, 一是高铁、彩票、海外大客户 ODM 等有较高门槛和壁垒的业务, 公司在这些拥有较强竞争优势和较高市占率领域的策略主要是巩固市场竞争优势, 实现业务稳定增长; 二是市场竞争愈发激烈的专用打印机业务, 公司二季度已在营销策略上作出调整, 强化线上电商渠道建设, 力争保持稳定增长态势。

□ 清分机进入更新换代周期, 金融业务有望放量

上半年公司金融业务收入增长接近 20%, 毛利率约 50%。公司金融业务主要产品包括智慧柜员机 STM、高端清分机及 TCR 等。随着商业银行智能化程度提升, 公司 STM、TCR 等产品有望加速普及。1、目前公司 STM 核心模块已经形成规模化销售, 且具备整机自主研发及出货能力, 公司上半年积极寻求与其他大型银行、城商行、农商行开展合作, 下半年有望实现销售突破。2、清分机进入更新换代潮, 一方面市场上正在使用的清分机集中在 2012 年采购, 逐步进入五年的更换周期; 另一方面央行七月份发布《人民币现金机具鉴别能力技术规范》, 将于 2018 年

1月1日实施,该规范的目的是实现清分机厂商的优胜劣汰,市场份额将向有竞争优势的厂商集中。公司清分机已进入交通银行、建设银行、中国银行、中国邮政等大型银行的供应商名单,随着更新换代潮到来,公司将充分受益于行业洗牌,预计2017年底-2018年初公司清分机订单将开始迎来高峰。3、公司去年开始启动TCR整机及模块开发,是公司投入较大的项目,目前正在加快TCR开发进程,大力推进TCR在银行的试点销售,商业化运用落地可期。

□

物流业务多点开花,智能物流终端或有突破

上半年公司物流业务收入增速超过20%,毛利率在40%左右。公司物流业务60%-70%来自于向丰巢供货智能物流柜收入,公司去年参股成立通达金租向丰巢提供租赁服务,缓解了丰巢科技大额资本支出困境。六月份爆发菜鸟与丰巢数据之争,尽管七月份双方达成和解,但背后透露出数据的重要性,未来丰巢将加速布局智能快递柜。六月末丰巢拥有智能快递柜5万台,略低于速递易的5.5万台,预计丰巢有望在今年完成超过10万台的布局,并奠定国内智能快递柜龙头位置,公司作为重要供应商将充分受益。此外,公司在物流信息化终端开始发力,下半年面单打印机、便携打印机均有望实现批量销售,成为物流业务新的增长点。智能分拣柜、专业柜等新产品已近进入试点和验证阶段,今年底明年初放量可期。

□

盈利预测及投资建议

我们预计公司2017-2019年净利润分别增长43%、28%和28%,EPS为0.51元、0.66元和0.84元,当前股价对应26X、20X和16X PE,估值极具安全边际。公司二次创业以来,金融+物流业务占比快速提升,金融业务受益于清分机更新换代,物流业务受益于产品多样化,内生增长有望实现突破。我们维持公司“买入”评级,给予目标价16元。

风险提示:

金融业务拓展不及预期;智能物流柜推广不及预期

盈利预测:

单位:百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1635	1944	2416	3134
收入同比(%)	35%	19%	24%	30%
归属母公司净利润	227	324	416	532
净利润同比(%)	54%	43%	28%	28%
毛利率(%)	47.8%	47.8%	48.3%	48.8%
ROE(%)	11.0%	13.7%	15.6%	17.4%
每股收益(元)	0.36	0.51	0.66	0.84
P/E	36.45	25.55	19.90	15.56
P/B	3.44	3.17	2.87	2.56
EV/EBITDA	27	18	14	11

资料来源:wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,923	2,939	3,516	4,247	营业收入	1,635	1,944	2,416	3,134
现金	556	1,266	1,418	1,390	营业成本	853	1,014	1,248	1,604
应收账款	548	790	910	1,168	营业税金及附加	27	29	36	47
其他应收款	30	25	34	47	销售费用	187	204	230	282
预付账款	18	17	19	23	管理费用	286	350	442	583
存货	415	430	560	727	财务费用	9	7	0	(1)
其他流动资产	356	411	574	892	资产减值损失	46	9	11	13
非流动资产	1,979	1,396	1,378	1,372	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	424	202	240	289	投资净收益	12	56	67	74
固定资产	896	839	783	726	营业利润	239	387	516	679
无形资产	142	133	124	116	营业外收入	100	85	90	95
其他非流动资产	516	221	232	242	营业外支出	4	6	8	10
资产总计	3,902	4,335	4,894	5,619	利润总额	335	466	598	764
流动负债	1,199	1,318	1,524	1,801	所得税	43	61	78	99
短期借款	414	410	405	402	净利润	292	405	520	665
应付账款	273	334	421	527	少数股东损益	65	81	104	133
其他流动负债	512	573	698	872	归属母公司净利润	227	324	416	532
非流动负债	36	58	37	5	EBITDA	302	460	582	744
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.51	0.66	0.84
其他非流动负债	36	57	36	5					
负债合计	1,235	1,375	1,560	1,806					
少数股东权益	263	344	448	581	主要财务比率				
股本	631	631	631	631	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
资本公积	642	642	642	642	成长能力				
留存收益	1,131	1,342	1,612	1,958	营业收入	35.03%	18.91%	24.27%	29.73%
归属母公司股东权益	2,404	2,615	2,886	3,232	营业利润	28.68%	61.74%	33.42%	31.76%
负债和股东权益	3,902	4,335	4,894	5,619	归属于母公司净利润	54.22%	42.65%	28.40%	27.90%
					获利能力				
					毛利率(%)	47.81%	47.83%	48.34%	48.81%
					净利率(%)	13.89%	16.66%	17.22%	16.97%
					ROE(%)	10.96%	13.68%	15.60%	17.44%
					ROIC(%)	18.94%	15.81%	20.98%	23.77%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	31.65%	31.72%	31.88%	32.14%
					净负债比率(%)	4.20%	-19.77%	-15.37%	-8.06%
					流动比率	1.60	2.23	2.31	2.36
					速动比率	1.26	1.90	1.94	1.96
					营运能力				
					总资产周转率	0.47	0.47	0.52	0.60
					应收账款周转率	3.35	3.03	2.94	3.14
					应付账款周转率	6.50	6.40	6.40	6.61
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.51	0.66	0.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.54	0.43	0.21
					每股净资产(最新摊薄)	3.81	4.14	4.57	5.12
					估值比率				
					P/E	36.5	25.6	19.9	15.6
					P/B	3.4	3.2	2.9	2.6
					EV/EBITDA	26.61	17.71	14.08	11.43

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。