

新北洋 (002376) 深度研究

新空间再造“新”北洋

2018年03月16日

【投资要点】

- ◆ 公司是国内热敏打印和接触式图像扫描龙头，热打印头 TPH 世界市场占有率 17%，世界排名第三；接触式图像传感器 CIS 世界市场占有率 6.7%，国内第一、世界排名第五。从“二次创业”以来，公司产品逐渐向下游渗透，深度经营客户，挖掘客户需求，从核心零件供应商到解决方案提供商，角色逐步升级。目前公司主要聚焦下游的物流、金融、零售三大板块，公司在上述领域可发挥自身核心技术的优势，结合自身快速响应能力，以及募投项目的产能释放，未来业绩有望维持稳定增长。
- ◆ **物流领域：**快递件数增速快于快递员增速，快递柜成为最有效的终端配送方式，快递员日益增长的配送压力倒逼快递行业巨头加强对快递柜的投入。同时，计泡器等新产品精准针对行业痛点，未来有望贡献可观收入，物流领域收入将兼具确定性和成长性。
- ◆ **金融领域：**银行网点未来智能化趋势确定，大量操作柜员将被智能柜员机取代。现阶段银行操作类业务需求高发地仍然集中在经济欠发达地区，而相关地区网点智能化进程相对滞后。公司紧抓机遇，切入广阔的农商、城商行市场，形成网点自助终端一体化解决方案。
- ◆ **零售领域：**无人售货模式有望成为新零售的新业态，公司整合设计、研发，制造能力，增强技术储备，精准定位客户。随着新零售市场的日益壮大，以新型自动售货机及无人货架为主的新零售产品有望为公司贡献可观的收入。

【投资建议】

我们看好公司未来发展，预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别 18.61/25.99/32.60 亿元，归母净利润分别为 2.84/3.93/4.91 亿元。EPS 分别为 0.45/0.62/0.78 元，对应 PE 分别为 34/24/19 倍。我们根据同行业公司平均估值水平，给予公司对应 2018 年 30 倍 PE，六个月目标价 18.60 元，上调评级至“买入”。



挖掘价值 投资成长

买入 (上调)

目标价：18.60 元

东方财富证券研究所

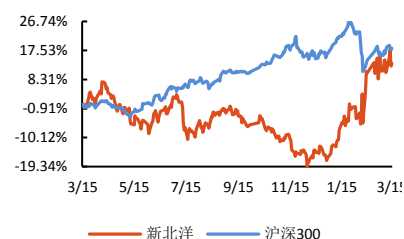
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万元)	9548.13
流通市值 (百万元)	8676.34
52 周最高/最低 (元)	16.00/10.68
52 周最高/最低 (PE)	50.52/24.25
52 周最高/最低 (PB)	4.12/2.83
52 周涨幅 (%)	13.33
52 周换手率 (%)	320.16

相关研究

《业绩基本符合预期，看好公司长期发展》

2018.02.28

盈利预测

项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1635.02	1860.62	2598.54	3259.84
增长率（%）	35.03	13.80	39.66	25.45
EBITDA（百万元）	408.91	446.87	586.53	709.72
归母净利润（百万元）	227.13	284.22	392.83	491.37
增长率（%）	54.22	25.14	38.21	25.08
EPS（元/股）	0.36	0.45	0.62	0.78
市盈率（P/E）	42.04	33.59	24.31	19.43
市净率（P/B）	3.97	3.74	3.40	3.03
EV/EBITDA	23.34	20.58	15.05	11.87

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

新产品推广不及预期；
银行网点智能化进度减缓；
公司出现产能瓶颈。

正文目录

1. 物流：快递柜为盾，计泡机为矛	5
1.1. 末端配送：快递柜市场的确定性和成长性双击	5
1.1.1. 快递柜成为最后一公里配送主流方式的确定性	5
1.1.2. 快递柜成长性：巨头跑马圈地红利释放	6
1.2. 前端揽件+中转：深度经营客户，供给创造需求	8
1.2.1. 静态计泡机，提升快递揽件效率	8
1.2.2. 动态计泡机，提升快递转运效率	9
1.3. 产品多样化，物流转运全周期布局	10
2. 金融：抓住银行网点智能化机遇	11
2.1. 网点无人化趋势明显，机器替代传统柜员释放营销能力	11
2.2. 技术、产能储备丰富，市场前景广阔	12
2.2.1. 零部件核心能力逐渐向下游整合，赋能网点智慧转型	12
2.2.2. 打开城商行、农商行蓝海	13
3. 零售：“智能微超”打开自动售货市场广阔空间	15
3.1. “新”零售，新在哪？	15
3.2. 瞄准无人零售市场，行业有望迎来快速增长期	16
3.3. 目标明确，眼光长远，公司在零售行业利润即将释放	17
4. 传统业务：技术就是护城河，创新就是核心竞争力	18
4.1. 两大核心技术在手，向下渗透协同效应明显	18
4.2. “二次创业”提升创新能力，技术储备快速响应市场需求	19
4.2.1. 维持研发高投入，精准定位成效显著	19
4.2.2. 整合优势，快速响应下游需求	21
5. 盈利预测	22
6. 估值和投资建议	23
7. 多因素驱动	24
8. 风险提示	24

图表目录

图表 1: 快递业务量及增速.....	5
图表 2: 快递员数量（万人）.....	5
图表 3: 快递员的业务模式.....	6
图表 4: 2010 至 2016 中国快递发展指数.....	6
图表 5: 2014 至 2016 中国快递柜数量.....	7
图表 6: 快递柜 2020 年市场规模预测.....	8
图表 7: 便携式计泡机.....	9
图表 8: 静态计泡机.....	9
图表 9: 动态计泡机转运站运作示意图.....	9
图表 10: BWM-D1000 动态 DWS 系统.....	10
图表 11: 快递业务流程全周期及对应的公司产品.....	10
图表 12: 2011-2019 年中国第三方移动支付交易规模（万亿元）.....	11
图表 13: 智能银行与网点柜台对比.....	11
图表 14: 金融系列产品.....	12
图表 15: 产品向下游整机集成.....	12
图表 16: 新北洋智慧银行网点转型解决方案.....	13
图表 17: 中国银行智能网点渗透分布.....	14
图表 18: 2015 年不同银行营业网点占比分析.....	14
图表 19: 商贸零售总额和线上购物总额（万亿）.....	15
图表 20: 商贸零售线上线下占比.....	15
图表 21: 自动售货业态融合线上线下.....	16
图表 22: 零售商超打印解决方案.....	17
图表 23: UR EXPO 上展出的新零售解决方案.....	18
图表 24: 不同打印种类优缺点比较.....	19
图表 25: 银行扫描设备应用（高速文档/票据扫描仪、双面证卡扫描仪、纸币清分机）.....	19
图表 26: 历年研发支出及占比.....	20
图表 27: 历年技术研发人员数量及占比.....	20
图表 28: 分行业收入占比.....	20
图表 29: 设计、研发、测试、生产一体化.....	21
图表 30: 盈利预测关键财务数据.....	22
图表 31: 历史 PE（TTM）区间.....	23
图表 32: 历史 PB 区间.....	23
图表 33: 同行业估值比较（2018-03-05）.....	23
图表 34: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	24

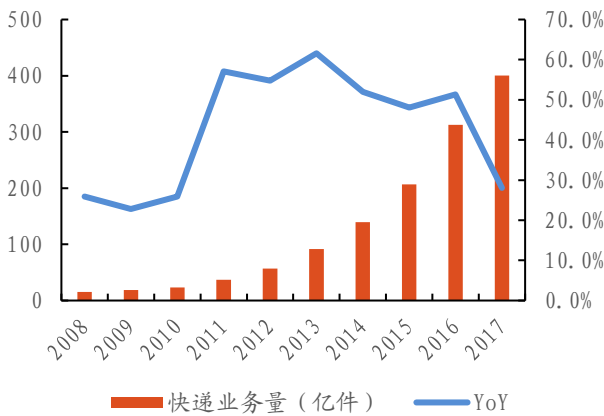
1. 物流：快递柜为盾，计泡机为矛

1.1. 末端配送：快递柜市场的确定性和成长性双击

1.1.1. 快递柜成为最后一公里配送主流方式的确定性

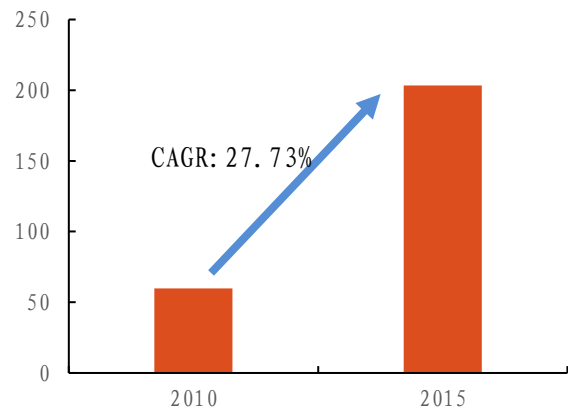
快递件数增长远高于快递员人数增长，效率成为配送“最后一公里”的最大痛点。电商的兴起使得快递行业得到了飞速的发展，根据国家邮政局数据统计，2017年全国快递件数首次突破400亿件，YoY 28.04%，正式迈入“一天一亿件”时代。随着线上购物已成为主流购物模式之一的地位确定，快递规模持续增长的趋势在短期之内不会改变。

图表 1: 快递业务量及增速



资料来源：国家邮政局网站，Choice，东方财富证券研究所

图表 2: 快递员数量 (万人)



资料来源：阿里研究院，东方财富证券研究所

快递从业人员中，人数最多的是承担揽收和派送的配送人员，然而，快递员数量的增长速度持续低于快递数量的增长速度，根据阿里研究院发布的《全国社会化电商物流从业人员研究报告》，快递从业人员在2016年初达到203.3万人，比5年前增加3.4倍。其中一线人员，主要包括站点快递员、站点仓库操作人员、基层管理人员，共163.6万人。即使是达到CAGR 27.73%的增速，也大幅慢于快递件数增长，导致单一快递员的配送压力持续增加。目前主流的配送和揽收模式分为三种，即上门、快递代收点、快递自提柜，如何提高终端揽收和配送的效率成为阻碍行业发展的一大瓶颈。

上门服务耗费大量的时间成本。上门是最传统的配送方式，也是客户满意度最高的配送方式，但我们预计，这种模式将来会被逐步取代，原因如下：1) 效率低下，不能满足高速增长快递数量配送需求。假设2018年的快递数量增速维持在30%，则快递总量约为520亿件，如果快递员数量增长速率保持不变，则2018年快递员数量约为267万人，单个快递员平均处理快递量将为38951次/年（收发各算一次），如果以一年工作300天计算，平均每个快递员一天要处理130个快递。保守估计每个快递的配送或揽收时间为5分钟，快递员平均工作时间将为10.8小时/天，这还不包括往返中转站的转运时间，更不包括出现客户不在家所造成的二次配送所浪费的时间。2) 安全性，因为新闻报道过快递员上门盗窃、抢劫的个案，用户加强了对上门配送的戒备心，同时很多高

档住宅小区选择禁止快递员进入，用户对安全和隐私的重视程度加强会渐渐淡化上门配送服务的重要性。

图表 3: 快递员的业务模式



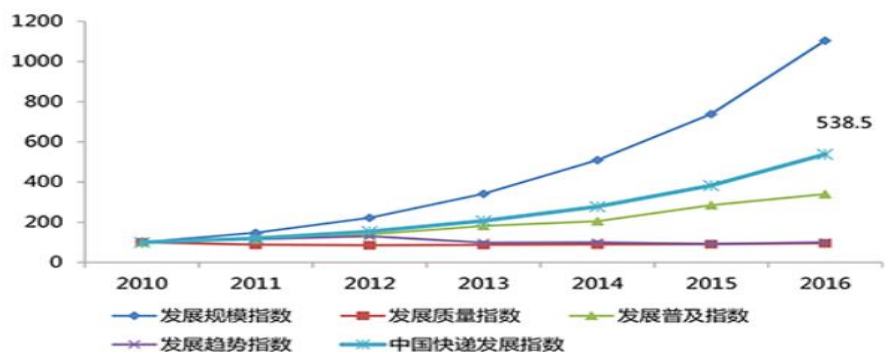
资料来源：阿里研究院，东方财富证券研究所

快递代收点并没有想象中那么方便。很多快递代收点，除部分由快递公司直营以外，大多是小区的便利店或超市。将快递暂存在代收点看似在一定程度上提高了配送及揽收的效率，也暴露除了很多问题。1) 时间限制，许多快递代收点的营业时间不长，尤其对工作时间较长的人来说并不方便，代收点在上班时还没开门，在下班后已经关门。2) 安全性，很多代收点人流量较大，容易出现快递丢失的风险，也会出现快递提前被拆开损坏的风险。3) 用户使用快递代收点服务需要支付一定的费用，增加了用户的快递成本。4) 代收点往往都在便利店内，大量的快递堆积会影响店内经营，分散工作人员注意力，降低客户的购物体验。

快递柜高效、安全、可靠。快递柜适合安放在居住密集的住宅小区，快递员在配送时只需从网店前往数量相对较少的快递柜，免去了往来上门的时间，同时也完美解决了快递员和用户配送时间错位的痛点，在配送效率方面大大提升。只要快递柜数量足够，快递员可以在很短的时间内完成同一个小区内的大量快递配送任务。同时，快递柜相较于代收点更加安全，较少存在快递被偷或被拆开等风险。

1.1.2. 快递柜成长性：巨头跑马圈地红利释放

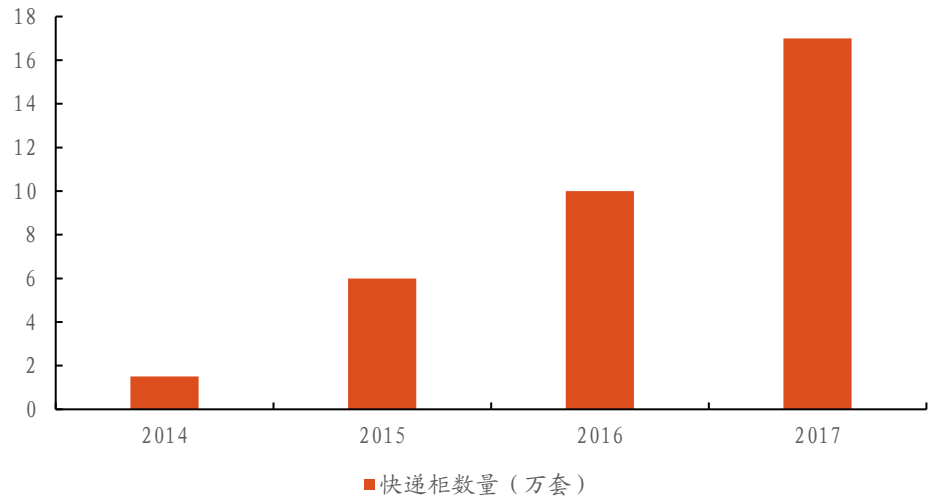
图表 4: 2010 至 2016 中国快递发展指数



资料来源：国家邮政局网站，东方财富证券研究所

配送压力增加倒逼快递公司入股快递柜，提升效率降低成本是关键。从国家邮政局公布的快递发展规模指数¹来看，截止 2016 年上半年，发展规模指数远超前于其他发展指数增速，行业规模增速依然维持在高位，且随着宏观经济的回暖，预计未来仍将保持高速增长，终端配送压力继续增加。2015 年《国务院关于促进快递业发展的若干意见》中提出开展智能终端、自动分拣、机械化装卸、冷链快递等技术装备的研发应用。快递柜市场在早期形成了“群雄割据”的布局，出现了如速递易、丰巢、京东、菜鸟驿站、全日通、格格货栈、1 号柜等规模大小不一的快递柜运营商，一些是 O2O 初创公司，另一些则是以快递公司为主导，并且在布局上大多具有区域性，没有出现垄断性行业巨头。然而快递柜一套采购均价在 3-5 万元之间，初期固定成本投入较大，且前期盈利模式单一，短期回款缓慢，早期属于拼“烧钱”的行业。然而快递柜的最大优点是有效提高快递配送效率，在快递业务量持续增长以及人工成本持续走高的背景下，快递公司被迫加大了对快递柜的投入。逐渐的 O2O 公司开始退出，**快递柜从 O2O 创利行业演变成快递巨头降成本提效率的行业。**以丰巢为例，1 月 23 日韵达和申通以及顺丰同时发布公告宣布增资丰巢科技，申通给出的投资理由是“智能快递柜是快递行业末端的创新型业务，致力于提高快递最后一公里收派效率，有利于降低快递企业末端收派的成本”。随着快递公司与中国邮政等巨头的加入，在经历前几年的并购潮后，逐渐形成了以邮政主导的速递易，和以顺丰主导的丰巢以及富友收件宝、云柜和中集组成的创赢联盟三大阵营，快递柜数量也在迅速增加。

图表 5：2014 至 2016 中国快递柜数量



资料来源：电子商务研究中心，东方财富证券研究所

政策加码，行业进入巨头“军备竞赛”时期。《快递业发展“十三五”规划》中明确指出，要求提高智能快件箱投递快件占比。2017 年 6 月，国家邮政局发布的《关于加强和改进快递末端服务管理工作的指导意见》指出，积极推进快递入区工程，争取将智慧快件箱和末端投递服务中心等设施列入城市基础设施规划。政策的催化作用促使速递易、丰巢和创赢联盟三大巨头展开军备竞

¹ 中国快递发展指数 (China Express Development Index) 是基于中国快递发展的基本特征、规律，对一定时期中国快递发展程度的量化评价，以 2010 年为基期，基期指数设定为 100。中国快递发展指数指标体系包括发展规模、服务质量、发展普及和发展趋势四个方面，共 11 个指标，数据来源为国家邮政局和国家统计局。(来源：国家邮政局)

赛，以抢占“城市基础设施”的市场。速递易的背后是有着国家背景的中国邮政，而丰巢背后则有顺丰、申通、韵达撑腰，背后实力雄厚，以及富友收件宝、云柜和中集组成的创赢联盟。短时间内三大巨头不大可能出现“突然死亡”的一方，行业格局不会发生太大的改变，甚至有可能因为“跑马圈地”而出现快递柜供给大于需求的局面。

行业天花板远未达到，快递柜成长空间广阔。根据三泰控股 2016 年年报披露，如果按照《快递业发展“十三五”规划》指出快递入柜率在 10%，则行业到 2020 年需要快递柜 3800 万格，若达到 20%，则需要 7600 万格，若达到 30%，则需要超过 1 亿格，按照每组快递柜对应快递格数量 80 格计算，则需要快递柜 47.5 到 142.5 万组。照此预测快递柜的铺设近三年复合增长率至少在 40% 以上。

图表 6: 快递柜 2020 年市场规模预测

快递入柜率	快递柜需求格数	快递柜需求组数
10%	3800 万	47.5 万
20%	7600 万	95 万
30%	1.14 亿	142.5 万

资料来源：*ST 三泰 2016 年年报，东方财富证券研究所

而我们认为，因为快递柜的周转决定因素不是配送时间而是取件时间，终端用户使用快递柜的取件时间习惯等很难在短时间内改变，我们假设快递柜的周转率（使用快递柜的快递总量/快递柜数量）不发生变化。因此，快递柜的数量增长有望在未来保持与快递总量增速相同。

公司的快递柜主要客户是丰巢，为其提供软硬件一体的智能快递柜产品。公司为丰巢提供了 40% 的快递柜，我们预计基于公司对下游市场的充分理解和先进的柜体加工能力，这个比例未来有望维持或增加。公司于 2016 年非公开发行股份，募投资金全部用于自助服务终端产品研发与生产技改项目，预计最迟 2018 年底达到 20 万件/年的产能，随着丰巢收购 e 栈导致与速递易的竞赛升级，公司有望提前释放产能以满足丰巢快递柜高速增长的需求。

1.2. 前端揽件+中转：深度经营客户，供给创造需求

1.2.1. 静态计泡机，提升快递揽件效率

快递收费应该和占用快递资源量挂钩。快递件寄送收费方式主要以称重为主，然而这样的模式在运送体积大但重量轻的物品时极为不合理。同等重量的物品，密度较小的物品占用的快递资源远远大于密度大的物品。因此快递行业除了称重计费模式外，对“泡货”（体积大质量小）的货物有另一种计算方法。以顺丰为例，泡货按体积：长*宽*高（厘米）/6000=1 公斤来收费，也可以一个方=167 公斤来换算。这样的收费方式增加了快递收费的合理性，对快递公司来说是更加有效率的收费标准。

计泡，将包裹体积纳入考量范围。对于不规则形状的包裹，体积测量十分困难，大多数都是通过估算完成。通过扫描计算物体体积成为了目前阶段较为可行的解决方法。

图表 7：便携式计泡机



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 8：静态计泡机



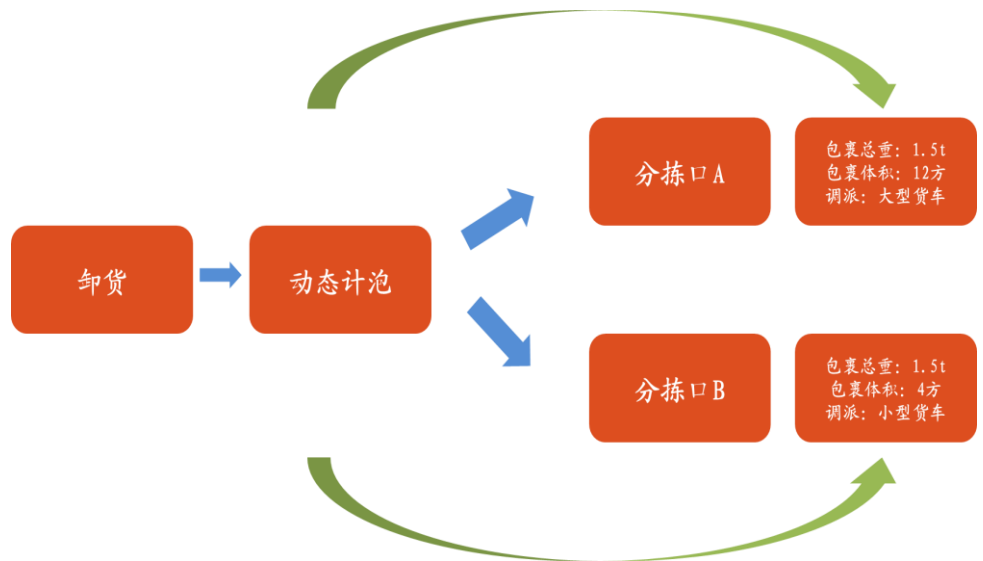
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司针对泡货的体积测量推出了一系列的解决产品，包括快递员使用的便携式计泡机和小型中转站使用的静态计泡机。计泡机的主要功能是在称量包裹重量的同时准确测量其体积，并且可追溯测量信息，自动保存物品测量日期、影像、重量、尺寸，核心能力是做到条码、重量、体积的同步。

1.2.2. 动态计泡机，提升快递转运效率

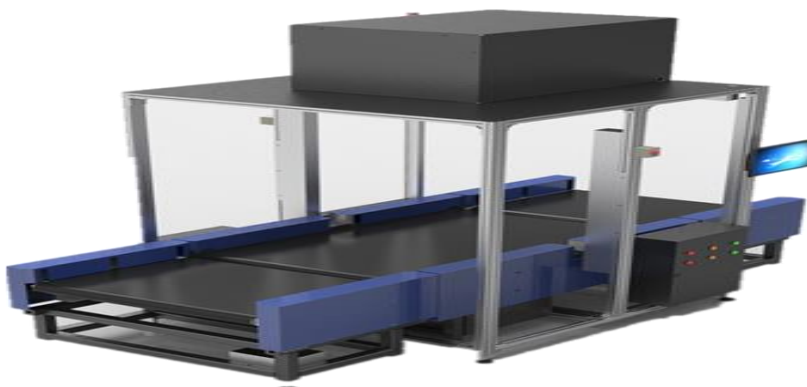
动态计泡机是公司在深度挖掘快递行业的业务特征后，针对流水线分拣客户推出的新产品，得到试用客户的强烈好评。同静态计泡机一样，动态计泡的核心能力也是整合条码、重量、体积等信息，但可以在分拣流水线上完成，同时将信息同步至分拣口。各分拣口可依据动态计泡机提供的包裹信息安排物流运力，大大节约分拣时间，提升转运效率。

图表 9：动态计泡机转运站运作示意图



资料来源：东方财富证券研究所

图表 10: BWM-D1000 动态 DWS 系统



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

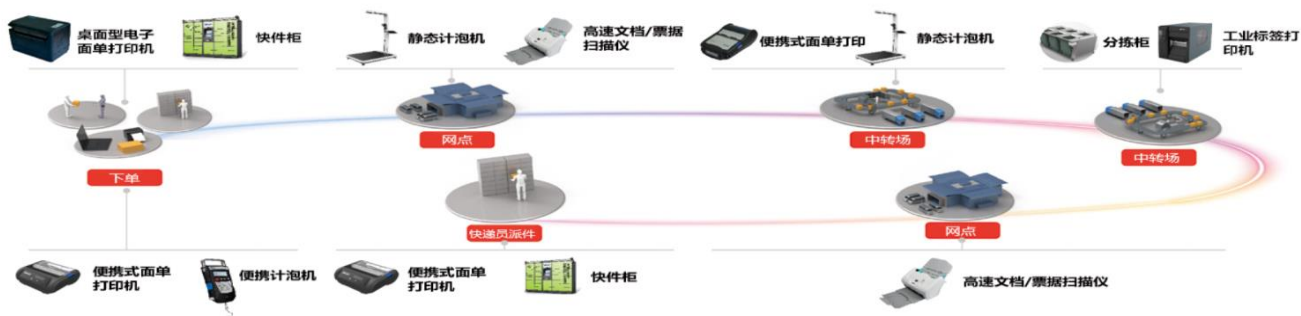
目前快递中转站使用此类设备的并不多，渗透率还很低，但我们认为动态计泡机的上线能有效解决行业痛点，市场前景广阔，可能会成为快递设备升级的一大趋势。公司在动态计泡机领域具有先发优势，且拥有完善的软硬件一体化研发能力，未来有望为公司带来可观的收入。

1.3. 产品多样化，物流转运全周期布局

热敏打印龙头，协同效应充分体现。 快递上的标签包含了快递包括配送地点、时间在内的重要信息，随着快件数量提升，面单打印需求量也会伴随增加。热敏打印的一大特点就是速度快，非常适合需要高速高效运作的快递行业。公司进入快递行业多年，深知快递行业业务运作流程，针对不同的用户开发了不同的标签打印机。如针对网店卖家的桌面式面单打印机、针对快递员的便携式面单打印机，以及应用在中转场的工业标签打印机。其中工业标签打印机核心竞争力突出，单台打印机每秒可打印接近一尺长的标签，充分满足转运场大批量标签打印需求。

目前公司初步形成以快递柜为核心，计泡机为创新，结合了作为热敏打印龙头的面单打印技术，产品涉及物流信息化的方方面面，实现物流转运全周期布局。

图表 11: 快递业务流程全周期及对应的公司产品

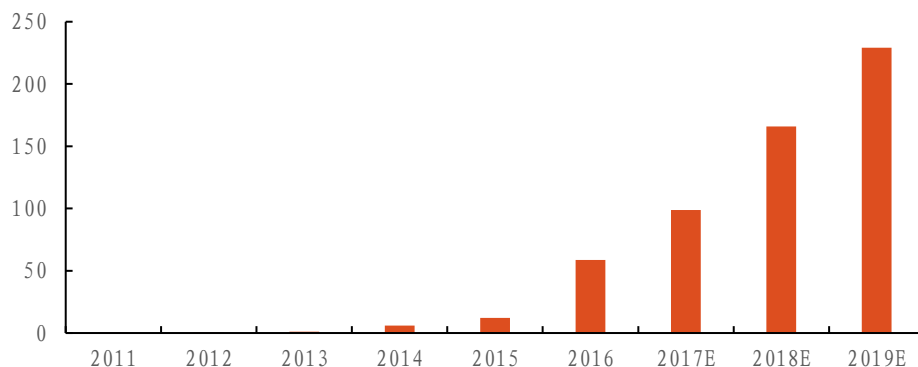


资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2. 金融：抓住银行网点智能化机遇

2.1. 网点无人化趋势明显，机器替代传统柜员释放营销能力

图表 12：2011-2019 年中国第三方移动支付交易规模（万亿元）



资料来源：艾瑞咨询，东方财富证券研究所

银行从服务转向营销，成为综合金融服务中心。艾瑞咨询统计显示，我国第三方移动支付规模从 2016 年起进入爆发期，并将在未来几年持续保持高速增长。随着移动支付的爆发式增长，居民对于现金的需求量在逐渐下降，在银行办理传统现金存取业务的人数也在逐步降低。各大银行顺应趋势，在裁撤现金柜台的同时谋求智能化转型。银行的客户群体是所有金融机构中最庞大的，在流量受到移动支付冲击后，银行流量变现模式转向附加值更高的业务，释放现金柜员的人力，转向金融产品代销、一站式理财服务。

以中国银行为例，智能化网点柜员每项业务平均操作时间缩短 5-10 分钟；由大堂经理引导客户使用发卡机进行自助操作，比通过柜台发卡节约 8-10 分钟；高峰时段客户等候时间缩短一半左右。除大额取现和外币存取等少数现金类业务外，大部分业务都可通过智能设备自助完成。同时，通过智能化升级，有效缓解人工操作压力。近一半的网点员工不再从事操作类业务，从柜台走向大堂，更多地参与到帮助客户解决金融服务需求、维系客户关系的工作中。从释放柜台人员的情况来看，智能化网点比非智能化网点平均多节约 0.6 个柜员。

图表 13：智能银行与网点柜台对比

时间	业务覆盖	服务时间	服务效率	安全性能	客户体验度
智能银行	全业务覆盖	7*24 小时	业务处理时间快、自主性更强、操作更加便捷	智能服务设备通过多重保密系统维护客户信息安全	无需拿号排队、节省时间
网点柜台	全业务覆盖	7*8 小时	办理业务等候时间长、业务流程慢、手续繁琐	人员流动大，存在隐患	需拿号排队，耗时较长

资料来源：和讯网，东方财富证券研究所

智能银行与传统柜台相比，功能更加强大，效率也进一步提升，同时在安全性、客户体验、服务时间上也有较大的改进。因此我们认为无论是从银行降本增效的角度，或是从客户便捷性的角度出发，以机器取代人力的网点智能化

将是大势所趋。

2.2. 技术、产能储备丰富，市场前景广阔

2.2.1. 零部件核心能力逐渐向下游整合，赋能网点智慧转型

从核心部件供应商到解决方案提供商的角色转变。公司手握热敏打印和接触式扫描两大核心技术，具有较高技术壁垒，传统业务以提供整机一体化设备中的核心打印、扫描模块为主。然而，公司当时的目标客户为整机厂，暂时没有接触到下游客户，对终端客户的需求了解不充分，始终处于“被动供给”局面。从2015年启动“二次创业”以来，开始向智能打印识别产品及解决方案提供商转型。2016年发现金融行业契机，战略聚焦金融行业，逐步推出以打印、扫描为核心模块的整机产品，兼具票据打印、单据鉴别等功能。

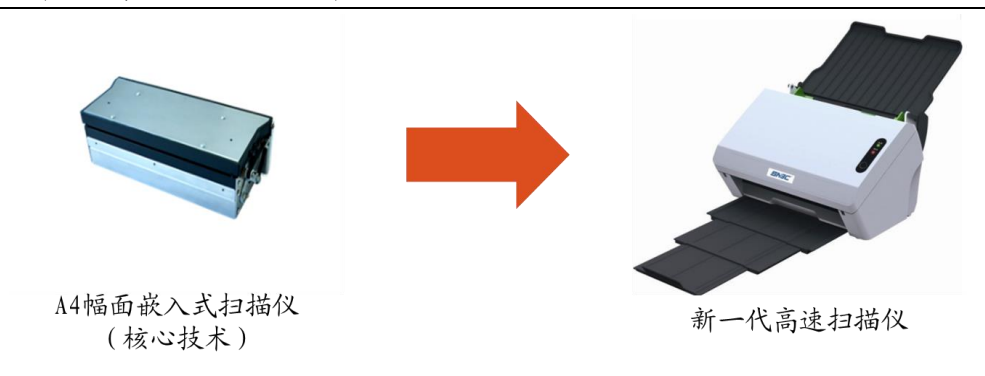
图表 14：金融系列产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

目前公司产品包括热敏打印头（TPH）、接触式扫描（CIS）在内的关键部件；票据、现金鉴别、证件扫描模块在内的核心模块；以及包括现金、非现金整机类银行智能设备，销售产品从关键零部件到核心模块再到整机产品，逐渐向下游整合。

图表 15：产品向下游整机集成



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

在充分了解下游银行客户需求和业务痛点后，公司针对银行最重要的大厅、柜面、自助产品等应用场景设计了完整的解决方案。包括大厅内针对普通银行客户的智慧柜员机、硬币兑换机以及大额现金存取机，针对柜面的支票扫描、打印，证件的扫描、打印等，以及针对银行后台清点的清分机产品。

图表 16：新北洋智慧银行网点转型解决方案

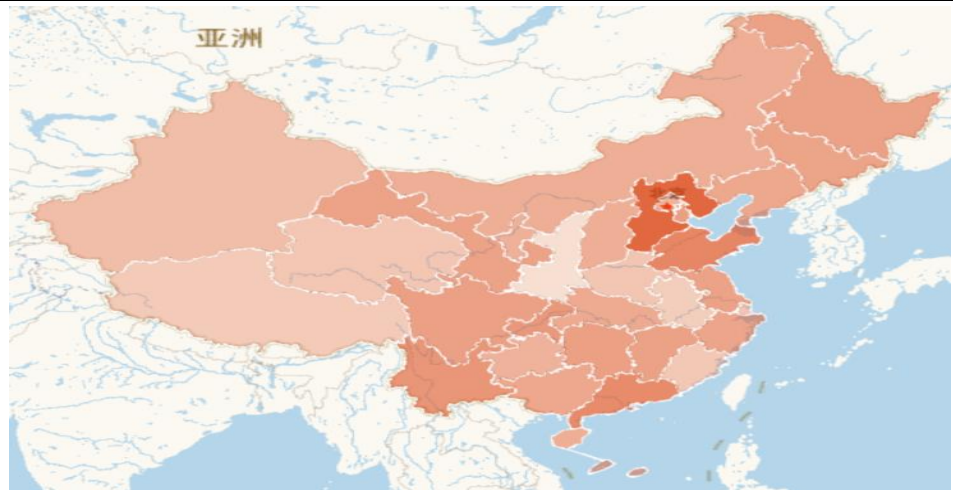


资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

2.2.2. 打开城商行、农商行蓝海

智能网点在小银行、偏远地区渗透率较低。目前开设智能化网点的大多是国有制银行和大型股份制银行，并且智能网点的分布大多位于经济较发达地区。工商银行于2017年初宣布，智能柜员机已覆盖六成以上网点，预计在2017年将继续加大投入，实现网点全面智能化。中国银行的智能化率也在逐步提升，然而在地域上仍然有明显的差异。

图表 17：中国银行智能网点渗透分布

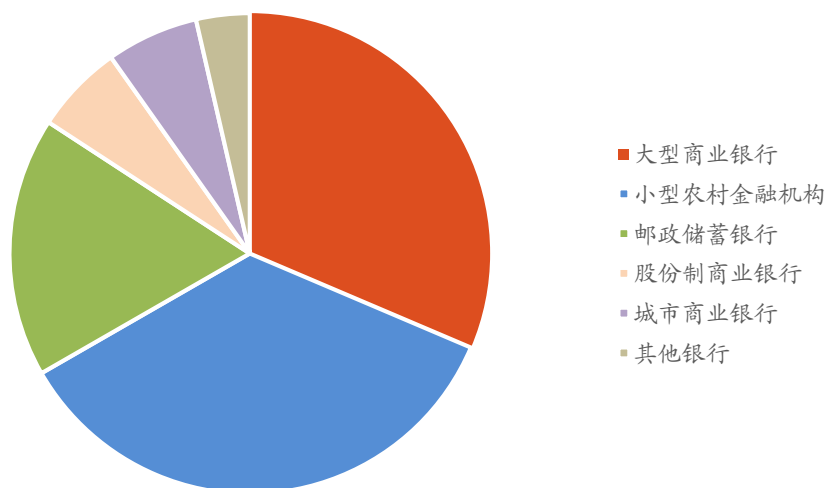


资料来源：中国银行官网，银监会，东方财富证券研究所

注：智能网点渗透率=智能网点数量/网点总数，颜色由深到浅代表渗透率由高到低，智能网点数据来源于中国银行官网智能网点名录，网点数据来源于银监会金融许可证信息

因智能手机普及率在地区之间存在差异，发达地区非现金交易占比要大于欠发达地区，而欠发达地区才是真正银行操作类业务的需求高发地。智能化网点设备主要就是为了解放银行操作类岗位的人力，提高客户办理业务的效率，欠发达地区比发达地区更需要相关智能化设备的投入，拥有广阔的成长空间。而在农村欠发达地区布点最多的邮储银行，2015 年开始在北京、上海、广州、深圳、杭州推出五家智慧网点，2017 年的工作会议上才提出推进网点智能化，加大新型智能设备布放力度。而农商行等小型农村金融机构网点智能化进展相对更加落后，有可观的发展空间。

图表 18：2015 年不同银行营业网点占比分析



资料来源：中国人民银行，中商产业研究院，东方财富证券研究所

大型股份制银行因为具有资金和地域优势，在网点智能化转型中走在前列。但人工成本的上升导致银行配备操作岗的利润下降，小型银行必然会经历同样的转型过程，我们认为时间点就是从 2018 年开始。公司在客户积累方面已在 2017 年有所布局，曾经入围建设银行智慧柜员机招标名录，并且独家供应支票

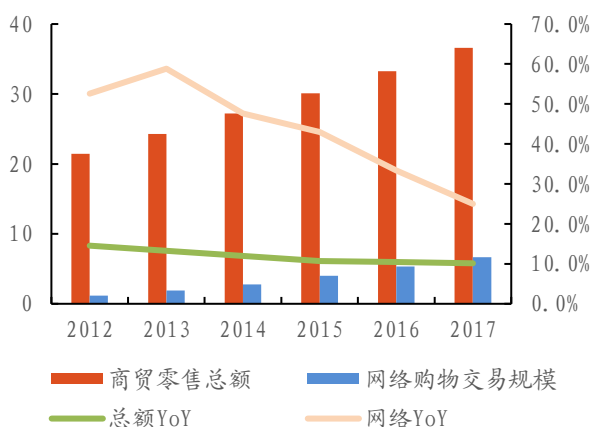
打印与扫描模块，累计供货超过 10000 套，积累了大型商业银行智能设备招标经验。如今公司的主要目标瞄准了市场相对广阔的城商行、农商行等，按照央行公布的 22 万银行网点总数的统计数据估计，城商行、农商行占比达 41.5%，保守估计每个网点配备 3 台智能柜员机设备，每台设备 5 万元左右，市场规模将达到 137 亿元左右，发展潜力巨大。公司目标明确，未来 3 年利润将逐渐释放。

3. 零售：“智能微超”打开自动售货市场广阔空间

3.1. “新”零售，新在哪？

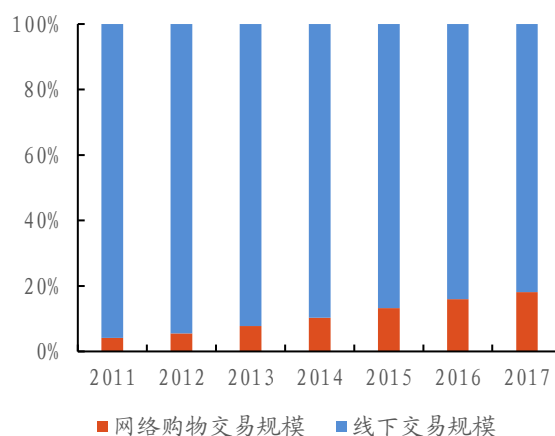
线上电商流量红利衰退后劣势暴露明显。我国线上购物规模在 2010 年后呈现出爆发性增长态势，然而近期由于移动互联网流量红利减退，线上购物规模增速也在逐年递减。预计未来规模会保持在零售总量的 20%-25% 左右。

图表 19：商贸零售总额和线上购物总额（万亿）



资料来源：国家统计局，智研咨询，东方财富证券研究所
注：线上购物规模2017年度为估计值

图表 20：商贸零售线上线下占比



资料来源：国家统计局，智研咨询，东方财富证券研究所
注：线上购物规模2017年度为估计值

线上零售的主要痛点在于用户无法真实接触商品，并且配送时间再快也无法满足消费者紧急需求。在各大电商疯狂砸钱跑马圈地过后，线上价格优势也在渐渐衰退，而快递丢失、损坏频发也暴露了线上购物无法避免的弊端。

线下零售优势仍无法被完全取代。 线下零售，尤其是在经济欠发达地区仍然是主要的零售模式。在购买生鲜品以及非标准包装商品时，顾客接触实际商品的意愿强烈，而线下零售恰好能满足顾客所见即所得的诉求。同时，在急需某种商品时，线上零售的长时间配送使得线下零售仍然具有不可替代性。

新零售，新就新在“业态”二字。 马云在云栖大会上提出“电商即将消失，新零售即将到来”，新零售从此成为异常火爆的话题。但是市场对新零售的解释也是众说纷纭，表面上看到最明显的，是线上线下的股权合作，例如阿里与高鑫，腾讯与永辉、家乐福。然而新零售，并不是“新”在线上电商开线下门店，线下零售转移到线上。线上线下看似不再对立，相互融合，实则是借助对方的流量抢占市场份额罢了，本质上并没有改变消费模式。线上购物仍然需要等待配送，线下购物仍然需要长途跋涉；线上购物仍然存在质量风险，线下购

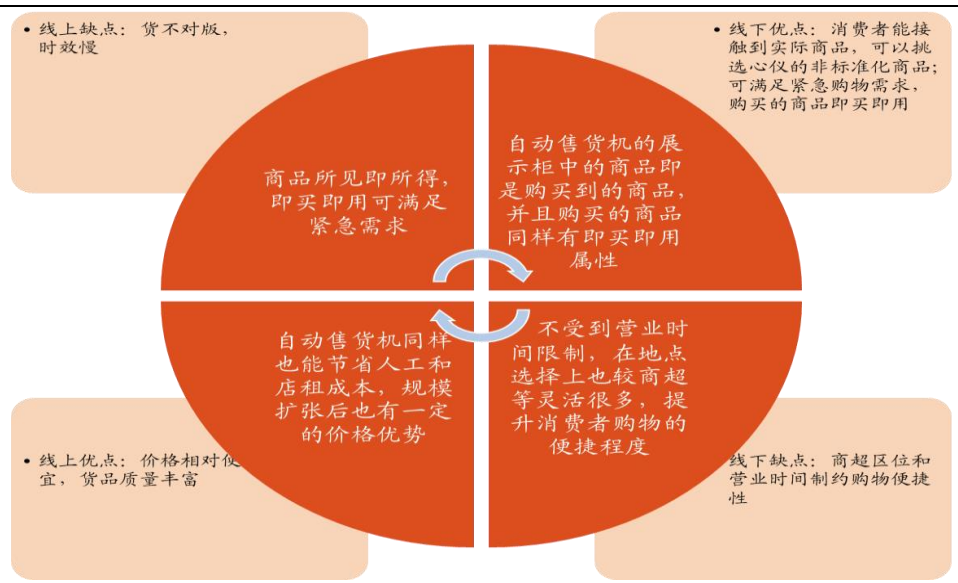
物仍然存在成本压力。新零售应该“新”在业态上，既能体现线上线下的优点，又能解决线上线下的痛点，改善消费体验，让消费者增加零售支出，其目的是将零售的蛋糕做大，而不是线上线下相互抢生意。

3.2. 瞄准无人零售市场，行业有望迎来快速增长期

无人零售，尤其是自动售货机形式的无人零售，是近三年有望快速成长的零售业态，原因主要有以下几点：

自动售货机是适合“新零售”的“新业态”。新零售应该“新”在业态上，既能体现线上线下的优点，又能解决线上线下的痛点，改善消费体验。目前看来，线上最大的痛点在于消费者无法直接接触商品，购物时常出现“货不对版”的现象；线下最大痛点在于商超的路程远近、营业时间等限制了购物的便捷程度。自动售货机所具有的展示柜，虽然消费者也不能完全接触到商品，但可以在一定程度上消除购物“货不对版”的风险。同时，自动售货机不受到营业时间限制，在地点选择上也较商超等灵活很多，提升消费者购物的便捷程度。自动售货机完美的融合线上线下，用各自的优势弥补对方的劣势，这样的业态才是“新零售”最直接的体现。

图表 21：自动售货业态融合线上线下



资料来源：东方财富证券研究所

注：红圈内为自动售货特点

应用痛点已基本解除。既然无人零售这么好，前几年为什么没有向电商一样出现快速的爆发，而是成为了基本“被遗忘的”业态？从使用者的角度来讲，支付的便捷程度是最大的应用痛点。以往的自动售货机支付方式为现金，且大多仅接受 5、10、20 元面值的纸币以及 1、0.5 元面值的硬币，没有零钱成为了使用自动售货机最大的障碍。但近期这个问题得到了根本性的解决，越来越多人习惯的移动支付方式使得自动售货机的使用变得方便快捷，同时辅币硬化的趋势也使得 1 元纸币被大量的能被机器所接受的 1 元硬币所替代。从运营者的角度来说，在人工成本大幅走高，一线城市用工难的背景下，自动售货机可以用来代替很多简单的人工收银工作，便捷的 O2O 配送也为自动售货机的补

货提供了新的渠道。

渗透率较低，有向国外看齐的趋势。虽然进入中国多年，但自动售货机的覆盖率还相对较低，目前的保有量不足 30 万台。而在日本，自动售货机的保有量超过 500 万台，平均每 20-25 人就有一台，在美国这一数字是 30-40 人，欧洲是 50-120 人。如果按照欧洲 120 人/台标准，中国自动售货机的目标保有量将在 1100 万台左右，有着巨大的向上空间。从品类上来看，日本的自动售货机售卖物品涵盖了热食、日用品等门类，而国内的自动售货机还大多是通道式饮料售货机，在售货机种类方面还有更新的空间。

3.3. 目标明确，眼光长远，公司在零售行业利润即将释放

产品条线丰富。公司在新零售端早有布局，主要产品有三大门类，1) 先付款后取货的“智能微超”系列，2) 先取货后付款的“智能货柜”系列，3) 结合零售和物流的 O2O 零售自提柜系列。其中“智能微超”可以理解为升级版的自动售货机，相较于传统的通道式售货机，智能微超可采用机械臂或展示柜等模式销售物品，可销售的商品种类增多。

在零售电子面单打印方面，公司作为专用打印、扫描产品龙头，针对中国国情和零售使用环境，创造性地开发世界第一台“纸仓宽度可调的收据/日志打印机”、国内第一台“易上纸设计针式收据打印机”等，可充分满足零售店面单打印需求。

图表 22：零售商超打印解决方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司也做了面向“无人超市”的相关技术储备，在 2017 年 9 月的 UR EXPO 首届中国无人店大会暨展览会，公司展示了自助结账台、人脸识别闸机等产品。在 UR EXPO 展会期间，公司与阿里巴巴、支付宝、联想、圆通、深兰科技、饭美美、邦马特、富士冰山、金码、金土地、伊利、米源、易群等行业知名企业代表进行了交流并达成初步合作意向。

图表 23: UR EXPO 上展出的新零售解决方案



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

客户定位精准。公司将零售板块的客户分为线上、线下以及快消品三大门类：1) **大型电商的线下网点**，公司“无人超市”的技术储备可满足传统电商巨头想要往线下发展又不想走线下门店的老路的需求。2) **传统商超改造**，线下零售商超可将周转率高的货品摆上“智能货架”，减少收银员工作量，达到降本增效的目的。3) **快消品企业巨头**，智能微超较传统通道式自动售货机可销售物品种类增多，非饮料类的快消品同样也可以推出例如可口可乐售卖机的类似零售业态。

新零售的必要条件是出现新的业态，而支撑新的业态的关键是新的设备，公司是市场上少有的既能够提供先进的系统解决方案、又具备成熟的技术、综合生产能力和完备服务体系的稀缺企业，其核心竞争力就体现在方案、技术、产能的结合上。预计随着新零售的快速发展和巨头在无人零售领域的快速扩张，公司在零售板块的业绩即将在 2018 年释放。

4. 传统业务：技术就是护城河，创新就是核心竞争力

4.1. 两大核心技术在手，向下渗透协同效应明显

公司手握传统热敏打印头 (TPH) 和接触式图像扫描 (CIS) 两大核心技术，在领域内属于绝对龙头。其中，热打印头 TPH 世界市场占有率 17%，世界排名第三；接触式图像传感器 CIS 世界市场占有率 6.7%，国内第一、世界排名第五。TPH 和 CIS 分别由新北洋参股和控股的山东华菱电子和威海华菱光电负责生产和研发。

热敏打印特点显著，下游应用场景布局准确。热敏打印是指利用热打印头产生热量是热敏纸瞬间上色的打印技术，具有速度快，噪音小，耗材成本低等特点。除热敏打印外，目前主流的打印技术还有针式打印、喷墨打印和激光打印等。

公司将热敏打印的核心模块应用于物流、金融、零售等单据打印领域，扬长避短。1) 充分发挥打印速度优势，公司生产的物流专用条码打印设备可做到条码的快速打印，最快打印速度达到 30cm/s, 对于需要高速运转打印的行业应用优势明显。2) 相关应用领域的小票单据等一般不需双联打印，同时也不

需要较长时间保存，热敏打印的相关劣势体现并不明显。

图表 24：不同打印种类优缺点比较

打印方式	优点	缺点
针式打印	结构简单、使用耗材成本低、可拷贝打印	噪声大、打印速度低、打印质量粗糙
喷墨打印	低噪音、打印质量较高、适应多种幅宽打印	体积较大、综合成本高、高速打印时质量下降、不能拷贝打印
激光打印	高速、低噪音、打印质量高	体积大、使用及维护成本高、不能拷贝打印
热打印	结构简单、打印速度快、噪声低、打印头寿命高、易维护、使用成本低、适应大负荷应用	普通热敏打印内容不能长时间保存、不能拷贝打印

资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

接触式扫描国内龙头，金融领域大放异彩。接触式扫描工作原理是将感光单元紧密排列，直接收集被扫描稿件反射的光线信息。由于无需透镜组，所以可以制作出结构更为紧凑的扫描仪，适合用在银行票据扫描、鉴伪以及纸币清分。

图表 25：银行扫描设备应用（高速文档/票据扫描仪、双面证卡扫描仪、纸币清分机）



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

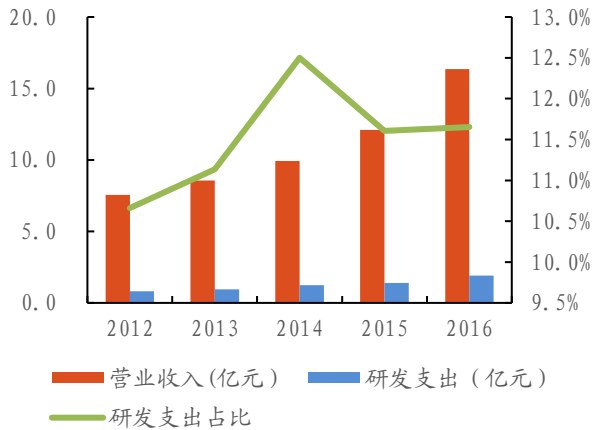
目前公司已成功中标建行智慧柜员机（STM）关键扫描模块，预计未来有望以接触式扫描关键技术，中标更多的整机、解决方案合同，实现从产品供应商向解决方案提供商的角色转变，打开更大的市场空间。

4.2. “二次创业”提升创新能力，技术储备快速响应市场需求

4.2.1. 维持研发高投入，精准定位成效显著

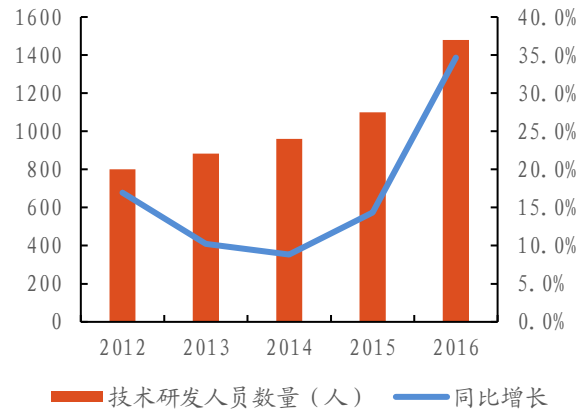
公司始终保持高研发投入，研发投入比例近年来一直稳定在营业收入的10%以上。公司研发人数也是逐年递增。

图表 26: 历年研发支出及占比



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27: 历年技术研发人员数量及占比

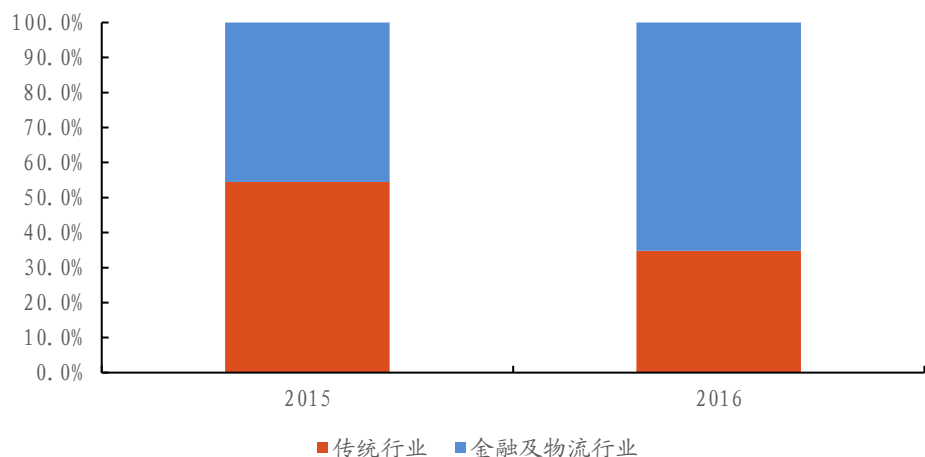


资料来源: 公司定期报告, 东方财富证券研究所

公司为了打破总部区位限制, 在北京、深圳、日本、欧洲设立研发和技术中心, 充分利用各地区人才优势。并与清华大学、哈尔滨工业大学等科研院校共建联合实验室, 网罗顶尖高校人才。持续的研发投入为公司积累了大量的知识产权, 丰富技术储备。公司 2017 年半年报披露, 截止 2017 年 6 月 30 日, 公司累计拥有专利 819 项, 其中发明专利 272 项 (含国际发明专利 54 项); 正在申请并受理的专利 332 项, 其中发明专利 264 项 (含国际发明专利 62 项); 取得软件产品登记证书 92 项, 计算机软件著作权证书 133 项; 累计主持/参与制定国家或行业标准 24 项。

“二次创业”精准定位金融、物流, 成效显著。公司在 2015 年提出“二次创业”概念, 修订公司发展战略, 从生产关键模块向生产下游整机渗透, 接触终端客户, 同时经营终端客户, 提升方案解决能力, 从“被动出货”走向“主动出击”。目前转型进展顺利, 公司深度挖掘前期积累的客户资源, 在金融和物流两个板块打开业绩成长空间, 2016 年金融及物流行业收入首次超越传统行业, 转型初见成效。

图表 28: 分行业收入占比

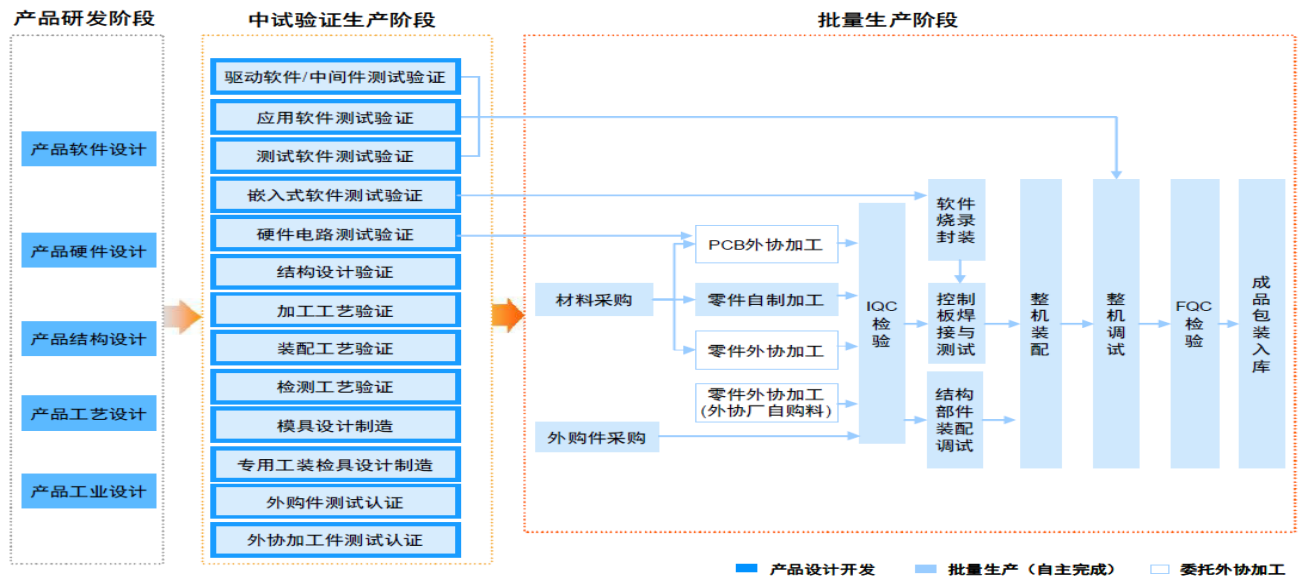


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4.2.2. 整合优势，快速响应下游需求

方案、技术、产能结合凸显核心竞争力。公司从 2010 年起就具有设计、研发、制造一体的能力。

图表 29：设计、研发、测试、生产一体化



资料来源：公司招股书，东方财富证券研究所

然而公司前期聚焦于关键零件和核心部件的生产研发上，对下游终端客户的了解不深。“二次创业”以来，公司深度经营终端客户，针对下游客户行业痛点，利用自身技术优势开发出针对性极强的产品。将设计、研发、制造转变为方案、技术、产能的结合，凸显公司核心竞争力。在方案上，公司直面下游客户，拥有覆盖全国的营销网络，相较于“闭门造车”厂商更能了解下游行业痛点，产品实用性高。在技术上，公司掌握核心技术和关键模块，向上向下议价能力强，毛利率维持稳定。在产能上，公司投资建设了国内领先的从钣金加工到整机组装的自助终端集成产品智能化生产工厂，建立了完善的供应链和质量管理体系，保障公司向全球客户提供快速优质的产品交付。

技术储备量变到质变，红利释放“等风来”。公司对下游设计的行业都有长远的前瞻性判断，例如硬币兑换机设备。市场观点认为随着移动支付的普及，硬币的需求量是逐渐下降的，现在推出硬币兑换机难免有些画蛇添足的意味。然而如果进一步观察硬币产业，我们发现硬币会存在并且长期存在。因为硬币的使用寿命要大大超过纸币，相同面额硬币长期使用成本要大大低于纸币，小面额纸币的硬币化将是未来货币发展趋势。在这一点上，公司前瞻性的考虑到未来 5 元、10 元硬币出现的可能性，提前储备了相关技术。虽然我国辅币硬币化的推广速度进展缓慢，主要原因是因为我国货币基数过于庞大，但一旦全面推广，硬币兑换需求将会激增，公司因为前期的技术储备将成为此轮红利释放的直接受益者。

5. 盈利预测

预计未来 3 年，公司物流、金融、零售三大板块会逐步发力，收入占比会逐渐提升，成为公司主要的利润来源。

物流方面：2017 年，物流行业预计增速为 25% 左右。随着今年 1 月 23 日韵达和申通对丰巢新一轮的 20 亿元融资到位，快递柜行业的“军备竞赛”将配齐充足的“弹药”，叠加计泡器等新产品的推出，预计 2018、2019 年快递行业的收入增速会超过 2017 年，达到 30% 以上。

金融方面：公司的客户储备和技术储备将在 2018 年得到释放，然而因为银行端的采购招标存在较大的不确定性，金融板块的收入弹性较大。保守估计预计 2017、2018 年相关收入增速维持稳定，2019 年收入增速将随着老一代清分机和智能设备的更新换代潮到来得到一定量的提升。

零售方面：公司在零售领域技术、客户储备丰富，并且拥有一定量的在手订单。通过新募投项目产能反推计算，2018 年新零售预计将为公司贡献约 4 亿元的收入。基于我国自动售货机的覆盖率低和线上、线下、快消品零售商的转型压力的叠加，我们预计无人零售业在近几年将保持高速增长，公司在该板块收入增速有望达到 50%，但随着潜在竞争加剧风险，毛利率可能有下降趋势。

传统行业：公司 TPH 和 CIS 的技术壁垒仍然会继续存在，近几年毛利率方面不会出现太大变化，而作为成熟行业，增速也不会像三大新兴行业一样迅速，但仍然会保持一定量的缓慢增长。

图表 30: 盈利预测关键财务数据

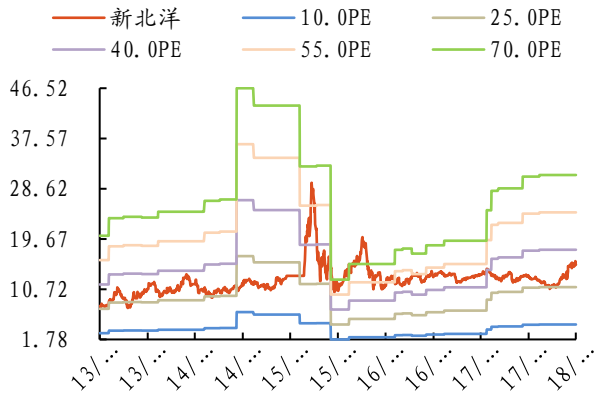
项目\年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1635.02	1860.62	2598.54	3259.84
增长率 (%)	35.03	13.80	39.66	25.45
EBITDA (百万元)	408.91	446.87	586.53	709.72
归母净利润 (百万元)	227.13	284.22	392.83	491.37
增长率 (%)	54.22	25.14	38.21	25.08
EPS (元/股)	0.36	0.45	0.62	0.78
市盈率 (P/E)	42.04	33.59	24.31	19.43
市净率 (P/B)	3.97	3.74	3.40	3.03
EV/EBITDA	23.34	20.58	15.05	11.87

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

6. 估值和投资建议

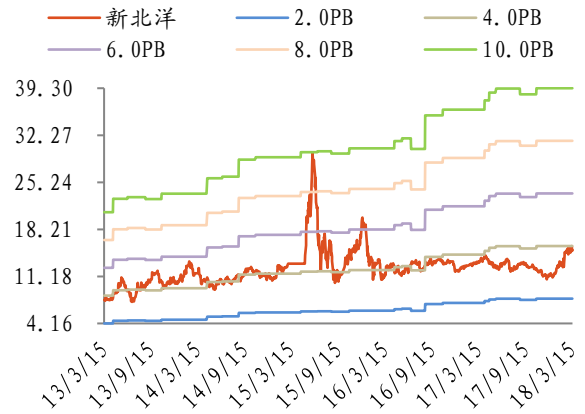
相对估值:

图表 311: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 322: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 333: 同行业估值比较 (2018-03-05)

股票代码	简称	总市值 (亿元)	PB			
			TTM	2017E	2018E	2019E
002152.SZ	广电运通	184.35	20.48	16.58	14.26	11.76
603106.SH	恒银金融	61.91	41.88	37.32	29.06	24.96
002312.SZ	*ST 三泰	95.39	31.48	22.93	40.77	29.08
002153.SZ	石基信息	294.11	68.08	62.71	54.97	43.06
平均:		158.94	35.65	29.39	27.95	22.50
东财“专用计算机设备”板块		109.09	36.46	30.88	24.49	18.39
002376.SZ	新北洋	95.48	33.59	33.59	24.31	19.43

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

注: 专用计算机设备板块取 2017、2018、2019 年有一致盈利预期的公司 19 家

我们分别选取了物流设备、金融设备以及新零售设备相关公司进行比较, 我们认为, 新北洋切入新零售领域, 在 2018 年增加能持续维持的新增长点, 估值倍数具有提升空间。

绝对估值:

图表 34: DCF 估值模型 (FCFF) 的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
行业 Beta	0.88	股票 Beta	0.98
无风险利率 Rf	3.84%	TV 增长率	3.00%
市场收益 Rm	7.84%	实际税率	12.37%
风险溢价	4.00%	WACC	7.57%
资产贴现率 Ka	7.36%	股票价值	11723.84 百万
债务利率 Kd	5.00%	每股价值	18.57 元

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

我们取Choice沪深指数5年平均收益率为市场收益Rm, 十年期国债收益率为无风险利率Rf, 以公司目前杠杆结构计算, 对应加权平均资本成本WACC为7.57%。以FCFF估值公司企业价值为125.40亿元, 股票价值为117.24亿元, 对应每股价值18.57元。

我们看好公司未来发展, 预计公司2017/2018/2019年营业收入分别为18.61/25.99/32.60亿元, 归母净利润分别为2.84/3.93/4.91亿元。EPS分别为0.45/0.62/0.78元, 对应PE分别为34/24/19倍。我们根据同行业公司平均估值水平, 给予公司对应2018年30倍PE, 六个月目标价18.60元, 上调评级至“买入”。

7. 多因素驱动

1月23日, 顺丰、韵达、申通相继公告增资丰巢, 本轮丰巢获得融资20.72亿元。融资后丰巢会加强快递柜网络建设, 相关采购需求也会将进一步增长。公司作为丰巢的主要供应商, 预计快递柜的出货量将在2018年将有较大规模的提升。

2017年11月9日, 证监会核准公司非公开发行3519.68万股新股。公司面对下游三大行业市场空间广阔, 未来大量的需求对公司产能是一个挑战。预计此次定向增发募集资金将用于建设新的自动设备生产线, 进一步扩充公司产能。按照之前增发的进度, 公司最早可以在2019年底释放新的产能, 后续业绩增长有望加速。

8. 风险提示

新产品推广不及预期;
银行网点智能化进度减缓;
公司出现产能瓶颈。

资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1923.12	2183.24	2813.86	3487.80
货币资金	555.88	903.93	1271.77	1679.67
应收及预付	681.14	623.80	767.35	893.85
存货	412.57	370.19	489.42	628.97
其他流动资产	273.52	285.32	285.32	285.32
非流动资产	1978.57	1969.33	1911.55	1855.41
长期股权投资	423.66	453.84	453.84	453.84
固定资产	896.12	909.45	865.81	822.17
在建工程	66.38	28.82	28.82	28.82
无形资产	517.21	486.78	472.64	460.13
其他长期资产	75.19	90.43	90.43	90.43
资产总计	3901.69	4152.57	4725.41	5343.20
流动负债	1198.72	1252.26	1507.84	1700.31
短期借款	414.00	414.00	414.00	414.00
应付及预收	644.83	698.37	953.95	1146.42
其他流动负债	139.89	139.89	139.89	139.89
非流动负债	36.00	36.00	36.00	36.00
长期借款	0.27	0.27	0.27	0.27
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	35.73	35.73	35.73	35.73
负债合计	1234.73	1288.26	1543.84	1736.31
股本	631.49	631.49	631.49	631.49
资本公积	642.22	642.22	642.22	642.22
留存收益	1131.16	1282.78	1536.68	1882.81
归属母公司股东权益	2403.73	2555.34	2809.25	3155.38
少数股东权益	263.23	308.97	372.33	451.52
负债和股东权益	3901.69	4152.57	4725.41	5343.20

利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1635.02	1860.62	2598.54	3259.84
营业成本	853.24	1025.15	1468.27	1886.90
营业税金及附加	27.26	24.73	35.98	46.07
销售费用	186.72	186.06	259.85	325.98
管理费用	286.09	334.91	441.75	521.57
财务费用	8.77	12.38	7.15	1.64
资产减值损失	46.36	25.84	18.12	13.99
公允价值变动收益	0.00	-0.63	0.00	0.00
投资净收益	12.40	50.65	68.24	89.22
资产处置收益	0.00	0.81	1.02	1.29
其他收益	0.00	55.46	62.27	69.92
营业利润	238.98	357.84	498.94	624.11
营业外收入	100.44	22.92	27.50	33.00
营业外支出	4.07	4.22	4.85	5.17
利润总额	335.35	376.54	521.59	651.94
所得税	43.18	46.58	65.40	81.38
净利润	292.17	329.96	456.19	570.56
少数股东损益	65.04	45.74	63.36	79.19
归属母公司净利润	227.13	284.22	392.83	491.37
EBITDA	408.91	446.87	586.53	709.72

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	182.92	407.56	430.28	450.48
净利润	292.17	329.96	456.19	570.56
折旧摊销	64.79	57.96	57.78	56.14
营运资金变动	-223.87	41.81	-31.63	-93.88
其它	49.83	-22.16	-52.06	-82.34
投资活动现金流	-824.44	20.00	90.89	117.05
资本支出	-250.97	-0.65	22.65	27.83
投资变动	-573.46	20.65	68.24	89.22
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	410.68	-79.51	-153.33	-159.64
银行借款	702.58	0.00	0.00	0.00
债券融资	522.55	0.00	0.00	0.00
股权融资	396.89	0.00	0.00	0.00
其他	-1211.35	-79.51	-153.33	-159.64
现金净增加额	-230.84	348.05	367.84	407.89
期初现金余额	763.22	555.88	903.93	1271.77
期末现金余额	540.70	903.93	1271.77	1679.67

主要财务比率

至 12 月 31 日	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%)				
营业收入增长	35.03	13.80	39.66	25.45
营业利润增长	28.68	49.74	39.43	25.09
归属母公司净利润增长	54.22	25.14	38.21	25.08
获利能力 (%)				
毛利率	47.81	44.90	43.50	42.12
净利率	13.89	15.28	15.12	15.07
ROE	9.45	11.12	13.98	15.57
ROIC	7.54	8.24	10.56	11.94
偿债能力				
资产负债率 (%)	31.65	31.02	32.67	32.50
净负债比率	0.00	-0.12	-0.23	-0.31
流动比率	1.60	1.74	1.87	2.05
速动比率	1.26	1.45	1.54	1.68
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.46	0.59	0.65
应收账款周转率	3.35	3.60	4.14	4.50
存货周转率	2.48	2.77	3.00	3.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.45	0.62	0.78
每股经营现金流	0.29	0.65	0.68	0.71
每股净资产	3.81	4.05	4.45	5.00
估值比率				
P/E	42.04	33.59	24.31	19.43
P/B	3.97	3.74	3.40	3.03
EV/EBITDA	23.34	20.58	15.05	11.87

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。