

证券研究报告—动态报告

信息技术

计算机设备

新北洋(002376)

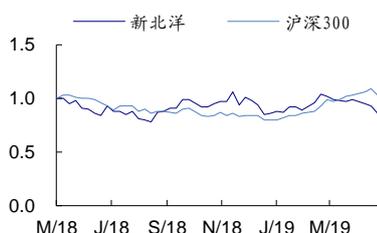
增持

2019 年一季报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 29 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	666/614
总市值/流通(百万元)	10,272/9,474
上证综指/深圳成指	3,086/9,781
12 个月最高/最低(元)	19.81/12.56

相关研究报告:

《新北洋-002376-2017 年半年报点评: 业务平稳发展, 净利大幅增长》——2017-08-23

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

业绩受客户采购节奏影响, 不改全年增长预期

● 2019 年一季度符合预期, 业绩实现高速增长

2019 年一季度实现营收 5.52 亿元(+3.14%), 归母净利润 0.70 亿元(-9.38%), 扣非归母净利润 0.64 亿元(-16.45%)。公司略低于市场预期, 主要受客户采购节奏影响, 不改全年快速增长的预期。公司订单周期较短, 普遍在三个月以内, 故客户订单节奏的变化会导致公司业绩会出现季节性波动。公司上年同期零售、物流业务订单较为充足。本季度受客户采购节奏的影响, 收入、利润表现较为一般。但公司的主营业务板块景气度未变, 2019 年初即中标农行、交行金融机具及模块订单, 且零售、物流业务新老客户开拓亦符合预期, 故不改公司全年业绩快速增长的预期。

● 毛利率下降, 人员招聘致管理费用率略有上升

2019 年 Q1 销售毛利率 35.48%, 同比下降 6.78pp。销售费用率 5.73% (-0.74pp), 管理费用率 18.49% (+1.19pp), 财务费用率 1.51% (-1.81pp)。三项费用率合计 25.73%, 同比下降 1.36pp。毛利率的变化是因为合并报表的原因, 将技术服务子公司的相关成本合并到了营业成本(从销售费用中调入营业成本), 故营业成本上升、销售费用率下降。公司管理费用率同比上升, 主要原因是公司 2018 年扩大招聘, 尤其是主要子公司在职员工达到 2705 人, 同比增长 63.94%, 总员工数量达到 4310 人, 同比增长 36.44%。增长员工主要是研发人员及运维人员, 符合公司智能设备产品和服务的战略发展方向。

● 智能设备龙头厂商, 业务边界有望持续开拓

公司拥有在关键零部件、核心模块、整机到系统集成的产业链一体化优势, 具备光机电一体化结构设计、嵌入式软件开发、接口设计能力, 同时研发投入持续保持高位, 推动公司智能化设备的创新研发。2018 年公司配备服务人员 1000 余人, 具备产品研发、生产、销售、运维的全面竞争力, 业务边界的持续开拓。

● 风险提示: 农行各省招标进度不及预期; 物流、零售客户招标进度不及预期。

● 投资建议: 维持“增持”评级。

预计 2019-2021 年归母净利润 5.15/6.83/8.45 亿元, 同比增速 35/33/24%; 摊薄 EPS=0.77/1.03/1.27 元, 当前股价对应 PE=27/20/15x。公司作为智能设备龙头, 业务边界的持续开拓以及业绩的持续高增长, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1860	2,635	3,600	4,535	5,467
(+/-%)	13.8%	41.6%	36.6%	26.0%	20.6%
净利润(百万元)	286	380	515	683	845
(+/-%)	26.1%	32.8%	35.4%	32.5%	23.8%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.57	0.77	1.03	1.27
EBIT Margin	14.6%	25.5%	15.2%	16.4%	17.0%
净资产收益率(ROE)	11.1%	11.9%	14.9%	18.0%	20.1%
市盈率(PE)	34.0	34.0	27.0	19.9	15.0
EV/EBITDA	32.1	15.3	17.1	13.2	10.9
市净率(PB)	3.8	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

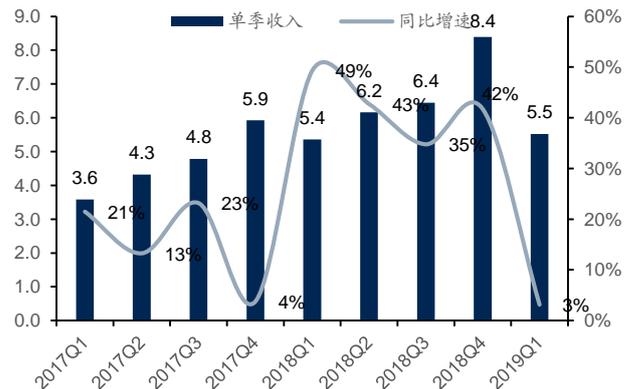
一季度业绩受客户采购节奏影响，不改全年快速增长的预期。2019年一季度实现营收5.52亿元(+3.14%)，归母净利润0.70亿元(-9.38%)，扣非归母净利润0.64亿元(-16.45%)。公司订单周期较短，普遍在三个月以内，故客户订单节奏的变化会导致公司业绩会出现季节性波动。公司上年同期零售、物流业务订单较为充足，本季度受客户采购节奏的影响，收入、利润表现较为一般。但公司的主营业务板块景气度未变，2019年初即中标农行、交行金融机具及模块订单，且零售、物流业务新老客户开拓亦符合预期，故不改公司全年业绩快速增长的预期。

图 1：新北洋营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：新北洋单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：新北洋归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：新北洋单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率下降，人员招聘致管理费用率略有上升。2019年Q1销售毛利率35.48%，同比下降6.78pp。销售费用率5.73%(-0.74pp)，管理费用率18.49%(+1.19pp)，财务费用率1.51%(-1.81pp)。三项费用率合计25.73%，同比下降1.36pp。毛利率的变化是因为合并报表的原因，将技术服务子公司的相关成本合并到了营业成本（从销售费用中调入营业成本），所以，营业成本上升、销售费用率下降，实际上产品销售毛利率Q1并无明显下降。公司管理费用率同比上升，主要原因是公司2018年扩大招聘，尤其是主要子公司在职员工达到2705人，同比增长63.94%，总员工数量达到4310人，同比增长36.44%。增长员工主要是研发人员及服务人员，符合公司智能设备产品和服务的战略发展方向。

图 5：新北洋毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：新北洋三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

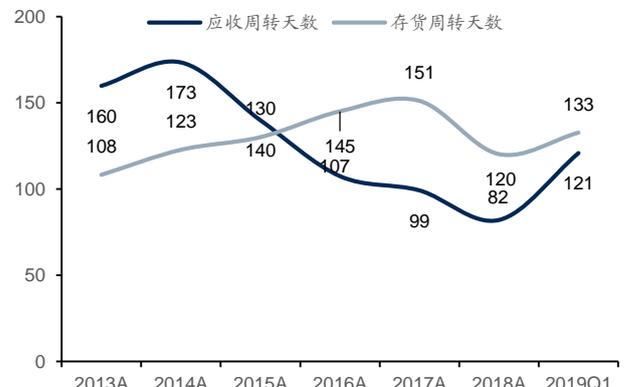
经营性现金流质量略有下降，应收及存货周转率保持稳定。2019 年 Q1 销售收到的现金 4.52 亿元（-5.40%），相对销售额的销售现金含量 81.88%；经营性现金流量净额-0.56 亿元（-262.01%），净利润现金含量-80%。由于客户结算习惯原因，公司大部分业务于下半年结算，上半年经营性现金流为负属于常态。一季度经营性现金流负增长，主要是零售及丰巢两个大客户的部分回款稍有延后，目前 4 月已正常回款。2019 年 Q1 应收账款周转 121 天，同比延长 33 天；存货周转 133 天，同比压缩 11 天。

图 7：新北洋经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：新北洋主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“增持”评级。预计 2019-2021 年归母净利润 5.15/6.83/8.45 亿元，同比增速 35/33/24%；摊薄 EPS=0.77/1.03/1.27 元，当前股价对应 PE=27/20/15x。公司作为智能设备龙头，未来有望不局限于当下的业务领域，实现业务边界的持续开拓以及业绩的持续高增长，维持“增持”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190426	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E			
002376	新北洋	15.43	102.72	0.6	0.8	1.0	1.3	27.1	20.0	15.0	12.1	13.2	0.77	增持
000066	中国长城	9.19	269.83	0.3	0.4	0.5	-	27.4	21.5	19.1	-	0.0	1.01	无
002152	广电运通	6.78	163.33	0.3	0.4	0.5	-	24.2	16.7	12.9	-	7.6	0.52	无
300531	优博讯	20.11	56.31	0.4	0.7	0.9	1.3	47.9	28.8	22.1	15.0	18.0	0.64	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 中国长城、广电运通、优博讯为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	851	440	300	300	营业收入	2635	3600	4535	5467
应收款项	840	1147	1445	1742	营业成本	1500	2061	2598	3145
存货净额	541	727	924	1124	营业税金及附加	27	37	47	57
其他流动资产	137	188	237	285	销售费用	303	378	467	558
流动资产合计	2369	2503	2906	3452	管理费用	133	577	681	778
固定资产	1085	1138	1182	1215	财务费用	10	2	(1)	(3)
无形资产及其他	197	190	183	176	投资收益	78	86	94	103
投资性房地产	483	483	483	483	资产减值及公允价值变动	(38)	0	0	0
长期股权投资	552	609	665	721	其他收入	(235)	0	0	0
资产总计	4686	4922	5418	6047	营业利润	467	631	837	1035
短期借款及交易性金融负债	574	500	406	355	营业外净收支	(1)	0	0	0
应付款项	382	514	652	794	利润总额	466	631	837	1035
其他流动负债	217	352	440	528	所得税费用	51	69	92	114
流动负债合计	1173	1366	1498	1676	少数股东损益	34	47	62	77
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)	归属于母公司净利润	380	515	683	845
其他长期负债	34	32	30	29					
长期负债合计	34	(198)	(200)	(201)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1207	1168	1299	1475	净利润	380	515	683	845
少数股东权益	280	303	333	371	资产减值准备	35	3	1	1
股东权益	3199	3451	3786	4200	折旧摊销	77	122	134	144
负债和股东权益总计	4686	4922	5418	6047	公允价值变动损失	38	0	0	0
					财务费用	10	2	(1)	(3)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(197)	(277)	(318)	(317)
每股收益	0.57	0.77	1.03	1.27	其它	(18)	20	29	37
每股红利	0.29	0.39	0.52	0.65	经营活动现金流	315	383	529	710
每股净资产	4.80	5.18	5.69	6.31	资本开支	(139)	(171)	(171)	(171)
ROIC	19%	15%	19%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	12%	15%	18%	20%	投资活动现金流	(195)	(228)	(228)	(228)
毛利率	43%	43%	43%	42%	权益性融资	420	0	0	0
EBIT Margin	26%	15%	16%	17%	负债净变化	(0)	(230)	0	0
EBITDA Margin	28%	19%	19%	20%	支付股利、利息	(194)	(262)	(348)	(431)
收入增长	42%	37%	26%	21%	其它融资现金流	(8)	(74)	(94)	(51)
净利润增长率	33%	35%	33%	24%	融资活动现金流	24	(566)	(442)	(482)
资产负债率	32%	30%	30%	31%	现金净变动	145	(411)	(140)	0
息率	1.9%	2.6%	3.4%	4.2%	货币资金的期初余额	707	851	440	300
P/E	34.0	27.0	19.9	15.0	货币资金的期末余额	851	440	300	300
P/B	3.2	3.0	2.7	2.4	企业自由现金流	339	161	305	484
EV/EBITDA	15.3	17.1	13.2	10.9	权益自由现金流	331	(145)	212	434

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032