

稳定增长的国内专用打印机龙头

新北洋询价定价简报

报告摘要:

- 公司概况。**公司所处行业是计算机硬件及外围设备，主要产品是各种专用打印机和利用专用打印技术基础进行相关延伸的产品，如自助服务终端、彩票投注机、扫描类整机产品等。控股股东为威海北洋集团，实际控制人为威海国资委。
- 行业分析。**专用打印机的下游应用领域广泛且以各类服务业为主，2008年全球市场规模接近300亿元，国内市场规模大约为20亿元。其中发展最快的是条码/标签打印机，主要是受条码、RFID等自动识别技术快速发展的推动。而嵌入式打印机在各类自助服务终端的快速普及下也有比较快的发展。国内总需求量年复合增长率在14%左右，增速并不算快，行业相对成熟稳定，只是在高铁条码打印等局部领域有高速增长的可能。因此市场份额的提升是公司保持快速增长的关键因素。而下游相对分散的特征，使得我们认为建立在品牌和技术基础上的市场销售能力是专用打印机企业能否保持快速增长的关键。
- 公司的竞争优势。**公司是国内专用打印机企业中市场份额最高和申请专利数最多的企业，研发费用占比在同类公司中较高。在国内市场，公司是中国铁路系统最大的客票打印机供应商，市场份额超过60%，是中国铁路行包公司唯一标签打印机供应商；公司在中国专用打印机市场占有率达到8%。国际市场，已与多家国际知名企业建立了稳定的战略合作关系，在北美、欧洲和亚太等地区发展了二百多家的经销商队伍。
- 成长性分析。**公司2009年收入增速已有所放缓，净利润保持快速增长的主要原因是高毛利的条码打印机占比提升，其中来自高铁的收入增长是主要贡献，多数产品毛利率均有大幅提升。我们认为未来几年毛利率将呈下降趋势，经济的复苏、和高铁的建设和彩票投注机等产品的市场拓展可以使公司收入增长保持在30%左右，但在产品价格呈下降态势和国际市场短期难有大的突破的情况下，想要实现更高增速比较困难。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司2010-2012年EPS分别为0.73元、0.94元和1.17元。从估值角度来看，与公司最为可比的公司是证通电子和广电运通。与广电运通相比，公司规模尚小，公司目前市场份额还比较低、潜在成长空间较大，且产品更为多样化，市场突破和客户开发难度低于广电运通；与证通电子相比，公司业绩确定性高且缺乏题材等催化剂。综合判断，我们认为合理估值应在两者之间。广电运通2010年PE为25倍，证通电子为40倍PE，我们认为公司合理价值为2010年30-35倍PE，考虑到当前新股询价和首日上市的表现，我们认为公司上市首日定价区间在2010年35-40倍PE，我们建议的询价区间为19.95-22.80元，相当于2009摊薄后35-40倍PE。

建议询价区间:

19.95 - 22.80 元

上市首日定价区间:

25.55 - 29.20 元

报告日期: 2010-03-09

发行数据

总股本(万股)	11,200
发行数量(万股)	3,800
网下发行(万股)	760
网上发行(万股)	3,040
保荐机构	
发行日期	2010-03-12
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

威海北洋电气集团股份有限公司	18.36%
威海联众利丰投资股份有限公司	17.86%
山东省高新技术投资有限公司	16.98%
中国华融资产管理公司	12.80%
威海国有资产经营(集团)有限公司	8.21%
司	
门洪强	4.99%
其他自然人股东	4.97%
丛强滋	4.81%
阮希昆	1.82%
谷亮	1.62%

研究员

侯利

行业分析师

010-66581625

houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	277.6	314.9	407.5	532.7	689.2
Growth(%)	40.7%	13.4%	29.4%	30.7%	29.4%
净利润	60.4	85.6	109.2	141.3	175.3
Growth(%)	26.9%	41.8%	27.6%	29.4%	24.1%
毛利率(%)	43.4%	49.6%	48.9%	48.7%	47.7%
净利润率(%)	21.7%	27.2%	26.8%	26.5%	25.4%
每股收益(元)	0.40	0.57	0.73	0.94	1.17
每股净资产(元)	1.37	1.79	7.44	8.20	9.14
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	29.5%	32.1%	9.8%	11.6%	12.9%
ROIC(%)	41.3%	43.0%	38.6%	37.8%	38.8%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	277.6	314.9	407.5	532.7	689.2	成长性					
减: 营业成本	157.2	158.6	208.3	273.3	360.8	营业收入增长率	40.7%	13.4%	29.4%	30.7%	29.4%
营业税费	2.1	2.7	3.4	4.4	5.7	营业利润增长率	10.9%	56.1%	40.7%	38.2%	28.6%
销售费用	28.6	29.6	38.7	50.6	62.0	净利润增长率	26.9%	41.8%	27.6%	29.4%	24.1%
管理费用	48.3	59.3	73.4	95.9	120.6	EBITDA 增长率	16.5%	45.3%	41.3%	29.6%	28.3%
财务费用	6.8	6.6	1.2	-6.0	-7.8	EBIT 增长率	17.2%	48.5%	30.3%	30.5%	28.5%
资产减值损失	1.3	1.0	1.1	0.5	1.7	NOPLAT 增长率	31.8%	37.6%	19.6%	23.6%	23.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.1%	33.3%	26.1%	20.8%	15.2%
投资和汇兑收益	12.0	13.5	18.0	23.4	30.4	净资产增长率	13.2%	30.6%	316.1%	10.2%	11.5%
营业利润	45.2	70.6	99.4	137.4	176.6	利润率					
加: 营业外净收支	21.0	24.2	24.0	24.0	25.0	毛利率	43.4%	49.6%	48.9%	48.7%	47.7%
利润总额	66.2	94.9	123.4	161.4	201.6	营业利润率	16.3%	22.4%	24.4%	25.8%	25.6%
减: 所得税	5.6	8.8	13.5	19.2	25.2	净利润率	21.7%	27.2%	26.8%	26.5%	25.4%
净利润	60.4	85.6	109.2	141.3	175.3	EBITDA/营业收入	20.1%	25.8%	28.2%	27.9%	27.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.7%	24.5%	24.7%	24.7%	24.5%
货币资金	47.7	122.8	844.7	844.4	928.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	65	71	87	97
应收帐款	52.5	72.9	75.8	100.2	129.6	流动营业资本周转天数	43	20	22	40	46
应收票据	1.8	3.5	-	-	-	流动资产周转天数	180	214	529	664	558
预付帐款	5.7	1.1	1.1	1.1	1.1	应收帐款周转天数	54	69	65	61	61
存货	33.4	32.5	42.8	56.2	74.1	存货周转天数	43	38	33	33	34
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	397	495	806	904	765
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	245	287	287	270	246
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	73.0	78.2	80.0	88.0	97.0	ROE	29.5%	32.1%	9.8%	11.6%	12.9%
投资性房地产	7.1	6.9	7.0	7.0	7.0	ROA	18.0%	16.3%	8.5%	10.3%	11.4%
固定资产	57.1	55.9	104.0	152.7	217.1	ROIC	41.3%	43.0%	38.6%	37.8%	38.8%
在建工程	3.0	51.6	40.7	40.3	9.0	费用率					
无形资产	48.6	94.0	84.1	76.9	70.3	销售费用率	10.3%	9.4%	9.5%	9.5%	9.0%
其他非流动资产	6.7	9.5	15.0	15.0	15.0	管理费用率	17.4%	18.8%	18.0%	18.0%	17.5%
资产总额	336.5	529.0	1,295.1	1,381.6	1,548.6	财务费用率	2.4%	2.1%	0.3%	-1.1%	-1.1%
短期债务	68.0	59.5	56.7	53.9	50.9	三费/营业收入	30.2%	30.3%	27.8%	26.4%	25.4%
应付帐款	40.5	56.4	68.5	89.9	118.6	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	39.0%	49.3%	13.8%	11.0%	11.5%
其他流动负债	11.5	12.2	11.9	11.9	11.9	负债权益比	63.9%	97.3%	16.1%	12.4%	13.0%
长期借款	1.0	96.0	16.0	-30.0	-30.0	流动比率	1.08	1.41	5.90	5.51	5.46
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.83	1.22	5.64	5.20	5.10
负债总额	131.2	260.8	179.3	151.9	177.6	利息保障倍数	7.67	11.67	82.71	-21.90	-21.55
少数股东权益	3.4	3.8	4.4	5.3	6.3	分红指标					
股本	112.0	112.0	150.0	150.0	150.0	DPS(元)	-	0.12	0.15	0.19	0.23
留存收益	89.9	152.0	961.4	1,074.4	1,214.7	分红比率	0.0%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	205.3	268.2	1,115.8	1,229.7	1,371.0	股息收益率	-	-	-	-	-
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60.6	86.1	109.2	141.3	175.3	EPS(元)	0.40	0.57	0.73	0.94	1.17
加: 折旧和摊销	7.2	8.1	14.2	17.4	22.1	BVPS(元)	1.37	1.79	7.44	8.20	9.14
资产减值准备	1.3	1.0	1.1	0.5	1.7	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	2.9	4.8	6.6	1.2	-6.0	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-12.0	-13.5	-18.0	-23.4	-30.4	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.2	0.5	0.7	0.9	1.1	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	9.4	42.7	-4.2	-17.0	-20.5	CAGR(%)	32.9%	27.0%	23.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	62.1	104.4	104.2	113.7	141.4	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-49.1	-91.7	-33.9	-44.7	-28.7	ROIC/WACC	9.3	9.7	8.7	8.6	8.8
融资活动产生现金流量	-25.6	62.0	654.1	-71.0	-30.3	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 推荐 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034