

## 深度报告

**新北洋(002376)**
**谨慎推荐**

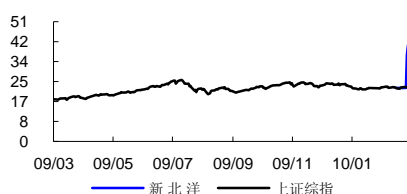
目标价: 48.00 元 昨收盘: 42.16 元

2010年3月29日

## 本报告的独到之处

- 
- 

## 一年该股与上证综指走势比较


**股票数据**

|                 |                    |
|-----------------|--------------------|
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 150.00/30.40       |
| 流通 B 股/H 股(百万股) | 0.00/0.00          |
| 总市值/流通市值(百万元)   | 6,324.00/1,281.66  |
| 上证综指/深圳成指       | 3,019.18/12,086.90 |
| 12 个月最高/最低(元)   | 42.16/22.58        |

**财务数据**

|           |        |
|-----------|--------|
| 净资产值(百万元) | 264.40 |
| 每股净资产(元)  | 1.76   |
| 市净率       | 23.92  |
| 资产负债率     | 49.31% |
| 息率        |        |

## 相关研究报告:

分析师: 段迎晨

电话: 0755-82130761

E-mail: duanyingsheng@guosen.com.cn

**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。

**首次覆盖**

## 高铁、物联网、出口三轮驱动

**●公司生产特种打印机,专注于行业客户**

特种打印机有别于激光和喷墨打印机,公司目标客户是行业客户,高毛利体现了高壁垒,包括技术壁垒和客户关系壁垒,行业高增长带动了公司高增长。

**●高铁带来公司三年快速成长的机会**

公司业绩的增长更多地是行业的增长,公司开发出高铁专用的窗口客票打印机、自助售票机打印模块、自助售票机、闸机机芯,其中打印相关和闸机是独家供应商。09 年创造收入 5000 万左右,毛利高达 70%,这只是在广州到武汉、北京到天津使用,随着 2012 年整个四横四纵高铁的建成,铁路线长度是目前已建成 1000 公里的 13 倍,预计收入超过 7 亿。

**●物联网是公司的另一个爆发点**

公司的专用打印机可以打印各种物品的明码标识信息和条码标签,还有二维码,是物联网中物品标识的重要生成设备和物联网产业链中的一个重要环节。公司在未来物联网的热潮中,将会大大受益。

**●金融危机结束,出口面临高增长**

目前出口占比是 30%,在国外市场,公司产品已远销到欧洲、北美、亚太等多个国家和地区,2007-2009 年出口销量年均涨幅超过 30%。

**●风险提示**

1、新产品研发延后; 2、市场竞争加剧;

**●给予谨慎推荐的评级**

预计 10-12 年每股盈利分别为 0.9、1.37 和 2.12 元,目前股价(42.16 元)对应动态市盈率分别是 47 倍、31 倍和 20 倍。目前估值虽然比较贵,但由于公司的增长点比较多,高估值讲随着高成长得到降低,公司的股价催化剂高铁建设的进度和物联网标准的确定,还有海外订单的确定,由于公司短期涨幅过大,我们暂时给予谨慎推荐的评级。

**盈利预测和财务指标**

|             | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 277.58 | 314.91 | 499    | 731    | 1083   |
| (+/-%)      | 40.68% | 13.45% | 46.56% | 48.25% | 58.34% |
| 净利润(百万元)    | 60.36  | 85.59  | 135    | 206    | 318    |
| (+/-%)      | 26.94% | 41.79% | 52.34% | 54.52% | 57.96% |
| 每股收益(元)     | 0.54   | 0.76   | 0.90   | 1.37   | 0.40   |
| EBIT Margin | 25.59% | 32.27% | 28%    | 28%    | 30%    |
| 净资产收益率(ROE) | 29.88% | 32.37% | 11%    | 15%    | 20%    |
| 市盈率(PE)     | 78.23  | 55.17  | 46.8   | 30.7   | 19.9   |
| EV/EBITDA   | 61.26  | 44.46  | 42.3   | 28.9   | 18.6   |
| 市净率(PB)     | 23.38  | 17.86  | 5.2    | 4.6    | 4.0    |

## 投资摘要

### 估值与投资建议

预计公司随着高铁的大建设和物联网的发展,公司多年的积累得到一个爆发的机会,预计 10-12 年每股盈利分别为 0.9、1.37 和 2.12 元,目前股价(42.16 元)对应动态市盈率分别是 47 倍、31 倍和 20 倍。目前估值虽然比较贵,但由于公司的增长点比较多,高估值讲随着高成长得到降低,公司的股价催化剂高铁建设的进度和物联网标准的确定,还有海外订单的确定,由于公司短期涨幅过大,我们暂时给予谨慎推荐的评级。

### 核心假设或逻辑

(1) 业务量假设: 高铁分三年完成, 09 年收入是 5000 万, 2010-2012 的 3 年共有 7 亿左右的订单; (2) 物联网标准的确定, 对公司打印机的需求大幅上升; (3) 海外市场由于公司产品的性价比和金融危机的结束, 发展也会达到金融危机以前的速度。

### 与市场预期的差异之处

市场认为公司受益于高铁和物联网, 但受益程度没有定量的表述, 并且对于公司的竞争力和竞争者的进入比较担心, 我们认为公司技术的先进性和产品的性价比, 能保证高铁独家供应商的地位, 可以使公司的产品保持高毛利。

### 股价变化的催化因素

我们认为高铁建设的进展程度和物联网标准的确定, 将对公司产生巨大的影响, 公司的高速增长将带动公司估值的提升。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、新产品研发延后;
- 2、市场竞争加剧;

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 投资摘要 .....                     | 2  |
| 内容目录 .....                     | 3  |
| 图表目录 .....                     | 4  |
| 估值与投资建议 .....                  | 5  |
| 相对估值法 .....                    | 5  |
| 给予“谨慎推荐”的投资评级 .....            | 5  |
| 公司概况 .....                     | 5  |
| 专用打印机行业分析 .....                | 6  |
| 专用打印机行业的竞争力分析 .....            | 10 |
| 高铁带来公司三年快速成长的机会 .....          | 13 |
| 中国 2012 年完成 1.3 亿公里的高铁建设 ..... | 13 |
| 公司独家供应高铁客票打印机和闸机机芯 .....       | 14 |
| 物联网是公司的另一个爆发点 .....            | 15 |
| 公司的专用打印机是物联网的必备工具 .....        | 15 |
| 公司产品在物联网的应用案例 .....            | 15 |
| 金融危机结束，出口面临高增长 .....           | 16 |
| 全球专业打印机需求稳定上升 .....            | 16 |
| 未来出口体现智力成本优势 .....             | 17 |
| 盈利预测 .....                     | 18 |
| 基本假设 .....                     | 18 |
| 核心判断的主要风险 .....                | 19 |
| 附表 1: 财务预测与估值 .....            | 20 |
| 国信证券投资评级 .....                 | 21 |
| 免责条款 .....                     | 21 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1: 主要公司估值分析 (元/股、元、倍).....        | 5  |
| 图 1: 公司产品的主要应用 .....                | 6  |
| 表 2: 公司主营业务收入 (百万元、%).....          | 6  |
| 图 2: 打印机技术分类 .....                  | 7  |
| 图 3: 热转印打印原理示意 .....                | 8  |
| 图 4: 公司的行业地位 .....                  | 9  |
| 图 5: 按照迈克尔波特的竞争理论.....              | 10 |
| 图 6: 中国市场排名情况如下 .....               | 10 |
| 表 3: 客户类型分析 .....                   | 12 |
| 图 7: 高铁建设示意图 .....                  | 13 |
| 图 8: 2006 年至 2012 年中国高速铁路投资规模 ..... | 14 |
| 图 9: 技术与标签成本 .....                  | 15 |
| 图 10: 猪肉溯源应用案例.....                 | 16 |
| 图 11: 全球专用打印机市场销量预计 (万台、%) .....    | 17 |
| 图 12: 公司海外销售体系图示.....               | 18 |
| 表 4 : 公司收入预测 (百万元、%) .....          | 18 |

## 估值与投资建议

### 相对估值法

根据我们的业绩预测模型,预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 4.99、7.31、10.83 亿元,营业收入复合增长率为 50%; 归属母公司所有者净利润分别为 1.35、2.06、3.18 亿元,净利润复合增长率为 54.2%。净利润增速高于营业收入增速,主要是我们假设高铁毛利率上升等因素所致。

公司主营为专用打印机及相关产品,与海外 EPSON、ZBRA 等上市公司业务类似,目前 A 股尚无业务一致上市公司。以 2010 年 03 月 25 日的收盘价为基准,2010 年可比参照公司的平均 PE 为 42.45 倍,从估值水平来看,公司短期涨幅过快。

表 1: 主要公司估值分析 (元/股、元、倍)

|              | 股价 (03/25) | 每股收益  |       |       |       | 市盈率 PE |       |       |       |
|--------------|------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|              |            | 2008A | 2009E | 2010E | 2011E | 2008A  | 2009E | 2010E | 2011E |
| 新北洋          | 42.16      | 0.40  | 0.57  | 0.90  | 1.37  | 105.40 | 73.96 | 46.78 | 30.71 |
| 长城电脑         | 16.80      | 0.02  | 0.55  | 0.75  | 0.88  | 840.00 | 30.55 | 22.40 | 19.09 |
| 广电运通         | 32.90      | 0.97  | 1.14  | 1.42  | 1.77  | 33.92  | 28.86 | 23.17 | 18.59 |
| 长城信息         | 10.57      | 0.17  | 0.68  | 0.27  | 0.41  | 62.18  | 15.54 | 39.15 | 25.78 |
| 南天信息         | 16.45      | 0.48  | 0.33  | 0.39  | 0.49  | 34.27  | 49.85 | 42.18 | 33.57 |
| 证通电子         | 24.45      | 0.5   | 0.58  | 0.74  | 0.95  | 48.90  | 42.16 | 33.04 | 25.74 |
| 同方股份         | 20.81      | 0.26  | 0.37  | 0.56  | 0.74  | 80.04  | 56.24 | 37.16 | 28.12 |
| <b>A 股平均</b> |            |       |       |       |       | 172.10 | 42.45 | 34.84 | 25.94 |

资料来源: 国信证券经济研究所

### 给予“谨慎推荐”的投资评级

预计公司随着高铁的大建设和物联网的发展,公司多年的积累得到一个爆发的机会,预计 10-12 年每股盈利分别为 0.9、1.37 和 2.12 元,目前股价 (42.16 元) 对应动态市盈率分别是 47 倍、31 倍和 20 倍。目前估值虽然比较贵,但由于公司的增长点比较多,高估值讲随着高成长得到降低,公司的股价催化剂高铁建设的进度和物联网标准的确定,还有海外订单的确定,由于公司短期涨幅过大,我们暂时给予谨慎推荐的评级。

## 公司概况

### 公司主要产品

公司立足专用打印和相关产品应用领域,专注专用打印机及相关产品研发、生产、销售和服务这一核心业务,一直以来坚持重点发展中高端、高附加值、高成长性的专用打印产品。目前,公司以收据/日志打印机、条码/标签打印机及嵌入式打印机产品均已达到国内领先水平,其中部分产品已达到国际领先水平。

图 1: 公司产品的主要应用



资料来源: 国信证券经济研究所

公司始终瞄准国际主流产品的最新技术, 成功开发出多项“世界第一”产品, 10 余项产品填补国内空白, 均达到国际先进水平。产品应用领域不断扩大, 在国内专用打印机市场占有率达到 8%, 仅次于 EPSON、ZEBRA 等国际巨头, 已成为中国民族专用打印机行业的领跑者。

### 公司产品占比

在国内部分细分市场中, 公司占有绝对优势。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; 是中国邮政系统条码/标签打印机的第一供应商, 市场份额超过 90%; 在餐饮业收据打印机市场已成功打破国外产品的垄断地位, 取得了较大竞争优势。

在海外市场, 公司产品已远销到欧洲、北美、亚太等多个国家和地区, 出口销量增速平均达到 30% 以上。已与德国、美国、韩国、台湾、巴西等的国际企业建立了稳定的战略合作关系, 产品成功进入欧洲、北美、亚太的商业/零售、餐饮、彩票和银行等市场。

表 2: 公司主营业务收入 (百万元、%)

|           | 2006   |        | 2007   |        | 2008   |        | 2009   |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务      | 124.83 | 97.16% | 191.24 | 96.93% | 269.78 | 97.19% | 302.12 | 95.94% |
| 收据/日志打印机  | 57.85  | 45.03% | 96.31  | 48.81% | 106.82 | 38.48% | 116.72 | 37.07% |
| 条码/标签打印机  | 27.05  | 21.06% | 38.60  | 19.56% | 40.01  | 14.41% | 80.34  | 25.51% |
| 嵌入式打印机    | 24.12  | 18.78% | 32.17  | 16.31% | 54.52  | 19.64% | 40.57  | 12.88% |
| 相关产品与机械加工 | 15.81  | 12.30% | 24.16  | 12.24% | 68.42  | 24.65% | 64.50  | 20.48% |
| 其它业务      | 3.65   | 2.84%  | 6.07   | 3.07%  | 7.80   | 2.81%  | 12.79  | 4.06%  |
| 合计        | 128.48 | 100%   | 197.31 | 100%   | 277.58 | 100%   | 314.91 | 100%   |

资料来源: 国信证券经济研究所

## 专用打印机行业分析

公司主要产品包括收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机等相关产品, 可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、政府机构等各种票据、发票、凭证、标签的打印输出。

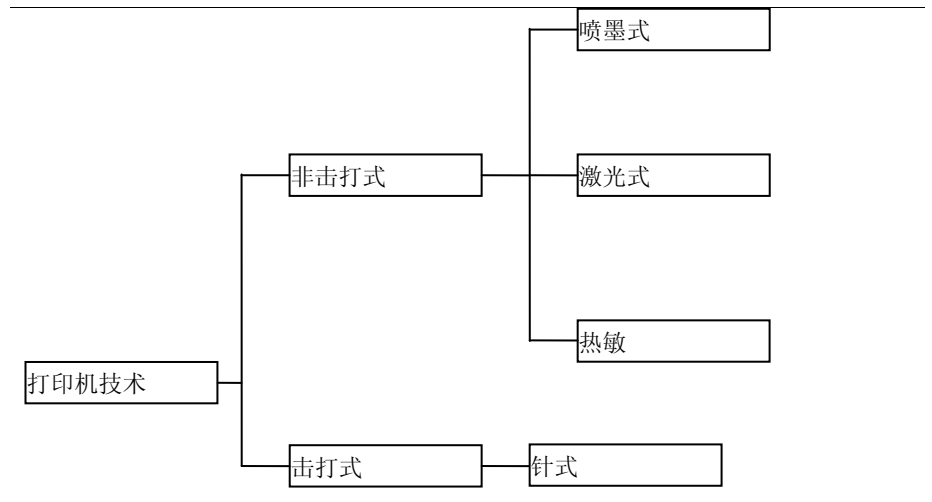
收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机等分类的目的, 主要是应用领域的区别, 从技术上来看, 它们使用的打印技术是热打和针打技术。

### 行业简介

按照打印机的具体用途来分类,打印机可分为办公或家用的打印机和专用打印机两种。办公或家用的打印机主要有激光打印机、喷墨打印机、针式打印机和热升华照片打印机等。专用打印机主要是为众多行业和领域的特殊应用需求而设计开发的具有特定功能的打印机。

激光打印机、喷墨打印机已成为当前市场的主流产品,而传统的针式打印机市场则在不断萎缩;相比办公或家用的打印机来说,专用打印机一般需要与用户的业务系统和控制软件相配合使用。专用打印机产品目前已广泛应用于信息化服务及自动识别领域,包括商业/流通、交通/运输、工业/制造、现代物流、金融、医疗保健、餐饮、税务、邮电、政府机构等领域,已成为信息化建设中各行业信息输出终端设备的理想选择。常见的专用打印机有各种收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机等。

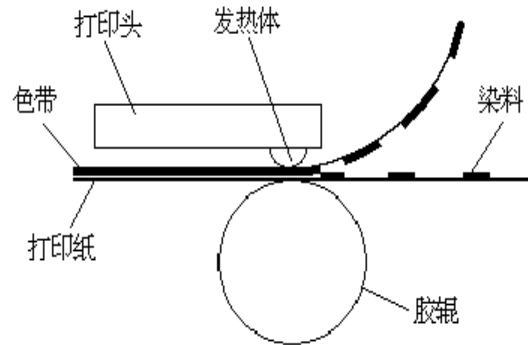
图 2: 打印机技术分类



资料来源: 国信证券经济研究所

专用打印机主要以热打印方式为主,其工作原理是利用物质在高温下的物理或化学变化使打印介质着色而输出打印结果的。根据打印输出原理的不同热打印又可分为热敏、热转印和热升华等方式。

图 3: 热转印打印原理示意



资料来源：国信证券经济研究所

专用打印机市场和通用打印机市场有较大的区别，以条码/标签打印机为例。通用的激光打印机、喷墨打印机和针式打印机表面上可以打印条形码，但是这样做技术和经济上都有问题。

- 条形码不是字体或基本图形，而是用于自动传达信息的复杂工具。与人工作业的能力相比，它们可以更准确、更快速地传播数据。如果用通用打印机打标签，因为这些机型不具备确保高质量条形码、OCR（光学字符识别）和图形输出的特殊性能，技术上会出现问题。
- 专用的热敏标签打印机可为用户提供高质量、方便性和高成本效率。条形码打印机能够无需特别编程而产生多种条形码符号，连接各种计算机和应用平台，并且使用的标签材料不会产生过多的浪费或经常性卡纸，其外形紧凑而适于在桌面或拥挤的货运区域使用。
- 条形码的技术规格与文件打印机进行文字打印的要求相比，所需的精密度与打印质量要高得多。条形码的制作必须符合严格的误差要求。条形码的“条宽”是以密耳为测量单位，一密耳等于千分之一英寸。条纹宽度稍微不一致，或者黑白元素的对比度不够，都可能使符号无法读取和数据无法取得。
- 从经济上考虑，热敏打印机从不使用任何墨粉盒或印墨，因此与其他打印技术相比，它具有极低的操作成本和很高的总共拥有成本（TCO）优势。由于打印头和其他零件是专门为打印条形码标签设计，而不是为打印文件设计，因而标签打印操作不会过度磨损热敏打印机，而且也不需要过早的设备维修或更换。由于它们能够可靠地运行，无需特别的操作处理就可以制作条形码和标签，因此热敏打印机为用户提供了许多的后续成本节约和效率优势。

### 公司的行业地位

从技术上分析，喷墨、激光、针式打印核心技术完全掌握在美国、日本和欧洲几家大的企业手中，以上技术主要应用在通用办公或家用领域，在该市场上已形成国外品牌寡头垄断的局面，中国企业很难进入。对于热式打印技术，由于公司拥有华菱 30% 的股权，而华菱是专门生产热打印头的世界 5 强，公司在热打印领域拥有得天独厚的优势，具备了自主研发和规模化生产的能力，在市场上拥有了一



定的品牌知名度。目前，热式打印作为专用打印机的主流技术，市场需求的不断扩大为国内企业提供了广阔的发展前景和机遇。

公司始终专注于专用打印机及相关产品的研发、生产、销售和服务，是国内唯一通过自主创新，掌握专用打印机核心设计、制造技术并形成规模化生产的企业。

图 4：公司的行业地位

- 在专用打印领域，市场占有率为中国第一，中国第一品牌

- 铁路** ■ 1997年最早进入铁路客票市场，打破国外产品垄断，市场占有率60%以上；是铁路标签打印机的唯一供应商。
- 公路** ■ 国内首创提出高速公路二维条码通行券联网收费解决方案，是全国10多个省市高速公路唯一选用的热打印机，市场占有率95%以上。
- 邮政** ■ 向全国31个省、市、自治区的79个邮区中心局提供条码打印机，市场占有率90%以上。
- 税务** ■ 向全国22个省提供增值税发票扫描仪，市场占有率超过60%。

- 在POS、彩票、餐饮等即时打印领域，逐渐代替国外知名品牌，国际市场竞争力稳步提升

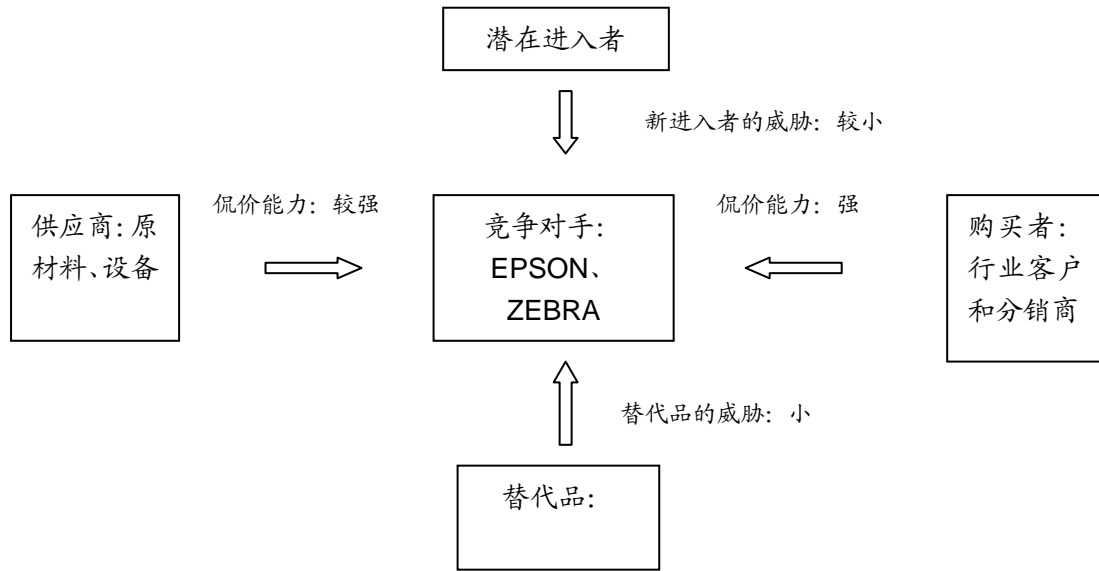
资料来源：国信证券经济研究所

专用打印机的市场特点是多品种，客户的需求不一致，和通用打印机市场的大批量、规模化生产有较大不同，这也为国内企业的成长留下了空间。

公司的快速成长性主要体现以下两个方面，一方面对下游行业领域出现专用打印机产品的新兴应用，公司自主掌握核心的技术能力，能快速响应客户需求，提供解决方案；另一方面，公司立足专用打印机行业的竞争优势，关注相关产品的应用和开发制造，进一步拓展公司产品线和企业规模。

## 专用打印机行业的竞争力分析

图 5: 按照迈克尔波特的竞争理论

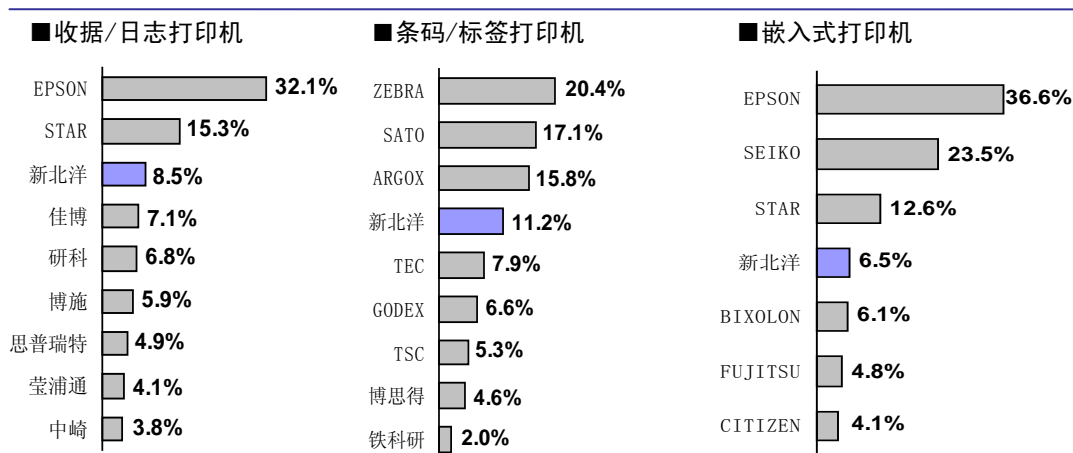


资料来源: 国信证券经济研究所

### 1. 竞争对手

公司在国内专用打印机市场的竞争对手主要以国外和我国台湾品牌为主,国外和我国台湾企业有: 日本 EPSON、STAR、CITIZEN、SATO、TEC、SEIKO、FUJITSU, 美国 ZEBRA, 韩国 SAMSUNG 和台湾 ARGOX、TSC、GODEX 等; 国内企业还有北京公达、广州佳博、深圳博思得和北京铁科研等。

图 6: 中国市场排名情况如下



资料来源: CCIA 国信证券经济研究所

## 2. 替代品

市面上常见的普通打印机有针打、喷墨以及激光打印。公司目前主要产品为热式特种打印机，其又分为直接热式和热转印式两种。这两种类型适于不同的应用，在很多方面是普通打印机无法替代的。

直接热式打印机与其他打印技术（喷墨、激光、针打）相比，它易于操作，没有需要监视或更换的印墨、墨粉或色带。另外直接热式打印机能够以批量方式或单张方式打印标签，几乎不造成浪费，这是其他技术无法比拟的。

热转印打印机几乎能够在各种介质材料上打印并产生长久的图像稳定性，同时热转印打印也能够以批量方式或单张方式打印标签，几乎不造成标签浪费。另外直接热敏打印机、热转印打印机在噪声、速度等方面远优于其他打印打印机。

## 3. 潜在进入者

由于专用打印机的行业高速发展，吸引了新的竞争对手，进入行业无产业政策准入障碍，该行业竞争较为充分，但是随着主要竞争者地位的确立，新进入者的壁垒越来越高，主要体现为：

### ● 技术积累壁垒

专用打印机产品的技术含量较高，生产工艺相对复杂，涉及多个前沿学科知识：包括微电子、计算机控制技术、信息通讯、精密制造、材料学、计算机软件、系统集成等多专业及交叉学科技术，需要生产企业具备丰富的实践经验，需要长期的人才积累和技术积累，因此，对缺乏技术积累的新进入者有较大障碍。

### ● 市场壁垒

由于中高端专用打印机产品的用户是一个相对固定的群体，他们往往从维护成本、维护及时性、产品可靠性等因素考虑，要求供应商具备一定的企业规模、具备较强的产品研发能力、较好的生产和检测装备水平，以及良好的售后跟踪服务体系。此外，专用打印机一般需要与应用系统挂接使用，更换设备存在导致系统运行不可靠的风险。因此一般不会轻易改变已经使用、质量稳定、可靠性高的产品，也不会轻易放弃与现有的供应商的合作关系。故本行业对新进入者具有一定的市场壁垒。

### ● 品牌壁垒

专用打印机领域中，现有的企业一般均从事该业务多年，产品市场占有率较高，形成了较为稳定的客户群体及自己独特的品牌形象，这种品牌形象对其产品的市场销售影响很大，从而对新进入者构成了较大的障碍。

### ● 人力资源壁垒

专用打印机要求生产商具备较强的产品设计能力和试制试验能力，技术人员必须具备较深的专业知识和相关专业的知识，并需要经过多年的培训和实践才能真正独立设计、开发新产品；同时，生产线上的大量关键工艺岗位也需要经验丰富的技术工人才能胜任；本行业需要专业化、知识化的管理人才，国际化的市场开拓人才；本行业对新进入者具有一定的人力资源壁垒。

#### 4. 供应商的力量

专用打印机的电气部件多为常见部件，供应充足。公司所在地威海市拥有“国家计算机外设产品产业园”，韩国三星打印机事业部就设在该产业园内，园内还有打印机配套生产厂十余家，已形成了初具规模的打印机产业群，具有较强的打印机机械零部件的供应和加工制造能力，打印机产品制造的区域优势十分明显。

公司和竞争对手相比，热打印头的供应比较方便，配套能力更强，成本较低。

#### 5. 购买者的力量

专用打印机的适用范围的是专业领域，专用打印机的成熟客户一般不轻易更换制造商，根据国内外市场特点，公司采取自主品牌直销、分销和 ODM 贴牌销售并存的模式。

##### ● 直销模式

直销模式客户对象主要有行业客户、系统集成商。行业客户是指铁路、公路、邮政等领域的客户，系统集成商是指将公司产品集成其应用方案中，是整体应用方案的集成商和推广者。一般来说，该类客户看重公司的整体实力，其产品多为定制产品。

##### ● 分销模式

分销模式客户对象主要为经销商。其产品主要是标准化产品，在公司产品中，包括收据/日志打印机、条码/标签打印机两类产品。

##### ● ODM贴牌销售

ODM (Original Design Manufacture)是指根据客户需要为其定制产品的加工过程，在销售时以客户品牌进行销售。该类客户通常交易量比较大，其品牌有一定的影响力。

表 3: 客户类型分析

| 地域 | 客户类型   |       | 集中度 | 谈判能力 |
|----|--------|-------|-----|------|
| 国内 | 渠道客户   | 经销商   | 分散  | 一般   |
|    |        | 系统集成商 | 较分散 | 适中   |
|    |        | 终端大客户 | 较强  | 适中   |
|    | 行业客户   | 邮政客户  | 较强  | 较弱   |
|    |        | 铁路客户  |     |      |
|    |        | 公路客户  |     |      |
|    |        | 税务客户  |     |      |
| 国外 | 经销商    |       | 分散  | 一般   |
|    | OEM 客户 |       | 较强  | 适中   |

资料来源：国信证券经济研究所

由于公司做行业客户，市场占有率高，客户对价格并不敏感，公司有较强的谈判能力，随着行业集中度不断加强，对公司的发展起促进作用，为公司的稳定发展提供了保障。

## 高铁带来公司三年快速成长的机会

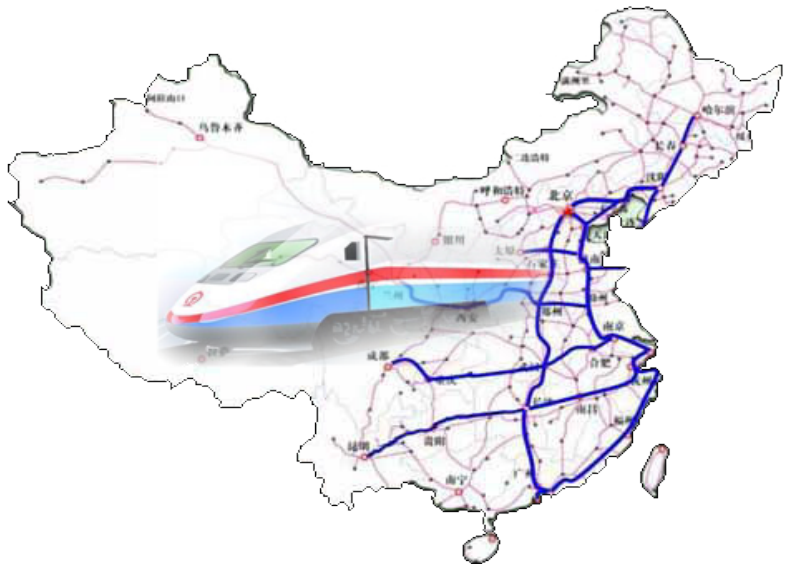
### 中国 2012 年完成 1.3 亿公里的高铁建设

中国铁路营业里程已达 8.6 万公里，超过俄罗斯，居世界第二位。武广高速铁路以 350 公里的世界最高运营时速、最长运营里程卓然立于世界高速铁路的最前沿，成为中国速度和中国制造最具标志性的代言人

面对国家发展和时代进步，铁路成为制约经济腾飞的“瓶颈”。如今，铁路营业里程有了巨量增长，铁路技术的各个方面全线突破，中国铁路昂首驶入“高速时代”。高铁被誉为 20 世纪后期及 21 世纪最具革命性的交通工具，在 200 公里至 1000 公里或以上的范围内拥有极大优势，能大大缩短城市间的时空距离。

随着《中长期铁路网规划》这一宏伟蓝图的实施与推进，到 2012 年，我国将有 1.3 万公里的高铁投入营运，并形成以北京为中心到绝大部分省会城市的 1 小时至 8 小时交通圈。同时，作为现代化综合交通枢纽的 804 座新客站将投入运营。正如美国《新闻周刊》所言，中国正在进行一场“铁路革命”，时速达 350 公里的高铁让多年来以幅员辽阔为特色的中国正在“大大缩小”。

图 7：高铁建设示意图

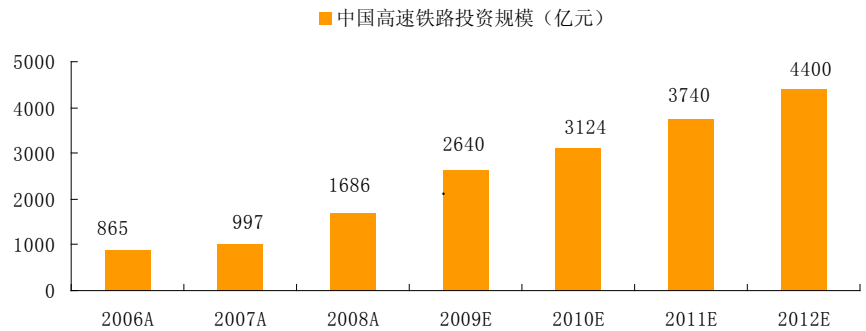


资料来源：国信证券经济研究所

2009 年至 2020 年，中国高速铁路投资规模快速增长。根据铁道部 2008 年 11 月公布的《中长期铁路网调整规划方案》，2020 年全国铁路营业里程将达到 12 万公里以上，铁路建设总投资规模达 5 万亿元。未来几年，我国高速铁路建设的投资规模将持续增长。

国内铁路信息化数字化行业的市场容量将随铁路建设的快速增长而迅速扩大。今后几年是我国高速铁路建设的快速发展时期，将带动高速铁路信息化数字化系统解决方案的需求，使市场规模保持较快的增长。根据中国智能化网的《高速铁路信息化数字化系统细分市场深度调研报告》预测：预计 2010 年至 2012 年市场规模增长率均接近 20%，到 2012 年市场规模将达到 220 亿元。

图 8: 2006 年至 2012 年中国高速铁路投资规模



资料来源：中国智能化网 国信证券经济研究所

为满足快速增长的旅客运输需求，建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”等客运专线以及经济发达和人口稠密地区城际客运系统。建设客运专线 1.6 万公里以上。

1、“四纵”客运专线

(1)北京~上海客运专线，包括蚌埠~合肥、南京~杭州客运专线，贯通京津至长江三角洲东部沿海经济发达地区；

(2)北京~武汉~广州~深圳客运专线，连接华北和华南地区；

(3)北京~沈阳~哈尔滨(大连)客运专线，包括锦州~营口客运专线，连接东北和关内地区；

(4)上海~杭州~宁波~福州~深圳客运专线，连接长江、珠江三角洲和东南沿海地区。

2、“四横”客运专线

(1)徐州~郑州~兰州客运专线，连接西北和华东地区；

(2)杭州~南昌~长沙~贵阳~昆明客运专线，连接西南、华中和华东地区；

(3)青岛~石家庄~太原客运专线，连接华北和华东地区；

(4)南京~武汉~重庆~成都客运专线，连接西南和华东地区。

公司独家供应高铁客票打印机和闸机机芯

公司以前在铁路市场上占比就高达 60%，在高铁领域，由于公司的研发实力，公司开发出高铁专用的窗口客票打印机、自助售票机打印模块、自助售票机、闸机机芯，其中打印相关和闸机是独家供应商。公司新研发的这几类产品已经上线运营，09 年创造收入 5000 万左右，毛利高达 70%，这只是在广州到武汉、北京到天津

使用，随着 2012 年整个四横四纵高铁的建成，铁路线长度是目前已建成 1000 公里的 13 倍，由于目前新上线，有些设备还有完全配齐，预计收入超过 7 亿。

高铁的车票很贵，平均在 300 元左右，高的达 800 元，这就要求专业打印机具有很强的防伪功能，为防止伪造，铁路系统不会引进较多的供应商来竞标，以免加密的方法外泄，公司的独家供应商位置比较稳固；另由于高铁每半小时一班，人数也超过 500 人，这就要求对车票要很快的识别，公司研发的闸机机芯是目前性价比最好的产品，是国外同行的 1/3，同时对公司打印机打印的票能很快、很准确的识别，这也加强了公司独家供应商的地位。

根据国家发改委规划，高速铁路和城际快线将一直建设到 2020 年，同时这些设备大约 5-7 年的更新周期，这为公司在高铁领域发展提供了广阔的市场空间。

## 物联网是公司的另一个爆发点

### 公司的专用打印机是物联网的必备工具

物联网(Internet of Things),指的是将各种信息传感设备,如射频识别(RFID)、二维码、条形码、全球定位系统等与互联网结合起来而形成的一个巨大网络,方便识别和管理,可以完成物物识别、定位、跟踪、监控和管理等工作,构造一个物物互连的共享网络

公司的专用打印机可以打印各种物品的明码标识信息和条码标签,还有二维码,是物联网中物品标识的重要生成设备和物联网产业链中的一个重要环节。目前虽然物联网的标准还在讨论中,但由于 RFID 的成本比较高,就算大规模应用导致下降,但还是无法和纸质的标签来比较,所以公司在未来物联网的热潮中,将会大大受益。

图 9: 技术与标签成本



资料来源: 国信证券经济研究所

### 公司产品在物联网的应用案例

RFID 标签的成本在 1 元左右，一头猪可以用一个 RFID 来管理，但一块肉用 RFID 来管理就太贵了，公司的标签打印机打印的条形码可以大大降低管理成本。目前农业部已经采用新大陆的二维码，在做猪肉的溯源管理，RFID 的方式也在试用中。不论采用何种方式，公司已有成熟的方案，把二维码或者 RFID 的内容通过机器读出，然后通过标签条码的方式分发，这样可以大大降低每块肉的跟踪成本。

图 10: 猪肉溯源应用案例



资料来源：国信证券经济研究所

## 金融危机结束，出口面临高增长

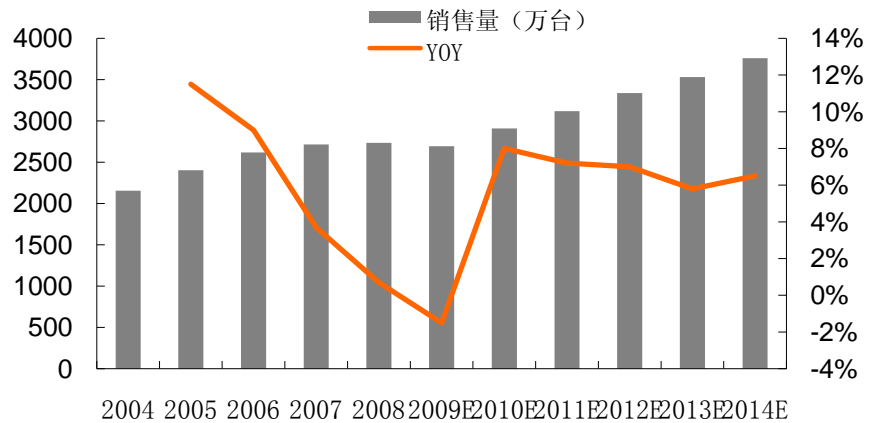
### 全球专业打印机需求稳定上升

全球专用打印机市场基本形成了以欧美发达国家的置换型需求和新兴国家新增需求为主的需求格局。欧美国家或地区的专用打印机保有量较高且更新换代周期一般为 5-6 年，用于更新换代的产品占 80% 以上的市场需求，市场需求增长稳定。而巴西、俄罗斯、印度、中国等新兴国家或地区，因市场保有量低，随着应用领域的扩大和经济强劲增长，市场容量尚处于快速成长期，需求格局以新增需求为主，极大促进了对专用打印机的市场潜力。

据 CCIA 报告统计，2008 年全球专用打印机市场销量已达到 2700 多万台，规模接近 40 亿美元，2004-2008 年，全球专用打印机销量年均复合增长率达到 4.9%。在新兴市场需求加快和更新换代推动下，全球专用打印机市场需求有望持续增长，2009-2014 年，预计全球专用打印机市场销量的复合增长率在 5.7% 左右，2014 年的市场销量有望达到 3700 多万台。



图 11: 全球专用打印机市场销量预计 (万台、%)



资料来源: CCIA 国信证券经济研究所

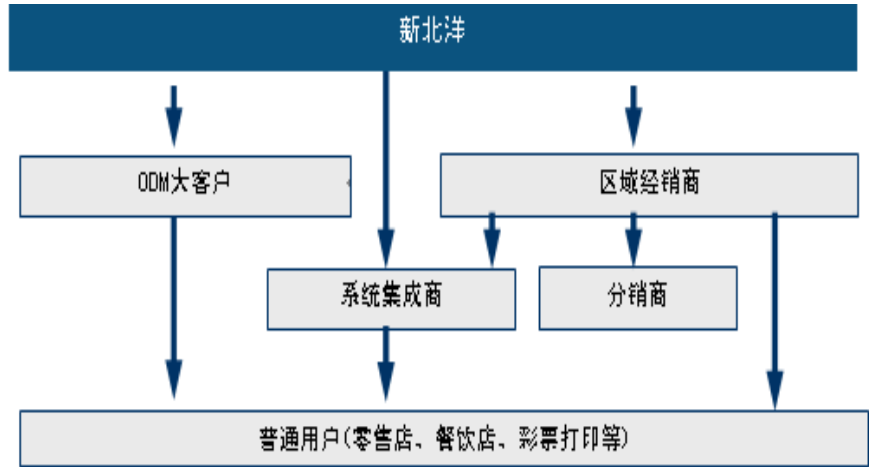
这个市场基本上被日本、美国厂商主导,这两个国家占了世界市场份额 80%。如,在全球收据/日志打印机方面,日本 EPSON 等企业销售额市场份额超过 50%,其次为韩国的 BIXOLON、法国的 AXIOM 和意大利的 CUSTOM 等厂商瓜分,其中 EPSON 的市场份额为 32%;在全球嵌入式打印机领域,日本的 EPSON、SII、CITIZEN、FUJITSU、ALPS、STAR 等厂商占绝对的主导地位,市场份额超过 80%;在全球条码/标签打印机领域,美国 ZEBRA 等企业的市场份额超过 50%,日本厂商达到 30%,其中 ZEBRA 的市场占有率超过 23%。

### 未来出口体现智力成本优势

在国外市场,公司产品已远销到欧洲、北美、亚太等多个国家和地区,2007-2009 年出口销量年均涨幅超过 30%。公司通过控股子公司荷兰东方直接掌控了 11 个国家的 60 多个二级分销商;另外,公司与德国 WINCOR NIXDORF 通过 ODM 合作方式将高端 80mm 热式收据/日志打印机分销到世界各地;与美国 CRS 签署长期战略合作协议,签约不到一年即销售收据/日志打印机过万台;公司还与国外整机厂商合作,将嵌入式打印机销售到日本彩票市场、韩国和以色列银行等。

公司海外市场主要是根据产品销售区域划分为欧洲区、美洲区、亚太区进行区域管理。其中,欧洲区由荷兰东方进行市场管理,并负责欧洲及非洲的营销网络建设、市场拓展与产品销售,美洲区由区域总经销商 CRS 公司负责,而亚太区由澳大利亚 GRAVITY 公司、印度 INTELLVISION 公司分别负责。此外,公司还直接与亚太区的新加坡 WINCOR NIXDORF 公司、韩国 NICO 公司进行 ODM 合作。

图 12: 公司海外销售体系图示



资料来源: 公司资料 国信证券经济研究所

## 盈利预测

### 基本假设

根据对公司基本面的分析, 我们假设 (1) 业务量假设: 高铁分三年完成, 09 年收入是 5000 万, 2010-2012 的 3 年共有 7 亿左右的订单, 毛利从 70% 略有下降; (2) 物联网标准的确定, 对公司打印机的需求大幅上升; (3) 海外市场由于公司产品的性价比和金融危机的结束, 发展也会达到金融危机以前的速度。

表 4: 公司收入预测 (百万元、%)

| 营业收入 (百万元)  | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收据/日志打印机    | 96.31         | 106.82        | 116.72        | 183.04        | 285.42        | 440.625       |
| 条码/标签打印机    | 38.6          | 40.01         | 80.34         | 174           | 262.99        | 399           |
| 嵌入式打印机      | 32.17         | 54.52         | 40.57         | 48.91         | 61.75         | 81.92         |
| 相关产品        | 24.16         | 68.42         | 64.5          | 73.5          | 93.80         | 141.9         |
| 其它业务        | 6.07          | 7.8           | 12.79         | 19.18         | 26.85         | 20            |
| <b>收入合计</b> | <b>197.31</b> | <b>277.58</b> | <b>314.91</b> | 498.63        | 730.81        | 1083.445      |
| <b>YOY</b>  | <b>53.58%</b> | <b>40.68%</b> | <b>13.45%</b> | <b>58.34%</b> | <b>46.56%</b> | <b>48.25%</b> |
| 营业成本 (百万元)  | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
| 收据/日志打印机    | 56.33         | 64.2          | 66.63         | 94.2          | 150           | 220           |
| 条码/标签打印机    | 16.37         | 16.03         | 26.69         | 41            | 61            | 91            |
| 嵌入式打印机      | 15.15         | 22.68         | 17.01         | 21.43         | 27.88         | 38.65         |
| 相关产品        | 11.25         | 48.18         | 40.16         | 51.6          | 68.12         | 93.8          |
| 其它业务成本      | 4.69          | 5.44          | 8.1           | 12.47         | 17.72         | 16            |
| <b>成本合计</b> | <b>106.16</b> | <b>157.16</b> | <b>158.57</b> | 220.7         | 324.72        | 459.45        |
| <b>YOY</b>  | <b>65.02%</b> | <b>48.04%</b> | <b>0.90%</b>  | <b>39.18%</b> | <b>47.13%</b> | <b>41.49%</b> |

销售量 (万台)

|                |       |       |         |      |      |      |
|----------------|-------|-------|---------|------|------|------|
| 收据/日志打印机       | 11.04 | 14.13 | 16.21   | 25.6 | 40.2 | 62.5 |
| 条码/标签打印机       | 1.91  | 1.94  | 2.97    | 6    | 9.1  | 14   |
| 嵌入式打印机         | 3.85  | 6.13  | 5.81    | 7.3  | 9.5  | 12.8 |
| 相关产品           | 0.45  | 1.43  | 1.77    | 2.1  | 2.8  | 4.3  |
| <b>单价(元/台)</b> |       |       |         |      |      |      |
| 收据/日志打印机       | 872   | 756   | 719.9   | 715  | 710  | 705  |
| 条码/标签打印机       | 2020  | 2065  | 2701.93 | 2900 | 2890 | 2850 |
| 嵌入式打印机         | 835   | 889   | 697.65  | 670  | 650  | 640  |
| 相关产品           | 4531  | 4641  | 3524.67 | 3500 | 3350 | 3300 |

资料来源：国信证券经济研究所

## 核心判断的主要风险

### 1、新产品研发滞后

随着需求的多元化以及电子技术的发展,专用打印机所涉及或集成的高新技术日益增多。如公司不能持续跟踪客户需求,快速、低成本地开发符合客户需求的产品,将导致公司在未来的市场竞争中处于不利的地位。

### 2、国内外市场竞争加剧的风险

目前,专用打印机行业主要被日、美企业掌控,凭借设计和制造技术的优势,占领了国内外大部分市场份额。在欧美国家经济增长疲软的情况下,这些巨头可能采取措施占领更多市场,以及加大对国内市场的渗透力度,使国内外专用打印机市场竞争更加激烈。

## 附表 1: 财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元)      | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 利润表 (百万元)          | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 123         | 886          | 929          | 1041         | 营业收入               | 315         | 499          | 731          | 1083         |
| 应收款项             | 76          | 96           | 140          | 208          | 营业成本               | 159         | 221          | 325          | 459          |
| 存货净额             | 33          | 44           | 64           | 91           | 营业税金及附加            | 3           | 4            | 6            | 9            |
| 其他流动资产           | 1           | 5            | 4            | 6            | 销售费用               | 30          | 45           | 66           | 98           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>233</b>  | <b>1031</b>  | <b>1138</b>  | <b>1347</b>  | 管理费用               | 59          | 89           | 128          | 188          |
| 固定资产             | 108         | 195          | 277          | 352          | 财务费用               | 7           | (6)          | (18)         | (20)         |
| 无形资产及其他          | 94          | 91           | 88           | 86           | 投资收益               | 13          | 0            | 0            | 0            |
| 投资性房地产           | 16          | 16           | 16           | 16           | 资产减值及公允价值变动        | (1)         | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资           | 78          | 83           | 88           | 93           | 其他收入               | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>529</b>  | <b>1417</b>  | <b>1608</b>  | <b>1895</b>  | 营业利润               | 71          | 147          | 224          | 349          |
| 短期借款及交易性金融负债     | 60          | 0            | 0            | 0            | 营业外净收支             | 24          | 3            | 4            | 3            |
| 应付款项             | 52          | 59           | 86           | 122          | <b>利润总额</b>        | <b>95</b>   | <b>150</b>   | <b>228</b>   | <b>352</b>   |
| 其他流动负债           | 54          | 41           | 61           | 87           | 所得税费用              | 9           | 14           | 21           | 32           |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>165</b>  | <b>100</b>   | <b>146</b>   | <b>209</b>   | 少数股东损益             | 1           | 1            | 1            | 2            |
| 长期借款及应付债券        | 96          | 96           | 96           | 96           | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>86</b>   | <b>135</b>   | <b>206</b>   | <b>318</b>   |
| 其他长期负债           | (0)         | (0)          | (0)          | (0)          |                    |             |              |              |              |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>96</b>   | <b>96</b>    | <b>96</b>    | <b>96</b>    | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>261</b>  | <b>196</b>   | <b>242</b>   | <b>305</b>   | 净利润                | 86          | 135          | 206          | 318          |
| 少数股东权益           | 4           | 4            | 5            | 5            | 资产减值准备             | (0)         | 2            | 1            | 1            |
| 股东权益             | 264         | 1217         | 1361         | 1584         | 折旧摊销               | 6           | 14           | 21           | 27           |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>529</b>  | <b>1417</b>  | <b>1608</b>  | <b>1895</b>  | 公允价值变动损失           | 1           | 0            | 0            | 0            |
|                  |             |              |              |              | 财务费用               | 7           | (6)          | (18)         | (20)         |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | 营运资本变动             | 24          | (38)         | (17)         | (33)         |
| 每股收益             | 0.57        | 0.90         | 1.37         | 2.12         | 其它                 | 1           | (2)          | (1)          | (0)          |
| 每股红利             | 0.16        | 0.27         | 0.41         | 0.64         | <b>经营活动现金流</b>     | <b>116</b>  | <b>111</b>   | <b>211</b>   | <b>314</b>   |
| 每股净资产            | 1.76        | 8.11         | 9.07         | 10.56        | 资本开支               | (50)        | (101)        | (101)        | (101)        |
| ROIC             | 22%         | 37%          | 48%          | 61%          | 其它投资现金流            | 0           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 32%         | 11%          | 15%          | 20%          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>(55)</b> | <b>(106)</b> | <b>(106)</b> | <b>(106)</b> |
| 毛利率              | 50%         | 56%          | 56%          | 58%          | 权益性融资              | 0           | 858          | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 21%         | 28%          | 28%          | 30%          | 负债净变化              | 95          | 0            | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 22%         | 31%          | 31%          | 33%          | 支付股利、利息            | (25)        | (41)         | (62)         | (95)         |
| 收入增长             | 13%         | 58%          | 47%          | 48%          | 其它融资现金流            | (127)       | (60)         | 0            | 0            |
| 净利润增长率           | 42%         | 58%          | 52%          | 55%          | <b>融资活动现金流</b>     | <b>14</b>   | <b>758</b>   | <b>(62)</b>  | <b>(95)</b>  |
| 资产负债率            | 50%         | 14%          | 15%          | 16%          | <b>现金净变动</b>       | <b>75</b>   | <b>763</b>   | <b>43</b>    | <b>112</b>   |
| 息率               | 0.4%        | 0.7%         | 1.0%         | 1.6%         | 货币资金的期初余额          | 48          | 123          | 886          | 929          |
| P/E              | 70.4        | 44.6         | 29.3         | 18.9         | 货币资金的期末余额          | 123         | 886          | 929          | 1041         |
| P/B              | 22.8        | 5.0          | 4.4          | 3.8          | 企业自由现金流            | 38          | 3            | 91           | 193          |
| EV/EBITDA        | 89.4        | 40.4         | 27.6         | 17.7         | 权益自由现金流            | 6           | (51)         | 107          | 211          |

资料来源: 公司资料和国信证券预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 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  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间     |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所研究团队**

|                 |               |              |                |              |                |
|-----------------|---------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| <b>宏观</b>       |               | <b>策略</b>    |                | <b>交通运输</b>  |                |
| 周炳林             | 0755-82133339 | 赵 谦          | 021-60933153   | 郑 武          | 0755- 82130422 |
| 林松立             | 010-82254212  | 崔 嵘          | 021-60933159   | 陈建生          | 0755- 82130422 |
|                 |               | 廖 廖          | 021-60933162   | 岳 鑫          | 0755- 82130422 |
|                 |               | 黄学军          | 021-60933142   | 高 健          | 0755-82130678  |
| <b>银行</b>       |               | <b>房地产</b>   |                | <b>机械</b>    |                |
| 邱志承             | 021-68864597  | 方 焱          | 0755-82130648  | 余爱斌          | 0755-82133400  |
| 黄 飙             | 0755-82133476 | 区瑞明          | 0755-82130678  | 李筱筠          | 010-82254205   |
| 谈 焯             | 010- 82254212 | 黄道立          | 0755-82130833  | 黄海培          | 021-60933150   |
|                 |               |              |                | 陈 玲          | 0755-82133400  |
|                 |               |              |                | 杨 森          | 0755-82133343  |
| <b>汽车及零配件</b>   |               | <b>钢铁</b>    |                | <b>商业贸易</b>  |                |
| 李 君             | 021-60933156  | 郑 东          | 010-82254160   | 孙菲菲          | 0755-82133400  |
| 左 涛             | 021-60933164  | 秦 波          | 010-82252922   | 吴美玉          | 010-82252911   |
| <b>基础化工</b>     |               | <b>医药</b>    |                | <b>石油与石化</b> |                |
| 邱 伟             | 0755-82133263 | 贺平鸽          | 0755-82133396  | 李 晨          | 021-60875160   |
| 张栋梁             | 0755-82130532 | 丁 丹          | 0755-82130678  | 严蓓娜          | 021-60933165   |
|                 |               | 陈 栋          | 021-60933147   |              |                |
| <b>电力设备与新能源</b> |               | <b>传媒</b>    |                | <b>有色金属</b>  |                |
| 皮家银             | 021-60933160  | 陈财茂          | 021-60933163   | 彭 波          | 0755-82133909  |
| <b>电力与公用事业</b>  |               | <b>非银行金融</b> |                | <b>通信</b>    |                |
| 徐颖真             | 021-60875162  | 邵子钦          | 0755- 82130468 | 严 平          | 021-60875165   |
| 谢达成             | 021-60933161  | 田 良          | 0755-82130513  | 程 峰          | 021-60933167   |
|                 |               | 童成敦          | 0755-82130513  |              |                |
| <b>造纸</b>       |               | <b>家电</b>    |                | <b>计算机</b>   |                |
| 李世新             | 0755-82130565 | 王念春          | 0755-82130407  | 凌 晨          | 021-60933157   |
| <b>电子元器件</b>    |               | <b>纺织服装</b>  |                | <b>农业</b>    |                |
|                 |               | 方军平          | 021-60933158   | 张 如          | 021-60933151   |
| <b>旅游</b>       |               | <b>食品饮料</b>  |                | <b>建材</b>    |                |
| 廖绪发             | 021-60875168  | 黄 茂          | 0755-82133476  | 杨 昕          | 021-60933168   |
| 刘智景             | 021-60933148  | 谢鸿鹤          | 0755-82130646  |              |                |
| <b>煤炭</b>       |               | <b>建筑</b>    |                | <b>中小股票</b>  |                |
| 李 然             | 0755-82130681 | 邱 波          | 0755-82133390  | 陈 健          | 0755-82133476  |
| 苏绍许             | 021-60933144  | 李遵庆          | 0755-82133343  | 陈爱华          | 0755-82133397  |
|                 |               |              |                | 祝 彬          | 0755-82132518  |
|                 |               |              |                | 王一峰          | 010-82250828   |
|                 |               |              |                | 邵 达          | 0755- 82132098 |
| <b>固定收益</b>     |               | <b>投资基金</b>  |                | <b>量化投资</b>  |                |
| 李怀定             | 021-60933152  | 杨 涛          | 0755-82133339  | 葛新元          | 0755-82133332  |
| 张 旭             | 010-82254210  | 黄志文          | 0755-82133928  | 董艺婷          | 021-60933155   |
| 高 宇             | 0755-82133528 | 刘舒宇          | 0755-82131822  | 戴 军          | 021-60933166   |
| 蔺晓熠             | 021-60933146  | 彭怡萍          |                | 林晓明          | 021-60933154   |
| 侯慧娣             | 021-60875161  |              |                | 秦国文          | 0755-82133528  |
|                 |               |              |                | 程景佳          | 021- 60933166  |
|                 |               |              |                | 赵斯尘          | 021- 60875174  |
| <b>指数与产品设计</b>  |               |              |                |              |                |
| 焦 健             | 0755-82131822 |              |                |              |                |
| 赵学昂             | 0755-82131822 |              |                |              |                |
| 王军清             | 0755-82133297 |              |                |              |                |
| 阳 瑾             | 0755-82131822 |              |                |              |                |
| 周 琦             | 0755-82131822 |              |                |              |                |
| 彭甘霖             |               |              |                |              |                |

**国信证券机构销售团队**

| 华南区        |  | 华东区        |  | 华北区        |   |
|------------|--|------------|--|------------|---|
| <b>万成水</b> | 0755-82133147<br>13923401205<br>wancs@guosen.com.cn    | <b>盛建平</b> | 021-60875169<br>15821778133<br>shengjp@guosen.com.cn | <b>王立法</b> | 010-82252236<br>13910524551<br>wanglf@guosen.com.cn   |
| <b>邵燕芳</b> | 0755-82133148<br>13480668226<br>shaoyf@guosen.com.cn   | <b>马小丹</b> | 021-60875172<br>13801832154<br>maxd@guosen.com.cn    | <b>王晓建</b> | 010-82252615<br>13701099132<br>wangxj@guosen.com.cn   |
| <b>林莉</b>  | 0755-82133197<br>13824397011<br>Linli2@guosen.com.cn   | <b>郑毅</b>  | 021-60875171<br>13795229060<br>zhengyi@guosen.com.cn | <b>谭春元</b> | 010-82254209<br>13810118116<br>tancy@guosen.com.cn    |
| <b>王昊文</b> | 0755-82130818<br>18925287888<br>wanghaow@guosen.com.cn | <b>黄胜蓝</b> | 021-60875173<br>13761873797<br>huangsl@guosen.com.cn | <b>焦戢</b>  | 010-82254202<br>13601094018<br>jiaojian@guosen.com.cn |
| <b>甘墨</b>  | 0755-82133456<br>15013851021<br>ganmo@guosen.com.cn    | <b>刘塑</b>  | 021-60875177<br>13817906789<br>liusu@guosen.com.cn   | <b>李锐</b>  | 010-82254212<br>13691229417<br>lirui2@guosen.com.cn   |
|            |  | <b>叶琳菲</b> | 021-60875178<br>13817758288<br>yelf@guosen.com.cn    | <b>徐文琪</b> | 010-82254210<br>13811271758<br>xuwq@guosen.com.cn     |
|            |  | <b>许娅</b>  | 021-60875176<br>13482495069                          |            |   |
|            |  | <b>江智俊</b> | 021-60875175<br>15221772073                          |            |   |
|            |  | <b>孔华强</b> | 021-60875170<br>13681669123                          |            |   |