公司报告

半年报点评

中国平安 PING AN 平安证券公司

计算机设备制造业

2010 年 8 月 12 日

新北洋(002376)

高铁和海外市场拓展顺利带动收入快速增长

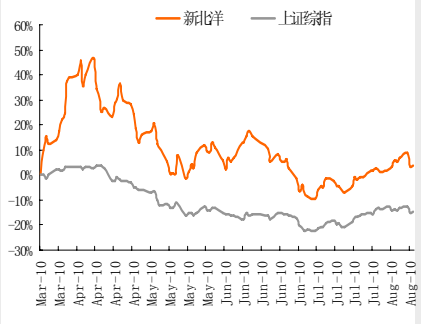
推荐（维持）

现价：37.94 元

主要数据

行业	计算机设备制造业
公司网址	www .newbeiyang.com
大股东/持股	北洋集团/13.7%
实际控制人/持股	威海国资委/ 18.8%
总股本(百万股)	150.0
流通 A 股(百万股)	38.0
流通 B/H 股(百万股)	-
总市值（亿元）	56.9
流通 A 股市值(亿元)	14.4
每股净资产(元)	7.1
资产负债率(%)	15.3

行情走势图



相关研究报告

新北洋(002376)—高铁成为业绩强劲增长的引擎

研究员

刘　武　S106020909018
0755-22627860
liuwu@pasc.com.cn

肖燕松　联络人
S1060110030234
0755-22625910
xiaoyansong288@pingan.com.cn

投资要点

■ 国内专用打印机龙头，中高端市场占有率较高

从事专用打印机的研发与销售，是国内唯一通过自主创新掌握专用打印机核心设计、制造技术的民族企业。在国内专用打印机市场占有率达到 8%，在国内铁路、邮政条码打印、高铁客票打印等领域，市场份额分别超过 60%、90%和 100%。

■ 市场需求强劲推动营业收入快速增长

2010 年上半年，公司实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 53.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.35 亿元，同比增长 69.4%，每股收益 0.23 元。受益于国内高铁建设加速和传统铁路客票打印机新增需求等，条码/标签打印机销售收入同比增长 150%以上，成为上半年收入增量的主要贡献源。

■ “微笑曲线”模式强化，研发与市场营销并进

公司一直致力于以研发与市场营销为发展重点，2010 年上半年一方面加强市场开发力度，加大对国内外渠道市场拓展；另外，持续注重产品技术研发，上半年开发新产品 29 项，与美国 NCR 达成专利许可协议，将研制双面专用打印机。

■ 毛利率环比下降，期间费用提升

2010 年上半年公司主营业务毛利率 47.9%，较去年同期提高 2.75%，但环比下降，主要是高毛利率的条码/标签打印机收入占比较去年同期提高所致。由于公司专用打印机产品具有一定的时间周期，2009 年各类产品的毛利率较高，不考虑新产品影响，预计未来几年毛利率将呈缓慢下降态势。

■ 小幅下调未来两年盈利预测，维持“推荐”评级

由于公司面临的均是多而小容量的产品市场，使预测难度加大，为谨慎起见，我们略微下调未来两年的收入预测。预计 2010-2012 年公司净利润分别为 1.22、1.68 和 2.36 亿元，每股 0.81、1.12 和 1.58 元（此前分别为 0.81、1.17 和 1.71 元），以 8 月 11 日收盘价（37.94 元）对应的动态 PE 估值为 47、34 和 24 倍，维持“推荐”投资评级。

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	277.	314.	451.	607.	803.
YoY(%)	40.6	13.4	43.2	34.6	32.2
净利润（百万元）	60.3	85.5	122.	168.	236.
YoY(%)	26.9	41.7	42.6	37.6	40.6
毛利率(%)	43.3	49.6	48.5	46.9	47.0
净利率(%)	21.8	27.3	27.3	27.9	29.7
ROE(%)	29.8	32.3	10.3	12.4	14.9
EPS(摊薄/元)	0.40	0.57	0.81	1.12	1.58
P/E(倍)	94.3	66.5	46.6	33.9	24.1
P/B(倍)	21.0	16.1	4.8	4.2	3.6

请务必阅读正文之后的免责条款。

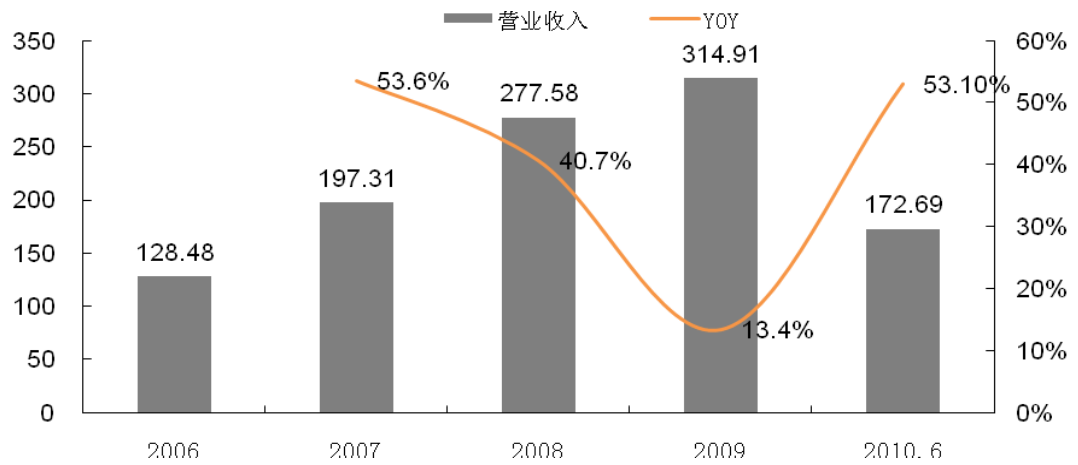
一、市场需求强劲驱动营业收入快速增长

公司从事专用打印机的研发与销售，是国内唯一通过自主创新掌握专用打印机核心设计、制造技术的民族企业。产品包括收据/日志、条码/标签及嵌入式打印机和相关产品，在国内专用打印机市场占有率达 8%，在国内铁路、邮政条码、高铁客票打印领域市场份额分别超过 60%、90%和 100%。

2010 年上半年，公司实现营业收入 1.73 亿元，同比增长 53.1%，实现归属于上市公司股东的净利润 0.35 亿元，同比增长 69.4%，每股收益 0.23 元。

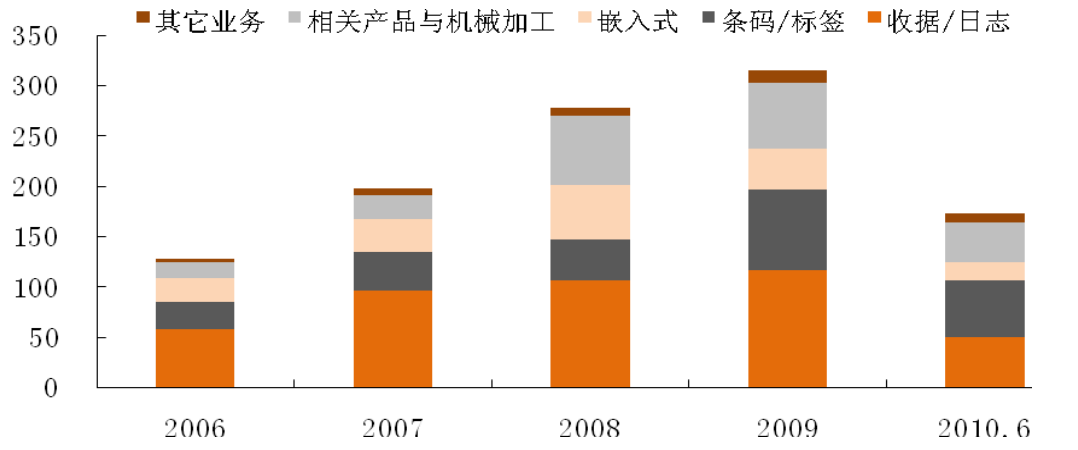
受益于国内高铁建设加速和传统铁路客票打印机新增需求等，公司条码/标签打印机销售收入同比增长 150%以上，成为上半年收入增量的主要贡献源。此外，海外市场拓展进展顺利，上半年海外市场销售收入同比增长 56%左右，快于国内增速约 4 个百分点。

图表1 公司营业收入快速增长 单位：百万元、%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 公司收入结构以条码/标签和收据/日志打印机为主 单位：百万元



资料来源：公司资料、平安证券研究所

二、“微笑曲线”模式强化，研发与市场营销并进

公司一直致力于以研发与市场营销为发展重点，同时适当专注于核心制造的哑铃型经营模式。2010年上半年，公司一方面加强市场开发力度，加大对国内外渠道市场、国内重点行业市场和国外大客户的营销力度，并确定良好效果，国内抓住高铁建设加速机遇，与易程科技保持紧密合作关系，国外新开拓美国 BPS 公司，为其研制支票扫描仪等金融设备类新产品，并已获得批量出口，公司已经与 BPS 签订长期合作协议，预计未来几年的销售量有望持续快速增长。

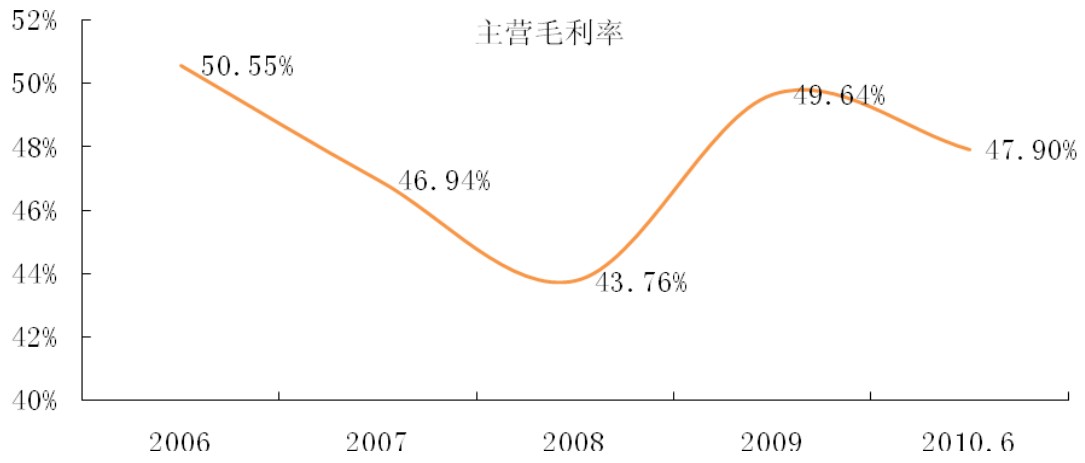
另一方面，公司持续注重产品技术研发。2010 年上半年开发新产品 29 项，与美国 NCR 达成专利许可协议，将使用 NCR 独有的双面打印技术，研制双面专用打印机新产品。上半年，公司共获得专利授权 18 项，其中发明专利 1 项，实用新型 14 项，新申请并受理的专利 43 项，其中发明专利 29 项（含国际发明专利 11 项），截至 2010 年 6 月底，共拥有专利 113 项，其中，发明专利 9 项。

三、毛利率环比下降，期间费用提升

2010 年上半年公司主营业务毛利率 47.9%，较去年同期提高 2.75%，主要是高毛利率的条码/标签打印机收入占比提高所致。与 2009 年全年相比，除收据/日志打印机毛利率有所提高外，其它产品均出现不同程度的下降。我们认为，由于公司专用打印机产品具有一定的时间周期，2009 年各类产品的毛利率较高，不考虑新产品影响，预计未来几年毛利率将呈缓慢下降态势。

上半年受研发支出和市场开拓力度加大影响，公司管理费用和销售费用均大幅增加，同比分别增长 58.1%和 70.2%。

图表3 公司毛利率水平同比有所提升但与2009年年末相比下降



资料来源：公司资料、平安证券研究所

四、小幅下调未来两年盈利预测，维持“推荐”评级

我们认为，短期主要看高铁建设、海外市场开拓及面向金融电信企业的身份证复印件产品推广等，长期而言，主要看点是公司长期技术研发所形成的新产品定制研发能力，通过持续新产品研发而开拓新市场。

目前公司所面临的各细分市场容量并不大，由于公司研发实力强，将不断推出新产品开拓不同的细分市场，多而小容量的产品市场使预测难度加大，为谨慎起见，我们略微下调未来两年的收入预测。

预计 2010-2012 年公司营业收入分别为 4.51、6.07 和 8.03 亿元，净利润分别为 1.22、1.68 和 2.36 亿元，每股 0.81、1.12 和 1.58 元（此前分别为 0.81、1.17 和 1.71 元），以 8 月 11 日收盘价（37.94 元）对应的动态 PE 估值为 47、34 和 24 倍，维持“推荐”投资评级。

图表4 可比公司估值比较 单位：元/股、倍

	价格（元,8/11）	每股收益 EPS			市盈率 PE		
		2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
长城电脑	8.00	0.40	0.52	0.66	19.9	15.3	12.0
南天信息	12.12	0.36	0.50	0.56	33.6	24.4	21.8
证通电子	16.25	0.31	0.62	0.85	52.4	26.1	19.0
广电运通	34.14	1.13	1.44	1.81	35.3	21.9	17.6
御银股份	14.03	0.34	0.52	0.70	40.5	24.2	19.5
新北洋	**37.94**	**0.57**	**0.81**	**1.12**	**66.5**	**46.6**	**33.9**
简单平均					**41.4**	**26.4**	**20.6**

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

图表5 公司营业收入与成本预测 单位：百万元、%

收入	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务	191.24	269.78	302.12	430.61	577.80	761.80
收据/日志打印机	96.31	106.82	116.72	130.52	158.49	206.04
条码/标签打印机	38.60	40.01	80.34	143.02	196.38	267.38
嵌入式打印机	32.17	54.52	40.57	50.65	63.31	75.97
相关产品与机械加工	24.16	68.42	64.50	106.42	159.63	212.41
其它业务	6.07	7.80	12.79	20.46	29.66	41.53
合计	**197.31**	**277.58**	**314.91**	**451.06**	**607.47**	**803.33**
YOY	**53.6%**	**40.7%**	**13.5%**	**43.2%**	**34.7%**	**32.2%**
成本						
主营业务	101.47	151.72	150.47	219.01	302.71	398.64
收据/日志打印机	56.33	64.20	66.63	75.70	93.51	121.56
条码/标签打印机	16.37	16.03	26.69	52.92	78.55	106.95
嵌入式打印机	15.15	22.68	17.01	22.28	28.49	34.19
相关产品与机械加工	11.25	48.18	40.16	68.11	102.16	135.94
其它业务	4.69	5.44	8.10	13.30	19.28	26.99
合计	**106.16**	**157.16**	**158.57**	**232.31**	**321.99**	**425.64**
YOY	**65.0%**	**48.0%**	**0.9%**	**46.5%**	**38.6%**	**32.2%**

资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表				单位:百万元
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
流动资产	141.00	232.86	1056.17	1206.68
现金	47.69	122.84	907.79	1003.18
应收账款	52.46	73.56	95.31	128.36
其他应收款	1.79	2.87	3.82	4.87
预付账款	5.65	1.08	2.79	5.88
存货	33.40	32.51	46.46	64.40
其他流动资产	137.03	141.00	232.86	1,056.17
非流动资产	195.52	296.12	412.66	483.63
长期投资	80.03	85.12	85.12	85.12
固定资产	57.15	55.89	220.55	310.60
无形资产	48.63	94.02	84.62	75.21
其他非流动资产	9.71	61.10	22.37	12.69
资产总计	336.52	528.99	1468.82	1690.31
流动负债	130.17	164.82	186.77	260.49
短期借款	68.00	59.50	81.31	103.04
应付账款	37.69	51.61	60.40	80.50
其他流动负债	24.49	53.72	45.06	76.95
非流动负债	1.00	96.00	96.00	74.00
长期借款	1.00	96.00	96.00	74.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	131.17	260.82	282.77	334.49
少数股东 权益	3.35	3.76	4.96	6.61
股本	112.00	112.00	150.00	150.00
资本公积	8.70	3.15	760.15	760.15
留存收益	81.18	148.85	270.95	439.06
归属母公司股东权益	201.99	264.40	1181.10	1349.21
负债和股东权益	336.52	528.99	1468.82	1690.31

现金流量表				单位:百万元
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
经营活动现金流	62.14	104.37	137.89	237.67
净利润	60.60	86.10	123.30	169.77
折旧摊销	2.13	2.86	33.47	46.29
财务费用	6.78	6.62	-2.96	-7.59
投资损失	11.96	13.46	15.00	18.00
营运资金变动	-32.40	57.22	801.36	13.01
其他经营现金流				
投资活动现金流	-49.14	-91.67	-144.40	-111.40
资本支出	53.80	93.60	150.00	120.00
长期投资				
其他投资现金流				
筹资活动现金流	-25.60	61.98	738.46	-95.72
短期借款	37.69	51.61	60.40	80.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	38.00	0.00
资本公积增加	0.00	-5.55	757.00	0.00
其他筹资现金流	-63.29	15.93	-116.94	-176.22
现金净增加额	-12.60	74.69	731.95	30.55

利润表				单位:百万元
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	277.58	314.91	451.06	607.47
营业成本	157.16	158.57	232.31	321.99
营业税金及附加	2.13	2.66	3.68	4.92
营业费用	28.65	29.60	40.60	51.63
管理费用	48.29	59.32	72.17	88.08
财务费用	6.78	6.62	-2.96	-7.59
资产减值损失	1.29	0.97	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11.96	13.46	15.00	18.00
营业利润	45.24	70.63	120.27	166.43
营业外收入	22.99	24.25	25.79	34.30
营业外支出	1.99	0.01	1.00	1.00
利润总额	66.24	94.87	145.06	199.72
所得税	5.64	8.77	21.76	29.96
净利润	60.60	86.10	123.30	169.77
少数股东损益	0.24	0.52	1.20	1.65
归属母公司净利润	60.36	85.59	122.10	168.11
EBITDA	53.37	78.49	150.78	207.87
EPS（元）	0.40	0.57	0.81	1.12

主要财务比率				
会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	40.7%	13.4%	43.2%	34.7%
营业利润	10.9%	56.1%	70.3%	38.4%
归属母公司股东权益	11.8%	30.9%	346.7%	14.2%
获利能力				
毛利率	43.4%	49.6%	48.5%	47.0%
净利率	21.8%	27.3%	27.3%	27.9%
ROE	29.9%	32.4%	10.3%	12.5%
ROIC	32.5%	32.6%	26.9%	30.4%
偿债能力				
资产负债率	39.0%	49.3%	19.3%	19.8%
净负债比率	10.4%	12.2%	-61.6%	-60.9%
流动比率	1.08	1.41	5.65	4.63
速动比率	0.83	1.22	5.41	4.39
营运能力				
总资产周转率	22.7%	18.2%	11.3%	9.6%
应收账款周转率	158.0%	124.9%	133.6%	135.8%
应付账款周转率	109.7%	88.8%	103.7%	114.3%
每股指标（元）				
每股收益	0.40	0.57	0.81	1.12
每股经营现金流	0.55	0.93	0.92	1.58
每股净资产	1.80	2.36	7.87	8.99
估值比率				
P/E	94.3	66.5	46.6	33.9
P/B	21.0	16.1	4.8	4.2
EV/EBITDA	58.1	39.6	22.5	15.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN
平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257