

新北洋 (002376)

蓄势待发的专用打印机本土品牌

	魏兴耘	袁煜明
	0755-23976213	021-38674633
	weixy1@gtjas.com	yuanyuming008092@gtjas.com

本报告导读:

公司是专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业,公司毛利率与国际龙头企业相当,产能限制已成为发展瓶颈,公司正主导制定多项国家标准。

投资要点:

- 公司是专用打印机及相关产品的民族品牌领跑者,是该领域唯一全面掌握核心技术的民族企业,10 余项产品填补国内空白,部分技术和产品处于国际领先地位。
- 公司 08 年在国内专用打印机市场的三个细分行业份额分别为 8.5%、11.2%、6.5%,排在第 3、第 4、第 4,是国内企业中排名最靠前的。在铁路客票打印机市场、邮政系统条码/标签打印机市场等细分领域已取得优势地位。
- 专用打印机的价格长期呈下降趋势,但公司对上下游议价能力较强,近年毛利率稳定在 40-50%之间,与国际龙头企业大致相当。
- 公司产销率一直在 90%以上,库存则保持着零增长,而产能利用率已持续两年达 100%,表明了公司产品供不应求,产能已成为公司发展的瓶颈,这也预示着公司募投项目的产能扩张将使业绩显著增长。
- 该行业中大部分产品一直没有出台相关行业标准和国家标准,公司是两项国家标准的唯一起草单位,一项行业标准的第一起草单位。未来均可能被确定为国家标准。
- 公司本次募集资金主要投向生产基地建设与技术研发中心扩建 2 个项目,总投资额 2.75 亿元。生产基地项目将生产能力由 30 万台/年扩大到 70 万台/年。技术研发中心扩建项目有助于增强公司研发能力。
- 我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 4.11 亿、5.46 亿、6.79 亿;归属于母公司所有者的净利润分别为 1.14 亿元、1.45 亿、1.77 亿元;对应 EPS 分别为 0.76 元、0.97、1.18 元。
- 目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 31 倍,我们建议的合理的询价区间为 19.70-23.48 元,对应 2010 年的 PE 为 26-31 倍。上市目标价 24.23-29.07 元,对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。

建议询价区间

19.70-23.48

上市首日定价区间

24.23-29.07

2010.03.05

发行上市资料

总股本(万股)	11,200
发行量(万股)	3,800
发行日期	2010.03.11
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2010.3

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.36
净资产收益率(%)	32.4%
资产负债率(%)	49.3%

主要股东和持股比例

威海北洋电气集团股份有限公司	18.4
威海联众利丰投资股份有限公司	17.9
山东省高新技术投资有限公司	17.0
中国华融资产管理公司	12.8
威海国有资产经营(集团)有限公司	8.2
门洪强	5.0
其他自然人股东	5.0
丛强滋	4.8

财务摘要(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	278	315	411	546	679
(+/-)%	41%	13%	30%	33%	24%
经营利润(EBIT)	41	65	77	99	121
(+/-)%	17%	57%	19%	28%	22%
净利润	60	86	114	145	177
(+/-)%	27%	42%	33%	28%	22%
每股净收益(元)	0.40	0.57	0.76	0.97	1.18
每股股利(元)					

注:每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

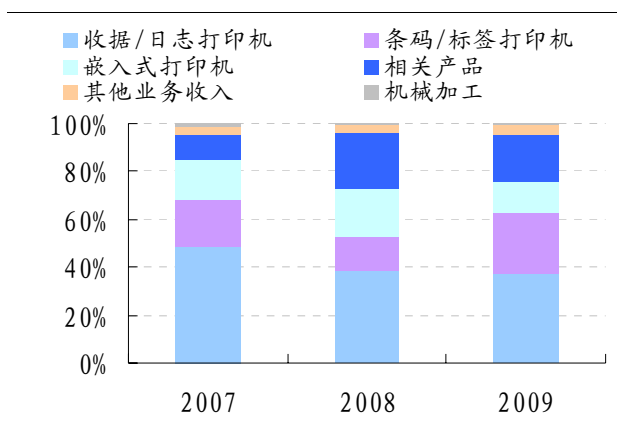
1. 民族专用打印机行业的领跑者

1.1. 全面的专用打印机产品线

公司从事专用打印机及相关产品的生产与销售，国内市场占有率达到 8%，仅落后于国外 EPSON、ZEBRA 等国际知名企业，是民族品牌的领跑者，也是专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业。

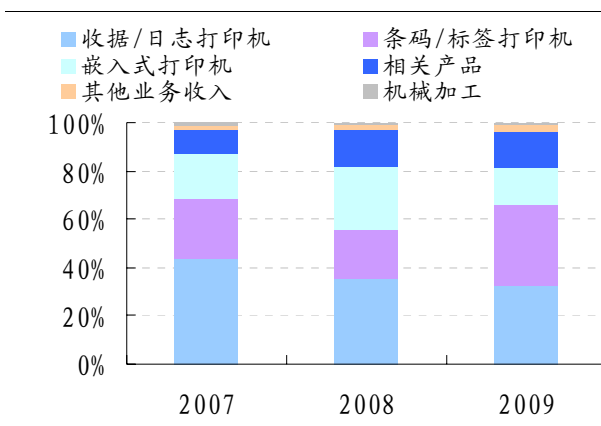
公司收入主要由收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机与相关产品构成，四者合计占收入的 95%以上。收据/日志打印机与条码/标签打印机分别占 09 年利润的 30%多，而另两项分别占 09 年利润的 15%左右。

图 1：07-09 年公司主营收入按产品分类构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

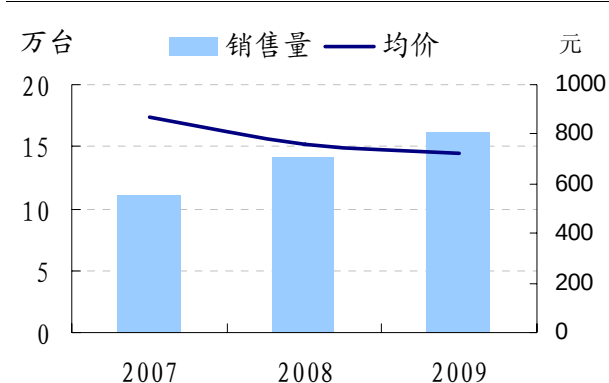
图 2：07-09 年公司利润来源按产品分类构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

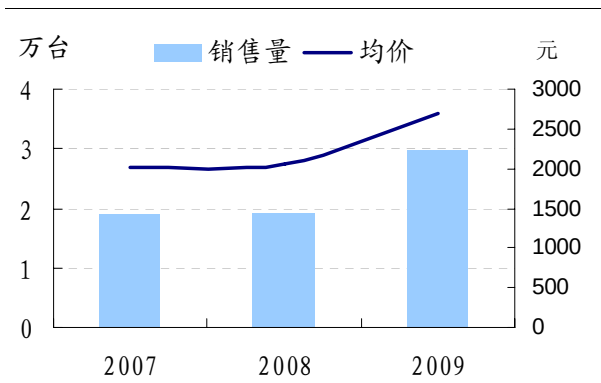
公司各产品基本都呈销量上升，均价下降的趋势。其中条码/标签打印机在邮政、铁路行业的近乎垄断，出现量价齐升。相关产品主要指以专用打印技术为基础、多项技术集成的系列产品。该领域目前销量增长最快，公司已研发的多款新产品有望在未来体现到业绩。

图 3：07-09 年公司收据/日志打印机销量与均价



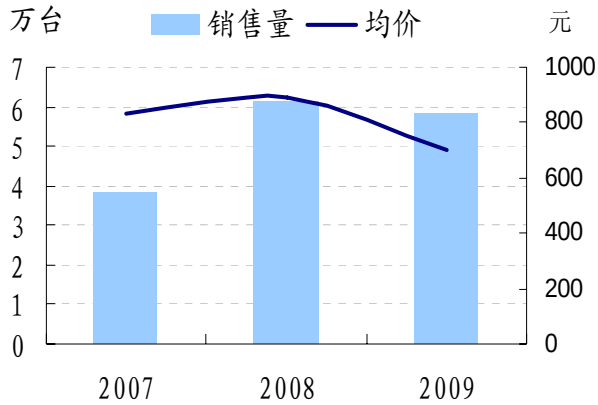
数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 4：07-09 年公司条码/标签打印机销量与均价



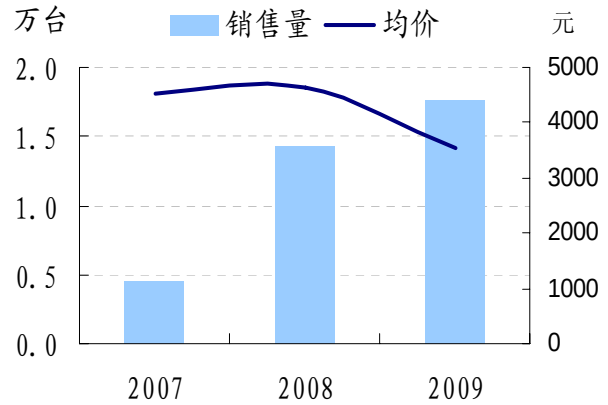
数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 5：07-09 年公司嵌入式打印机销量与均价



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 6：07-09 年公司相关产品销量与均价

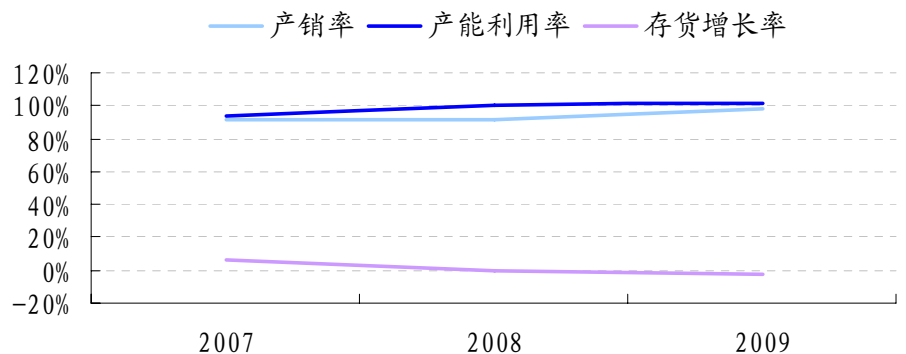


数据来源：招股意向书，国泰君安证券

1.2. 产品供不应求，毛利率高企

公司在“订单生产为主，库存生产为辅”的生产模式下，产销率一直在 90%以上，库存则保持着零增长，而产能利用率已持续两年达 100%，表明了公司产品供不应求，产能已成为公司发展的瓶颈，这也预示着公司募投项目的产能扩张将使业绩显著增长。

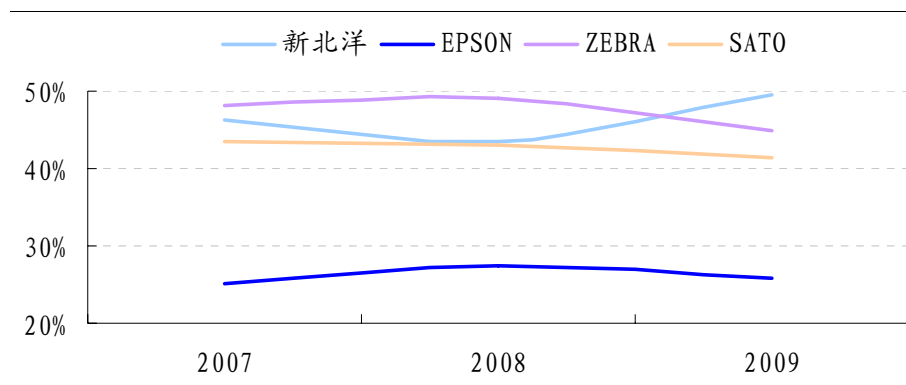
图 7：07-09 年公司产销情况



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

专用打印机的价格长期呈下降趋势，但公司对上下游议价能力较强，近年毛利率稳定在 40-50%之间。与行业内全球龙头对比，除 EPSON 产品线较长拉低毛利率外，公司与另外两家毛利率大致相当。

图 8: 07-09 年公司与全球龙头企业毛利率对比



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券

1.3. 技术填补国内空白, 份额领跑国内企业

89 年北洋集团就已成功开发出中国第一支“热打印头”, 98 年开发出中国第一台“条码/标签打印机”。公司现已完全自主掌握了专用打印机的核心设计、工艺和制造技术。公司 10 余项产品填补国内空白, 部分技术和产品处于国际领先地位。

公司 08 年在国内专用打印机市场的三个细分行业份额分别为 8.5%、11.2%、6.5%, 排在第 3、第 4、第 4, 是国内企业中排名最靠前的。

而在某些细分市场, 公司已取得了一定的优势地位。公司铁路客票打印机市场份额超过 60%, 并被指定为中国铁路行包公司唯一标签打印机供应商; 在邮政系统条码/标签打印机市场, 公司的市场份额超过 90%; 公司在餐饮行业收据打印机市场已经成功的打破国外产品的垄断地位, 取得了较大的竞争优势。

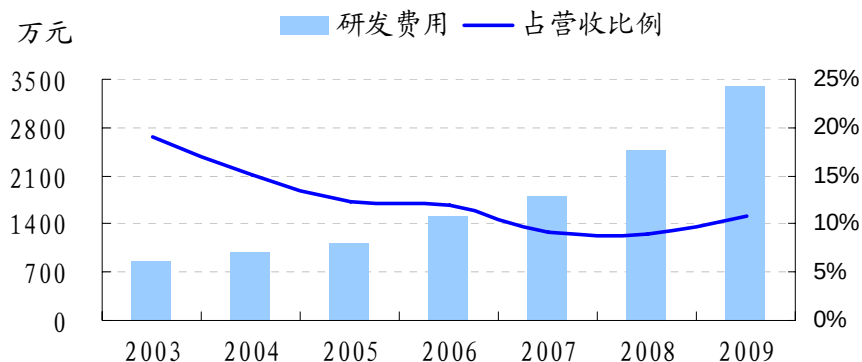
表 1: 08 年中国专用打印机市场细分行业份额排名

份额排名	收据/日志打印机		条码/标签打印机		嵌入式打印机	
	公司	份额	公司	份额	公司	份额
1	EPSON	32.1	ZEBRA	20.4	EPSON	36.6
2	STAR	15.3	SATO	17.1	SEIKO	23.5
3	新北洋	8.5	ARGOX	15.8	STAR	12.6
4	佳博	7.1	新北洋	11.2	新北洋	6.5
5	研科	6.8	TEC	7.9	BIXOLON	6.1

数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

公司一向重视研发, 7 年里研发投入翻了两番, 占营收比重几乎一直在 10% 以上。

图 9：历年公司研发费用与占营业收入比重



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

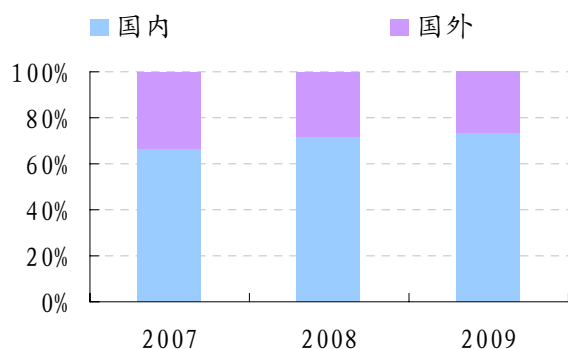
公司目前开发中的产品包括面向高铁、RFID、二代身份证等多个方向的 20 种新产品，形成了良好的产品开发储备体系。

该行业中大部分产品（尤其是热打印机及相关耗材）一直没有出台相关行业标准和国家标准，各厂商自成体系，给产品推广、用户采购和使用带来诸多不便。公司作为国家标准化委员会指定的唯一起草单位，所起草的《热打印机通用规范》、《馈纸式扫描仪通用规范》两项国家标准已正式送审。公司作为第一起草单位参与制订的中国自动识别技术协会《条码打印机通用技术规范》行业标准，已被国家正式立项，将升级为国家标准。

1.4. 健全完善的营销体系

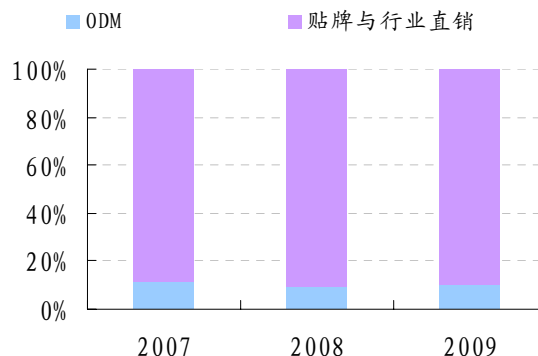
公司出口收入历年占比均在 30% 左右，ODM 占比在 10% 左右。其中海外收入中 ODM 占比较高，09 年为 25%。

图 10：07-09 年公司收入地区构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 11：07-09 年公司收入按营销方式构成



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

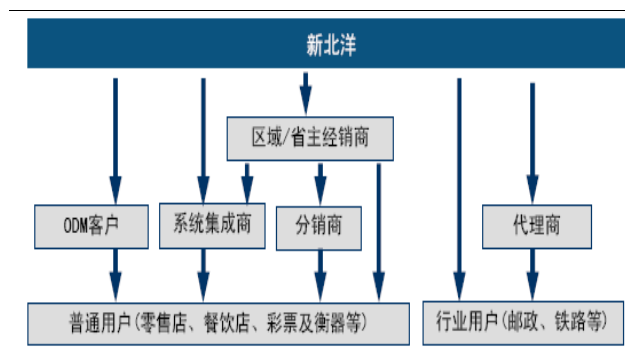
公司的营销管理体系在业务的不断扩张中逐步健全和完善，形成自主品牌直销、分销以及 ODM 贴牌销售的模式。

国内市场采取以区域经销为主，兼顾行业大客户直销与 ODM 贴牌销售的销售模式；国外市场的管理由国外市场部负责，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。公司已与德国 WINCOR、美国 CRS、德国 QUAD 等国际知名厂商建立了稳定的合作关系，产品成功进入 LG、汉莎航空等企业。公司通过控股荷兰东方，在欧洲地区掌控了 60 余家分销商的经销网络。

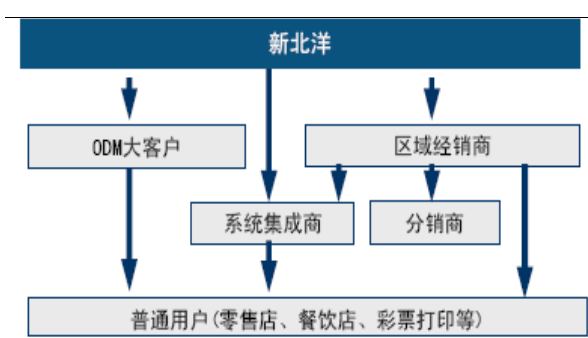
公司建立了完善的经销商管理制度与售后服务体系，并强化售前支持，提高客户满意度。

图 12：公司国内市场营销与服务模式图



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

图 13：公司海外市场营销与服务模式图



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

2. 国内企业面临行业发展机遇

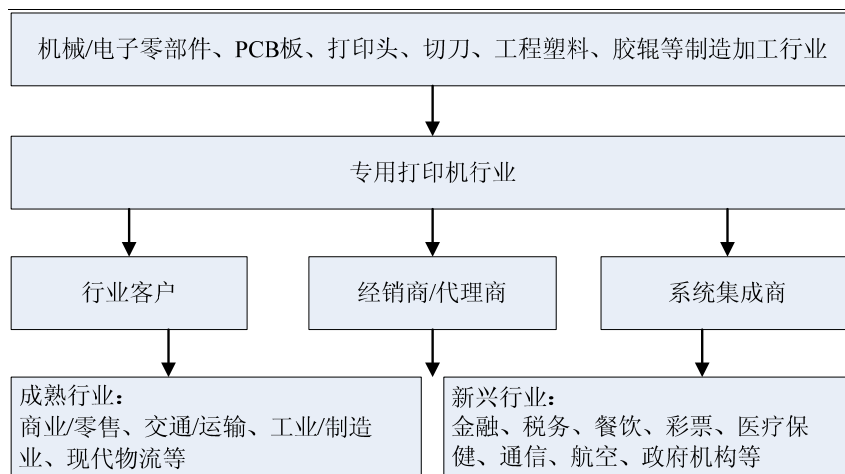
公司所属行业为专用打印机行业。

2.1. 下游应用广泛，国内市场持续增长

专用打印机行业的上游行业为电子元器件、机械零部件、PCB 板、打印头、切刀、工程塑料、胶辊等制造加工行业。整体处于供大于求的状况，成本呈下降趋势。

下游行业初期集中在商业/零售领域。随着信息化程度的提高，迅速扩展到工业/制造业、交通/运输、现代物流、餐饮等行业。近年来，在通信、金融、税务、医疗保健等新兴领域也获得快速增长。

图 14：专用打印机行业上下游关系



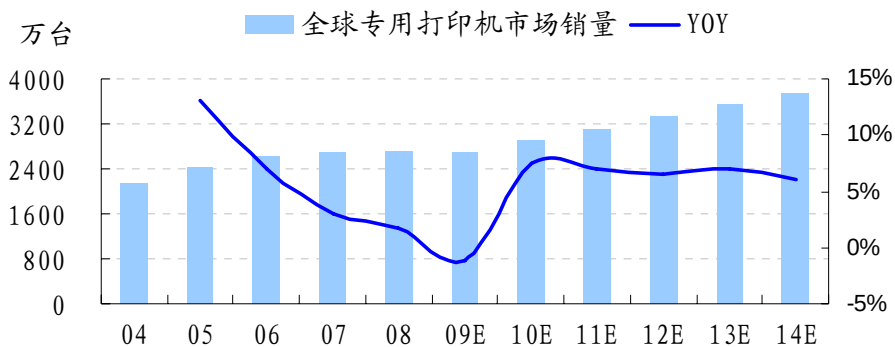
数据来源：招股意向书，国泰君安证券

据 CCIA 报告显示，04-08 年，全球专用打印机销量年均复合增长 4.9%，08 年销量已达 2,735 万台，规模接近 40 亿美元。

专用打印机更新换代周期一般为 5-6 年。北美、欧洲市场已基本成熟，年销量的 82% 左右为设备更新需求，目前销量已趋于稳定，而发展中国家仍处于快速发展中。

CCIA 预测，未来 5 年全球市场年均复合增速在 5.7% 左右，2014 年销量将达到 3759 万台，销售额将达到 50 亿美元。

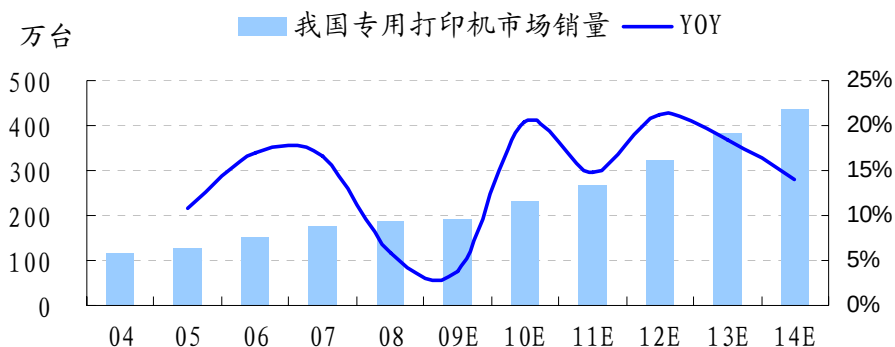
图 15：2004-2014 年全球专用打印机市场销量与增速



数据来源：招股意向书，国泰君安证券

我国专用打印机应用进入了一个快速普及期，08 年我国销量为 186 万台，销售额达 15 亿元，预计未来 5 年销量年均复合增速达 14%，2014 年达到 438 万台，销售额将达到 33 亿元。

图 16: 2004-2014 年我国专用打印机市场销量与增速



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

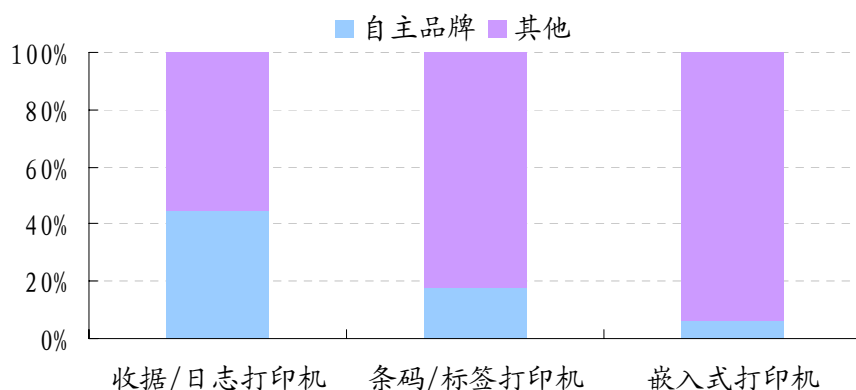
2.2. 国外品牌主导市场，国内企业进步较快

在全球市场，目前日本、美国厂商占据了主导地位。在收据/日志打印机与嵌入式打印机领域，日本厂商均占主导地位，占比分别超过 50%与 80%；在全球条码/标签打印机领域，美国厂商销售额占比超过 50%，日本厂商所占比达 30%。

目前，我国专用打印机厂商大多通过进口机芯的方式进行组装生产，产品以低端产品为主，技术含量低，同质化现象严重，在国内市场以价格竞争为主，毛利率逐年下降。

在中高端产品领域，主要由 EPSON、ZEBRA 等日美厂商垄断，毛利率普遍较高。近年来，国内企业市场份额不断提高，在铁路、邮政等细分市场居于优势地位，但与国际知名厂商仍存在较大差距。

图 17: 中国专用打印机市场自主品牌占比情况



数据来源: 招股意向书, 国泰君安证券

3. 募投项目进一步增强公司竞争力

公司本次募集资金主要投向生产基地建设与技术研发中心扩建 2 个项目，总投资额 2.75 亿元。

生产基地项目将专用打印机及相关产品生产能力由 30 万台/年（其中租赁厂房产能 10 万台）扩大到 70 万台/年，从而进一步提高公司产品的市场占有率。技术研发中心扩建项目有助于增强公司研发能力，保持公司的技术优势。

表 2：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

项目名称	项目总投资
年产 50 万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目	18,900
技术研发中心扩建项目	8,600
合计	27,500

数据来源：招股意向书，国泰君安证券

4. 风险因素分析

4.1. 市场竞争加剧的风险

国内专用打印机市场竞争日趋激烈。低端市场以价格竞争为主，毛利率普遍偏低；在高中端市场，国外知名厂商占据着品牌与技术优势。如果未来公司所在产品领域受到竞争对手大幅降价冲击，或是与龙头企业的竞争中落于下风，将对公司业绩造成较大影响。

4.2. 新的技术与产品开发的風險

专用打印机产品涉及多项高新技术领域，技术更新换代快，客户需求及应用环境千差万别，需要根据用户需求与应用环境进行产品开发。如果公司不能持续跟踪客户需求，掌握所需新技术，快速、低成本地开发相应产品，将导致公司在市场竞争中处于不利地位。

4.3. 出口相关的风险

公司出口收入历年占比在 30% 左右，且集中在欧美市场。如果未来欧美国家对产品设置关税壁垒，或是实施更严格的准入法规，或是人民币出现升值，将对公司业绩造成影响。

5. 盈利预测与估值定价

5.1. 盈利预测

我们预期公司发行后 2010-2012 年销售收入分别为 4.11 亿、5.46 亿、6.79 亿；归属于母公司所有者的净利润分别为 1.14 亿元、1.45 亿、1.77 亿元；对应 EPS 分别为 0.76 元、0.97、1.18 元。

表 3：新北洋分业务收入预测

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销量预测（万台）						
收据/日志打印机	11	14	16	21	27	33
条码/标签打印机	2	2	3	4	6	9

嵌入式打印机	4	6	6	7	9	12
相关产品	0	1	2	2	3	4
均价预测 (元)						
收据/日志打印机	872	756	720	698	679	650
条码/标签打印机	2020	2065	2702	2602	2550	2463
嵌入式打印机	835	889	698	670	650	628
相关产品	4531	4641	3524	3500	3349	3205
收入预测 (百万元)						
收据/日志打印机	96	107	117	147	186	217
条码/标签打印机	39	40	80	116	165	220
嵌入式打印机	32	55	41	49	61	76
相关产品	21	67	62	80	109	141
其他业务收入	6	8	13	17	22	24
机械加工	4	2	2	2	2	2
毛利率预测 (%)						
收据/日志打印机	42	40	43	42	41	40
条码/标签打印机	58	60	67	64	62	58
嵌入式打印机	53	58	58	55	54	53
相关产品	45	28	38	37	35	34
其他业务收入	23	30	37	37	37	37
机械加工	34	68	32	32	32	32

数据来源: 国泰君安证券

表 4: 新北洋盈利预测简表 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
一、营业总收入	197	278	315	411	546	679
营业收入	197	278	315	411	546	679
二、营业总成本	168	244	258	332	445	555
营业成本	106	157	159	211	286	366
营业税金及附加	2	2	3	3	5	6
销售费用	18	29	30	41	54	63
管理费用	36	48	59	78	102	124
财务费用	4	7	7	-2	-2	-3
资产减值损失	3	1	1	0	0	0
四、营业利润	41	45	71	94	119	144
加: 营业外收支	8	21	24	32	42	52
五、利润总额	49	66	95	126	161	196
减: 所得税	1	6	9	12	15	18
六、净利润	48	61	86	114	146	178
减: 少数股东损益	0	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	48	60	86	114	145	177
股本	150	150	150	150	150	150
全面摊薄每股收益	0.32	0.40	0.57	0.76	0.97	1.18

数据来源: 国泰君安证券

5.2. 估值定价

我们挑选 6 家已上市的业务模式与主营产品相似的公司进行对比分析。目前行业可比公司 10 年平均 PE 为 31 倍，我们建议的合理的询价区间为 19.70-23.48 元，对应 2010 年的 PE 为 26-31 倍。上市目标价 24.23-29.07 元，对应 2011 年 PE 为 25-30 倍。

表 5：国内可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002197.SZ	证通电子	48	35	26
000948.SZ	南天信息	38	29	25
002152.SZ	广电运通	30	24	19
002177.SZ	御银股份	43	32	25
600271.SH	航天信息	32	27	22
000748.SZ	长城信息	18	38	25
行业平均		35	31	24

数据来源：Wind 资讯，国泰君安证券

分析师声明

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		