

湘财证券研究所
TMT 研究小组
李元博

Tel: 021-68634510-8710

Email: lyb2876@xcsc.com

陈 钢

Tel: 021-68634510-8331

Email: cg2012@xcsc.com

合理投资价值区间
19.7~23.7 元
发行上市情况
股本结构

发行股数	3800万股
发行后总股本	15000万股

发行情况

网下发行数量	≤ 760万股
网下发行时间	10.03.12
网上发行数量	≥ 3040万股
网上发行时间	10.03.12
中签率公告日	10.03.16
资金解冻日	10.03.17
主承销商	平安证券

主要股东信息

股东名称	持股比例
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%

投资要点

- **我国专用打印机市场的龙头。**公司主要从事专用打印机市场，其产品线包括收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机、相关产品与机械加工。公司目前不参与通用打印机、复印机的市场竞争，并且未来也不会进入该领域。公司的战略是在专用打印机市场中继续做强、做大，通过研发的投入保持在该细分领域的领先地位。并且积极拓展海外市场，争做优秀的民族品牌。
- **商业、零售业、交通运输业等的发达给专用打印机市场提供了成长的空间，并且国内市场的机遇大于国外市场。**据 CCIA 报告显示，2008 年全球专用打印机市场销量已达到 2,734.9 万台，规模接近 40 亿美元，2004-2008 年 CAGR 达到 4.9%。2009-2014 年我国专用打印机市场年均复合增长率将达到 14.4%，2014 年销量将达到 437.6 万台，销售额将达到 32.6 亿元。我们认为，行业的快速增长，给专用打印机厂商提供了发展的平台。而像公司这样有技术领先、品牌知名度高、研发实力强、在关键领域中的项目经验等优势的竞争者不多，公司更有可能享受行业的增长带来的发展机会
- **技术优势、品牌优势等铸就了行业进入壁垒。**专用打印机市场的进入壁垒较高，对竞争者来说，需要较强的核心技术研发能力和较大的研发资金投入。另外，随着行业主要竞争者地位的确立，新进入者的壁垒越来越高。在收据/日志打印机市场，2008 年新北洋所占市场份额为 8.5%，排名仅次于 EPSON 和 STAR，位于自主品牌之首。在条码/标签打印机市场，中国内陆厂商起步较晚，目前自主品牌企业只有新北洋、博思得和铁科研三家，所占市场份额仅为 17.8%。在嵌入式打印机市场，新北洋是该领域国内唯一具有自主研发和批量生产能力的企业，2008 年市场份额达到 6.5%。
- **专用打印机应用领域的发展是公司业绩持续增长的保证。**我们知道，专用打印机主要应用在收据、回执、各种票务和条码的打印，其市场增长和商业、交通、零售等对专用打印需求较高的行业景气度息息相关。近些年，随着 POS 机的大规模应用，银行票据处理设备的普及，以及我国铁路建设速度的加快，专用打印机的市场呈现快速增长的态势。目前，公司在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。
- **募投项目增强竞争实力。**公司募集资金主要投向两个项目，年产 50 万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目和技术研发中心扩建项目。主要解决公司目前的产能不足问题和为将来的技术研发打下基础，有望使得公司产品的市场占有率进一步提高。
- **盈利预测与估值：**我们给出公司 2010 的 PE 区间为 25~30 倍，对应合理价值投资区间 19.7~23.7 元。**风险因素：**新产品研发及产能无法消化的风险。

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	413	553	711
收入同比(%)	13%	31%	34%	29%
归属母公司净利润	86	118	147	176
净利润同比(%)	42%	38%	25%	19%
毛利率(%)	49.6%	49.7%	47.6%	46.4%
ROE(%)	32.4%	10.7%	11.8%	12.3%
每股收益(元)	0.57	0.79	0.98	1.17

目录

专用打印机市场的龙头	4
专用打印机市场国内机遇大于国外	5
行业进入壁垒造就了公司较高的市场份额	6
应用领域的发展是公司业绩增长的保证	7
募投项目解决产能不足的问题	8
盈利预测与估值	9
风险提示	10

图目录

图 1 发行前股权结构示意图	4
图 2 营业收入在经济危机前保持较高速度增长	5
图 3 2004-2014 年全球专用打印机市场销量和预测	5
图 4 2004-2014 年我国专用打印机市场销量和预测	6
图 5 电信应用系统市场规模持续增加	7
图 6 我国POS机数量增长迅速	7
图 7 中国金融票据处理设备销量及增速	8
图 8 全国铁路建设投资总额增速加快	8

表目录

表 1 公司专利技术情况	6
表 2 募投项目	9
表 3 核心假设	9
表 4 可比公司估值预测	10

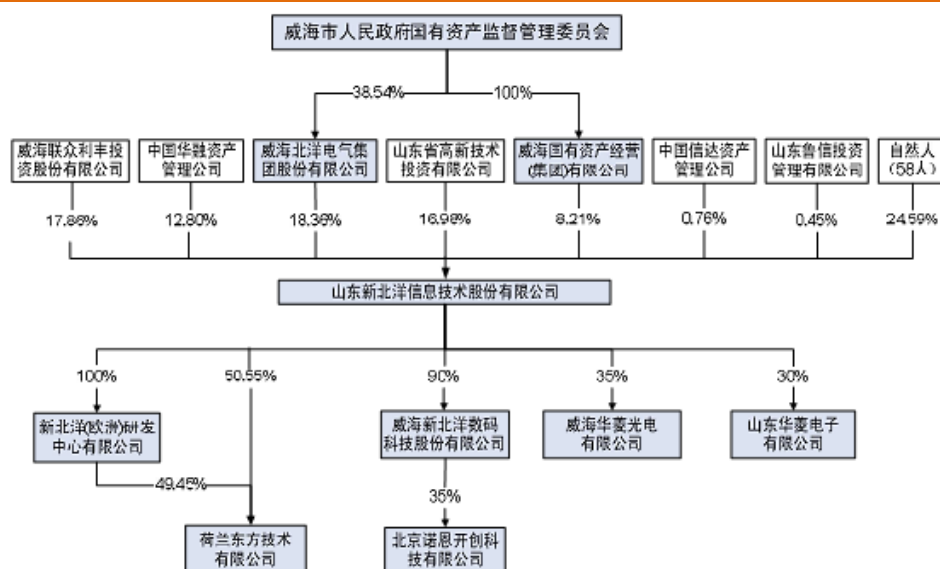
专用打印机市场的龙头

公司是由北洋集团作为主发起人，以其所属条码制造相关经营性资产为基础，联合中国华融等15名股东，共同发起设立的股份有限公司。是我国为数不多的从事热打印、特种扫描技术和相关产品的研发和制造企业。

公司在技术创新与产品研发方面均具备很强的实力，并且已经取得了较高的市场份额。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%。公司在中国专用打印机市场占有率达到8%，仅位于国外EPSON、ZEBRA等。

此外，在拓展国际市场方面公司凭借和国外知名企业建立的稳定合作关系，业已控股了荷兰东方技术有限公司进行海外市场的拓展，近些年出口增速达30%。

图 1 发行前股权结构示意图

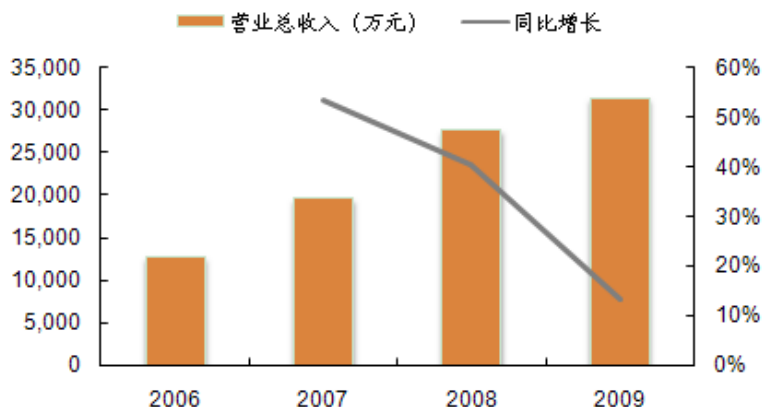


资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

公司的营收在09年之前保持较高速增长，CAGR达到47%。但是受到08年底金融危机的影响，增速有较大幅度的下滑。但是公司方面表示，从2010年前3个月的情况来看，订单充足，而且公司的大客户在经历过金融危机后，整个经营状况和盈利状况都在恢复，所以预计2010年公司将彻底摆脱金融危机的不利影响，公司的营收增速将重新回到高速成长的通道之中。

公司主要从事专用打印机市场，其产品线包括收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机、相关产品与机械加工。公司目前不参与通用打印机、复印机的市场竞争，并且未来也不会进入该领域。公司的战略是在专用打印机市场中继续做强、做大，通过研发的投入保持在该细分领域的领先地位。并且积极拓展海外市场，争做优秀的民族品牌。

图 2 营业收入在经济危机前保持较高速度增长



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

专用打印机市场国内机遇大于国外

专用打印机市场与商业的发达程度有密切的关系。特别是自80年代以来电子信息技术的蓬勃发展，使得商业、零售等的业务更加便捷。专用打印机正是在这样的背景下进入到商业、零售业的终端领域应用，使得票据打印非常便捷，极大提高了服务的效率，节省了商业活动的成本。现在，专用打印机的应用更是拓展到了工业/制造业、交通/运输、现代物流、餐饮、彩票、通信、金融等领域。

西方发达国家的商业、零售业等相对发达，专用打印机市场已经进入稳定增长的阶段。据CCIA报告显示，2008年全球专用打印机市场销量已达到2,734.9万台，规模接近40亿美元，2004-2008年CAGR达到4.9%。

图 3 2004-2014 年全球专用打印机市场销量和预测



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

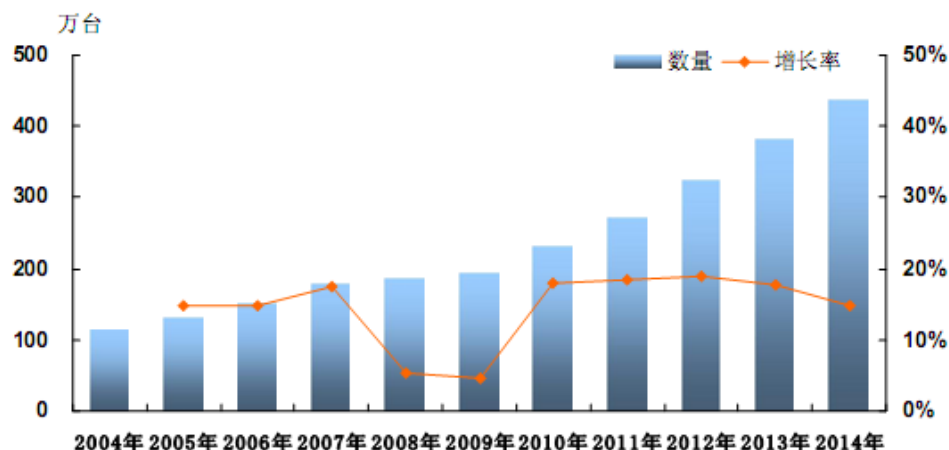
相较而言，国内的专用打印机市场发展较为迅速。这和我近些年经济高速增长是密切相关的。上面提到了，商业、物流、交通、零售、金融业等的发展，直接拉动了对专用打印机的需求。而在金融危机过后，我国经济继续进入高速增长的轨道，整个专用打印机市场增速也将恢复至08年前的水平。

根据CCIA的预测，2009-2014年我国专用打印机市场年均复合增长率将达

到14.4%，2014年销量将达到437.6万台，销售额将达到32.6亿元。

我们认为，行业的快速增长，给专用打印机厂商提供了发展的平台。而像公司这样有技术领先、品牌知名度高、研发实力强、在关键领域中的项目经验等优势的竞争者不多，公司更有可能享受行业的增长带来的发展机会。

图 4 2004-2014 年我国专用打印机市场销量和预测



资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

行业进入壁垒造就了公司较高的市场份额

专用打印机市场的进入壁垒较高，对竞争者来说，需要较强的核心技术研发能力和较大的研发资金投入。另外，随着行业主要竞争者地位的确立，新进入者的壁垒越来越高。

目前，公司是我国在专用打印领域拥有专利技术最多的企业，目前拥有专利104项，其中，发明专利8项，实用新型和外观设计专利96项；公司正在申请并受理的专利共110项，其中：国内发明专利61项、国际发明专利26项，实用新型和外观设计专利23项。公司取得软件产品登记证书13项，计算机软件著作权登记证书16项。另外，公司还拥有专有技术与核心技术40余项。这些专利保证了公司在该领域领导者的地位，给新进入者构建了较高的准入壁垒。

表 1 公司专利技术情况

	已有专利	申请中国内专利	申请中国外专利
发明专利	8	61	26
实用新型和外观设计	96	23	-
软件产品登记证书	13	-	-
计算机软件著作权登记证书	16	-	-

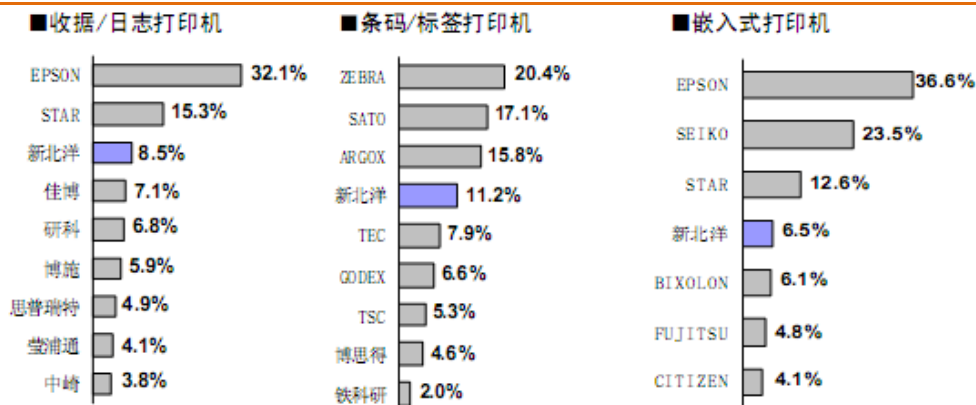
资料来源：公司招股说明书，湘财证券研究所

由于我国专用打印机市场起步较晚，收据/日志打印机市场、条码/标签打印机市场、嵌入式打印机市场均被美国、日本的知名厂商提前抢占。不过，公司凭借自身的优势，在海外厂商大举进入中国市场时，始终扛着民族品牌的大旗，在高手如林的专用打印机市场赢得一席之地。

在收据/日志打印机市场，2008年EPSON、STAR共占据47.4%的份额，我国自主品牌厂商所占市场份额达到45%。其中新北洋所占市场份额为8.5%，排

名仅次于EPSON和STAR，位于自主品牌之首。在条码/标签打印机市场，美国、日本和我国台湾厂商占据了大部分份额，主要有ZEBRA、SATO、ARGOX、TEC等。2008年，ZEBRA、SATO和ARGOX共占据了50%以上的市场份额。中国大陆厂商起步较晚，目前自主品牌企业只有新北洋、博思得和铁科研三家，所占市场份额仅为17.8%。在嵌入式打印机市场，日本厂商占据了绝对的主导地位，2008年，EPSON的占有率高达36.6%，其次是日本的SEIKO和STAR，市场份额分别为23.5%和12.6%。新北洋是该领域国内唯一具有自主研发和批量生产能力的企业，2008年市场份额达到6.5%。

图 5 电信应用系统市场规模持续增加



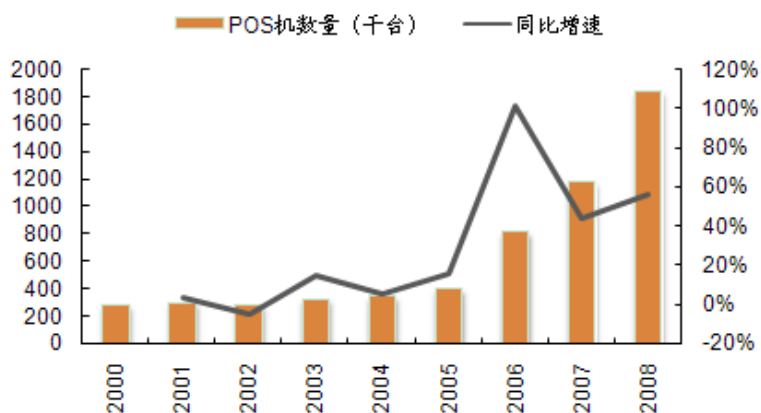
资料来源：CCW，湘财证券研究所

从市场份额格局来看，态势较为稳定，其余中小厂商难以再进入该市场和场内的大厂商进行竞争。公司在国内市场已经占据一席之地，未来的竞争将是公司拓展海外市场时来自国际厂商的竞争。

应用领域的发展是公司业绩增长的保证

我们知道，专用打印机主要应用在收据、回执、各种票务和条码的打印，专用打印机的市场增长和商业、交通、零售等对专用打印需求较高的行业景气度息息相关。近些年，随着POS机的大规模应用，银行票据处理设备的普及，以及我国铁路建设速度的加快，专用打印机的市场呈现快速增长的态势。

图 6 我国 POS 机数量增长迅速

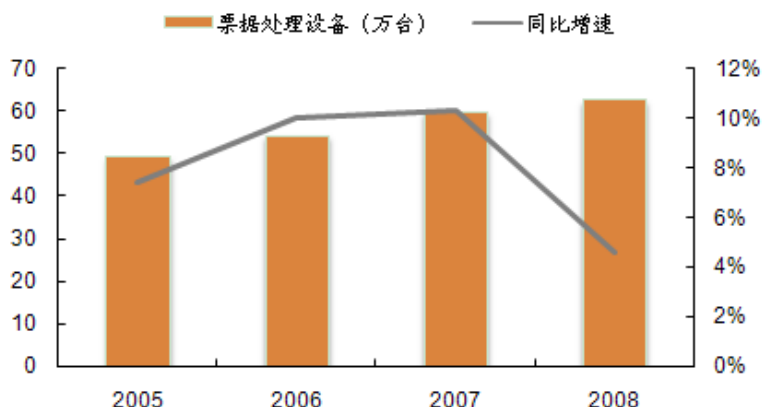


资料来源：CEIC，湘财证券研究所

目前,公司在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。

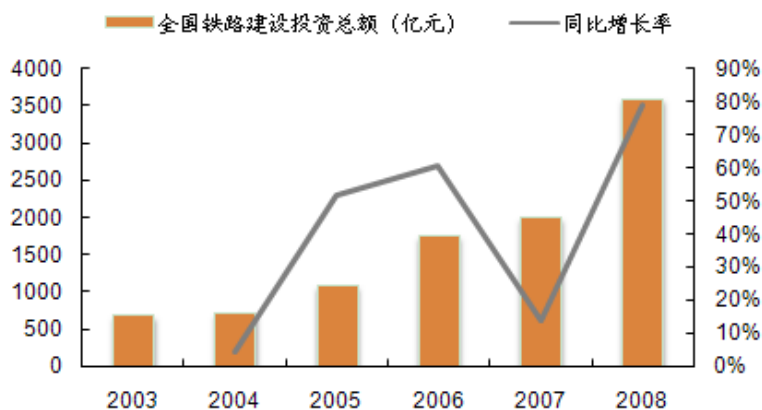
我们认为,在细分行业中较高的市场占有率将会给公司带来和行业增速同样的营收增速。而上述行业在我国处在高速发展期,行业的快速成长给公司带来难得的发展期。

图 7 中国金融票据处理设备销量及增速



资料来源: CCID, 湘财证券研究所

图 8 全国铁路建设投资总额增速加快



资料来源: 铁道部, 湘财证券研究所

募投项目解决产能不足的问题

公司募集资金主要投向两个项目, 年产50万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目和技术研发中心扩建项目。主要解决公司目前的产能不足问题和为将来的技术研发打下基础。

在09年新购置一些生产设备后, 公司产能由26万台/年增加至30万台/年, 即

月最大产能由2.2万台增加至2.5万台。通过募投项目的实施,公司计划于2011年达成55万台/年生产能力,2012年达到70万台/年生产能力。从而在生产能力上缩小和世界巨头的差距,带来收入的大幅增长,市场份额进一步提高。

表 2 募投项目

项目名称	项目总投资(万元)
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

资料来源:公司招股说明书,湘财证券研究所

盈利预测与估值

根据对公司业务的分析,我们认为专用打印机市场最大的增长点来自高铁的建设、自助银行网点数量的增多以及二、三线城市医疗系统的建设。尤其是高铁建设,这将是政府在近几年投资的重点。随着城市化建设程度的加深,商业、零售、消费品行业从中心城市向周边地区扩散,这种辐射效应会拉动上述地区的经济,带来商贸的繁荣,这会相应增加专用打印设备的需求。

毛利率方面,我们认为公司综合毛利率将出现下降。理由是公司的产品具有较强的电子类产品属性,更新换代快,生命周期约为5~6年。新产品的推出会造成原有产品售价的大幅降低。只有不断推出新产品才能维持毛利率的稳定,难度是相当高的。考虑到国外品牌竞争者的因素,我们认为公司的综合毛利率将呈下降的趋势。

表 3 核心假设

营业收入 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	11,672	14,590	18,967	23,709
条码/标签打印机	8,034	12,453	19,301	27,022
嵌入式打印机	4,057	5,071	6,339	7,923
相关产品与机械加工	6,450	7,739	8,900	10,235
其他业务收入	1,278	1,470	1,764	2,205
合计	31,491	41,323	55,272	71,095
营业成本 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	6,663	8,462	11,191	14,226
条码/标签打印机	2,669	4,358	7,721	11,349
嵌入式打印机	1,701	2,130	2,662	3,565
相关产品与机械加工	4,003	4,876	6,230	7,472
其他业务收入	810	956	1,164	1,478
合计	15,845	20,782	28,968	38,090
综合毛利率	2009	2010E	2011E	2012E
	49.68%	49.71%	47.59%	46.42%

资料来源:湘财证券研究所

估值方面我们采用PE估值法。参考2010年A股上市计算机类公司中从事银行自助设备的厂商PE预测的平均值29倍,我们给出公司2010的PE区间为25~30倍,对应合理价值投资区间19.7~23.7元。

表 4 可比公司估值预测

证券代码	证券简称	PE (2010E)
002152.SZ	广电运通	22.84
002177.SZ	御银股份	30.83
002197.SZ	证通电子	34.05
算术平均		29.24

资料来源: Wind, 湘财证券研究所

风险提示

公司面临的风险主要有新产品持续研发不成功的风险、产能扩张导致销售率下降的风险等。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	233	962	971	1102	营业收入	315	413	553	711
现金	123	857	864	996	营业成本	159	208	290	381
应收账款	70	64	66	65	营业税金及附加	3	3	5	6
其他应收款	3	3	3	3	营业费用	30	36	46	58
预付账款	1	3	2	2	管理费用	59	74	96	120
存货	33	33	33	33	财务费用	7	-2	-11	-12
其他流动资产	3	3	3	3	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	296	392	539	580	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	78	76	77	77	投资净收益	13	13	13	13
固定资产	56	103	171	199	营业利润	71	107	139	170
无形资产	94	144	194	244	营业外收入	24	24	24	24
其他非流动资产	68	69	96	60	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	529	1354	1510	1683	利润总额	95	131	163	194
流动负债	165	150	157	154	所得税	9	12	15	18
短期借款	60	61	62	61	净利润	86	119	148	176
应付账款	52	45	48	46	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	54	44	47	46	归属母公司净利润	86	118	147	176
非流动负债	96	96	96	96	EBITDA	77	108	135	168
长期借款	96	96	96	96	EPS (元)	0.76	0.79	0.98	1.17
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	261	246	253	250	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	4	5	5	成长能力				
股本	112	150	150	150	营业收入	13.4%	31.2%	33.8%	28.6%
资本公积	3	687	687	687	营业利润	56.1%	50.8%	30.0%	22.8%
留存收益	149	267	414	590	归属于母公司净利润	41.8%	38.2%	24.5%	19.4%
归属母公司股东权益	264	1105	1252	1428	获利能力				
负债和股东权益	529	1354	1510	1683	毛利率(%)	49.6%	49.7%	47.6%	46.4%
现金流量表					净利率(%)	27.2%	28.6%	26.6%	24.7%
单位:百万元					ROE(%)	32.4%	10.7%	11.8%	12.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	31.9%	28.6%	24.5%	27.6%
经营活动现金流	104	94	134	157	偿债能力				
净利润	86	119	148	176	资产负债率(%)	49.3%	18.1%	16.8%	14.8%
折旧摊销	0	4	7	10	净负债比率(%)	59.62%	63.93%	62.32%	62.94%
财务费用	7	-2	-11	-12	流动比率	1.41	6.43	6.18	7.17
投资损失	-13	-13	-13	-13	速动比率	1.22	6.21	5.97	6.96
营运资金变动	0	-13	3	-4	营运能力				
其他经营现金流	25	-0	0	-0	总资产周转率	0.73	0.44	0.39	0.45
投资活动现金流	-92	-86	-138	-37	应收账款周转率	5	6	8	10
资本支出	94	50	101	0	应付账款周转率	3.55	4.32	6.24	8.06
长期投资	-9	-2	1	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-7	-37	-37	-37	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.79	0.98	1.17
筹资活动现金流	62	726	11	12	每股经营现金流(最新摊薄)	0.70	0.63	0.89	1.05
短期借款	-9	2	1	-1	每股净资产(最新摊薄)	1.76	7.36	8.35	9.52
长期借款	95	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	38	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-6	684	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-19	2	11	12	EV/EBITDA	-1	-0	-0	-0
现金净增加额	75	734	7	132					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。