

计算机设备Ⅲ



张英娟 刘亮

证书号 S0190209030141

021-38565923

zhangyj@xyzq.com.cn

新北洋 (002376)

领先中国，驶向全球

--调研报告

推荐 (首次)

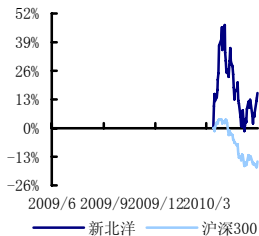
市场数据

报告日期	2010-7-1
收盘价(元)	33.92
52周最高/最低(元)	53.58/36.00
总股本(百万股)	150.00
流通股本(百万股)	30.40
总市值(百万元)	6319.50
流通市值(百万元)	1280.75
净资产(百万元)	1070.73
总资产(百万元)	1335.95

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	315	451	600	778
同比增长(%)	13.4%	43.1%	33.2%	29.7%
净利润(百万元)	86	136	191	240
同比增长(%)	41.8%	59.1%	40.2%	25.7%
毛利率(%)	49.6%	47.9%	48.1%	48.2%
净利率(%)	27.2%	30.2%	31.8%	30.8%
净资产收益率(%)	32.4%	11.4%	13.8%	14.8%
每股收益(元)	0.57	0.91	1.27	1.60
每股经营现金流(元)	0.70	0.60	0.87	1.27

股价走势



投资要点

- **新北洋是国内唯一一家掌握专用打印机核心技术的企业，也是国内专用打印机的龙头：**2009年公司在国内市场占有率达到12.53%，全球市场约为1%，2007-2009年，公司收入与净利润的年均复合增长率分别达到26.33%和34.16%。公司的经营模式奉行“微笑曲线”模式，着力于价值链的高端；业务模式主要包括自主品牌直销、分销以及ODM贴牌的营销模式；海外与国内业务收入比例大致为3:7。
- **公司所处专用打印机行业长期向好：**目前专用打印机全球年均复合增长率在5.7%，欧美发达国家市场已经处于成熟阶段，以产品替换为主，未来的新增产品重点将在发展中国家，预计2009-2014年中国市场年均复合增长率将达到14.4%。全球市场格局保持一致，以日本、美国厂商为主导，国内企业中，新北洋是唯一具备核心技术、定位中高端的企业。
- **四大优势夯实公司未来发展之路：**1) 核心技术平台化、模块化的经营模式；2) 发明专利构筑公司“防护墙”；3) “技术+成本”双核驱动新型中国制造；4) 国内市场唯一具备核心技术与大規模生产能力的企业，有望通过国产替代进口，提升市场份额，超越行业平均增速。
- **盈利预测和估值：**我们预计2010-2012年公司每股收益分别为0.91元、1.27元、1.60元，对应10年、11年的动态PE为37倍、27倍，我们首次给予长期“推荐”评级。
- **风险因素：**1) 技术风险；2) 产能扩张带来的风险。

目 录

1、国内专用打印机龙头	- 4 -
1.1 公司基本情况	- 4 -
1.2 股权结构	- 4 -
1.3 子公司情况	- 5 -
2、行业分析	- 5 -
2.1 专业打印机：热打印机占主导	- 5 -
2.2 行业产业链	- 6 -
2.3 全球市场未来总体增速趋于平稳	- 6 -
2.4 中国市场未来将保持快速增长态势	- 7 -
2.5 全球市场日美企业为主导	- 8 -
3、公司分析	- 9 -
3.1 经营模式：牢牢把握价值链最高端	- 9 -
3.2 公司整体经营业绩情况	- 10 -
3.3 细分业务线发展情况	- 11 -
3.4 解析高毛利率	- 14 -
3.5 投资收益保持稳定增长	- 14 -
4、公司竞争优势与未来业绩增长点	- 15 -
5、公司募投项目分析	- 15 -
6、财务分析	- 15 -
7、风险提示	- 16 -
8、盈利预测与估值	- 17 -

图 1、上市后公司股权结构	- 4 -
图 2、行业产业链	- 6 -
图 3、2004-2014 年全球专用打印机销售量及增长率变化情况	- 7 -
图 4、2004-2014 年中国专用打印机销售量及增长率变化情况	- 8 -
图 5、2008 年中国专用打印机市场竞争格局	- 9 -
图 7、国内市场营销与服务模式	- 9 -
图 8、海外市场营销与服务模式	- 9 -
图 6、独特的生产模式流程	- 10 -
图 7、2007~2009 年收入业务构成（万元）	- 10 -
图 8、2007~2009 年毛利业务构成（万元）	- 10 -
图 9、2007~2009 年收入区域构成	- 11 -
图 10、2007~2009 年毛利区域构成	- 11 -
图 11、2007~2009 年营业收入与毛利率	- 16 -
图 12、2007~2009 年三项费用率	- 16 -
图 13、2007~2009 年现金流与盈利能力	- 16 -
图 14、2007~2009 年营运效率	- 16 -

表 1、公司近三年主要财务数据（单位：百万）	- 4 -
表 2、公司参股及控股子公司基本情况概述（单位：万元）	- 5 -
表 3、2008 年全球专用打印机市场结构	- 7 -
表 4、2008 年全球专用打印机市场结构	- 8 -
表 5、收据/日志打印机业务拆分	- 12 -

表 6、条码/标签打印机业务拆分	- 12 -
表 7、嵌入式打印机业务拆分	- 13 -
表 8、相关产品业务拆分	- 13 -
表 9、营业成本及价格拆分	- 14 -
表 10、募投项目（单位：万元）	- 15 -
表 11、公司盈利预测假设	- 17 -
表 12、公司盈利预测结果	- 17 -
附表	- 18 -

1、国内专用打印机龙头

1.1 公司基本情况

山东新北洋信息技术股份有限公司（以下简称“公司”或者“新北洋”）成立于2002年，前身是北洋集团的技术研发中心及专用打印机相关部门。目前，公司是**国内唯一一家掌握专用打印机核心技术的企业，也是国内专用打印机的龙头。**

2007-2009年，公司收入保持了稳定增长，年均复合增长率达到26.33%，同时，净利润的年均复合增长率达到34.16%。

表1、公司近三年主要财务数据（单位：百万）

项目	2007A	2008A	2009A
资产	276.20	336.52	528.99
净资产	181.38	205.34	268.16
收入	197.31	277.58	314.91
净利润	47.55	60.36	85.59
ROE	31.84%	33.25%	37.24%
扣除非经常性损益的ROE	31.24%	27.61%	31.97%
ROS	23.64%	18.06%	23.34%

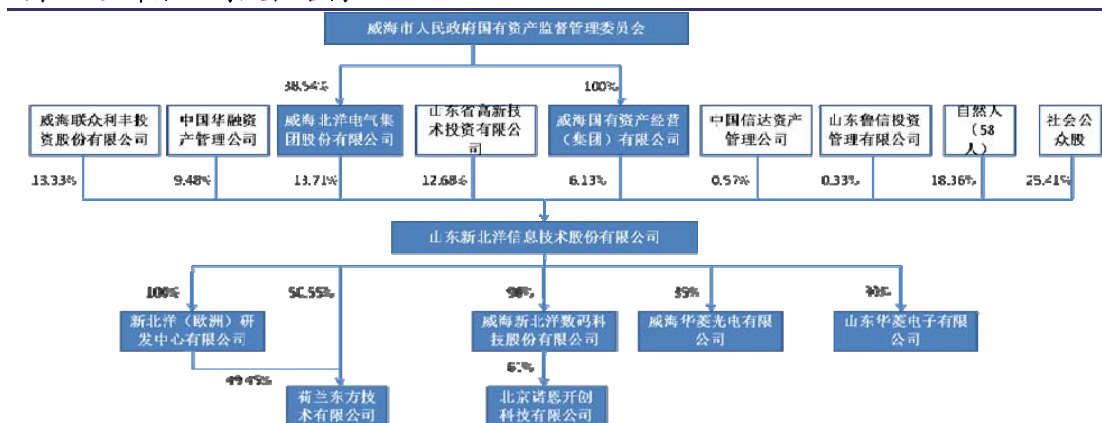
资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

公司深耕专用打印机领域20余年，成功开发出中国第一支专用打印机关键部件“热打印头”，并以此为核心，开发出收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机等代表性产品，铺展开一系列的终端产品，形成目前的规模与市场地位。

1.2 股权结构

上市后，威海市国资委通过北洋集团、威海国资集团持有公司19.84%股份，是公司实际控制人。

图1、上市后公司股权结构



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

1.3 子公司情况

公司直接参股及控股子公司共计 5 家，涉及公司核心热打印技术（TPH）、接触式图像感应器（CIS）的研发、制造，以及海外业务的销售。

作为打印机领域的通用电子部件，TPH 广泛应用于需要各类热打印输出的产品，根据不同的幅宽和分辨率分为不同的技术规格。

表 2、公司参股及控股子公司基本情况概述（单位：万元）

项目	注册资本	权益	主营业务	总资产	净资产	2009 年净利润
山东华菱电子有限公司	1600 万美元	30%	开发、生产热打印头（TPH）、接触式图像传感器（CIS）及配套电子零部件	21734.38	19383.15	3138.92
威海华菱光电有限公司	160 万美元	35%	开发、加工接触式图像传感器（CIS）	3326.65	2796.44	784.67
荷兰东方技术有限公司	18200 欧元	100%	从事销售各类打印机及相关电子设备	1274.55	-267.38	-68.49
威海新北洋数码科技股份有限公司	3000 万元	90%	加工各类打印设备及附件	7874.96	3758.94	516.31
新北洋（欧洲）研发中心有限公司	120 万欧元	100%	经营和管理新北洋的海外业务，建立欧洲产品研发基地	1172.82	1154.25	-37.97
北京诺恩开创科技股份有限公司	5000 万元	55%	通信自助服务解决方案提供商	6792.55	3166.83	183.07

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

其中，山东华菱是国内唯一拥有热打印头（TPH）核心设计、研发和批量生产能力的企业，全球 TPH 市场位列第三；华菱光电主要生产接触式图像感应器（CIS），这两种产品均通过山东华菱的日方销售渠道销往全球各地，客户大部分来自于日本和欧美。新北洋生产经营所需的 80%TPH 和大部分 CIS 主要采购于这两家相对控股的企业。

2、行业分析

2.1 专业打印机：热打印机占主导

20 世纪 80 年代以来，随着电子信息化、自动化程度的提高，条码识别技术的发展，专用打印机应运而生。

与传统的激光、喷墨打印机相比，专用打印机具备综合成本低、打印速度快、打印头寿命长、结构简单、体积紧凑、维护成本低、打印幅面小等优点，目前应用领域已经扩展到工业/制造业、交通/运输、现代物流、商业、餐饮、彩票、通信、

金融信息自助服务等行业。

专业打印机可以从两个维度进行分类：

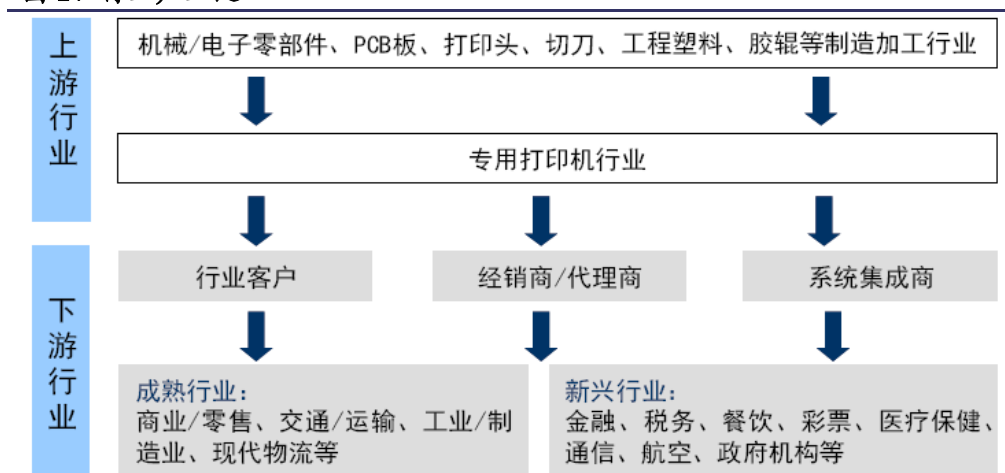
- **打印技术维度而言，热打印机占据主导地位：**专业打印机包括激光打印、喷墨打印、热打印和针式打印机四种，其中热打印机占据专业打印机市场 70% 的比重，且比重逐年提升。根据 CCIA 报告统计：2008 年全球专用打印机市场中热打印机的销量占比为 67%，2014 年，占比将上升到 81%。
- **打印用途维度而言，专业打印机主要分为收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机等三大类别。**

2.2 行业产业链

从行业产业链的分布来看，上游行业中打印头与切刀的技术难度较高，均为技术领先的、竞争相对集中的专业厂商。

下游的新兴行业目前正处于培育和成长期，未来将带动专用打印机市场快速增长。

图 2、行业产业链



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

2.3 全球市场未来总体增速趋于平稳

在欧美及发达国家，专用打印机已经广泛应用于国民经济和人们生活的各个领域，市场逐步成熟，需求趋于稳定，根据 CCIA 数据，2008 年全球专用打印机市场销量达到 2734.9 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%。

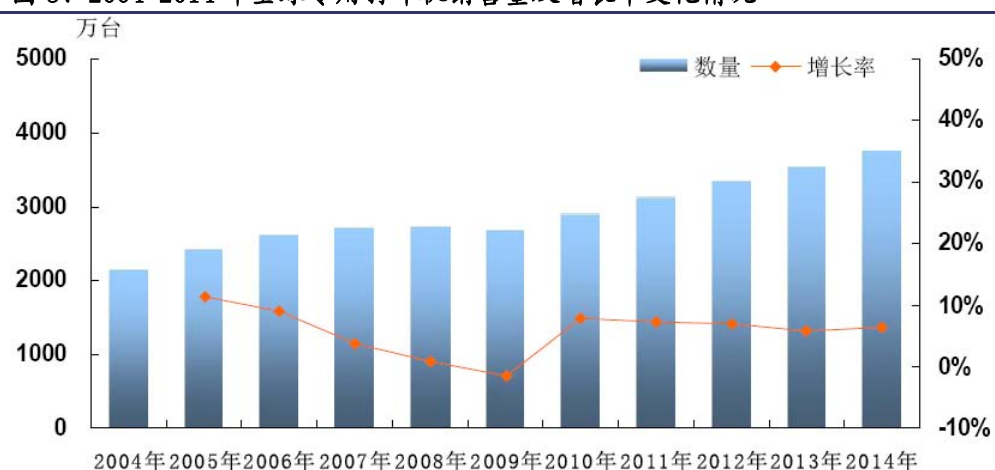
表 3、2008 年全球专用打印机市场结构

项目	全球销量 (万台)	全球市场 (亿美元)	国内销量 (万台)	国内市场 (亿元)	主要消费群体
收据/日志	626.4	12.1	78	6.1	超市、商场、便利店、饭店、医院、药店、彩票设备、POS 系统集成商
条码/标签	255.3	20.2	15.2	5.1	超市、商场、制造企业、服装企业、中国铁路、公路、航空、邮政、市政部门、医疗机构、金融、通信
嵌入式	1853.2	7.2	93	4.2	超市、商场、银行、自助终端设备制造商、彩票设备制造商、衡器制造商、医疗器械制造商
合计	2734.9	39.5	186.2	15.4	

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

目前全球的专用打印机需求 90%来自于欧美等发达国家，增长主要来自于存量替换，未来的持续增长将来自于巴西、俄罗斯、印度和中国等国家的新增产品需求。根据 CCIA 预测，2009-2014 年，全球专用打印机市场销售的年均复合增长率将会在 5.7%左右，2014 年全球的销量将达到 3759 万台，销售额将达到 50.2 亿美元。

图 3、2004-2014 年全球专用打印机销售量及增长率变化情况



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

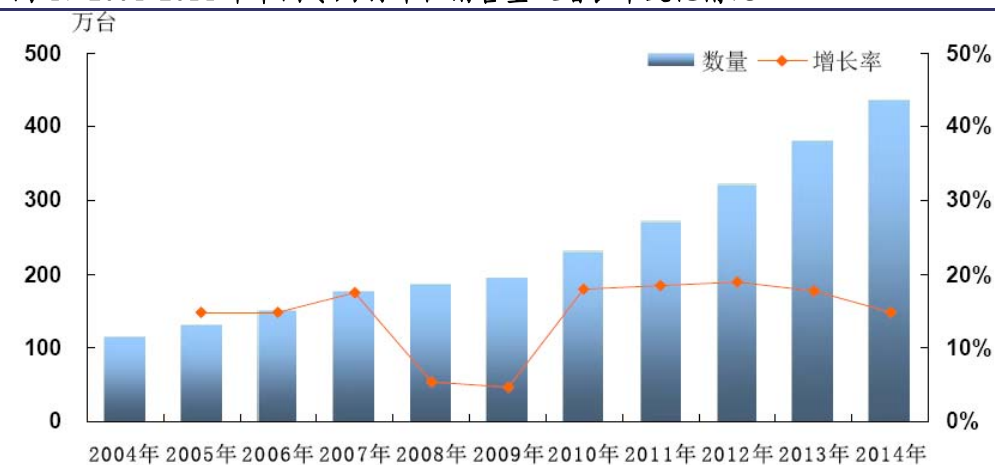
2.4 中国市场未来将保持快速增长态势

不同于欧美成熟市场，我国专用打印机市场起步较晚，上世纪 90 年代才开始使用，目前正处于培育和成长期。近几年，由于电子信息进程的加快，我国专用打印机从最初商业/零售应用向工业/制造、交通/运输、通信、金融、餐饮、彩票、医疗保健、政府机构等多个领域迅速扩展，预计未来随着经济形势的好转，市场将迎来新一轮快速增长态势。

根据 CCIA 数据，2004-2008 年，我国专用打印机市场销售年均复合增长率达到

10.3%，远高于全球的 4.9%；预计 2009-2014 年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，占全球市场的比重将进一步上升到 11.6%。

图 4、2004-2014 年中国专用打印机销售量及增长率变化情况



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

2.5 全球市场日美企业为主导

全球专用打印机领域，以日本的 EPSON、美国 ZEBRA 为代表的老牌厂商，凭借多年的竞争优势在全球占据了主导地位。

表 4、2008 年全球专用打印机市场结构

项目	主导企业	占有率	其他企业
收据/日志	日本企业	大于 50%	韩国 BIXOLON、法国 AXIOM、意大利 CUSTOM
条码/标签	美国厂商	大于 50%	日本厂商
嵌入式	日本厂商	大于 80%	欧美厂商

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

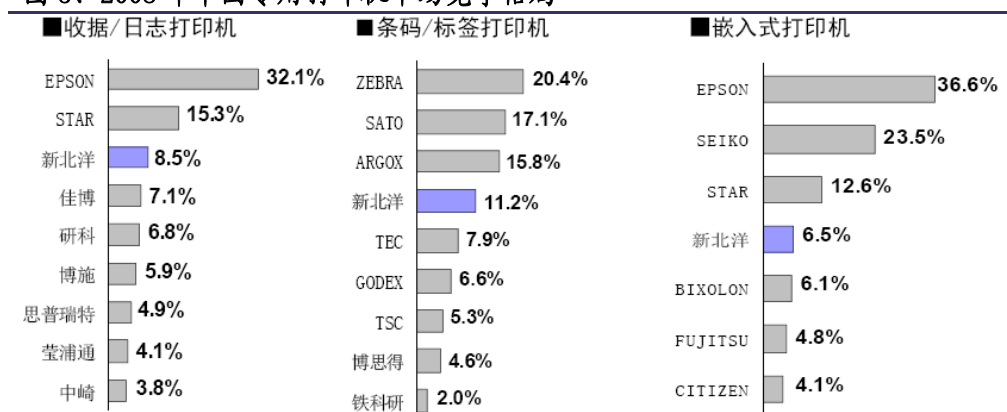
我国的竞争格局与国际市场几乎一致，以日本、美国厂商为主：

- 收据/日志打印机领域，国外厂商占据 55.4% 市场份额，新北洋市场占有率 8.5%，位列第三；
- 条码/标签打印机领域，国外厂商占据 82.2% 市场份额，新北洋市场占有率 11.2%，位列第四；
- 嵌入式打印机领域，国外厂商占据 93.5% 市场份额，新北洋市场占有率 6.5%，位列第四。

由于国内大部分厂商主要着力低端用户，核心部件均采购自国外厂商，因此新北

洋是专用打印机领域国内唯一具有自主研发和批量生产能力的企业，我们从收入推算，2008年公司国内业务收入1.93亿元，国内专用打印机市场销售额15.4亿元，公司市场占有率达到12.53%，全球市场占有率约为1%。

图 5、2008 年中国专用打印机市场竞争格局



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

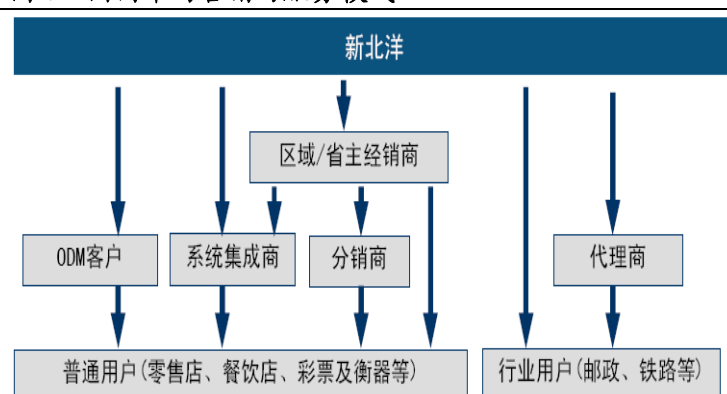
3、公司分析

3.1 经营模式：牢牢把握价值链最高端

公司经营奉行“微笑曲线”模式，着力于价值链的最高端，牢牢抓住研发与营销这两个关键环节。

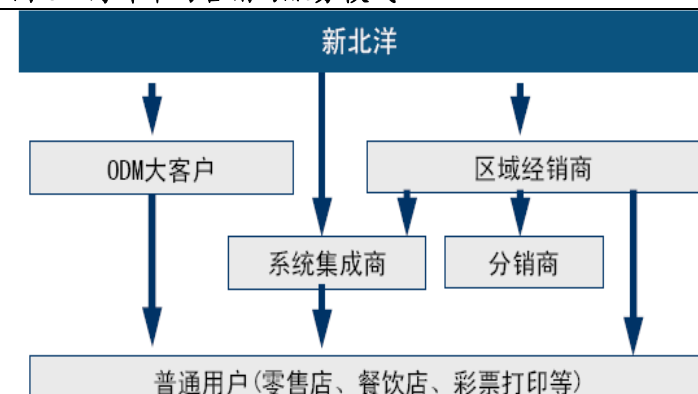
公司的销售模式目前包括自主品牌直销、分销以及 ODM/OEM 全面发展的立体的营销模式。在国内市场，公司的销售模式主要包括通用产品/通用模块以分销、ODM/OEM 方式面向普通用户，定制产品通过代销、直销的方式直接面向特定的行业用户；在海外市场公司主要以分销、OEM/ODM 等方式面向普通用户。

图 7、国内市场营销与服务模式



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

图 8、海外市场营销与服务模式



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

对于不同类型的市场订单，以及产品本身模块化设计的特性，公司采取了灵活的生产组织模式，以 MT0（按订单生产）模式为主，面向特定行业客户（主要是铁路、邮政等），针对定制化产品；以 MTS（按库存生产）和 AT0（按订单装配）模式为辅，面向普通用户，针对通用型产品/模块。

图 6、独特的生产模式流程



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心

有别于其他公司的优势在于，公司的核心技术（核心热打印技术、接触式图像感应器）业已平台化、模块化，最大效率地提升了设计到响应的速度，公司从设计到交货周期不到 1 个月，进口产品则需要 2~3 个月。

3.2 公司整体经营业绩情况

公司业务结构较为稳定，三类打印机收入占主营业务收入比重约为 80%，毛利贡献也维持在 80%左右：收据/日志打印机是公司目前销售收入占比最大的品种，近三年保持在 40%左右，高技术含量和高附加值的条码/标签打印机受益于高铁的爆发式增长呈现上升趋势，2009 年收入占比达到 27%。

图 7、2007~2009 年收入业务构成（万元）

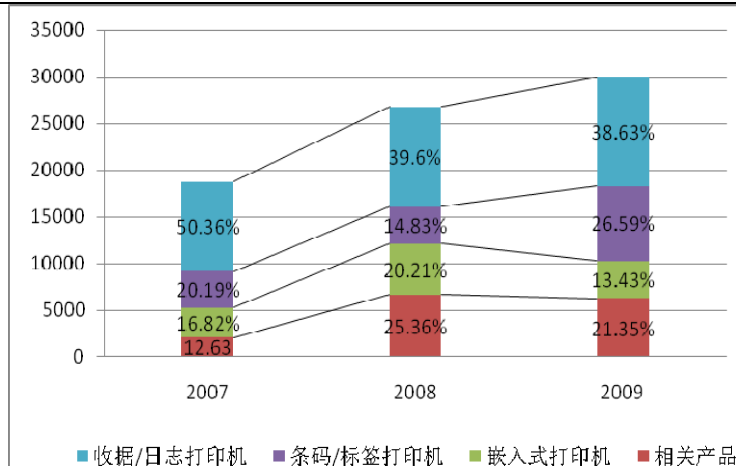
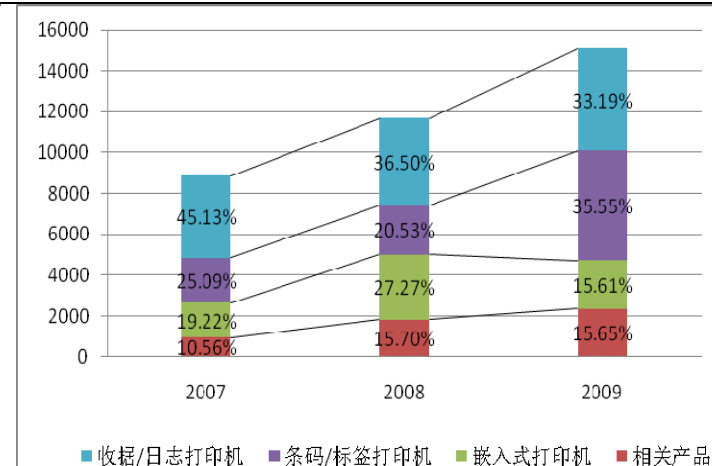


图 8、2007~2009 年毛利业务构成（万元）

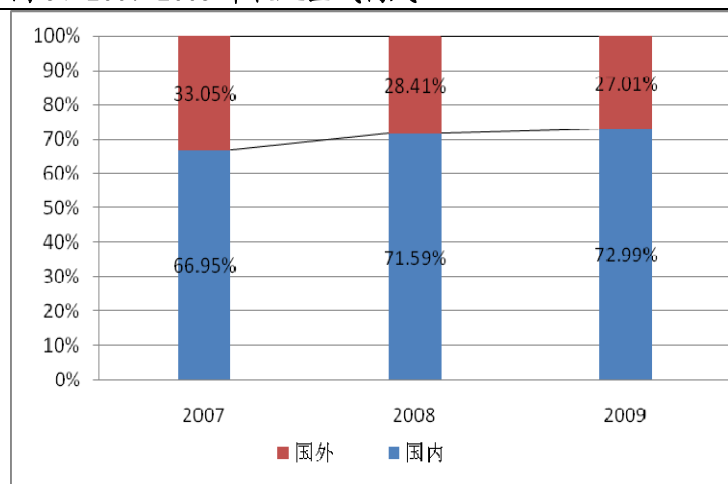


数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

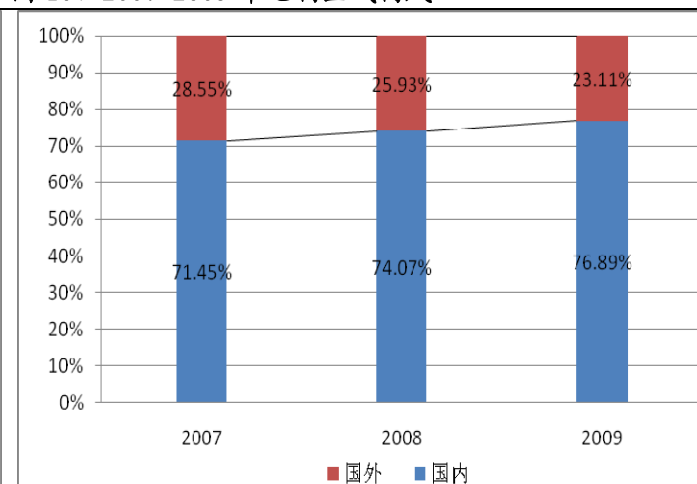
从业务区域分布来看，海外业务每年的收入约占公司主营业务收入的 28%上下，由于海外主打产品为毛利率相对较低的收据/日志打印机，综合毛利率约为 43%，低于国内业务综合毛利率 10 个百分点，因此对公司毛利的贡献低于收入的占比，近三年维持在 26%上下。

图 9、2007~2009 年收入区域构成



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

图 10、2007~2009 年毛利区域构成



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

3.3 细分业务线发展情况

1) 收据/日志打印机将持续受益于海外订单

公司在海外市场的主打产品 90%以上为收据/日志打印机，以此来保守推算，2007-2009 年公司的收据/日志打印机业务中海外收入占比达到 60%以上。

目前全球市场 90%的需求均来自于海外，未来国外市场竞争将逐步影响国内市场竞争格局。公司近几年全力开拓海外客户，取得了一定的成绩：目前公司已与美国 CRS、德国 WincorNixdorf、法国 CSI、澳大利亚 Gravity、韩国 NICO 等国际知名系统集成商或设备经销商建立了战略合作关系。

我们认为，国外的市场主要来自于更新换代，公司凭借着专用打印机核心设计技术以及快速定制与供货的优势，以 ODM/OEM 的合作方式切入海外中高端市场；同等性能产品，公司的产品单价便宜 10%-15%，有着先天的价格成本优势；随着未来品牌度的提升，市场占有率逐渐提高，未来 3 年销量增速有望保持在 30%。

表 5、收据/日志打印机业务拆分

项目	2007A	2008A	2009A
公司海外收入(万元)	6320.73	7665.55	8161.79
收据/日志打印机海外收入(万元)	5688.66	6899.00	7345.61
收据/日志打印机总收入(万元)	9630.75	10682.48	11672.24
收入增速	-	10.92%	9.27%
海外收入占比	59.07%	64.58%	62.93%
销量(台)	110471	141303	162137
销量增速	-	27.9%	14.74%
产品毛利率	41.51%	39.90%	42.92%

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

2) 条码/标签打印机受益于高铁跨越式投资

条码/标签打印机是公司近年发展的业务重点，公司主要为国内行业客户定制产品（铁路、高速公路、邮政等），由于技术含量及附加值高，毛利率水平也较高。

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%，2008 年公司成为国家高速铁路专用磁编码客票打印机唯一提供商，2009 年高铁项目为公司创造收入约 3799 万元，占条码/标签打印机业务收入的 47%，占总收入的 12.06%。

我们认为未来三年该业务的增长主要来自于高铁跨越式投资带来的新增需求，原有铁路系统传统售票机的更新升级、和邮政系统条码打印机的更新升级，预计该业务增速将会超过 35%。

表 6、条码/标签打印机业务拆分

项目	2007A	2008A	2009A
产品总收入(万元)	3860.29	4000.83	8033.92
收入增速	-	3.64%	100.8%
销量(台)	19109	19371	29734
销量增速	-	1.37%	53.50%
产品毛利率	57.59%	59.94%	66.78%

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

3) 嵌入式打印机将紧随下游投资复苏

公司是国内唯一具备嵌入式打印机设计、生产能力的企业，公司开发的高中端、高附加值专用打印产品，打破了国外产品的垄断局面，广泛应用于终端售货亭、自动取款机等自助服务设备，尤其在金融细分市场是首选品牌，譬如南天信息、广电运通等金融设备生产商。

我们认为，随着经济逐渐复苏，金融、商贸零售、流通等领域的 IT 投资回暖，公

司的嵌入式打印机也将迎来快速增长，该业务的增长主要来自于国产替代进口，公司市场份额预计将逐步提升，因此预计未来 3 年收入平均增速达到 25%。

表 7、嵌入式打印机业务拆分

项目	2007A	2008A	2009A
产品总收入（万元）	3217.48	5452.38	4056.69
收入增速	-	69.46%	-25.60%
销量（台）	38530	61361	58148
销量增速	-	59.25%	-5.23%
产品毛利率	52.91%	58.40%	58.08%

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

4) 相关产品：终端多样化将有望带来高成长

公司业务中的相关产品主要包括：自助服务设备、嵌入式扫描打印一体机、彩票投注机、扫描类整机产品。

公司通过间接控股的北京诺恩开创科技有限公司完成对电信运营商市场的布局，向运营商提供专业的服务终端系列产品和应用解决方案。2009 年电信市场终端产品收入约为 2523.59 万元，占相关产品业务收入 40.52%，占总收入 8%。运营商采购自助设备，减少人力成本的消耗，我们认为此类投资在 3-5 年内将是一个持续的投入。

此外，中国的彩票投注机（福彩、体彩）2002 年开始全国范围开始推广，经过 7、8 年的生命周期，自 2008 年起进入更新换代周期，该行业进入壁垒较高，每款型号的投注机必须要经过政府权威机构的认证，2009 年彩票投注机业务收入 1015.88 万元，占相关产品业务收入 16.31%。凭借多年的积累，公司已有的优势足以保证公司充分分享该领域的快速增长。

2009 年三大运营商改革，加大了对自助终端设备的投资；彩票投注机的更新换代是“时间短、采购快”的风格，我们预计“相关产品业务”未来 3 年将持续保持 40%的增长。

表 8、相关产品业务拆分

项目	2007A	2008A	2009A
产品总收入（万元）	2060.98	6652.20	6227.38
收入增速	-	222.77%	-6.39
销量（台）	4549	14333	17668
销量增速	-	215.08%	23.27%
产品毛利率	45.41%	27.57%	37.93%

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

3.4 解析高毛利率

2007 年-2009 年公司的综合毛利率分别为 46.20%、43.38%、49.64%，远高于计算机硬件厂商平均 30%的毛利率，主要原因在于公司是国内唯一一家掌握核心设计制造技术的企业，定位于高中端专用打印机领域，重点发展高附加值产品，避开了低端市场的恶性价格竞争。

公司的营业成本中，直接材料比重占 90%以上，主要是电子、机械领域的通用部件与材料，产品较为成熟，市场基本处于供大于求的状态，价格呈现逐年下降的态势。公司通过对产品的持续更新换代、设计升级，减缓价格下降的速度，从而维持毛利率在较高的水平，我们认为未来公司的毛利率有望稳定在 46%左右。

表 9、营业成本及价格分拆

项目	2007A	2008A	2009A
直接材料比重	89.09%	90.74%	91.59%
其中：打印头比重	32.90%	31.99%	30.65%
切刀比重	22.30%	29.13%	27.96%
直接人工成本	2.74%	2.33%	2.27%
制造费用比重	8.17%	6.93%	6.14%
产品综合价格（元）	1087.08	1133.31	1120.35
产品综合毛利率	46.20%	43.38%	49.64%
其中：国内市场	50.1%	45.3%	52.9%
国外市场	40.6%	39.9%	43.0%

资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

3.5 投资收益保持稳定增长

公司的投资收益主要来自于“山东华菱”和“华菱光电”两家子公司，公司分别持股 30%和 35%，处于相对控股地位。

2007 年-2009 年，“山东华菱”和“华菱光电”合计为公司实现投资净收益分别为 1162.26 万元、1202.18 万元和 1274.54 万元，占公司同期净利润的比例分别为 24.44%、19.84%和 14.80%。

由于“山东华菱”与“华菱光电”是中日合资企业，核心产品主要通过“山东华菱”的日方股东渠道销往全球各地，客户主要集中在日本和欧美，新北洋的采购额仅占子公司销售额的 8%左右。因此我们认为“山东华菱”与“华菱光电”未来的收入增速将与全球的专用打印机市场增速保持一致，保持 4%的稳定增长。

4、公司竞争优势与未来业绩增长点

- **经营模式优势：**从本质上讲，公司围绕着业已形成优势的“核心热打印技术”与“接触式图像感应技术”，拓展的每款终端应用产品，均是公司新的增长亮点，同时，公司核心技术模块化的经营模式有利于公司灵活地把握每款新产品，快速响应市场。
- **发明专利构筑“护城墙”：**打印机市场的技术更新不快，替代技术短期内尚未见到，故发明专利壁垒很高，先进入者构筑起自己的“护城墙”，并随着不断拓展新产品，设置更多的专利保护，叠加了技术门槛，加固了企业的“护城墙”，后进入者愈加难以切入。目前公司共拥有专利 104 项，其中发明专利 8 项、实用新型和外观设计专利 96 项。
- **国内市场—国产替代进口：**国内市场尚处于日本、欧美企业占据绝对领先优势的竞争格局，公司是唯一具备核心技术与大规模生产能力的国内企业，由于具备贴近本土市场、价格便宜、响应速度快等方面的本土优势，未来公司有望通过逐步替换进口产品，提升市场占有率，远超越行业平均增速。
- **国外市场—新颖的“中国制造”：**公司的产品立足中高端，在全球市场与高手过招的时候，“中国制造”的成本优势凸显，与对手同性能的产品相比，公司价格约低 15%，走出了“技术+成本”双核驱动的道路。

5、公司募投项目分析

公司募集资金的使用均围绕“专用打印机”这一主营业务，通过新建生产基地和新增设备迅速扩充生产能力 50 万台/年，其中收据/日志打印机 32 万台、条码/标签打印机产能 6 万台、嵌入式打印机 10 万台、相关产品 2 万台，新增产能将为公司产品销售规模的快速增长提供有力保障。募投项目建设完毕，将增加公司固定资产 2.37 亿元，年折旧金额 878.55 万元，对公司的经营不会造成较大压力。

表 10、募投项目（单位：万元）

序号	项目	总投资	建设期
1	年产 50 万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目	18900	18 个月
2	技术研发中心扩建	8600	18 个月
合计		27500	18 个月

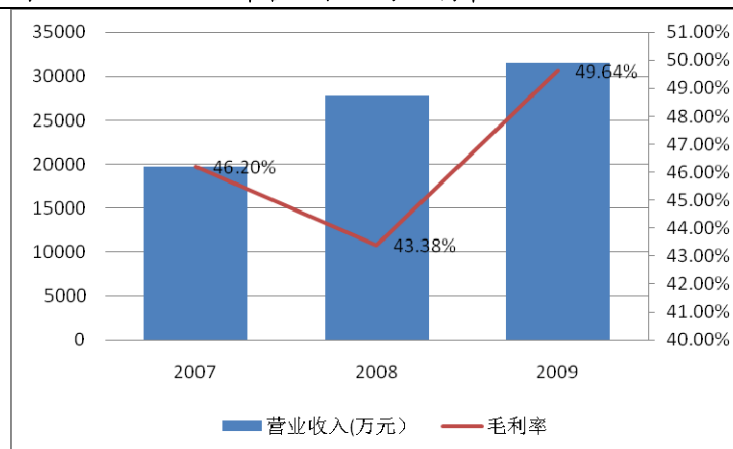
资料来源：招股说明书，兴业证券研发中心

6、财务分析

公司整体财务健康，综合毛利率稳定，并随着产品结构的调整而略有提升，三项

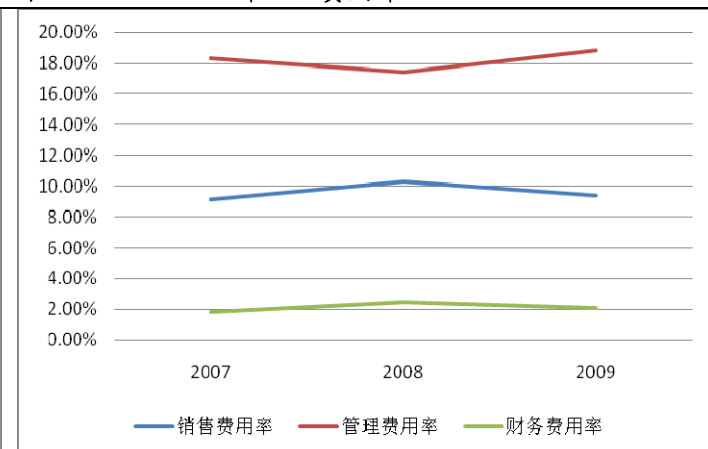
费用率波动幅度不大，由于公司良好的运营模式，存货周转天数在 75 天左右，应收账款周转天数在 70 天左右。

图 11、2007~2009 年营业收入与毛利率



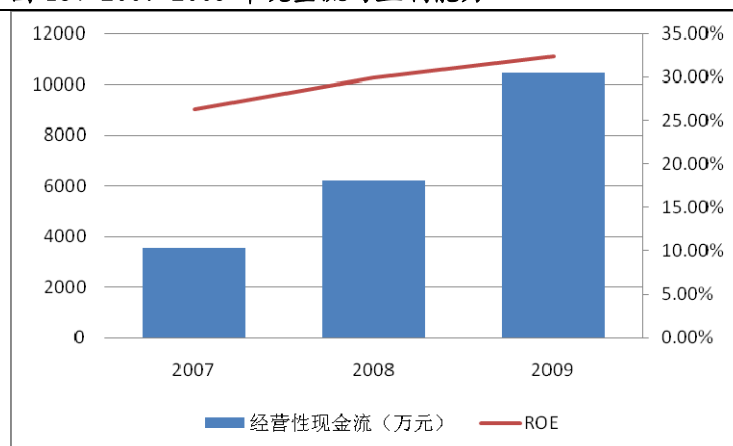
数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

图 12、2007~2009 年三项费用率



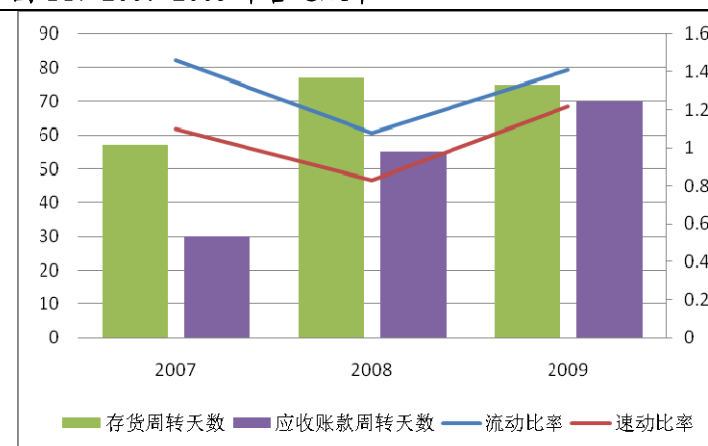
数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

图 13、2007~2009 年现金流与盈利能力



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

图 14、2007~2009 年营运效率



数据来源：招股说明书，兴业证券研发中心整理

7、风险提示

1) 技术风险

专用打印机涉及多项高新技术领域；用户广泛分布于各应用领域，一旦未来公司不能持续跟踪客户需求，不能快速、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) 产能扩张带来的风险

公司募集资金投资项目之一“年产 50 万台专用打印机及相关产品生产基地建设项目”，建成后公司的专用打印机及相关产品的产能将由 2009 年年产 30 万台大幅度增长至 70 万台，未来公司能否继续保持市场销售的持续高速增长，新增产能能否消化存在一定的不确定性。

8、盈利预测与估值

表 11、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	主营业务收入（万元）	11672.24	15687	19782	23986
	同比增长率 %	9.27%	34.40%	26.10%	28.04%
	毛利率 %	42.92%	41.00%	41.00%	41.00%
条码/标签打印机	主营业务收入（万元）	8033.92	14139.70	20043.02	27358.72
	同比增长率 %	100.81%	76.00%	41.75%	36.50%
	毛利率 %	66.78%	62.00%	62.00%	62.00%
嵌入式打印机	主营业务收入（万元）	4056.69	5121.58	6022.98	6964.97
	同比增长率 %	-25.60%	26.25%	17.60%	15.64%
	毛利率 %	58.08%	56.00%	56.00%	56.00%
相关产品	主营业务收入（万元）	6227.38	10110.84	14168.89	19535.65
	同比增长率 %	-6.39%	62.36%	40.14%	37.88%
	毛利率 %	37.93%	35.00%	35.00%	35.00%
营业费用 /主营业务收入 %		9.40%	8.41%	8.52%	8.72%
管理费用 /主营业务收入 %		18.84%	17.11%	16.70%	16.46%
财务费用 /主营业务收入 %		2.10%	-1.65%	-3.46%	-2.98%

数据来源：兴业证券研发中心

表 12、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	315	451	600	778
增长率 %	13.4%	43.1%	33.2%	29.7%
营业利润（百万元）	71	117	166	207
增长率 %	56.1%	65.6%	42.0%	24.5%
净利润（百万元）	86	136	191	240
增长率 %	41.8%	59.1%	40.2%	25.7%
最新摊薄每股收益（元）	0.57	0.91	1.27	1.60
每股净资产（元）	1.76	7.96	9.23	10.83
动态市盈率（倍）	59.4	37.4	26.6	21.2
市净率（倍）	19.2	4.3	3.7	3.1

数据来源：兴业证券研发中心

公司的愿景是立足于专用打印机产品制造和服务这一核心业务，提高国内外市场占有率，主导产品的世界市场占有率达到 10%以上，发展成为中国第一品牌、世界知名的专用打印产品制造和服务商。公司已经从“丰富的产品线、快速的定制化开发、快速的供货、快速的技术支持和售后服务”多方面为实现战略目标做好了准备。

公司的业绩将在未来三年加速释放，我们预计公司 2010 年和 2011 年的收入分别为 4.51 亿元和 6 亿元，净利润分别为 1.37 亿元和 1.92 亿元，每股收益分别为 0.91 元和 1.27 元，对应的动态 PE 为 37 倍和 27 倍，我们首次给予长期“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	233	983	984	1232
货币资金	123	815	765	948
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	70	100	133	173
其他应收款	3	4	5	7
存货	33	53	67	88
非流动资产	296	516	708	736
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	78	82	86	91
投资性房地产	7	7	7	7
固定资产	56	219	374	379
在建工程	52	52	51	26
油气资产	0	0	0	0
无形资产	94	131	172	212
资产总计	529	1499	1692	1969
流动负债	165	205	206	241
短期借款	60	60	60	60
应付票据	0	0	0	0
应付账款	52	68	92	120
其他	54	77	55	61
非流动负债	96	96	96	96
长期借款	96	96	96	96
其他	0	0	0	0
负债合计	261	301	302	337
股本	112	150	150	150
资本公积	3	780	780	780
未分配利润	111	224	415	655
少数股东权益	4	5	6	7
股东权益合计	268	1198	1390	1631
负债及权益合计	529	1499	1692	1969

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	86	136	191	240
折旧和摊销	0	7	16	20
资产减值准备	1	2	2	3
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-7	-21	-23
投资损失	-13	-13	-14	-14
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	-23	22	54	35
经营活动产生现金流量	103	90	130	190
投资活动产生现金流量	-84	-198	-201	-30
融资活动产生现金流量	74	800	21	23
现金净变动	93	692	-50	183
现金的期初余额	48	123	815	765
现金的期末余额	141	815	765	948

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	315	451	600	778
营业成本	159	235	311	403
营业税金及附加	3	3	4	6
销售费用	30	38	51	69
管理费用	59	77	100	130
财务费用	7	-7	-21	-23
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	13	13	14	14
营业利润	71	117	166	207
营业外收入	24	35	46	60
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	95	151	212	266
所得税	9	14	20	25
净利润	86	137	192	242
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	86	136	191	240
EPS (元)	0.57	0.91	1.27	1.60

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.4%	43.1%	33.2%	29.7%
营业利润增长率	56.1%	65.6%	42.0%	24.5%
净利润增长率	41.8%	59.1%	40.2%	25.7%
盈利能力(%)				
毛利率	49.6%	47.9%	48.1%	48.2%
净利率	27.2%	30.2%	31.8%	30.8%
ROE	32.4%	11.4%	13.8%	14.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.3%	20.1%	17.9%	17.1%
流动比率	1.41	4.79	4.77	5.11
速动比率	1.22	4.53	4.44	4.75
营运能力(次)				
资产周转率	72.8%	44.4%	37.6%	42.5%
应收帐款周转率	488.1%	496.5%	481.8%	476.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.57	0.91	1.27	1.60
每股经营现金	0.70	0.60	0.87	1.27
每股净资产	1.76	7.96	9.23	10.83
估值比率(倍)				
PE	59.4	37.4	26.6	21.2
PB	19.2	4.3	3.7	3.1

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戥	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。