

驶向辽阔的蓝海

新北洋产品开发路线图解析

报告关键点:

- 国内最大的专用打印机企业,也是该领域唯一全面掌握核心技术的民族企业
- 高铁车票打印机独家供应商,受益于高铁大规模投资建设,尽享高铁东风
- “蓝海战略”形成可持续发展的梯队化产品布局,盈利增长点源源不断

报告摘要:

- 公司是唯一全面掌握专用打印机核心技术的民族企业,创造了多个“第一”:中国第一支“热打印头”,打破了国外的技术封锁和垄断;世界第一台“具有声光提示功能的收据/日志打印机、扫描打印一体机”;中国第一台“条码/标签打印机、高端热式收据/日志打印机、可防水的收据/日志打印机”等等。
- 专利布局形成细分领域中的技术垄断。公司是国内在专用打印机领域拥有专利技术数量最多的企业,共拥有专利113项,其中发明专利9项。全面系统的专利布局所构建的高技术壁垒,巩固了公司在国内专业打印机领域的优势地位。
- 高铁车票打印机独家供应商,尽享高铁东风。公司今年还推出了新一代高铁自助售票系统,将继续受益于高铁大规模投资建设。公司在国内铁路客票、邮政、高铁等中高端专业打印机领域,以60%、90%、100%的市场占有率稳居第一。
- “蓝海战略”的重要步骤:向金融领域挺进。公司使用超募资金9,780万元实施“金融设备研发、中试生产项目”,重点研发金融设备中的纸币及支票处理两大系列产品,该项目的建成将打破国外技术垄断,提升公司在金融设备领域的核心竞争力,项目的前景非常广阔。
- “蓝海”开发路线图现已拓展到诸多新的应用领域。公司已开发出道路交通违法行为集中处罚服务平台、身份证卡专用复印机、电信自助服务终端、体彩自助销售机、医院化验单自助提取设备等等。
- 盈利预测与估值。预计公司2010、2011、2012年收入增长率为45.18%、52.03%和58.29%,净利润分别同比增长50.84%、44.9%和39.91%,对应2010、2011、2012年EPS分别为0.86、1.25和1.74元,给予公司2011年40倍PE,目标价50元,首次给予“增持-A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	277.6	314.9	457.2	695.0	1,100.2
Growth(%)	40.7%	13.4%	45.2%	52.0%	58.3%
净利润	60.4	85.6	129.1	187.1	261.7
Growth(%)	26.9%	41.8%	50.8%	44.9%	39.9%
毛利率(%)	43.4%	49.6%	52.3%	53.0%	52.0%
净利润率(%)	21.7%	27.2%	28.2%	26.9%	23.8%
每股收益(元)	0.40	0.57	0.86	1.25	1.74
每股净资产(元)	1.37	1.79	8.41	9.40	10.80
市盈率	79.5	56.1	37.2	25.7	18.3
市净率	23.4	17.9	3.8	3.4	3.0
净资产收益率(%)	29.5%	32.1%	10.2%	13.3%	16.2%
ROIC(%)	41.3%	43.0%	45.5%	57.6%	75.9%
EV/EBITDA	64.4	44.4	29.2	20.1	13.5
股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%

评级:

增持-A

目标价格:

50.00 元

期限: 3 个月

现价: 40.85 元

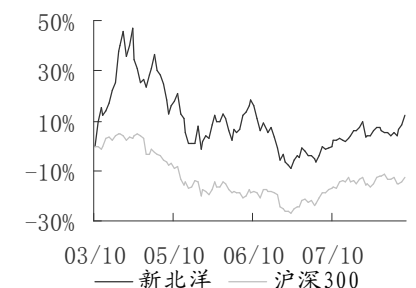
报告日期:

2010-08-31

市场数据

总市值(百万元)	5,748.00
流通市值(百万元)	1,456.16
总股本(百万股)	150.00
流通股本(百万股)	38.00
12个月最高/最低	31.52/54.99 元
十大流通股东(%)	27.91%
股东户数	14,701

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	8.52	0.82	8.98
绝对收益	10.13	5.93	11.97

研究员

侯利

行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

证书编号

S1450209070220

胡又文

助理行业分析师

021-68766271

huyw@essence.com.cn

证书编号

S1450110070333

前期研究成果

新北洋: 稳定增长的国内专用打印机龙头

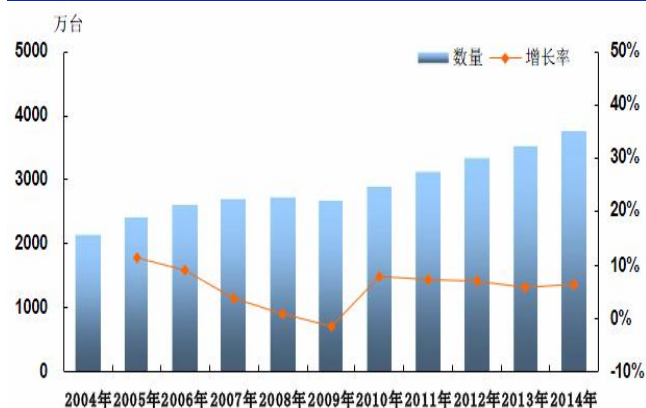
2010-03-10

公司是目前国内最大的专用打印机企业，而且是我国专用打印机领域唯一全面掌握核心技术的民族企业。公司开发的中国第一支“热打印头”，打破了国外的技术封锁和垄断。公司还成功开发出了世界第一台“具有声光提示功能的收据/日志打印机、可适应多种纸张宽度的收据/日志打印机、扫描打印一体机”，中国第一台“条码/标签打印机、嵌入式打印机、高端热式收据/日志打印机、易上纸针式收据/日志打印机、可防水的收据/日志打印机、具有单页多页容纸功能的高端嵌入式打印机”。

专用打印机行业规模并不大，增长也比较一般。但公司决策层发展思路清晰，战略定位准确，一方面，通过专利布局来最大化的发挥专利技术优势，做大做强主业，另一方面，实施“蓝海战略”，寻找具有市场前景的新兴产品和技术突破点，不断拓展新应用领域，开发新的市场空间。

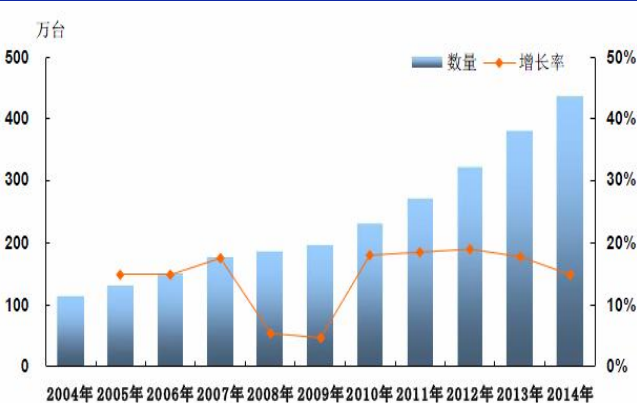
公司就是凭籍这两大战略，从小小的专业打印机起步，终于演绎出了应用空间持续扩大，盈利增长点层出不穷的有声有色的大篇章。

图 1 2004-2014 年全球专用打印机市场销量和预测



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 2 2004-2014 年我国专用打印机市场销量和预测



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1. 专利布局，最大化地发挥核心技术优势

公司高度重视自主知识产权相关工作，制定了专利检索与申请的专业化流程，还制定了《专利奖励办法》，专门用于奖励在专利申请、专利成果转化、专利管理等方面的工作中做出贡献的员工。

公司围绕自主掌握的专业打印机一系列核心技术及其专利，进行完整的专利布局。截至2010年6月30日，公司共拥有专利113项，其中发明专利9项，公司正在申请并受理的专利共141项，其中发明专利113项。公司是国内在专用打印领域拥有专利技术数量最多的企业。

全面、系统、严密的专利布局所形成的专利壁垒，使公司核心技术优势的发挥实现了最大化。这种在细分领域中的技术垄断，保证了公司产品50%以上的高毛利率，不但巩固了公司在国内专业打印机领域的优势地位，并且有力地推动了市场的进一步开拓，目前公司是铁路系统最大的客票打印机供应商，也是中国铁路行包公司、中国邮政系统标签打印机的主要供应商。

2. 主营业务：发挥优势做大做强

公司所属行业为专用打印机行业。专用打印机区别于一般办公和家庭用打印机，主要为电子化、自动识别等设备和应用系统提供信息输出所需的打印服务。公司产品主要包括收据/日志打印机、条码/标签打印机、嵌入式打印机及相关产品，产品涵盖了多种类型，适用于众多应用领域。

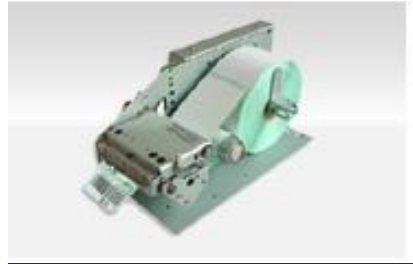
图 3 收据/日志打印机



图 4 条码/标签打印机



图 5 嵌入式打印机



数据来源：安信证券研究中心

表一 公司主营产品主要应用领域

主要产品	用途	应 用 领 域
收据/日志打印机	打印交易清单、结算凭证、发票、存根等	商场、超市、便利店等购物小票、餐饮酒店消费清单，医院挂号、取药及日消费清单、证券交割单等
条码/标签打印机	大量快速打印不干胶标签、PET 标签、吊牌、登机牌、客票等	火车、汽车、轮船等客票、铁路、民航、邮政等行包袋牌，商品条码标签、服装吊牌、水洗唛、药品标签、各种发票等
嵌入式打印机	具有票据或条码打印功能，作为模块嵌入到终端设备中使用	ATM、查询机、缴费机、排队机等金融机具内嵌的清单/发票打印模块，电子秤内嵌的标签打印模块，彩票投注机内嵌的彩票打印模块，自助存包机内嵌的小票打印模块，各种仪器仪表、医疗设备内嵌的输出信息打印模块等

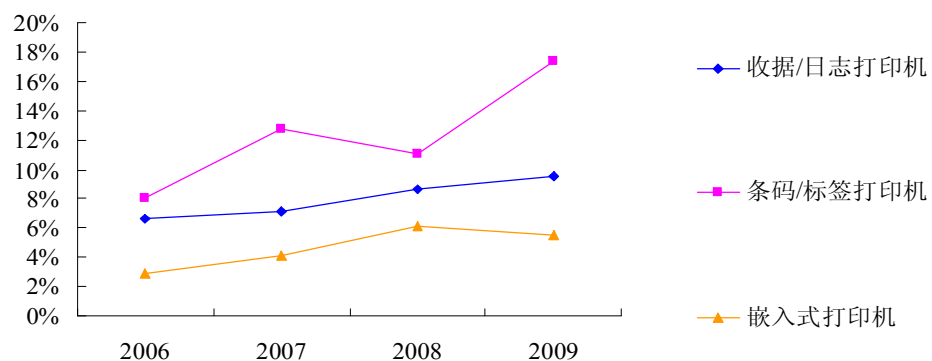
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.1. 强化国内市场优势地位

在国内市场，公司采取的策略主要是进口替代，即在高端产品市场积极替代高附加值、高成长性的国外进口产品；同时积极挖掘和满足国内高中端产品的潜在市场需求。

由于专业打印机行业存在明显的品牌效应，国际一流企业往往凭借其多年来的良好商誉树立了一道天然的壁垒。公司在品牌建设等方面同国外知名企业的综合竞争力相比尚有不足。但是公司凭借自主掌握的核心技术优势和公司产品价格较国外同类知名品牌产品低15%左右的性价比优势，积极主动开展对大客户的营销和对渠道市场的开拓，使公司产品在国内市场占有率逐年提升，其迅猛的发展态势已经引起了EPSON等国际巨头的重视。

图6 2006-2009年公司主要产品国内市场占有率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司在细分市场的优势地位日益强化，在部分领域甚至处于相对垄断地位。目前公司在国内铁路客票、邮政、高铁等中高端专业打印机领域，以60%、90%、100%的市场占有率稳居第一；公司在餐饮行业收据打印机市场也已经成功的打破国外产品的垄断地位。

2.2. 独家垄断，尽享高铁东风

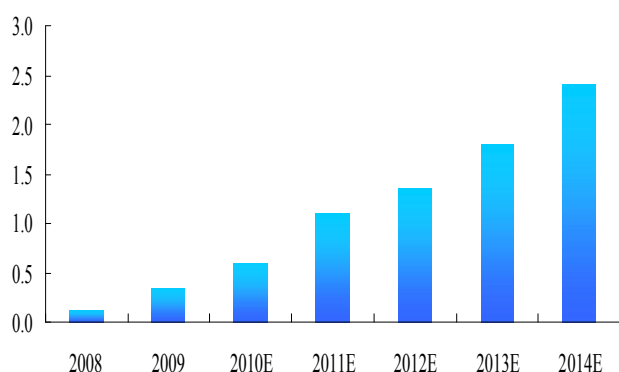
2.2.1. 高铁车票打印机独家供应商

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%，并被指定为中国铁路行包公司唯一标签打印机供应商。2008年公司成为国家高速铁路和城际铁路专用磁编码客票打印机唯一供应商。

公司上半年收入同比增长53.12%，净利润同比增长69.43%。其中，与高铁建设相关的产品高铁车票打印机和高铁自助售票机等产品为公司上半年收入贡献了近20%。

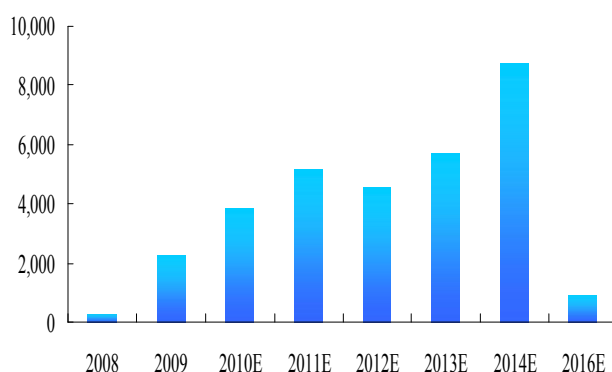
铁道部提供的数据显示，目前，中国大陆投入运营的高速铁路已达 6,920 公里。根据 2008 年调整的《中长期铁路网规划》，2020 年，中国新建高速铁路将达到 1.6 万公里。我们预计，下半年高铁规划可能再次上调。这主要是因为目前地方政府的积极性较高、多元化投资已初具规模、十二五将提前完成原来的中长期规划。考虑到目前高铁建设进程，与原来规划的 1.6 万公里客运专线相比，我们预计其上调幅度有可能在 50%以上，超过 2.4 万公里。

图7 高铁线路里程预测（单位：万公里）



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

图8 高铁投资规模预测（单位：亿元）



数据来源：铁道部，安信证券研究中心

公司作为铁道部高铁车票打印机独家供应商，未来将继续受益于高铁的大规模投资建设，尽享高铁东风。

2.2.2. 高铁自助售票系统：新的盈利增长点

为适应高速铁路运作需求，高铁车站均新建高铁自动售检票系统，推行自助售票方式。从京津城际开始，到最近新开通的沪宁高铁，都推行了自助售票方式，极大地方便了旅客。高铁自动售检票系统的未来市场发展空间巨大。

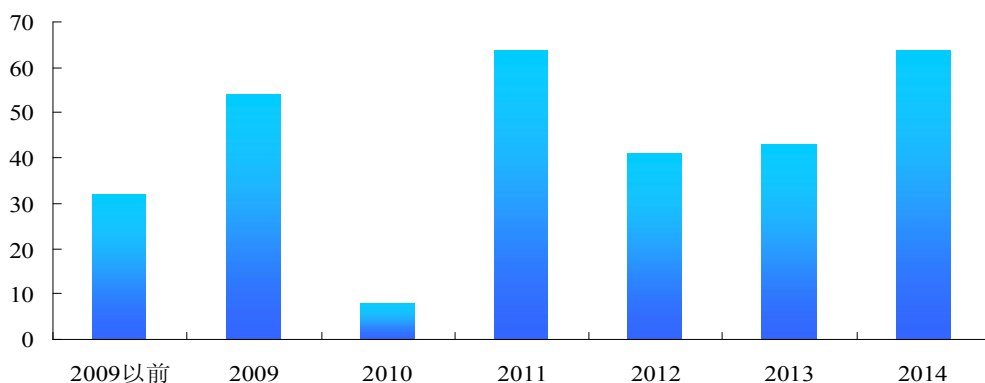
图9 南京火车站启用沪宁高铁自动售票系统



数据来源：新华网

根据我们的统计，到2014年全国将建成超过300个高铁车站。按平均每个车站配备10台自动售票机来计算（实际的数量可能远不止10台，目前南京站安装了30台，北京南站现有39台），则全国高铁自动售票机的需求超过3000台。据我们了解，高铁自动售票机单价在10万到20万元之间，总投资规模将超过30亿元。

图 10 2009-2014 年高铁客运站竣工数量



数据来源：安信证券研究中心

目前国内企业中只有公司和广电运通获得高铁自动售检票系统供应商资格。公司今年推出了新一代的高铁自助售票系统，为适应今后火车票可能推行实名制的需要，设有二代身份证感应区。目前市场推广进度良好。

我们认为，随着高铁建设的不断推进，以及自助售检票模式逐渐得到认可，高铁自助售票系统推广速度将逐步加快，高铁自动售检票系统的市场空间巨大。公司这一块业务将构成新的盈利增长点。再加上公司自主研发生产的高速铁路嵌入式客票打印机芯等产品，我们预计2010-2014年公司高铁相关业务收入的增长率将超过60%。

2.3. 积极拓展海外市场

在海外市场，公司一方面继续扩大现有产品的销售规模，提高全球市场占有率，另一方面积极推动与国外知名系统集成商的合作，不断提升产品技术层次，实现产品由中端向高端的发展。

公司通过控股子公司荷兰东方在欧洲地区掌控了60余家分销商的经销网络商；目前公司产品已远销到全球20几个国家和地区，2007-2009年出口销量年均涨幅超过30%。另外，公司与欧洲排名第一、世界第三大的POS系统集成商Wincor Nixdorf建立ODM开发合作关系，近期双方合作开发新一代的高端收据/日志打印机已通过其内部测试。公司还与美国三大POS硬件批发商之一的CRS公司达成长期经销协议，签约不到一年即销售收据/日志打印机过万台。

据我们了解，除了美国CRS、德国Wincor Nixdorf、法国CSI、澳大利亚Gravity、韩国NICO等战略合作伙伴之外。公司正在与多家国际知名的系统集成商洽谈合作事宜。

此外，公司也在积极探索新的海外市场拓展模式。针对部分国家整机产品进口关税高的特点，公司正在积极寻找当地合作伙伴，由公司输出技术与整机关键部件，合作伙伴建厂组装、销售。目前，公司已经与巴西ELGIN公司进行了前期接洽，如该市场拓展模式实施成功，可进一步有效降低产品综合成本，缩短供货周期，极大地提高产品的市场竞争力，同时，也将为公司今后的海外市场拓展积累新的成功经验。

3. 蓝海战略：向金融设备领域挺进

公司在继续扩大现有产品的销售规模，努力做大做强现有主营业务的同时，采用“蓝海战略”，积极寻找具有市场前景的新兴产品和技术突破点，开辟新的应用领域，开发新的产品市场。

8月19日公司公告使用超募资金9,780万元实施“金融设备研发、中试生产项目”。就是

公司向金融设备领域挺进的一项重要的战略性布局。该项目重点研发金融设备中的纸币及支票处理两大系列产品。该项目的建成将打破国外技术垄断，提升公司在金融设备领域的核心竞争力，项目的前景非常广阔。

图 11 支票处理设备



数据来源：安信证券研究中心

图 12 纸币处理设备



数据来源：安信证券研究中心

3.1. 支票处理设备

在支票处理设备方面：该项目主要对支票扫描仪、支票扫描与其它功能复合的集成设备等技术进行研究和产品开发，并实现专业/商业级支票扫描仪、混合打印机等系列产品中试生产。

由于研发、投资及运营成本过高等原因，国际知名的支票处理设备制造商纷纷将研发和制造向国外转移。而目前支票处理设备关键技术和产品生产均被国外企业所垄断，在国内基本上是空白。在这种背景下，公司迎来难得的发展机遇。得益于公司在专用扫描、识币器技术研究方面的优势以及在专用打印机领域领先的综合实力，2010年2月全球知名金融设备制造商BPS与公司就支票处理设备产品开发与生产签署了战略合作协议。

BPS是美国最大的支票扫描仪厂商，占据了美国支票扫描仪市场70%的份额。据专业研究机构Celent预计，2010年美国支票扫描仪需求量在150万左右，那么BPS的支票扫描仪销量将超过100万台。按照公司承担BPS 80%的生产任务来测算（据我们了解，BPS计划在3-5年内逐步将大部分支票处理设备的研发和生产交给公司），以目前公司提供给BPS每台200-500美的交货价计，公司这块业务的潜在收入就将超过2亿美金。

需要特别提及的是，原本BPS只是打算在全球范围内寻找代工的生产商，但公司凭借强大的研发实力打动了BPS管理层。BPS遂决定将研发与生产一同交给公司。公司目前还在与其他几家跨国公司洽谈合作事宜。

据我们了解，上半年，公司的支票扫描仪已经小规模量产，收入大概在几百万美元。未来这块业务将逐步放量，前景非常光明！

3.2. 纸币处理设备

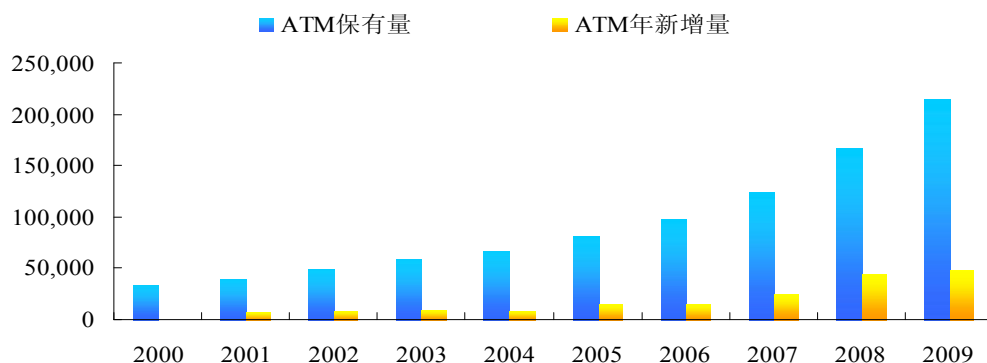
该项目主要对识币器、出币器、钱箱模块、智能钱箱等技术进行研究和产品开发，实现多功能识币器、自助缴费识币器系列产品的中试生产。

识币器、出币器、钱箱模块主要应用于金融、交通、电信、商业流通等行业诸如自助缴费机、自动柜员机、自动存取款机、自动售票机（高铁、地铁）等各种设备之中。每安装一台这类设备，就需要安装一套相应的识币器、出币器和钱箱模块。

识币器、出币器和钱箱模块在中国拥有巨大市场潜力。我们以识币器、出币器和钱箱模块在自动柜员机(ATM)中的应用为例：根据英国零售银行研究公司(Retail Banking Research)的资料分析，截止到2009年8月底，全球ATM保有量在210万台左右，预计到2015年这个数字将达到300万，中国将是全球ATM新增最多的国家。另据RBR分析，中国已经超过日本成为全球ATM第二大市场。在过去的四年里，中国的ATM保有量

翻了不止一倍，但是目前中国每百万人口ATM保有量仍不及全球平均水平的一半。

图 13 2000-2009 年中国联网 ATM 机保有量及新增量情况



数据来源：安信证券研究中心

据我们了解，目前中国的识币器、出币器、钱箱模块的研发与生产方面基本上是空白。因此该项目对于打破国外技术垄断具有重要意义。目前国内只有广电运通有相似产品处于研发阶段，但尚未取得实质性突破。公司的产品技术上则已经成熟，只是还需要取得国际上的认证，离商业化量产有一定时间。

公司的这个产品未来将主要和国外厂商竞争。鉴于其成本优势，我们非常看好这个产品的市场前景。我们认为这项业务将成为公司重要的盈利增长点。

4. 驶向蓝海：新领域开发路线图

公司的蓝海战略非常清晰明确：就是以公司专利技术优势为基础，瞄准蓝海，提前发掘市场潜在的新需求，制定明确具体的产品开发路线图，持续不断地研发和推出新产品，持续不断地延伸和开辟新的应用领域，形成可持续发展的梯队化产品布局，确保公司未来发展储备丰厚，新的盈利增长点源源不断，使公司在市场竞争中后劲十足。

在实施蓝海战略的进程中，公司决策层显示出了敏锐的市场洞察力和卓越的创新能力。例如，针对我国大多数餐馆饭店的厨房环境比较嘈杂、油烟粉尘较多的特点，公司创造性地推出了带报警装置的收据/日志打印机，推出了国内第一台带防水设计的收据/日志打印机。为解决彩票的重复兑奖问题，成功开发出世界第一台扫描打印一体机。该扫描打印一体功能，已经成为国内新一代彩票投注机的标准配置。

目前，公司产品新应用领域的“蓝海”开发路线图已扩展到：

4.1. 交通管理领域

公司今年新推出“道路交通违法行为集中式处罚服务平台”，主要安放于交警大队、车管所，便于市民缴纳交通罚款。

图 14 公司今年新推出“道路交通违法行为集中式处罚服务平台”



数据来源：安信证券研究中心

在中国，交通违法行为有三类，第一类是电子警察拍摄下来的交通违法行为；二是交警对于闯红灯、违章停车等行为现场开具的纸罚单；三是碰到酒后驾车、超载超速、伪造牌照等严重交通违法行为，民警会开具交通违法行为通知书。前两种情况，占到所有交通违法行为的 80% 左右。如果遇到这两种情况，车主只需要保管好罚单，直接拿着就能去交警大队缴纳罚款。而对于第三种情况，车主必须先到交警大队开具交通违法行为处罚决定书，拿上处罚决定书再缴纳罚款。

虽然目前有部分城市，如北京、上海、西安等，对于前两种交通违法行为，已经开始推行银行网点缴款或网上缴款。但鉴于交警大队仍是交通违章处理不可或缺的一个环节，同时，为了树立交管部门亲民爱民的良好形象，各地的公安局采购“道路交通违法行为集中式处罚服务平台”的动力依然非常大。

目前该产品的推广情况较好，威海市各交警大队已经采购了近百台，山东省其他城市也正在洽谈中，其他省份如吉林也已经开始试点。

据我们了解，该产品每台售价非常高，其毛利率也高于一般的自助设备。截至 2008 年底，全国和威海相当的地级市有 28 个，我们按照 200-400 万人口地级市配备 100 台，400 万人口以上大城市配备 500 台，100-200 万人口地级市配备 50 台，50-100 万人口中小城市配备 20 台进行推算，则该产品的市场容量将超过 15000 台。

表二 道路交通违法行为集中式处罚服务平台市场容量测算

	数量(个)	设备需求(台)	市场容量(台)
400 万人口以上的城市	13	500	6500
200-400 万人口的城市	28	100	2800
100-200 万人口的城市	81	50	4050
50-100 万人口的城市	110	20	2200
合计	232	660	15550

数据来源：CEIC，安信证券研究中心

4.2. 身份证管理领域

公司于 2009 年推出的“全球首创”身份证卡专用复印机，可有效解决二代身份证双面复印造成的浪费问题。使用者只需把身份证插入这种复印机顶端的插槽，8 秒钟后，机器就会“吐”出身份证正反两面的复印件。如果插入的是一代身份证，则会自动复印具有有效信息的一面。复印件的大小基本和身份证原件相同，非常清晰且方便携带。

图 16 公司于 2009 年推出的“全球首创”身份证卡专用复印机



数据来源：安信证券研究中心

身份证卡专用复印机比现有复印机提高工作效率 10 倍以上，可降低复印成本 70% 以上。按全国 20% 人口每年每人复印身份证 2 次计算，使用该产品每年可节约纸张 1888 吨、木材 4720 立方米、水 18.88 万吨、电 377.6 千瓦时，同时还可减少大量的二氧化碳和化学需氧量排放。

目前中国的电信营业厅总量在46万左右，银行营业网点接近20万个，证券营业部超过4000个。据我们估算，如果上述地方都至少安装一台身份证卡专用复印机，按单价2500元计算，市场容量接近20亿元。

表三 身份证卡专用复印机市场容量测算

	数量（万个）	市场容量（亿元）
三大运营商营业厅	46	11.5
银行营业网点	19.76	5
证券营业部	0.41	1
合计	66.17	16.5

数据来源：安信证券研究中心

据我们了解，该产品的市场推广进度比较顺利，部分银行网点和电信营业厅都有采购。上半年实现收入超过百万元。

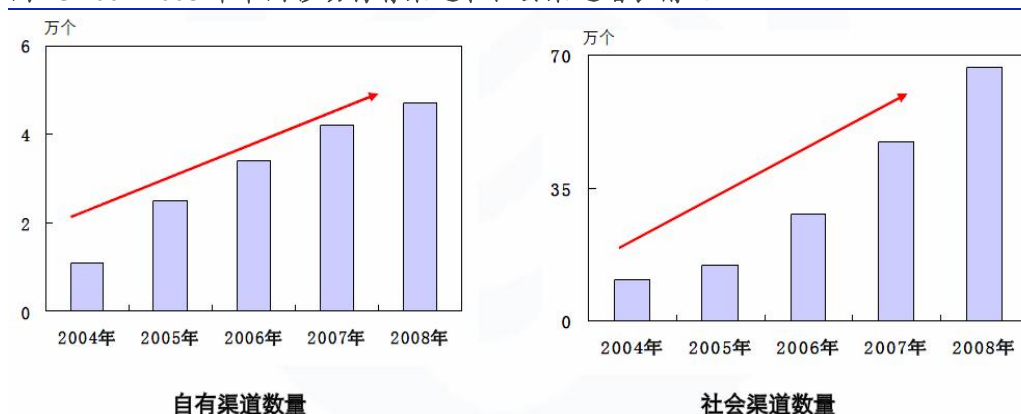
4.3. 自助设备领域

公司决策层看好并全力进入的另一个前景广阔的“蓝海”，是各行各业的自助服务设备领域。

公司控股子公司诺恩开创在 2008 年中国移动营业厅自助服务终端集中招标中，拿到了 7% 的份额。

诺恩开创主要是为通信等行业应用提供自助服务解决方案，包括电信自助服务终端。据统计，截至 2009 年年底，三大电信运营商共有自营营业厅约 11 万个、社会合作营业厅约 35 万个。我们按照自营营业厅配置 3 台、合作营业厅配置 1 台估算，自助服务设备的市场容量约为 28 万台。而目前电信行业中高端自助服务终端约为 3.9 万台，现阶段饱和率低于 10%。所以，未来十年是电信行业自助服务终端发展的黄金十年。

图 15 2004-2008 年中国移动自有渠道和社会渠道增长情况



数据来源：中国移动，安信证券研究中心

电信自助服务终端以每台10000元计算，则市场容量接近70亿元。我们按照诺恩开创7%的占有率来测算，将为公司带来5亿元左右的收入。

表四 电信营业厅自助服务设备市场容量测算

	数量（万个）	自助设备需求（万台）	市场容量（亿元）
自营营业厅	11	33	33
合作营业厅	35	35	35
合计	46	68	68

数据来源：安信证券研究中心

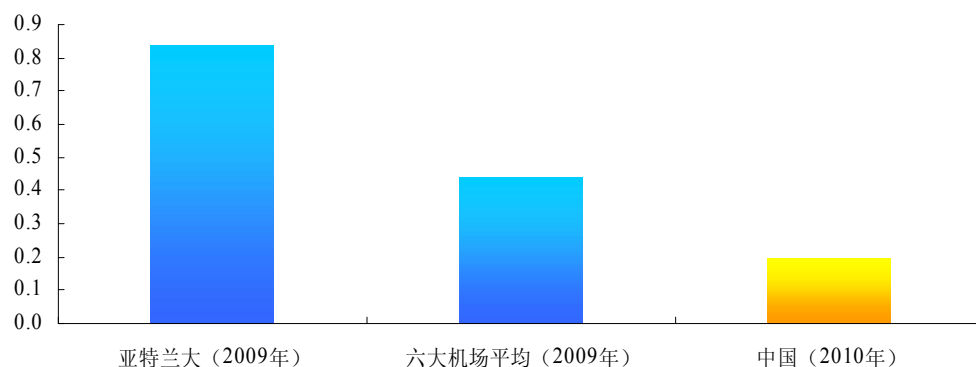
公司的自助设备产品开发还进一步延伸到体彩，医疗等领域，先后推出了体彩自助销售机、医院化验单自助提取设备等等。

我们对公司开发的广泛应用于各行各业的自助设备十分看好。因为，随着我国劳动力日益紧缺，人力成本不断上升，使用先进的自助设备代替重复的、低附加值的人工劳动，将成为未来各行业发展的必然趋势。

我们以航空业为例，法国航空电讯集团（SITA）一年一度的《全球机场IT趋势调查》显示，全球机场持续增加在IT设备和服务方面投入，目前已有63%的机场拥有自助值机服务亭，2012年将上升到90%。

SITA还对全球六大机场（美国亚特兰大哈兹菲尔德-杰克逊机场，印度孟买国际机场，法国巴黎戴高乐机场，俄罗斯莫斯科多莫德多夫机场，巴西圣保罗机场，南非约翰内斯堡机场）的自助值机使用率情况进行了调查。结果显示，在全球最繁忙的亚特兰大机场，2009年自助值机服务的使用率高达83.8%，六大机场的平均值为44%。而在中国，国航预计2010年自助值机的使用率达到20%。

图 17 部分国家、地区机场自助值机使用率情况



数据来源：SITA，安信证券研究中心

从航空业的例子可以看出，自助设备在中国的发展空间巨大。公司凭借其在铁路、邮政、通信等领域的领先地位以及过硬的技术实力，未来一定能在自助设备的“蓝海”中创造出更多的新的盈利增长点。

5. 盈利预测与估值

我们认为，公司未来的盈利增长将主要来自新产品的布局与发力，新应用领域的开拓和扩展；国内市场份额的提升；海外市场的拓展加快。

关键假设：

1、受益于高铁大规模建设，公司条码/标签打印机产品将保持较快增速，预计 2010-2012 年的增长率分别为 106.00%、80.00%和 68.30%。

2、随着金融设备项目的不断深入和新产品的推出，公司相关应用产品的收入增长率将呈上升趋势，预计 2010-2012 年的增长率分别为 44.00%、71.00%和 94.00%。

表五 盈利预测主要假设

主要产品收入 (百万元)	2009 年	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	116.72	130.85	145.24	159.76
条码/标签打印机	80.34	165.50	297.90	501.36
嵌入式打印机	40.57	51.11	68.95	95.65
相关应用产品	62.27	89.67	153.34	297.49
主要产品 收入增长率	2009 年	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	12.10%	11.00%	10.00%	9.00%
条码/标签打印机	100.81%	106.00%	80.00%	68.30%
嵌入式打印机	-25.60%	26.00%	34.90%	38.71%
相关应用产品	-6.39%	44.00%	71.00%	94.00%
主要产品毛利率	2009 年	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	42.92%	42.92%	42.49%	41.64%
条码/标签打印机	66.78%	68.12%	68.12%	66.07%
嵌入式打印机	58.08%	52.27%	49.14%	47.66%
相关应用产品	37.93%	36.03%	34.95%	34.95%
主要产品 毛利率增长率	2009 年	2010E	2011E	2012E
收据/日志打印机	7.57%	0.00%	-1.00%	-2.00%
条码/标签打印机	11.41%	2.00%	0.00%	-3.00%
嵌入式打印机	-0.55%	-10.00%	-6.00%	-3.00%
相关应用产品	37.58%	-5.00%	-3.00%	0.00%
盈利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	302.12	438.63	666.83	1055.56
同比增长率	13.4%	45.18%	52.03%	58.29%
净利润 (百万元)	85.59	129.10	187.06	261.72
同比增长率	41.79%	50.84%	44.90%	39.91%
毛利率	49.64%	52.28%	52.99%	51.96%
EPS	0.57	0.86	1.25	1.74

数据来源：安信证券研究中心

预计未来 3-5 年内公司每年可以保持 40% 以上的增长率，而金融设备项目的研发投产进度以及其他新产品的推广进度将决定公司业绩能否出现爆发性增长。我们预计公司 2010、2011、2012 年收入增长率为 45.18%、52.03% 和 58.29%，净利润分别同比增长 50.84%、44.9% 和 39.91%，对应 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.86、1.25 和 1.74 元，给予公司 2011 年 40 倍 PE，目标价 50 元，首次给予“增持-A”投资评级。

6. 催化剂和主要风险点

催化剂：高铁投资提速，公司订单增加；新产品陆续投放市场，销量不断提升。

主要风险点：纸币处理设备等新产品的认证存在不确定性

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010/8/31

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	277.6	314.9	457.2	695.0	1,100.2	成长性					
减: 营业成本	157.2	158.6	218.2	326.7	528.5	营业收入增长率	40.7%	13.4%	45.2%	52.0%	58.3%
营业税费	2.1	2.7	3.9	5.9	9.4	营业利润增长率	10.9%	56.1%	65.2%	53.2%	45.0%
销售费用	28.6	29.6	46.2	70.9	113.3	净利润增长率	26.9%	41.8%	50.8%	44.9%	39.9%
管理费用	48.3	59.3	86.9	132.8	211.2	EBITDA 增长率	16.5%	45.3%	62.7%	40.7%	42.2%
财务费用	6.8	6.6	1.9	-6.4	-8.3	EBIT 增长率	17.2%	48.5%	53.5%	45.3%	45.5%
资产减值损失	1.3	1.0	-1.5	2.4	3.9	NOPLAT 增长率	31.8%	37.6%	41.1%	38.6%	40.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.1%	33.3%	9.5%	6.5%	14.9%
投资和汇兑收益	12.0	13.5	15.0	16.0	17.0	净资产增长率	13.2%	30.6%	370.3%	11.9%	14.8%
营业利润	45.2	70.6	116.7	178.7	259.2	利润率					
加: 营业外净收支	21.0	24.2	26.0	28.0	30.0	毛利率	43.4%	49.6%	52.3%	53.0%	52.0%
利润总额	66.2	94.9	142.7	206.7	289.2	营业利润率	16.3%	22.4%	25.5%	25.7%	23.6%
减: 所得税	5.6	8.8	13.6	19.6	27.5	净利润率	21.7%	27.2%	28.2%	26.9%	23.8%
净利润	60.4	85.6	129.1	187.1	261.7	EBITDA/营业收入	20.1%	25.8%	28.9%	26.7%	24.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.7%	24.5%	25.9%	24.8%	22.8%
货币资金	47.7	122.8	1,011.4	1,143.9	1,324.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	73	65	43	27	16
应收帐款	52.5	72.9	74.3	109.0	166.6	流动营业资本周转天数	43	20	18	29	33
应收票据	1.8	3.5	4.8	7.1	11.2	流动资产周转天数	180	214	538	636	478
预付帐款	5.7	1.1	1.1	1.1	1.1	应收帐款周转天数	54	69	57	48	46
存货	33.4	32.5	41.8	60.9	95.6	存货周转天数	43	38	29	27	26
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	397	495	768	782	568
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	245	287	237	168	118
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	73.0	78.2	82.0	85.0	90.0	ROE	29.5%	32.1%	10.2%	13.3%	16.2%
投资性房地产	7.1	6.9	6.6	6.5	6.4	ROA	18.0%	16.3%	9.1%	11.7%	14.0%
固定资产	57.1	55.9	53.8	50.7	46.8	ROIC	41.3%	43.0%	45.5%	57.6%	75.9%
在建工程	3.0	51.6	46.5	41.8	37.6	费用率					
无形资产	48.6	94.0	87.8	82.1	76.7	销售费用率	10.3%	9.4%	10.1%	10.2%	10.3%
其他非流动资产	6.7	9.5	11.0	12.2	13.4	管理费用率	17.4%	18.8%	19.0%	19.1%	19.2%
资产总额	336.5	529.0	1,421.1	1,600.4	1,870.2	财务费用率	2.4%	2.1%	0.4%	-0.9%	-0.8%
短期债务	68.0	59.5	-	-	-	三费/营业收入	30.2%	30.3%	29.5%	28.4%	28.7%
应付帐款	40.5	56.4	78.9	123.5	194.0	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	39.0%	49.3%	11.3%	11.9%	13.4%
其他流动负债	11.5	12.2	12.5	12.8	13.1	负债权益比	63.9%	97.3%	12.7%	13.4%	15.4%
长期借款	1.0	96.0	43.0	28.0	18.0	流动比率	1.08	1.41	9.68	8.18	6.89
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.83	1.22	9.33	7.80	6.48
负债总额	131.2	260.8	160.1	189.7	250.2	利息保障倍数	7.67	11.67	61.60	-27.14	-30.06
少数股东权益	3.4	3.8	3.8	3.8	3.8	分红指标					
股本	112.0	112.0	150.0	150.0	150.0	DPS(元)	-	0.12	0.17	0.25	0.35
留存收益	89.9	152.0	1,107.3	1,256.9	1,466.3	分红比率	0.0%	20.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	205.3	268.2	1,261.0	1,410.7	1,620.1	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.8%	1.1%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	60.6	86.1	129.1	187.1	261.7	EPS(元)	0.40	0.57	0.86	1.25	1.74
加: 折旧和摊销	7.2	8.1	13.5	13.6	13.6	BVPS(元)	1.37	1.79	8.41	9.40	10.80
资产减值准备	1.3	1.0	-1.5	2.4	3.9	PE(X)	79.5	56.1	37.2	25.7	18.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.4	17.9	3.8	3.4	3.0
财务费用	2.9	4.8	6.6	1.9	-6.4	P/FCF	199.8	47.9	-448.9	31.6	23.8
投资收益	-12.0	-13.5	-15.0	-16.0	-17.0	P/S	17.3	15.2	10.5	6.9	4.4
少数股东损益	0.2	0.5	-	-	-	EV/EBITDA	64.4	44.4	29.2	20.1	13.5
营运资金的变动	9.4	42.7	4.4	-14.9	-30.6	PEG(%)	45.6%	44.9%	36.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	62.1	104.4	132.4	165.8	223.3	CAGR(%)	1.7	1.3	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-49.1	-91.7	11.1	12.9	11.9	ROIC/WACC	4.2	4.3	4.6	5.8	7.6
融资活动产生现金流量	-25.6	62.0	749.8	-46.1	-54.0	REP	4.0	2.9	2.7	1.9	1.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008 年加入安信证券销售交易部，2010 年加入安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

潘艳

021-68766516

朱贤

021-68765293

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lyye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034