

2011-04-18

计算机行业

新北洋 002376-SZ

积蓄力量，赢在未来

◇ 事件：公司公布 2010 年报和 2011 年 1 季报

◆2011 年取得开门红，看好全年增长前景

公司发布年报，2010 年营收增长 53.4%，而归属于上市公司股东的净利润仅增长 30.3%。公司净利润增速低于营收增速一方面是由于合并报表范围以及销售结构发生变化，拉低了整体毛利率；另一方面，公司基于长远发展的考虑而加大了渠道拓展力度和研发投入，导致费用率有所上升，从而影响了整体盈利能力。不过，2011 年 1 季度公司经营成果靓丽，收入增长 63.8%，净利润增长 65.8%，主要是受到高铁相关设备收入确认与海外市场快速增长的拉动。我们认为在下游需求强劲的带动下，公司 2011 年收入与利润增速有望均达到 50% 左右。

公司 2010 年利润分配预案为每 10 股转增 10 股并派现金 3 元。

◆多方面加大投入，积蓄未来成长力量

我们认为公司近期进行的多方面投入为未来加速成长积累了力量。公司在 2010 年加大了渠道，尤其是海外渠道的拓展力度，从而为产品的海外销售打下良好基础；与此同时，公司继续增加在技术与产品研发方面的投入，研发投入占收入比重高达 10.8%，从而持续构建核心竞争力；另外，公司还新增诺思开创进入合并报表范围，该公司虽然目前盈利情况较差，但是对其实施控股有利于公司掌控终端客户，增强在自助服务设备领域的实力与发展潜力，符合长远利益。

◆竞争优势将长期保持，与易程合作有利于分享“大交通”行业盛宴

公司掌握热打印和接触式扫描技术两大核心技术，并拥有极富竞争力的开发与管理体系，可以快速响应客户的个性化定制需求，因此公司一直以来不断在核心技术的基础上延伸出新产品和开辟新的应用领域，形成丰富的产品储备。我们认为公司各方面的综合优势很难被竞争对手所模仿与复制，从而保证了长远的竞争能力。而与易程的紧密合作，有利于公司将技术优势转化为市场优势，把握铁路、航空、城轨等“大交通”行业快速增长的机遇。我们认为“大交通”是拉动公司近两年增长的主要动力，而金融设备也将从 2012 年开始为公司增长提供可观增量。

◆维持买入评级和 54.45 元目标价

我们认为，广阔的市场空间和领先的竞争力是公司未来业绩持续增长的保证，我们看好公司的长期发展前景，预计未来两年将保持 40% 的复合增速，维持公司的“买入”评级和目标价 54.45 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	315	483	738	1,057	1,405
营业收入增长率	13.45%	53.39%	52.88%	43.18%	32.88%
净利润（百万元）	86	111	165	227	299
净利润增长率	41.79%	30.27%	48.34%	37.07%	31.78%
EPS（元）	0.57	0.74	1.10	1.51	1.99
ROE	32.37%	9.73%	13.06%	15.80%	18.08%
P/E	73	56	38	28	21
P/B	24	5	5	4	4
EV/EBITDA	67	62	46	31	22

维持

买入

当前价格	41.75 元
目标价格	54.45 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人：

浦俊懿

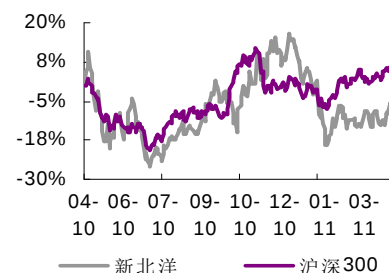
021-22169117

pujunyi@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	150
总市值(百万元)	6,263
流通比例(%)	50.64%
12 个月最高/最低(元)	52.58/31.52
近 3 月日均成交量(百万股)	0.87
主要股东	威海北洋电气集团股份 有限公司

股价表现(12 个月)

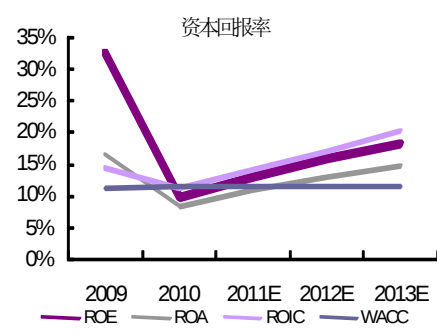
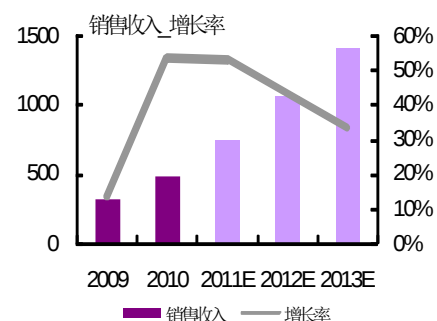
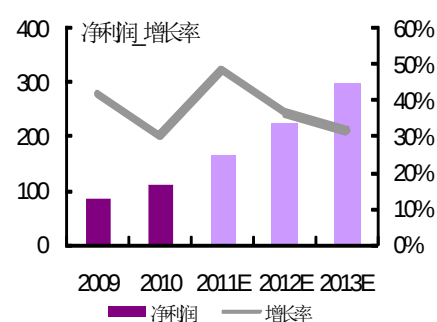
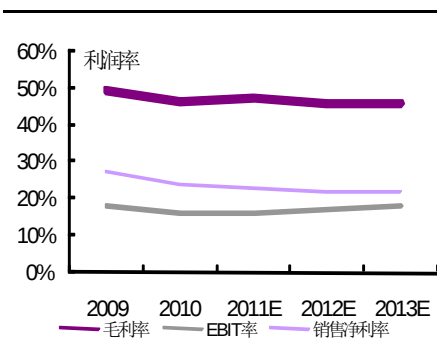


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.01	-10.33	-9.29
绝对收益	3.07	2.62	-9.20

相关报告：

股权激励“普惠中层”，利好公司长期发展
..... 2010-11-09

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	315	483	738	1,057	1,405
营业成本	159	260	390	571	760
折旧和摊销	8	19	6	9	11
营业税费	3	4	6	8	11
销售费用	30	46	71	96	124
管理费用	59	96	143	198	253
财务费用	7	-5	-10	-8	-7
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	13	15	15	18	21
营业利润	71	94	145	207	282
利润总额	95	122	184	258	345
少数股东损益	1	3	3	5	8
归属母公司净利润	85.59	111.49	165.38	226.70	298.74

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	529	1,380	1,530	1,785	2,101
流动资产	233	999	1,129	1,259	1,559
货币资金	123	806	893	923	1,118
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	70	117	140	201	268
应收票据	3	3	7	11	14
其他应收款	3	6	7	11	14
存货	33	56	78	109	137
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	78	73	73	73	73
固定资产	56	96	143	186	227
无形资产	94	92	87	83	79
总负债	261	209	236	319	409
无息负债	105	153	212	295	385
有息负债	156	56	24	24	24
股东权益	268	1,171	1,294	1,467	1,693
股本	112	150	150	150	150
公积金	41	820	836	860	890
未分配利润	111	176	280	425	612
少数股东权益	4	25	27	32	41

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	104	82	170	198	277
净利润	86	111	165	227	299
折旧摊销	8	19	6	9	11
净营运资金增加	-4	176	139	156	135
其他	15	-225	-140	-193	-168
投资活动产生现金流	-92	-63	-15	-116	-7
净资本支出	94	77	30	35	40
长期投资变化	78	73	0	0	0
其他资产变化	-264	-214	-45	-151	-47
融资活动现金流	62	665	-67	-51	-74
股本变化	0	38	0	0	0
债务净变化	87	-100	-32	0	0
无息负债变化	43	48	59	83	90
净现金流	75	683	87	30	195

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.45%	53.39%	52.88%	43.18%	32.88%
净利润增长率	41.79%	30.27%	48.34%	37.07%	31.78%
EBITDA 增长率	61.39%	51.40%	35.23%	50.07%	39.58%
EBIT 增长率	71.81%	39.20%	62.02%	50.39%	40.03%
估值指标					
PE	73	56	38	28	21
PB	24	5	5	4	4
EV/EBITDA	67	62	46	31	22
EV/EBIT	76	77	48	32	23
EV/NOPLAT	83	83	53	36	26
EV/Sales	15	12	8	6	4
EV/IC	12	9	7	6	5
盈利能力 (%)					
毛利率	49.64%	46.24%	47.24%	45.99%	45.89%
EBITDA 率	20.72%	20.45%	17.16%	17.98%	18.89%
EBIT 率	18.15%	16.47%	16.34%	17.16%	18.08%
税前净利润率	30.13%	25.26%	24.86%	24.36%	24.55%
税后净利润率 (归属母公司)	27.18%	23.08%	22.40%	21.44%	21.26%
ROA	16.28%	8.27%	10.98%	12.98%	14.61%
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.37%	9.73%	13.06%	15.80%	18.08%
经营性 ROIC	14.31%	11.15%	14.12%	16.94%	20.06%
偿债能力					
流动比率	1.41	6.87	6.60	4.97	4.54
速动比率	121.56%	648.34%	614.75%	453.73%	413.77%
归属母公司权益/有息债务	1.70	20.50	52.97	59.99	69.09
有形资产/有息债务	2.74	22.86	60.10	70.97	84.35
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.57	0.74	1.10	1.51	1.99
每股红利	0.20	0.30	0.39	0.54	0.72
每股经营现金流	0.70	0.55	1.13	1.32	1.85
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	-1.08	-0.29	-0.11	0.44
每股净资产	1.76	7.64	8.44	9.56	11.01
每股销售收入	2.10	3.22	4.92	7.05	9.37

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

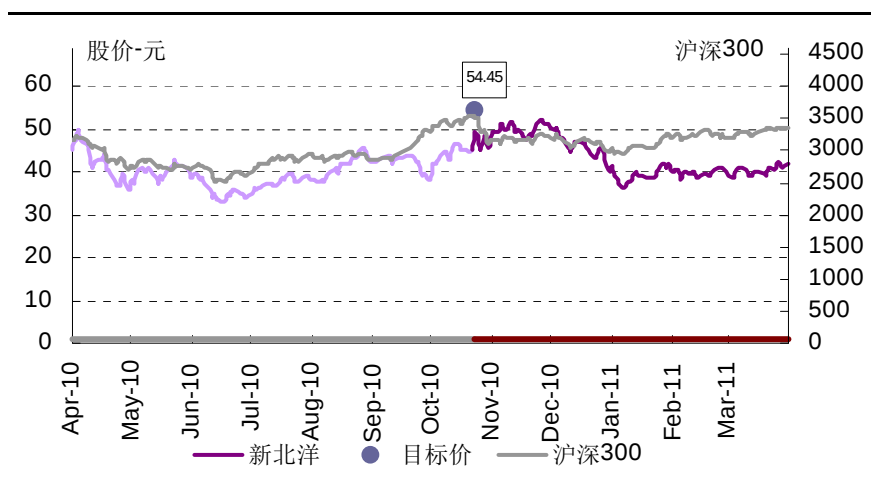
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

新北洋（002376）

分析师：周励谦



日期	股价	目标价	评级
2010-11-09	45.09	54.45	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；

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。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。