

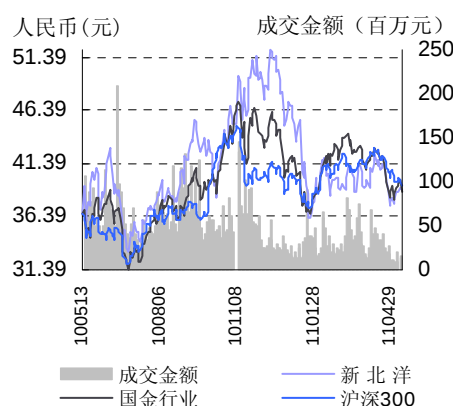
新北洋(002376.SZSZ) 计算机及设备行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 38.86元

目标(人民币): 48.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	75.95
总市值(百万元)	5,829.00
年内股价最高最低(元)	52.10/33.09
沪深300指数	3101.60
中小板指数	6737.28


有人机交互的地方就有新北洋
公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股盈利(元)	0.764	0.743	1.044	1.545	2.356
净利润增长率	41.79%	30.27%	40.44%	48.05%	52.44%
市盈率(倍)	N/A	55.42	39.37	26.59	17.45
净资产收益率	31.19%	9.73%	12.30%	15.72%	19.66%
每股净资产(元)	2.45	7.64	8.48	9.83	11.99
市净率(倍)	N/A	5.39	4.84	4.18	3.43
已上市流通A股(百万股)	N/A	38.00	75.95	75.95	75.95
发行股数(百万股)	112.00	150.00	150.00	150.00	150.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 新北洋作为国内专用打印机的龙头企业, 面临海内外不同行业爆发增长的历史性机遇。市场策略得当, 通过合资、直销、代理、ODM等多种组合方式, 全面提升营销能力; 持续加大研发投入, 复合增长率保持在30%上下, 占营业收入的10%左右。从产品设计、开模到小批量样品生产所需时间不足2个月, 效率处于行业领先水平; 领导层心怀高远、锐意进取、脚踏实地, 借助资本市场, 持续管理改进, 携手IBM, 再造新北洋。
- **参与全球竞争, 保持高速增长。**海外市场是新北洋产品的试金石。公司顺利打入欧洲、北美等地专用打印机市场, 高端产品通过ODM方式, 承接产能; 低端票据/日志打印机具有成本优势, 替代竞争对手的产品。国内市场是公司的主战场, 2010年完成对高铁、金融、物流等行业战略布局, 形成以新北洋为核心的产业生态。预计2014年全球专用打印机市场规模达330亿, 公司未来3到5年将保持40%的增长。
- **“芯”北洋, 打天下:** 公司围绕人机交互界面的自主核心技术CIS(接触式扫描)、TPH(热敏打印), 深入研究行业应用, 不断扩展品类和产品系列, 从专用打印机、到支票扫描仪、身份证双面复印机、纸币识别组件到各种自助设备。产品渗透到各行各业, 方便人们的工作、出行和生活。可以说有人机交互的地方就有新北洋。
- **演绎“Intel Inside”的发展故事:** 牢牢掌握核心技术, 持续加大技术领先优势; 扶植合作伙伴, 占领市场。一言以蔽之: 技术做强, 市场做大, 掌握核心, 占据主动。要逐步建立产业经营思维, 超越局限于产品和生意的经营理念, 利用资本市场, 奠定恒大恒强的战略优势地位, 完成“新北洋”的历史使命。

估值与投资建议

- 公司11-13年摊薄EPS为1.04、1.5和2.3元, 我们给予公司未来8-12个月48元目标价位, 相当46 x 11PE, 32 x 12PE。首次给予买入评级。

风险提示

- 未形成强势品牌, 对渠道的支持力度不足。可能影响公司战略的达成。

易欢欢 联系人

(8621)61038267

yihh@gjzq.com.cn

李伟奇 分析师 SAC执业编号: S1130511030008

内容目录

盈利预测	5
国内专业打印机领导品牌，面临多个行业爆发的历史性机遇	7
海内外市场广阔	7
海外——新品试金石，技术硬碰硬	8
国内——依托战略机遇，培育新兴市场	9
热点行业和战略行业展望	10
高铁机遇	10
培育金融机具市场	11
布局物联网	11
产品结构分析	12
现金牛产品	12
明星产品	14
新北洋——Intel Inside	15
公司核心竞争优势——锐意进取，技术领先	16
产业的竞争格局	16
技术研发及产能分析	17
组合营销策略	18
管理层团结、稳定积极进取	18
心胸高远，携手 IBM 重塑新北洋	19
财务分析	21
估值定价	23
相对估值	23
绝对估值	23
风险提示	23
附录：三张报表预测摘要	24

图表目录

图表 1：销售预测	4
图表 1：新北洋——Intel Inside	6
图表 2：新北洋生态图	6
图表 5：2004-2014 全球专用打印机市场销量和预测	7
图表 6：2004-2014 我国专用打印机市场销量和预测	7
图表 7：国内市场成长速度是全球的 3 倍	8
图表 8：海外市场业务模式	8
图表 9：新北洋海外市场销售收入增长（单位：百万元）	9

图表 10: 海外市场销售占总营收的 25%.....	9
图表 11: 不同行业规模增长率对比分析.....	9
图表 12: 战略性市场的占有率	9
图表 13: 十二五期间铁路票务系统升级空间 8 亿	10
图表 14: 高铁建设对新北洋的营收贡献.....	10
图表 15: 铁路市场容量估算表	10
图表 16: 成立合资公司, 完全占领高铁市场.....	11
图表 17: 纸币识别设备及相关处理的设备市场估计	11
图表 18: 技术成熟, 方案多样, 只待物联网东风	11
图表 19: 条码/标签打印机应用广, 毛利高, 空间大.....	12
图表 20: 收据/日志打印机应用广泛, 增长稳定, 空间 9 亿。	13
图表 21: 嵌入式打印机	14
图表 22: 自助设备——繁华处星罗密布.....	14
图表 23: 支票扫描仪——墙内开花墙外香	14
图表 24: 新北洋——Intel Inside	15
图表 25: 新北洋核心竞争优势	16
图表 26: 专用打印机竞争格局	16
图表 27: 波特五力模型分析.....	17
图表 28: 公司研发投入占营业收入 10%左右 (万元)	17
图表 29: 产品积累的深度	17
图表 30: 高铁票务系统解决方案	18
图表 31: 公司营销体系变革对销售的影响	18
图表 32: 组合销售体系	18
图表 33: ECRIM 企业竞争力模型	19
图表 34: 再造新北洋	19
图表 35: 新北洋竞争优势的 SWOT 分析	20
图表 36: 营业收入复合增长率 30%.....	21
图表 37: 营业利润复合增长率 34%.....	21
图表 38: 公司收入结构	21
图表 39: 公司主营业务收入结构	21
图表 40: 利润结构	22
图表 41: 公司综合毛利率接近 50%.....	22
图表 42: 存货周转率逐年提升	22
图表 44: 绝对估值	23

图表1: 销售预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
条码/标签打印机					
销售收入 (百万元)	80.34	156.55	308.00	521.64	864.00
增长率 (YOY)	100.81%	94.86%	96.74%	69.36%	65.63%
毛利率	66.78%	53.60%	51.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	26.69	72.64	150.92	260.82	432.00
增长率 (YOY)	66.52%	172.17%	107.77%	72.82%	65.63%
毛利 (百万元)	53.65	83.91	157.08	260.82	432.00
增长率 (YOY)	123.72%	56.40%	87.20%	66.04%	65.63%
占总销售额比重	26.79%	34.86%	44.04%	49.20%	53.01%
占主营业务利润比重	35.55%	39.62%	48.33%	53.00%	56.86%
收据/日志打印机					
销售收入 (百万元)	116.72	123.85	132.60	141.90	152.32
增长率 (YOY)	9.27%	6.10%	7.07%	7.01%	7.34%
毛利率	42.92%	45.00%	46.00%	47.00%	47.00%
销售成本 (百万元)	66.63	68.12	71.60	75.21	80.73
增长率 (YOY)	3.77%	2.24%	5.12%	5.03%	7.34%
毛利 (百万元)	50.10	55.73	61.00	66.69	71.59
增长率 (YOY)	17.54%	11.24%	9.45%	9.34%	7.34%
占总销售额比重	38.92%	27.58%	18.96%	13.39%	9.35%
占主营业务利润比重	33.19%	26.32%	18.77%	13.55%	9.42%
嵌入式打印机					
销售收入 (百万元)	40.57	53.54	74.34	106.80	153.33
增长率 (YOY)	-25.60%	31.99%	38.84%	43.66%	43.57%
毛利率	58.08%	53.00%	52.00%	51.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	17.01	25.17	35.68	52.33	76.67
增长率 (YOY)	-25.03%	47.98%	41.79%	46.66%	46.50%
毛利 (百万元)	23.56	28.38	38.66	54.47	76.67
增长率 (YOY)	-26.01%	20.45%	36.22%	40.90%	40.75%
占总销售额比重	13.53%	11.92%	10.63%	10.07%	9.41%
占主营业务利润比重	15.61%	13.40%	11.89%	11.07%	10.09%
其他相关产品					
销售收入 (百万元)	62.27	115.15	184.50	289.80	460.10
增长率 (YOY)	-6.39%	84.90%	60.23%	57.07%	58.76%
毛利率	37.93%	38.00%	37.00%	38.00%	39.00%
销售成本 (百万元)	38.65	71.39	116.24	179.68	280.66
增长率 (YOY)	-19.78%	84.70%	62.81%	54.58%	56.20%
毛利 (百万元)	23.62	43.76	68.27	110.12	179.44
增长率 (YOY)	28.79%	85.24%	56.01%	61.32%	62.94%
占总销售额比重	20.76%	25.64%	26.38%	27.34%	28.23%
占主营业务利润比重	15.65%	20.66%	21.00%	22.38%	23.62%
销售总收入 (百万元)	299.90	449.09	699.44	1060.14	1629.75
销售总成本 (百万元)	148.97	237.31	374.44	568.04	870.06
毛利 (百万元)	150.93	211.78	325.00	492.11	759.69
平均毛利率	50.33%	47.16%	46.47%	46.42%	46.61%

来源: 国金证券研究所

盈利预测

■ 收入预测

- 条码标签打印机 11 年到 13 年的收入增长率 96.7%，69.4%，65.63%，是公司业绩增长关键点。根据中国铁路年鉴统计，全国铁路有 4157 车站，平均每个车站需要配备 20 台客票打印机，10 台行包标签打印机，5 台自助购票设备。按照十二五期间铁路全部网上订票和票务系统改造估算，5 年内铁路在客票打印、行包标签打印、自助售票机投入约 27 亿元。其中客票打印、行包打印高峰投入期间在 2011 到 2013 年，预计每年带来 1.6 亿的订单。海外市场将改变以日志打印机出口为主的局面，加大条码/标签打印机的出售。11-13 每年可带来 7000 万到 1 亿的收入。
- 收据/日志打印机 11 年到 13 年的收入增长率 7%，7.01%，7.04%。这块产品的竞争比较充分，产品毛利率较其他系列偏低。公司采用市场跟随策略所致。
- 嵌入式打印机 11 年到 13 年的收入增长率 39%，44%，44%。该系列产品大多通过与其他终端设备制造商合作销售。受经济整体向好影响，维持较高的增长率。
- 其他产品 11 年到 13 年的收入增长率 60%，57%，59%。公司其他产品包括支票扫描仪、身份证双面扫描仪、自助售票设备、闸机等等新产品。这些产品批量小，处于市场开拓阶段，增长率高。面向铁路的自助设备主要通过合资公司生产销售，公司占 30%权益，按 5 年建设周期预计，每年给公司带来销售收入 1.37 亿。

■ 毛利率预测

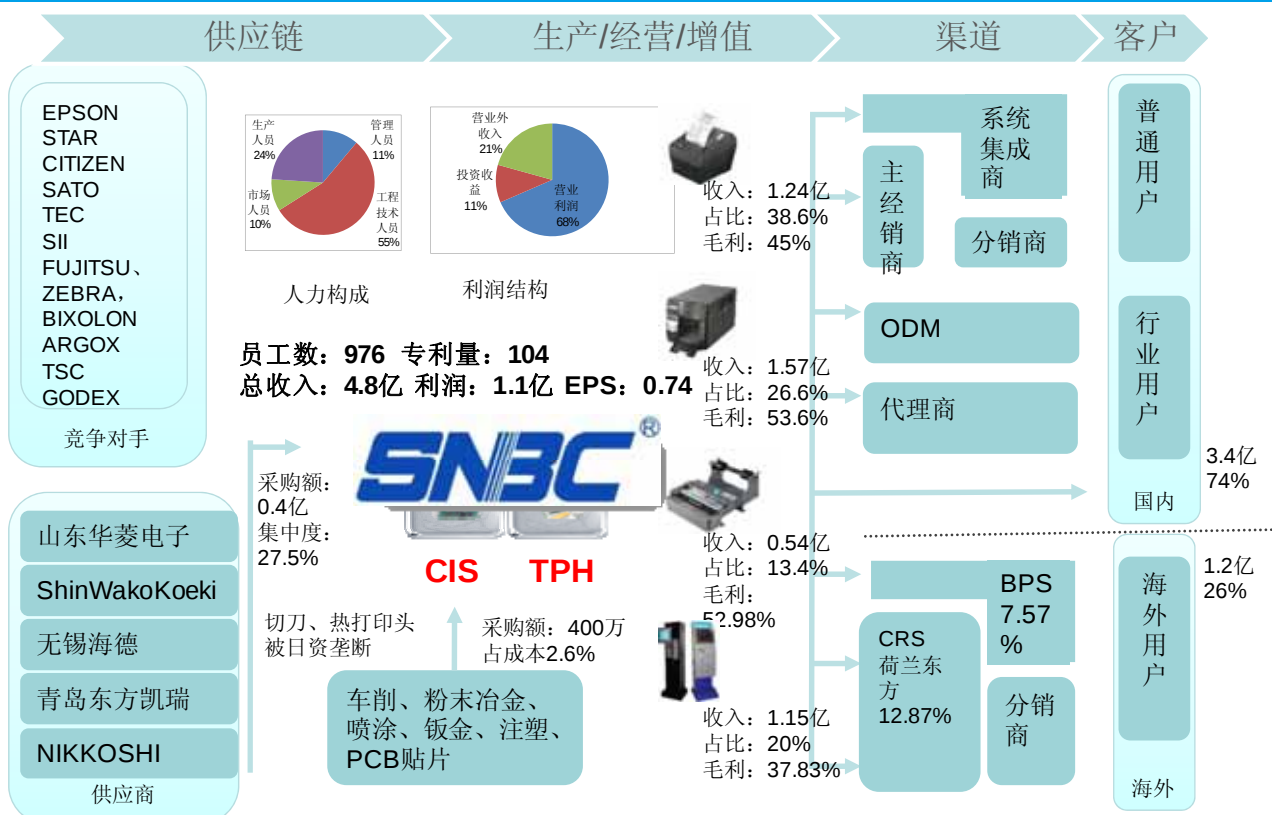
- 收据/日志打印机在国内外属于较成熟和通用性较强的产品，市场竞争程度相对激烈，产品售价不断下降。使得毛利率呈现下降趋势。但公司不断扩张市场占有率，改进生产工艺，降低制造成本，从而是毛利率稳定在 46%左右水平。
- 条码标签打印机是公司高附加值产品，毛利率较高。但行业客户的议价能力较强，随着竞争对手的加入，该类产品的毛利率呈现微幅下降的趋势。
- 嵌入式打印机是公司高附加值产品，毛利率较高。综合考虑竞争因素、成本，随着销售规模的扩大，该系列产品毛利呈现微幅上涨。
- 其他产品。公司其他产品包括支票扫描仪、身份证双面扫描仪、自助服务设备、高铁闸机等等新产品。这些产品批量小，处于市场开拓阶段，当前毛利率偏低。随着销售规模的逐渐扩大，毛利率有逐渐走高的趋势。

图表2：新北洋——Intel Inside



来源：国金证券研究所

图表3：新北洋生态图



来源：国金证券研究所

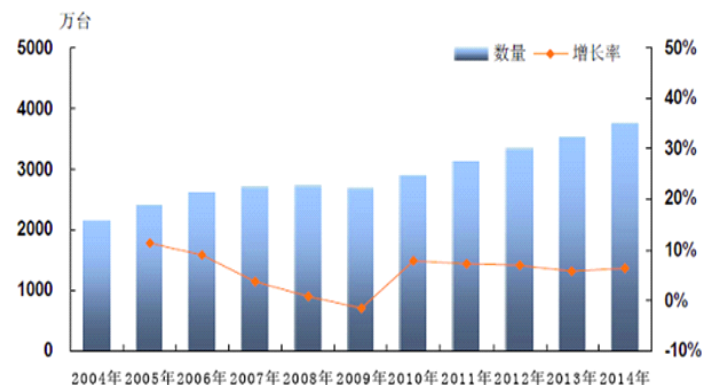
国内专业打印机领导品牌，面临多个行业爆发的历史性机遇

- 新北洋作为国内专用打印机的龙头企业，面临海内外多行业爆发增长的历史性机遇。公司主营业务持续高速增长，营业收入自 2006 年至 2010 年复合增长率达到 30%。同期营业利润复合增长率达到 34%，2010 年营业利润达到 1 亿人民币，摊薄每股收益 0.74 元。预计 2011 年到 2013 年 EPS 将达到 1、1.5、2.3 元。长期增长潜力大，后劲足。
- 在海外市场，公司通过 ODM 方式设计生产的新产品支票扫描仪迅速在北美金融机具领域占据一席之地，未来完全承接合作伙伴设计、生产的转移，替代国外产品。支票扫描仪海外销量将保持 70% 左右的增长速度。国内市场经济持续走高，受铁路、邮政、物流、金融等行业的拉动，保持在 40% 左右的增长速度。

海内外市场广阔

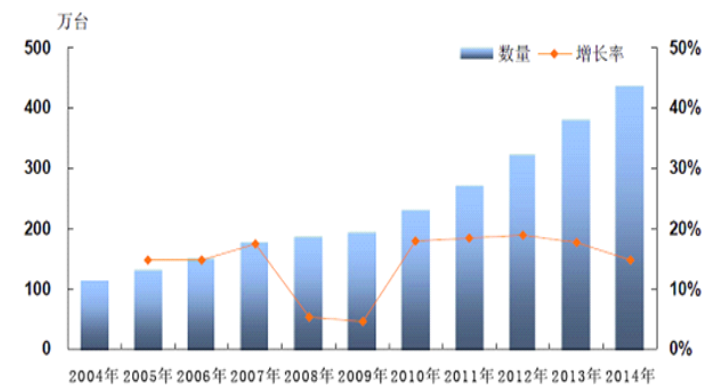
- 综观全球，形成了以欧美发达国家的置换型需求和新兴国家新增需求为主的需求格局。欧美国家或地区的专用打印机保有量较高且更新换代周期一般为 5-6 年，用于更新换代的产品占 80% 以上的市场需求，市场需求增长稳定。而巴西、俄罗斯、印度、中国等新兴国家或地区，因市场保有量低，随着应用领域的扩大和经济强劲增长，市场容量尚处于快速成长期，需求格局以新增需求为主，极大促进了对专用打印机的市场潜力。
- 据 CCIA 报告统计，2008 年全球专用打印机市场销量已达到 2700 多万台，规模接近 40 亿美元，2004-2008 年，全球专用打印机销量年均复合增长率达到 4.9%。在新兴市场需求加快和更新换代推动下，全球专用打印机市场需求有望延续增长，2009-2014 年，预计全球专用打印机市场销量的复合增长率在 5.7% 左右，2014 年的市场销量有望达到 3700 多万台。

图表4：2004-2014 全球专用打印机市场销量和预测



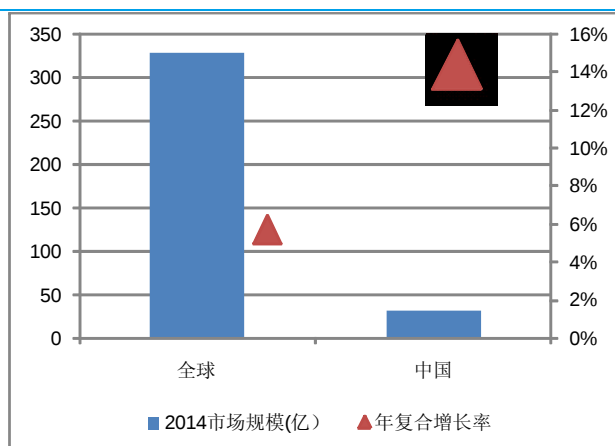
来源：CCIA 国金证券研究所

图表5：2004-2014 我国专用打印机市场销量和预测



- 中国市场，制造业信息化、医疗信息化、固定资产管理信息化，食品、药品安全追溯等的快速普及与发展，为专用打印及扫描行业提供了持续增长的市场空间。新兴市场方面，物联网、智能化自助服务将为专用打印、扫描、集成产品、RFID 关联产品带来更为广阔的应用空间。另外，随着国家将自动识别、物联网及其相关产品列入“十二五”发展规划，为相应产品的研发、应用提供了更广阔的发展空间。随着城市化进程的加快，交通、金融、物流、商业、旅游业等服务业也将为专用打印与扫描设备带来巨大市场机会。预计未来几年，国内市场则将呈现较快增长趋势。

图表6: 国内市场成长速度是全球的3倍

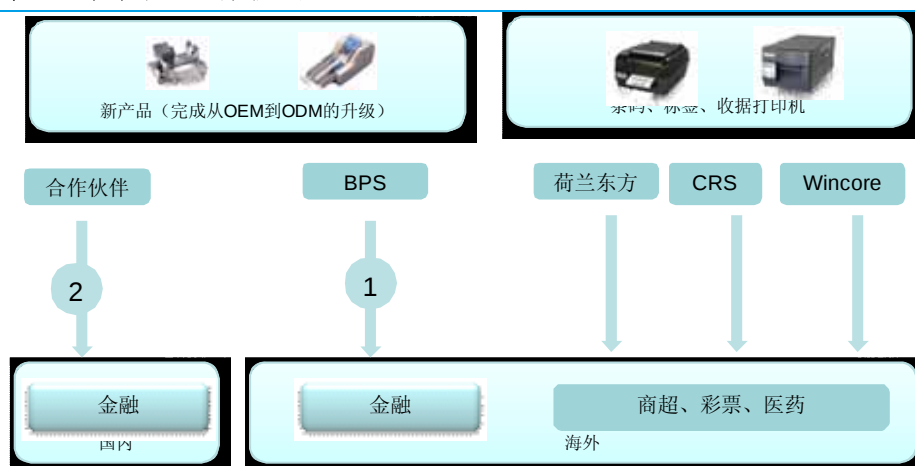


来源: CCIA 国金证券研究所整理

海外——新品试金石，技术硬碰硬

- 在全球经济复苏的阶段，公司海外市场收入将重新进入快速增长阶段，2010年，公司海外市场收入同比增长56.02%。海外市场采取总代与ODM并举的策略，成熟产品通过总代理商覆盖欧洲、北美等市场。

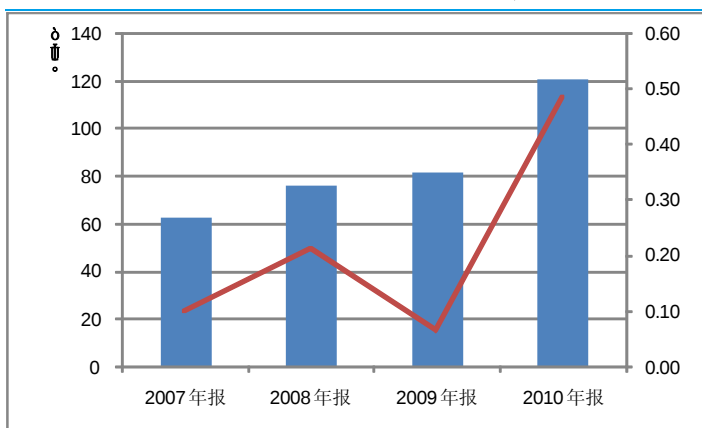
图表7: 海外市场业务模式



来源: 国金证券研究所

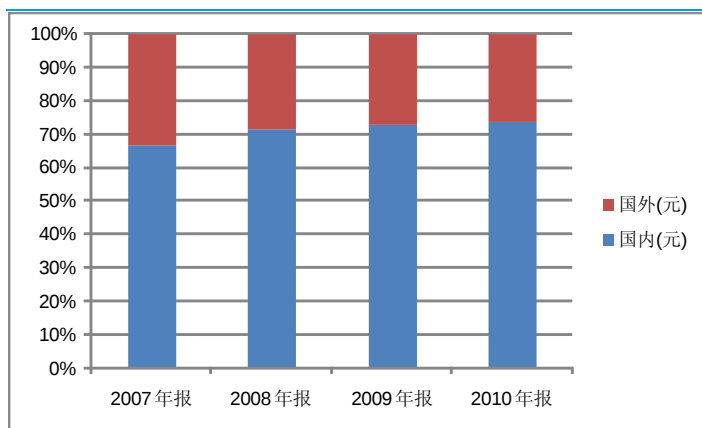
- 承接海外制造、设计产业转移趋势。完成从低端的OEM到高端ODM的过渡。公司新研发的支票扫描仪、纸币处理设备首先销往美国市场，与合作伙伴BPS一道形成金融行业解决方案，迅速扩大市场占有率。2010年即形成3000万收入。预计2011年，这块收入将达到7000万，占营业收入的8.5%左右。加上传统的打印机产品，预计2011年，海外销售总收入有望达到1.5亿的规模。

图表8：新北洋海外市场销售收入增长（单位：百万元）



来源：公司年报 国金证券研究所整理

图表9：海外市场销售占总营收的 25%

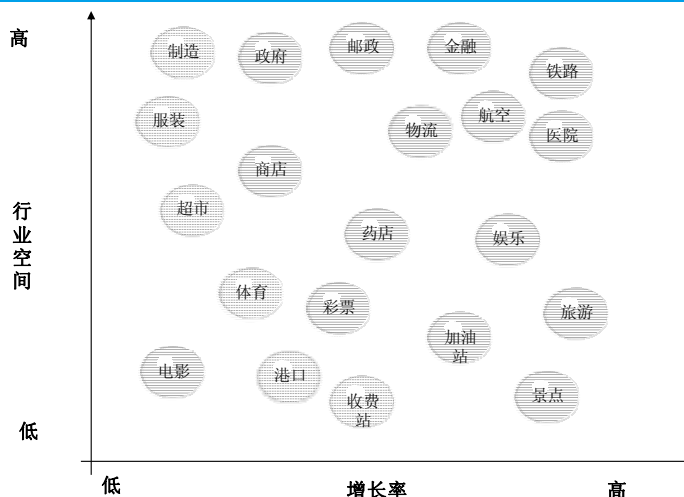


- 反哺国内市场。公司产品在国内没有相关的标准和标准化组织，往往是首先在海外通过认证，并形成销售规模，才开始在国内推广。海外不仅仅是新北洋的第一大市场，还是产品销往国内的试金石。随着支票影像传输系统在国内的推广使用，支票扫描仪、纸币处理组件、身份证双面扫描类产品将切入金融机具市场，为公司打开新的增长空间。
- 海外市场毛利率较国内市场低，主要开拓市场的费用较高。从产品设计、制造工艺来看，新北洋已经处于国际一流水平，但在品牌建设、营销渠道还需要继续加强。目前 ODM+总代的策略，符合新北洋的现状。长期来看必须建立自己的品牌。

国内——依托战略机遇，培育新兴市场

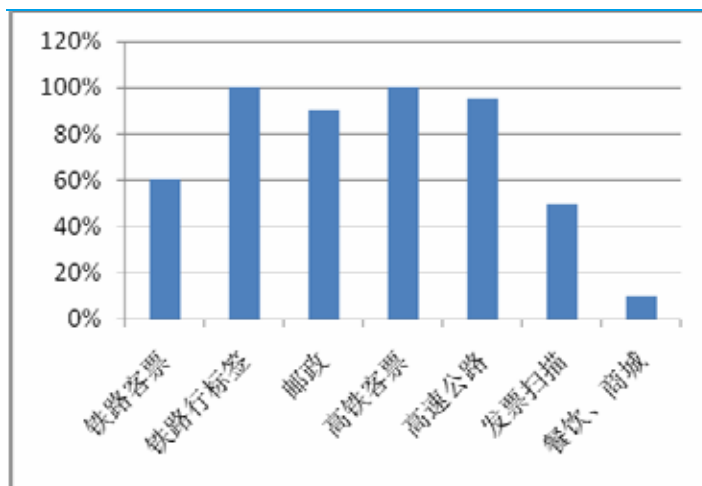
- 高铁、金融持续高速发展，对专用打印需求、专用机具需求非常旺盛。公司通过合资、合作等方式，快速占领战略性市场。带动辐射成熟市场。新北洋在铁路行包标签打印、高铁客票市场的占有率为 100%。加大交通、物流、博彩、自助设备等中高端市场的开发；积极推进识币器在国内的验证，跟进电力、物探行业宽幅标识打印、移动执法系统等项目机会，关注物联网、手机支付等应用推广潜在的市场机会。

图表10：不同行业规模增长率对比分析



来源：公司年报 国金证券研究所整理

图表11：战略性市场的占有率



热点行业和战略行业展望

高铁机遇

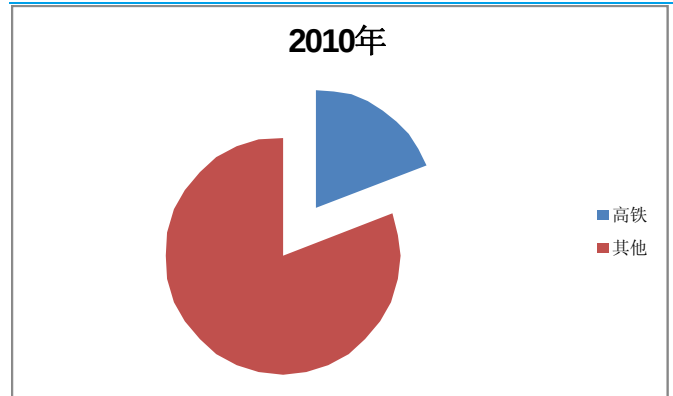
- 新北洋独家提供我国高铁客票打印相关产品。公司目前是国家高速铁路和城际铁路专用磁编码客票打印机的供应商，在窗口打印机和自助打印机芯领域市场份额为 100%。2010 年来自铁路带动的订单接近 1 亿元。

图表12：十二五期间铁路票务系统升级空间 8 亿



来源：国金证券研究所

图表13：高铁建设对新北洋的营收贡献



- 全国铁路有 4157 车站，平均每个车站需要配备 20 台客票打印机，10 台行包标签打印机，5 台自助购票设备。按照十二五期间铁路全部网上订票和票务系统改造估算，5 年内铁路在客票打印、行包标签打印、自助售票机投入约 27 亿元。其中客票打印、行包打印高峰投入期间在 2011 到 2013 年，预计每年带来 1.6 亿的订单。面向铁路的自助设备主要通过合资公司生产销售，公司占 30% 权益，按 5 年建设周期预计，每年给公司带来销售收入 1.37 亿。

图表14：铁路市场容量估算表

	特等站	一等站	二等站	三等站	四等站	五等站
车站数量	51	198	306	1094	2297	211
配备客票打印机	100	70	50	30	20	10
配备行包标签打印机	50	35	25	15	10	10
数量小计	7650	20790	22950	49230	68910	4220
配备自助设备	20	10	7	5	2	
数量小计	1020	1980	2142	5470	4594	0
合计：						
客票打印机：	173750					
自助设备：	15206					

来源：铁道部 2008 年鉴 国金证券研究所整理

- 绑定战略合作伙伴，和高铁信息化总包商易程科技紧密合作。切入高铁票务完整解决方案，不断积累行业优势，加强唯一提供商的地位。

图表15：成立合资公司，完全占领高铁市场

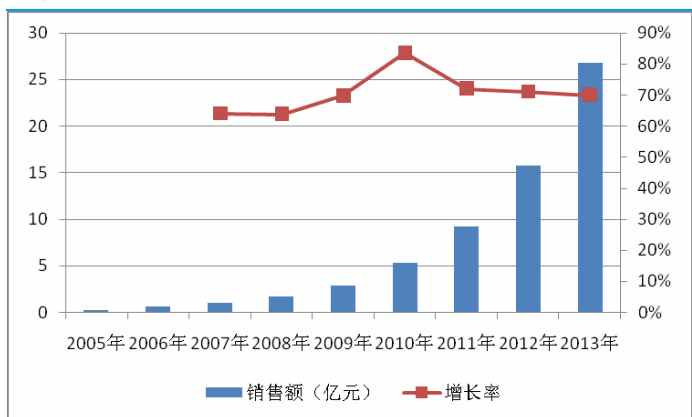


来源：国金证券研究所

培育金融机具市场

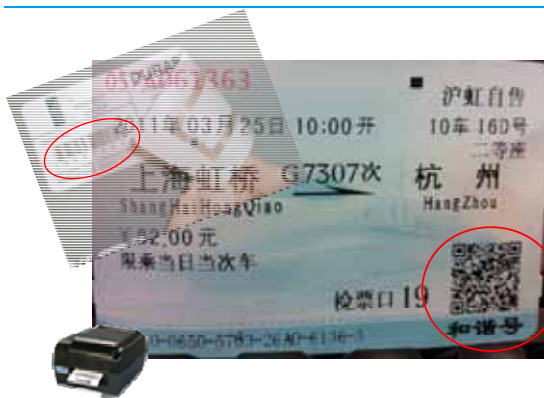
- 金融设备将支撑新北洋“后高铁时代”的发展。北洋计划投入超募资金9,780元重点研发金融设备中的纸币及支票处理两大系列产品。公司将打破国外技术和产品在该领域的垄断，打开全新的市场空间，实现长期可持续发展。金融设备在国外的销售额达到3000万的销售。2011年将达到7000万的销售收入。

图表16：纸币识别设备及相关处理的设备市场估计



来源：CCIA 国金证券研究所

图表17：技术成熟，方案多样，只待物联网东风



布局物联网

- 无论是RFID标签还是二维码，新北洋均有成熟的解决方案。公司在未来物联网的热潮中将大显身手。

产品结构分析

- 从技术角度划分，公司产品划分为三大系列。以热敏输出技术为核心的打印机系列产品、以接触式扫描输入技术为核心的扫描系列产品、融合两类技术的自助服务系列产品。其中打印机系列是公司现金牛产品，贡献绝大部分的营业收入和利润。支票扫描仪、纸币识别器、自助设备是公司的明日之星产品。

现金牛产品

- 条码/标签打印机、收据/日志打印机、嵌入式打印机三个子系列构成现金牛产品的阵容。这些产品的目标市场、营销策略、毛利率不尽相同。下面按照子系列分类研究。
- 条码/标签打印机主要面向行业市场，如高铁、邮政、物流等。以直销和合作伙伴为主。该系列产品毛利率较高。打印介质多样，适用的行业众多。条码、二维码、衣服吊牌等等。
 - 条码/标签打印机未来 3 年保持高速增长，保守估计 10 亿规模。行业复合增长率 16%。新北洋高铁独家客票打印机供应商，受高铁“上必需、保在建、重配套”的工作思路影响。未来三年条码/标签打印机将保持 80%的增长率。
 - 受政府预算影响，条码/标签打印机销售季节波动性比较明显。4 季度收入占全年的 30 以上。

图表18：条码/标签打印机应用广，毛利高，空间大



来源：国金证券研究所

- 收据/日志打印机主要面向商超、酒店、医院、药店。市场应用非常广泛，要求产品耐用，必须满足不同环境下稳定的打印品质。比如酒店客户用来打印菜品的厨师姓名，要求能够适应厨房油污环境。新北洋在适应国内客户需求方面远比大品牌灵活。
 - 根据 CCIA 预测，收据/日志打印机到 2014 年装机总量将达到 165 万台，市场空间 9 亿。
 - 关键增长因素受宏观经济周期影响。在经济回暖情况下，此系列产品保持持续增长。增长率是国家 GDP 增长率的 150%左右。产品销售季节特性不明显。

- 年均降价幅度 7%左右。但随着新型号的推出和生产规模的扩大。毛利率可以稳定在 46%左右

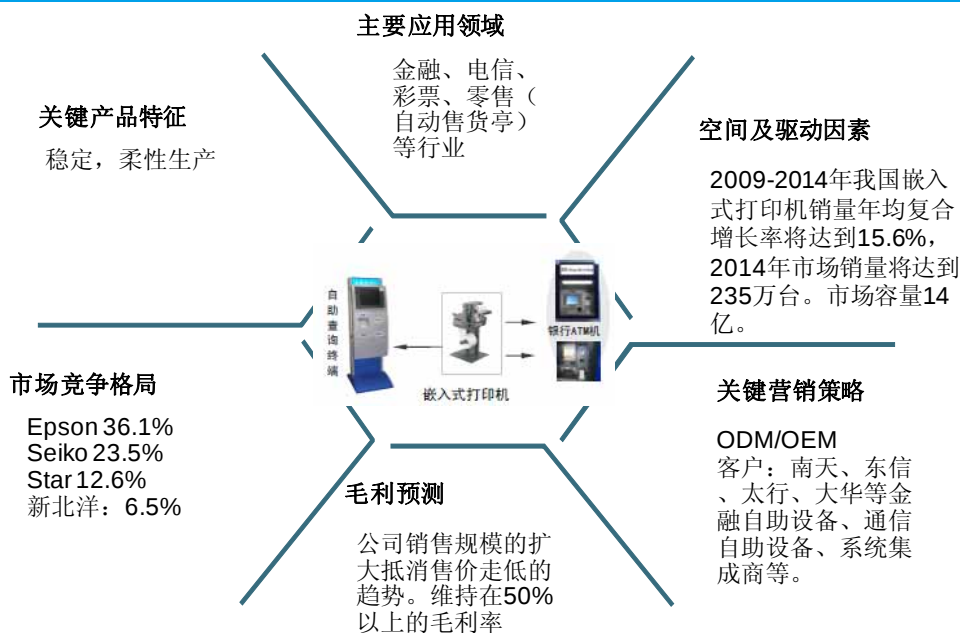
图表19：收据/日志打印机应用广泛，增长稳定，空间 9 亿。



来源：国金证券研究所

- 公司目前是国内唯一具备嵌入式打印机设计、生产能力的企业，在某些细分市场已经成为众多客户的首选品牌。公司已通过与韩国、我国台湾等系统集成商进行 ODM 合作，向日本、韩国、我国台湾、欧洲、北美等地实现了批量供货。
- 嵌入式打印机受经济增长拉动，行业增长率保持在 15%以上。受益于自助设备的高速增长，嵌入式打印机维持良好的增长态势。
- 嵌入式打印机是公司高附加值产品，毛利率较高。综合考虑竞争因素、成本，随着销售规模的扩大，该系列产品的毛利率稳定 50%以上。

图表20: 嵌入式打印机



来源：国金证券研究所

明星产品

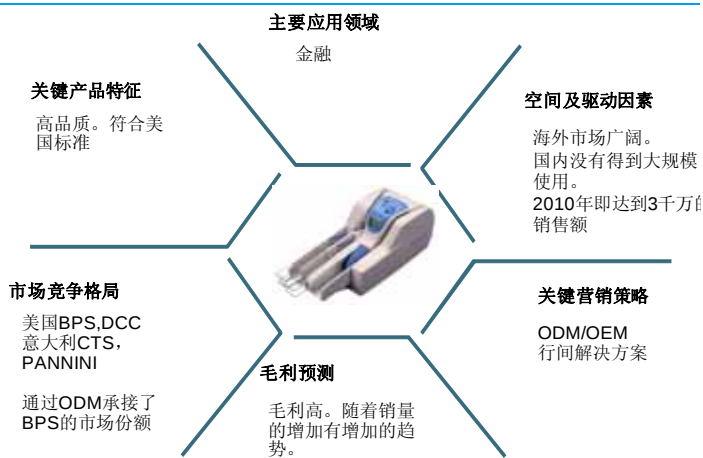
- 自助设备未来几年将在人们的生活中占据重要位置。自助订票、数码亭、自助缴费、自助打印优惠券等等。自助设备大多分布在机场、火车站、商业中心、银行网点。自助机票打印、高铁购票、排队机、ATM机等等。未来不同类型，不同用途的自助设备将会越来越广泛的进入社区、酒店、政府部门。
- 未来3年内，我国每年新增自助设备7万台。其中银行业4万台。市场容量在20亿规模
- 公司掌握了自助设备的核心技术和关键组件。一直以来为集成提供核心的热敏打印组件、嵌入式打印机、接触式扫描组件等。积累的丰富的行业经验。自助设备市场是公司核心技术的自然延伸。

图表21: 自助设备——繁华处星罗密布



来源：国金证券研究所

图表22: 支票扫描仪——墙内开花墙外香



- 支票扫描仪产品是承接海外设计、生产转移的典型产品。BPS公司是美国主要的金融机具设备供应商之一。面向美国市场提供支票扫描仪、纸币处

理设备及解决方案、专用打印机。除支票扫描仪外，BPS 逐步将纸币处理设备、打印机的设计、生产全部转移到新北洋。

- 2010 即年形成 3000 万收入。预计 2011 年，这块收入将达到 7000 万，占营业收入的 8.5%左右。

新北洋——Intel Inside

- 是什么支撑新北洋在打印、扫描领域的“无边界扩张”，如此丰富的产品线，如何去降低成本，发挥其协同优势呢？答案是 Intel Inside。新北洋拥有 TPH,CIS 两项核心技术和生产工艺。有此衍生众多的行业应用产品。
- 接触式图像传感器 CIS 作为一项专用扫描技术在纸币识别、支票处理、彩票及奖券兑奖、专用证卡复印等应用领域发挥着重要作用。随着市场需求的深入挖掘，高速打印、双面打印、智能打印和扫描、宽幅打印、喷墨打印、高速扫描、多光谱扫描以及集打印、扫描、磁编码、RFID、OCR 等多技术为一体的多技术集成产品的应用需求将越来越多，市场多样化需求正全面推动着技术的快速普及与发展。
- 热打印技术（TPH）作为专用打印的主流技术，更适合于各种交易清单、票据及用于物品标识的条码/标签的打印，目前尚无可替代的打印技术出现。针式打印技术仍有一定的市场需求，主要用于报销凭证、有价票据及存折的打印，及低成本或特殊环境下的打印应用。
- 对于高铁、邮政等大行业，提供行业解决方案，扶植合作伙伴形成战略合作，共同推进市场开发、产品制造工作。目前新北洋占据高铁客票打印的全部份额。与易呈合作，提供铁路窗口卖票、自助卖票、高速检票、补票全流程解决方案。进一步深化行业应用。

图表23：新北洋——Intel Inside

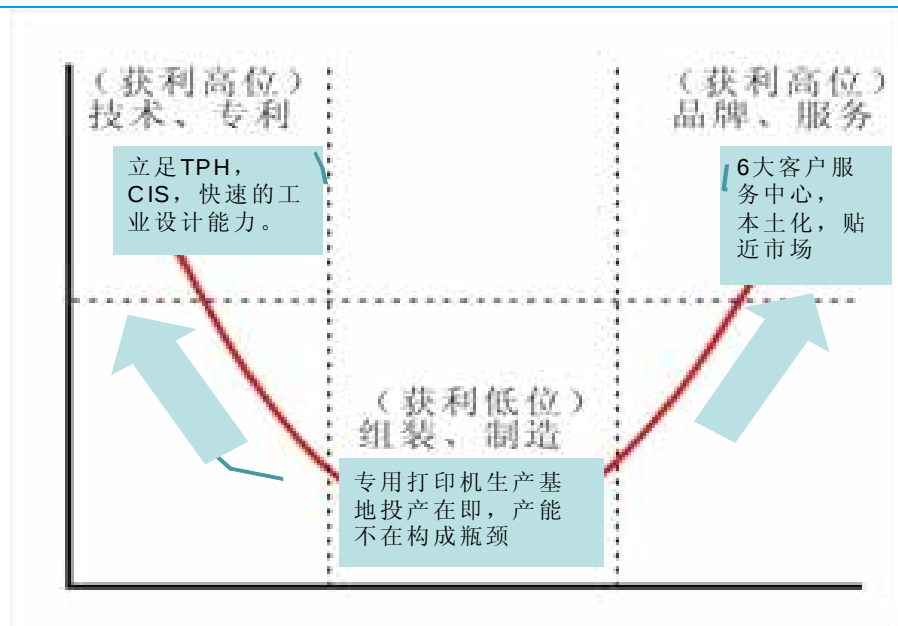


来源：国金证券研究所

公司核心竞争优势——锐意进取，技术领先

- 立足热敏打印和接触式扫描两大核心技术，深入研究行业应用，不断扩展品类和产品系列。以低成本、新产品挤压国外品牌的生存空间，以高技术拉开与国内竞争对手的差距，以组合的营销手段，占领行业、卖场及海外市场，以持续的管理变革完成自我否定和重生。

图表24：新北洋核心竞争优势

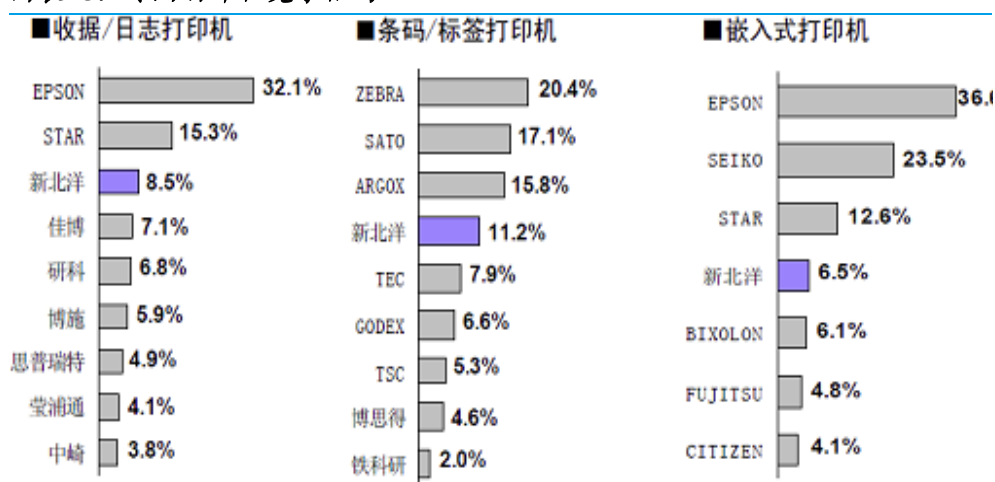


来源：国金证券研究所

产业的竞争格局

- 长期以来，专用打印机被日美品牌垄断。形成以 EPSON 为首的外资企业和以新北洋为首的民族企业对峙的竞争格局。从市场份额来看，新北洋处于追赶者的角色。从技术层面来看，新北洋已经完全掌握核心技术的生产工艺。

图表25：专用打印机竞争格局

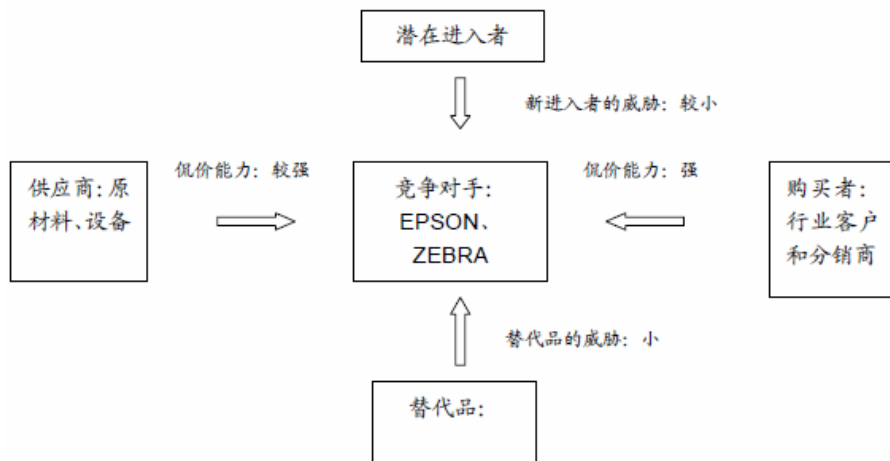


来源：CCIA 国金证券研究所

- 公司的快速成长性主要体现以下两个方面，一方面对下游行业领域出现专用打印机产品的新兴应用，公司自主掌握核心的技术能力，能快速响应客户需求，提供解决方案；另一方面，公司立足专用打印机行业的竞争优势，关注相关产品的应用和开发制造，进一步拓展公司产品线和企业规模。

- 公司上游主要原材料、核心器件的供应商。下游是行业、分销商等大客户。公司实际控制核心原器件的生产，议价能力较强。下游对行业客户、大集成商处于微妙的博弈中。议价能力受销售策略、行业战略意义等影响较大。总体来看，成熟产品的销售价格处于下降趋势。

图表26：波特五力模型分析



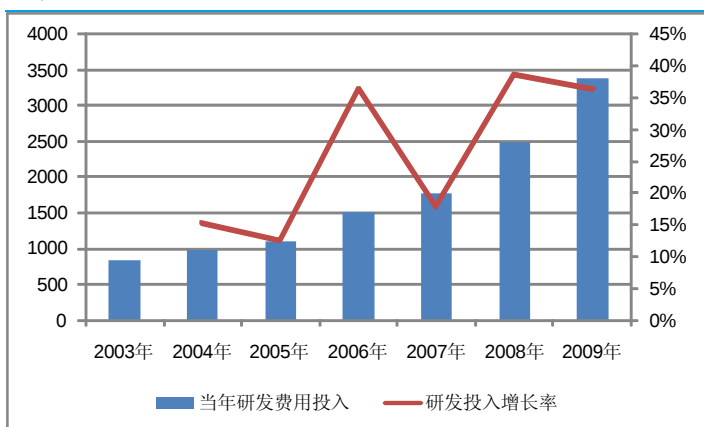
来源：国金证券研究所

- 潜在进入者，受技术壁垒、行业壁垒、品牌壁垒的限制，短期内无法对新北洋构成威胁。公司热敏打印技术短期内无成熟的替代技术。

技术研发及产能分析

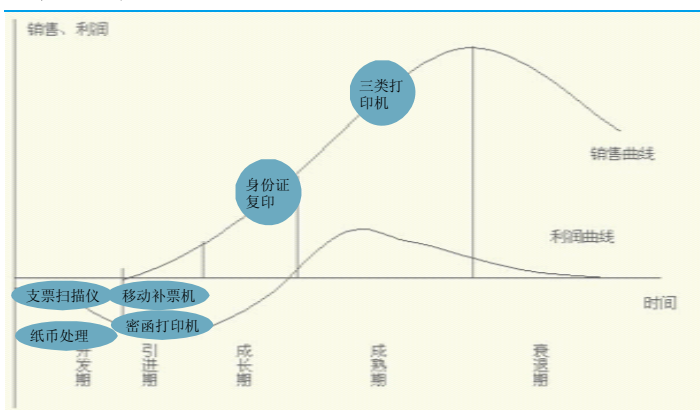
- 公司拥有一支高水平、高素质的研发队伍，现有研发人员 275 人，平均年龄 30 岁，其中研究生以上学历 56 人，占 20.4%，本科学历 155 人，占 56.4%，具有中高级职称人员占 28%，享受国务院特殊津贴专家 3 人，山东省、威海市有突出贡献的中青年专家 5 人，外聘技术专家 9 人。
- 技术研发是公司构建核心竞争力的最关键要素，公司从成立至今始终注重对技术研发的大力投入，年度经营预算、决算中，将研发费用单独核算和分析，最大限度地保障研发经费的投入。公司研发投入的年均复合增长达到 31% 以上

图表27：公司研发投入占营业收入 10% 左右（万元）



来源：国金证券研究所

图表28：产品积累的深度



- 公司根据对市场的深入分析和研究，采取“产品创新”的竞争战略。针对广阔的金融机具市场，研发纸币处理设备、支票扫描设备。对公司开拓新市场具有决定性的意义。
- 在深入研究行业的基础上，立足 CIS、TPH 两大核心技术，构建完整的行业解决方案。如高铁领域的票务生命周期解决方案。

图表29：高铁票务系统解决方案

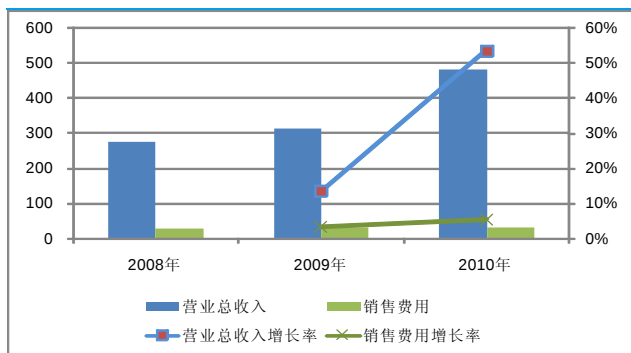


来源：国金证券研究所

组合营销策略

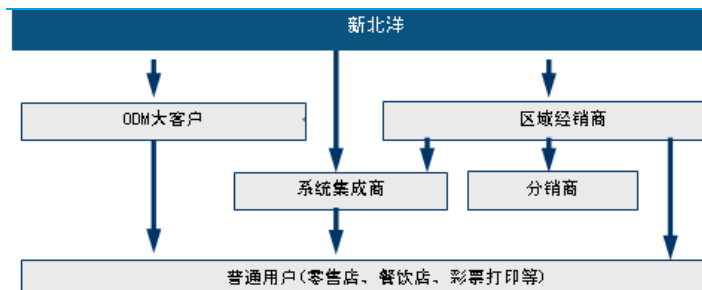
- 公司对营销体系进行改革后，在销售费用微增的情况下，实现销售收入的大幅攀升。彻底打破旧的营销体制，成立了国内营销中心，强化了“专业化分工”、“策划先行”和“团队营销”；对国内营销渠道网络进行了重新规划，整合和规范了渠道资源，完善了渠道管理的相关制度；此外逐步理顺了市场营销业务流程，建立了全新的市场营销绩效考核体系。

图表30：公司营销体系变革对销售的影响



来源：国金证券研究所

图表31：组合销售体系



- 在实际操作中，公司把新产品首先投放到海外市场，获得相应的认证资格，再杀回国内市场。海外市场充当产品试金石的角色。当前的重点在国内市场，国内市场的重点在战略行业。

管理层团结、稳定积极进取

- 对于公司的竞争能力我们采用 ECIRM 模型进行总结，其中：
E ---Entrepreneur（企业家）：“经理封顶”原理
C ---Capital（资本）：规模、成本、速率（对外吞吐和内部周转）
I ---Industry（产业）：规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势
R ---Resource（资源）：价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本

M ----Management（管理）：治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性

图表32：ECIRM 企业竞争力模型

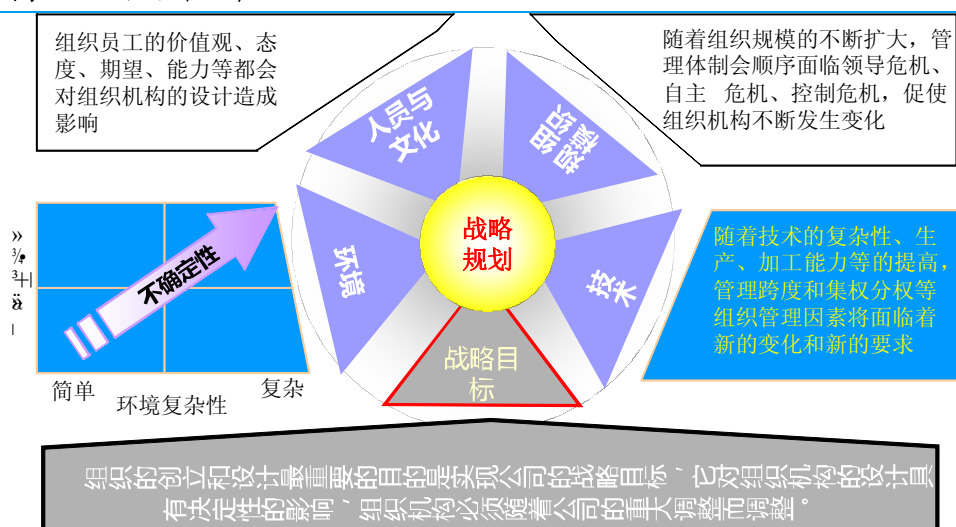
ECIRM模型	5分制	公司情况	要点
企业家 Entrepreneur	4.5	管理团队最早通过集资入股，都是拿出的真金白银。团结、稳定、积极进取	“经理封顶”原理
资本Capital	4	上市融资8个亿，融资成本较低。同时拓宽了融资渠道获得当地银行、信托的关注	规模、成本、速率
产业Industry	5	处于高速成长期。全球市场空间330亿。国内市场32.3亿。细分市场领域爆发性成长	规模、利基、竞争结构、盈利模式、变迁规律和演进趋势
资源Resource	4.5	政府大力支持；市场渠道多元；掌握核心技术	价值性、稀缺性、不可模仿性、分布、保有量、配置结构、获取增量的速度和成本
管理Management	4.5	公司具有良好的治理结构。心怀高远，携手IBM，再造新北洋	治理、组织、流程、控制、责权利安排、文化、信息化、环境适应性和组织柔性

来源：国金证券研究所

心胸高远，携手 IBM 重塑新北洋

- 1998 年，华为面临由电信设备制造商向电信整体解决方案提供商和服务提供商转型。IBM 介入，协助奠定世界级企业的霸业；2007 年，苏宁和 IBM 合作，从 400 亿销售额一直增长 750 亿的销量。当然 IBM 绝不是决定因素，但唯有抱负远大，心胸高远的企业，才会选择 IBM。

图表33：再造新北洋

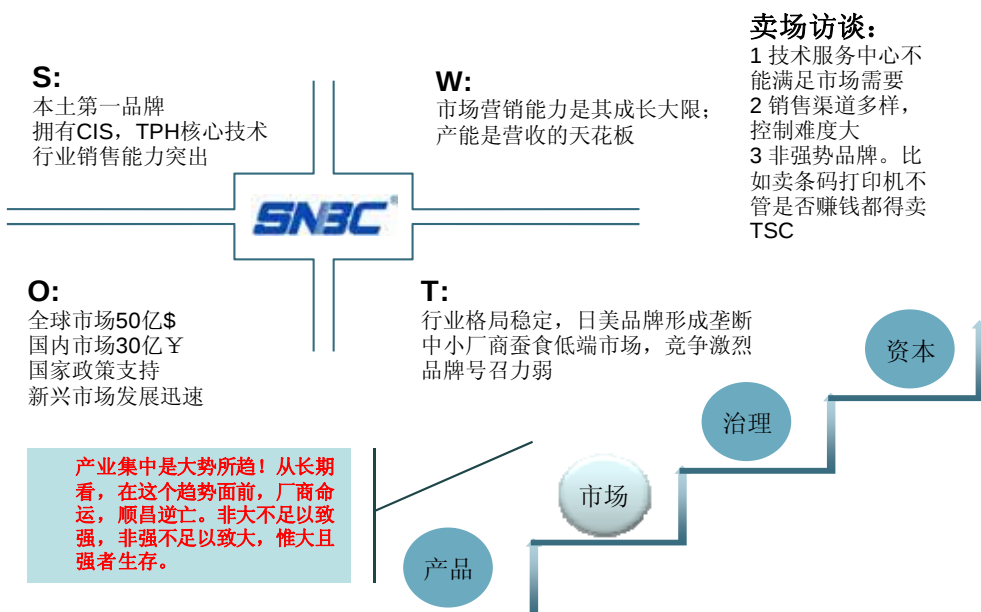


来源：国金证券研究所

- 根据“IBM 业务咨询与系统整合项目”的推进计划，2011 年公司将陆续展开管理优化与变革工作，建立并完善公司的战略管理体系，形成战略规划与年度计划之间有效衔接，真正发挥战略规划的管控作用；不断优化公司组织架构和管控模式，推进公司逐步向矩阵式的组织模式转型；启动公司信息化平台建设规划，着手实施 ERP 系统；建立完善市场规划体系，优化销售管理体系；优化财务管理体系，梳理财务管理流程，加快财务结算中心建设，强化财务组织的决策支持、管控能力和服务响应水平；优化岗位/薪酬/绩效等人力资源管理基础模块，加大中高层次人才招聘力度，继续提高职工收入水平；择机启动采购管理、制造管理和质量管理体系专项优化工作
- 总体来看，新北洋是国内企业的领头羊，拥有核心技术优势和覆盖广泛的销售渠道。抓住高铁、金融机具爆发性增长的机会，取得高速发展。相比

日韩厂商而言，缺乏品牌号召力。当下最为紧迫的问题，是加强品牌建设，提升对渠道、最终用户的服务能力。

图表34：新北洋竞争优势的SWOT分析

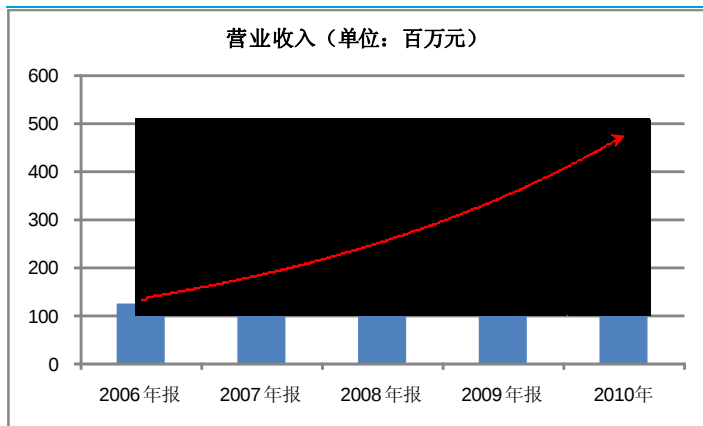


来源：国金证券研究所

财务分析

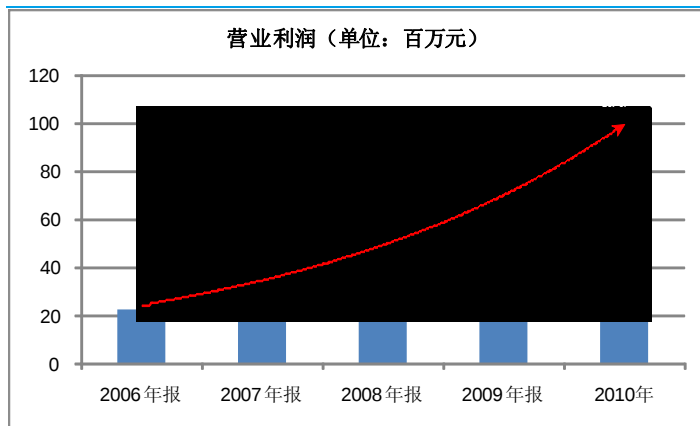
- 公司主营业务持续高速增长，营业收入自 2006 年至 2010 年复合增长率达到 30%。同期营业利润复合增长率达到 34%，2010 年营业利润达到 1 亿人民币。2010 年摊薄每股收益 0.74 元，复合增长率 14%。

图表35：营业收入复合增长率 30%



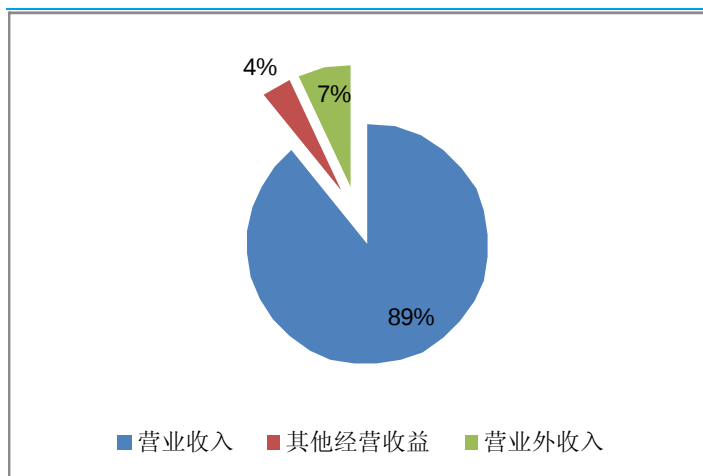
来源：国金证券研究所

图表36：营业利润复合增长率 34%



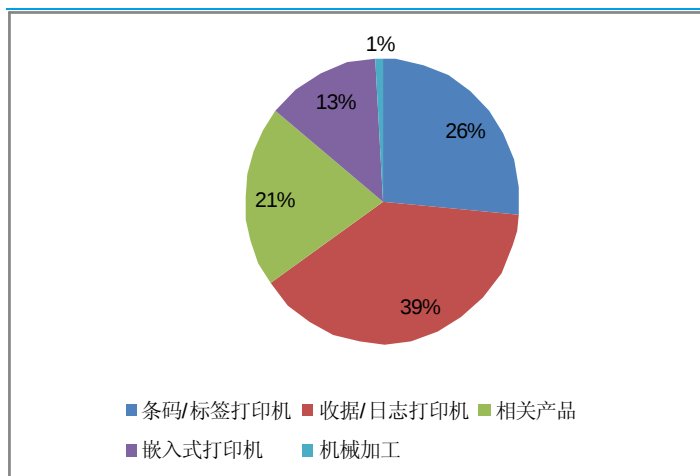
- 公司营业收入主要来自于条码/标签打印机、收据/日志打印机、嵌入式打印机及其相关产品。占据总体营收的 89% 的比例，2009 年达到 3.14 亿。在利润结构中，投资收益和营业外收入占 40% 的份额。

图表37：公司收入结构



来源：国金证券研究所

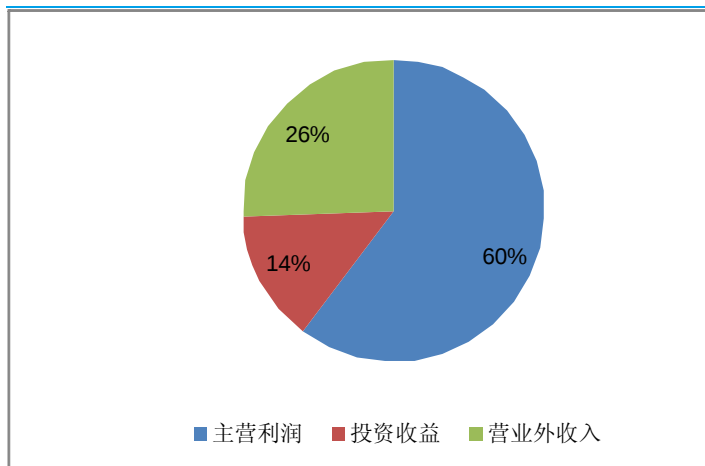
图表38：公司主营业务收入结构



- 其他经营收益主要来自于长期股权投资。公司子公司山东华凌、华凌光电经营情况稳定。两家公司生产 TPH, CIS 部件占全球供应量的 20%。

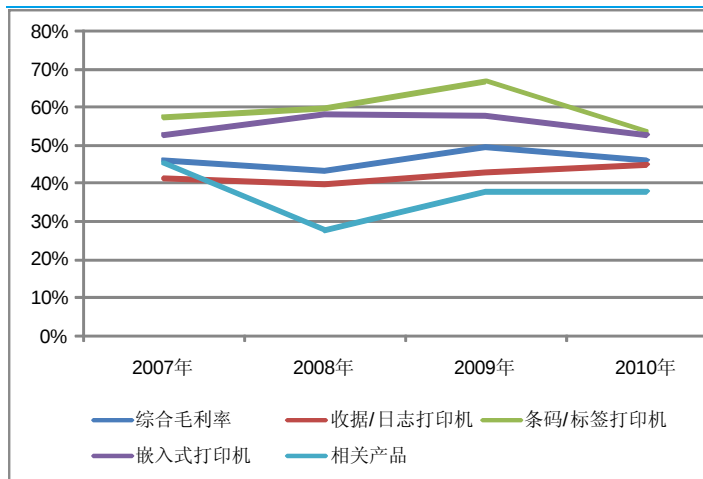
- 公司利润结构中，主营业务突出，占比份额逐年扩大。投资收益稳定，且和主营业务紧密相关。投资收益来自于子公司山东华凌和华凌光电两家子公司。子公司产品占据全球热敏打印头和接触式扫描器件 20%的市场份额。

图表39：利润结构



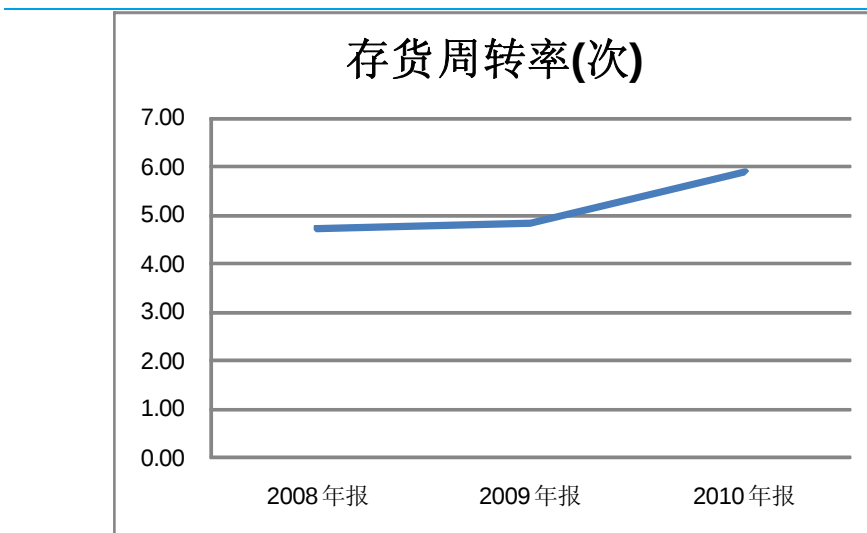
来源：国金证券研究所

图表40：公司综合毛利率接近50%



- 公司的毛利率一直保持在高位，2008 年到 2010 年分别为 43.38%、49.64%、47.23。随着竞争的加剧，主流产品的价格有走低趋势，公司通过不断的开发新品，切入毛利率更高的中高端产品，维持毛利率的相对稳定。相关产品类毛利率较低，主要因为产品批量小所致。收据/日志打印机毛利率低于平均值，主要是充分竞争所致。公司不断调整产品结构，将公司毛利维持在合理水平。

图表41：存货周转率逐年提升



来源：国金证券研究所

- 存货周转率的持续提升反映公司在销售预测和控制、生产排班和采购、生产过程管理等方面综合能力的提升。2007-2009 年公司存货周转次数分别为 3.27 次、4.70 次和 4.81 次，呈上升趋势。

估值定价

相对估值

- 我们采用相对估值法对公司进行分析，预测公司 2011~2012 年的 EPS1.04 元和 1.5 元，选取行业可比公司进行比较，并综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们认为给予新北洋 11 年动态市盈率 30-45 倍较为合理，据此我们认为新北洋的目标价 48 元。

图表 18：国内可比公司估值情况

代码	简称	最新 收盘价(元)	EPS (元)		PE	
			11E	12E	11E	12E
002080	中材科技	40.70	2.11	2.90	19.26	14.03
002152	广电运通	41.19	1.88	2.46	21.89	16.75
002177	御银股份	17.30	0.75	0.96	23.13	18.11
000997	新大陆	18.31	0.31	0.41	59.33	44.99
002230	科大讯飞	46.00	0.92	1.50	49.74	30.60
002296	辉煌科技	54.90	1.29	1.89	42.60	29.05
002315	焦点科技	66.66	1.86	2.67	35.93	25.00
300010	立思辰	22.45	0.66	0.97	33.92	23.04
300036	超图软件	28.94	0.82	1.14	35.35	25.43
300045	华力创通	44.97	1.10	1.57	41.05	28.57
300085	银之杰	33.40	0.89	1.22	37.43	27.38
行业均值					39.96	28.30

来源：国金证券研究所

绝对估值

- 参考 WACC 估值方法，假设业绩永续增长率为 4%、WACC 11.18%的前提下，公司价值为 47.9 元。当于 46X10 年、32X11 年 EPS。

图表42：绝对估值

II、WACC

每股价值	47.90	TV增长率	4.0%
企业值	7,266.08	WACC	11.18%
股票价值	7,185.47	债务	55.91
		投资	86.37
		少数股东权益	24.70

会计年度截止日：12/31	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	TV
FCF	30.75	95.85	277.53	397.94	540.77	670.35	746.38	830.27	892.68	910.97	13,188.65
PV(FCF)	27.66	77.54	201.93	260.41	318.28	354.86	355.37	355.55	343.82	315.57	4,568.73

来源：国金证券研究所

风险提示

- 未形成强势品牌，对渠道的支持力度不足。可能影响公司战略的达成。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	278	315	483	699	1,060	1,630
增长率		13.4%	53.4%	44.8%	51.6%	53.7%
主营业务成本	-157	-159	-260	-374	-568	-870
%销售收入	56.6%	50.4%	53.8%	53.5%	53.6%	53.4%
毛利	120	156	223	325	492	760
%销售收入	43.4%	49.6%	46.2%	46.5%	46.4%	46.6%
营业税金及附加	-2	-3	-4	-7	-11	-16
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-29	-30	-46	-67	-99	-150
%销售收入	10.3%	9.4%	9.6%	9.6%	9.3%	9.2%
管理费用	-48	-59	-96	-126	-180	-261
%销售收入	17.4%	18.8%	19.9%	18.0%	17.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	41	65	76	125	203	333
%销售收入	14.9%	20.6%	15.8%	17.9%	19.1%	20.4%
财务费用	-7	-7	5	10	11	14
%销售收入	2.4%	2.1%	-1.1%	-1.4%	-1.1%	-0.9%
资产减值损失	-1	-1	-2	-9	-5	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	13	15	18	20	22
%税前利润	18.1%	14.2%	12.2%	10.6%	7.8%	5.7%
营业利润	45	71	94	144	229	361
营业利润率	16.3%	22.4%	19.6%	20.6%	21.6%	22.2%
营业外收支	21	24	28	27	25	25
税前利润	66	95	122	171	254	386
利润率	23.9%	30.1%	25.3%	24.5%	24.0%	23.7%
所得税	-6	-9	-8	-11	-18	-27
所得税率	8.5%	9.2%	6.5%	6.5%	7.0%	7.0%
净利润	61	86	114	160	236	359
少数股东损益	0	1	3	3	4	6
归属于母公司的净利润	60	86	111	157	232	353
净利率	21.7%	27.2%	23.1%	22.4%	21.9%	21.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	61	86	114	160	236	359
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	8	9	21	23	28	37
非经营收益	-8	-7	-12	-44	-44	-46
营运资金变动	1	16	-42	3	-40	-64
经营活动现金净流	62	104	81	142	180	286
资本开支	-54	-94	-77	-72	-55	21
投资	-7	-9	0	-6	-6	-7
其他	12	11	13	18	20	22
投资活动现金净流	-49	-92	-63	-60	-41	35
股权募资	2	0	805	0	0	0
债权募资	16	87	-100	-71	0	1
其他	-44	-24	-41	-2	-32	-32
筹资活动现金净流	-26	62	664	-73	-32	-31
现金净流量	-13	75	682	8	107	291

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	48	123	806	814	921	1,212
应收款项	54	62	126	142	215	330
存货	33	23	56	61	93	143
其他流动资产	6	1	11	7	11	17
流动资产	141	208	999	1,024	1,240	1,702
%总资产	41.9%	41.4%	72.4%	68.4%	69.8%	76.6%
长期投资	80	85	86	92	99	106
固定资产	60	108	193	284	340	314
%总资产	17.9%	21.4%	14.0%	18.9%	19.1%	14.1%
无形资产	53	99	98	92	92	93
非流动资产	196	294	381	473	536	519
%总资产	58.1%	58.6%	27.6%	31.6%	30.2%	23.4%
资产总计	337	502	1,380	1,498	1,776	2,221
短期借款	68	60	32	0	0	0
应付款项	41	58	90	109	165	253
其他流动负债	11	11	23	63	80	107
流动负债	120	128	145	172	246	360
长期贷款	1	96	24	24	24	25
其他长期负债	0	0	40	1	0	0
负债	121	224	209	197	269	385
普通股股东权益	212	274	1,146	1,273	1,474	1,798
少数股东权益	3	4	25	28	33	38
负债股东权益合计	337	502	1,380	1,498	1,776	2,221

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.539	0.764	0.743	1.044	1.545	2.356
每股净资产	1.894	2.450	7.640	8.484	9.830	11.986
每股经营现金净流	0.555	0.932	0.546	0.948	1.201	1.910
每股股利	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	28.46%	31.19%	9.73%	12.30%	15.72%	19.66%
总资产收益率	17.94%	17.04%	8.08%	10.46%	13.05%	15.91%
投入资本收益率	13.30%	13.55%	5.82%	8.85%	12.31%	16.63%
增长率						
主营业务收入增长率	40.68%	13.45%	53.39%	44.80%	51.57%	53.73%
EBIT增长率	17.12%	56.63%	18.01%	64.16%	61.57%	64.14%
净利润增长率	26.94%	41.79%	30.27%	40.44%	48.05%	52.44%
总资产增长率	22.19%	49.27%	174.67%	8.54%	18.62%	25.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.8	64.2	66.8	70.0	70.0	70.0
存货周转天数	77.6	64.3	55.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	79.7	102.8	91.1	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	75.1	64.8	72.8	97.6	116.9	70.3
偿债能力						
净负债/股东权益	9.89%	11.74%	-64.04%	-60.74%	-59.54%	-64.67%
EBIT利息保障倍数	6.1	9.8	-14.9	-12.7	-18.0	-23.4
资产负债率	35.98%	44.63%	15.15%	13.14%	15.17%	17.33%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	8	13	14	17
买入	0	1	1	1	1
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.11	1.09	1.08	1.07

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室