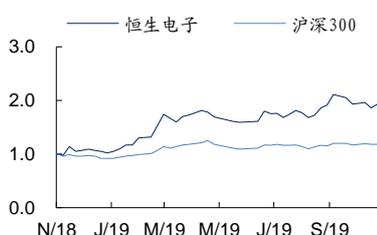


证券研究报告—动态报告
信息技术
软件与服务
新北洋(600570)
买入
2019年三季报点评

(维持评级)

2019年10月29日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	803/803
总市值/流通(百万元)	60,228/60,228
上证综指/深圳成指	2,955/9,660
12个月最高/最低(元)	85.30/33.09

相关研究报告:

《新北洋-002376-2019年一季报点评:业绩受客户采购节奏影响,不改全年增长预期》
 ——2019-04-29

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519030002

证券分析师: 于威业

电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519050001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

结算原因影响当期业绩增速, 订单回暖全年稳增长可期

● Q3 受业务结算延迟因素的影响业绩略低于预期

2019 前三季度公司实现营收 15.59 亿元 (-13.21%), 归母净利润 2.19 亿元 (-15.88%), 扣非归母净利润 1.63 亿元 (-35.63%)。2019Q3 单季公司实现营收 5.81 亿元 (-9.88%), 归母净利润 6348.90 万元 (-26.40%), 扣非归母净利润 6515.78 万元 (-22.39%)。公司业绩略低于市场预期, Q3 业绩同比下降的主要原因系公司的部分清分机、票据模块和物流自动化设备业务结算延迟至四季度。细分业务方, 金融业务受益于银行加大智能化设备的采购, 前三季度收入同比增长超过 40%; 物流、零售业务受大客户采购节奏和结算延迟的影响, 收入分别同比下降约 30%和 50%; 传统打印扫描业务实现稳定增长。

● 订单回暖全年业绩稳增长可期

公司物流、零售业务订单已显著改善, 三季度产能利用率较高, 报告期末, 公司存货余额为 6.26 亿元, 环比增长 21.92%, 预计全年业绩有望实现稳定增长。

● 管理费用增长较快, 预计未来增速将明显放缓

公司管理费用率同比上升 6.47pp 达到 23.32%, 主要原因是公司 2018 年扩大招聘, 总员工数量达到 4310 人, 同比增长 36.44%。增长员工主要是研发人员及服务人员, 符合公司智能设备产品和服务的战略发展方向。公司 2019 年招聘力度显著下降, 预期未来费用增速将显著放缓。

● 可转债过会, 发行进程获得推动

公司近期公告称, 公开发行的可转换公司债券获得中国证监会发审会审核通过。募集资金拟主要用于自助智能零售终端设备研发与产业化项目。此次扩产有望带来 10 万台整机产能以及 13.63 亿元产值的增加, 为公司储备充足产能迎接市场的快速增长。考虑到近期可转债过会速度加快, 公司批文获取或有望提速。

● 风险提示: 农行各省招标进度不及预期; 物流、零售客户招标进度不及预期。
● 投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。

考虑到报告期内公司受到客户采购节奏的影响以及收入滞后确认的因素, 收入有所下降, 我们将 2019-2021 年盈利预测由归母净利润 4.91/5.93/7.13 亿元下调到 4.51/5.52/6.58 亿元, 同比增速 19/22/19%; 摊薄 EPS=0.68/0.83/0.99 元, 当前股价对应 PE=20/15/13x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1860	2,635	3,036	3,695	4,467
(+/-%)	13.8%	41.6%	15.2%	21.7%	20.9%
净利润(百万元)	286	380	451	552	658
(+/-%)	26.1%	32.8%	18.6%	22.4%	19.3%
摊薄每股收益(元)	0.45	0.57	0.68	0.83	0.99
EBIT Margin	14.6%	25.5%	14.4%	15.0%	14.9%
净资产收益率(ROE)	11.1%	11.9%	13.2%	15.0%	16.4%
市盈率(PE)	29.7	23.6	19.9	16.3	13.6
EV/EBITDA	28.5	13.6	18.3	14.8	12.7
市净率(PB)	3.3	2.8	2.6	2.4	2.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

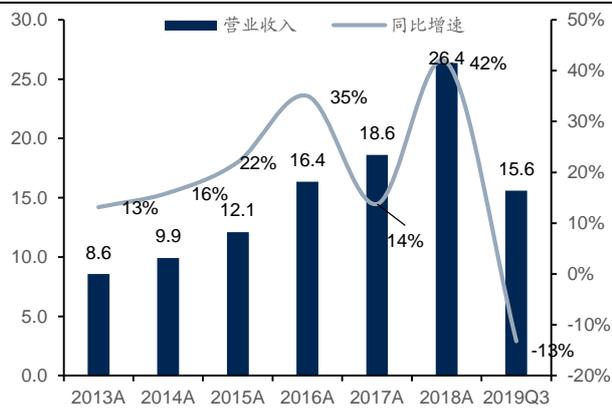
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司财务分析

Q3 受业务结算延迟因素的影响业绩略低于预期，全年预计有望稳定增长。2019 前三季度公司实现营收 15.59 亿元(-13.21%)，归母净利润 2.19 亿元(-15.88%)，扣非归母净利润 1.63 亿元(-35.63%)。2019Q3 单季公司实现营收 5.81 亿元(-9.88%)，归母净利润 6348.90 万元(-26.40%)，扣非归母净利润 6515.78 万元(-22.39%)。公司业绩略低于市场预期，Q3 业绩同比下降的主要原因系公司的部分清分机、票据模块和物流自动化设备业务结算延迟至四季度。细分业务方，金融业务受益于银行加大智能化设备的采购，前三季度收入同比增长超过 40%；物流、零售业务受大客户采购节奏和结算延迟的影响，收入分别同比下降约 30%和 50%；传统打印扫描业务实现稳定增长。

公司物流、零售业务订单已从 6 月开始显著改善，三季度产能利用率较高，截至 2019Q3 末，公司存货余额为 6.26 亿元，环比增长 21.92%，预计全年业绩有望实现稳定增长。

图 1：新北洋营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：新北洋单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：新北洋归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：新北洋单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率由于合并报表原因有所下降，研发费用快速增长导致管理费用率上升。2019 前三季度销售毛利率 37.03%，同比下降 1.98pp。销售费用率 6.93% (-1.06pp)，管理费用率 23.32% (+6.47pp)，财务费用率 0.00% (-0.27pp)。三项费用率合计 30.25%，同上升 5.14pp。

毛利率的变化是因为合并报表的原因，将技术服务子公司的相关成本合并到了营业成本（从销售费用中调入营业成本），在技术服务子公司人员扩张，且与母公司关联交易扩大的背景下，出现营业成本上升、销售费用率下降，实际上公司传统业务和战略新兴业务总体而言毛利率保持稳定，细分而言，物流、零售业务毛利率略有下降，金融业务毛利率略有上升。

公司管理费用率同比上升，其中研发费用为 2.59 亿元，同比增长 25.25%，主要原因是公司 2018 年扩大招聘，尤其是主要子公司在职员工达到 2705 人，同比增长 63.94%，总员工数量达到 4310 人，同比增长 36.44%。增长员工主要是研发人员及服务人员，符合公司智能设备产品和服务的战略发展方向。公司 2019 年招聘力度显著下降，预期未来费用增速将显著放缓。

图 5：新北洋毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：新北洋三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

经营性现金流显著改善，应收及存货周转率保持稳定。2019 年前三季度经营性现金流量净额 1.44 亿元，上年同期仅为 -1932.76 万元。公司经营性现金流情况显著改善，主要系公司本期加强应收款项的回收与管控所致。2019 年前三季度应收账款周转 122 天，同比延长 33 天；存货周转 161 天，同比延长 28 天。

图 7：新北洋经营性现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：新北洋主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司少数股东权益增速较快，控股子公司荣鑫科技和华菱光电业绩快速增长。公司前三季度少数股东损益为 4,306.36 万元，同比增长 81.40%，预计主要为控股子公司荣鑫科技和华菱光电业绩快速增长所致。荣鑫科技（60%）、华菱光电（51%）受益于银行智能化设备需求持续增长，金融机具相关整机和基础件业务加速拓展。

清分机市场爆发，新北洋位居 T1 厂商，相关业务充分受益。2017 年 7 月《人民币现金机具鉴别能力技术规范》(简称“金标”)推出，2018 年开始实行，2019 年本是点钞机、清分机替换最后一年，但由于推行节奏问题，各大行于今年 5 月才开始加快替换，换机潮正式开启，叠加上一轮换机高峰 2014 年前后的设备基本进入替换周期，2020 年预计清分机市场需求有望高速增长。

国产品牌主要集中于中小型清分机市场，估算大约每个网点 2 台左右，存量约 40 万台，其中至少 70% 不可通过软件升级达到金标，对应市场容量至少 28 万台。以低端清分机单价 1.5 万估算，市场空间至少在 42 亿量级。与 2014 年上一轮清分机替换高峰的市场规模基本相当。

国产品牌主要厂商包括聚龙股份、中钞信达、古鳌电子、荣鑫科技(新北洋持股 60%)等，荣鑫科技截至三季度末出货清分机数量大约 8000 台，同比实现近 2 倍以上增长。

可转债过会，发行进程获得推动。公司近期公告称，公开发行可转换公司债券获得中国证监会发审会审核通过。公司拟募集资金总额不超过 93,700 万元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于自助智能零售终端设备研发与产业化项目(8.37 亿元)和补充流动资金(1 亿元)。此次扩产有望带来 10 万台(整机产能)产能以及 13.63 亿元产值的增加，为公司储备充足产能迎接市场的快速增长。考虑到近期可转债过会速度加快，公司批文获取或有望提速。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑到报告期内公司受到客户采购节奏的影响以及收入滞后确认的因素，收入有所下降，我们将 2019-2021 年盈利预测由归母净利润 4.91/5.93/7.13 亿元下调到 4.51/5.52/6.58 亿元，同比增速 19/22/19%；摊薄 EPS=0.68/0.83/0.99 元，当前股价对应 PE=20/15/13x，维持“买入”评级。

表 1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190426	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (18A)	PEG (19E)	投资 评级	
				18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E				21E
002376	新北洋	13.49	89.80	0.6	0.7	0.8	1.0	23.6	19.9	16.3	13.6	13.2	1.27	买入
000066	中国长城	16.76	490.76	0.3	0.6	0.7	0.8	49.9	29.9	25.4	22.1	15.3	3.76	增持
000977	浪潮信息	25.90	333.92	0.5	0.7	1.0	1.3	50.7	38.6	27.0	20.0	8.1	1.62	无
300531	优博讯	18.07	50.60	0.4	0.6	0.8	1.0	43.0	28.7	22.2	17.2	18.0	0.86	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 浪潮信息、优博讯为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	851	867	665	584	营业收入	2635	3036	3695	4467
应收款项	840	967	1177	1424	营业成本	1500	1718	2107	2571
存货净额	541	600	740	910	营业税金及附加	27	31	38	46
其他流动资产	137	158	193	233	销售费用	303	319	377	447
流动资产合计	2369	2592	2775	3150	管理费用	133	530	617	736
固定资产	1085	1100	1124	1148	财务费用	10	3	(1)	(4)
无形资产及其他	197	190	183	176	投资收益	78	128	110	115
投资性房地产	483	483	483	483	资产减值及公允价值变动	(38)	(40)	(20)	(10)
长期股权投资	552	609	665	721	其他收入	(235)	0	0	0
资产总计	4686	4973	5230	5678	营业利润	467	523	647	777
短期借款及交易性金融负债	574	500	300	200	营业外净收支	(1)	30	30	30
应付款项	382	423	523	642	利润总额	466	553	677	807
其他流动负债	217	298	361	439	所得税费用	51	61	74	89
流动负债合计	1173	1221	1184	1282	少数股东损益	34	41	50	60
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	380	451	552	658
其他长期负债	34	32	30	29					
长期负债合计	34	32	30	29	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1207	1253	1215	1310	净利润	380	451	552	658
少数股东权益	280	300	325	354	资产减值准备	35	1	0	1
股东权益	3199	3420	3691	4013	折旧摊销	77	122	134	144
负债和股东权益总计	4686	4973	5230	5678	公允价值变动损失	38	40	20	10
					财务费用	10	3	(1)	(4)
					营运资本变动	(197)	(86)	(224)	(259)
					其它	(18)	19	24	29
关键财务与估值指标					经营活动现金流	315	547	507	583
每股收益	0.57	0.68	0.83	0.99	资本开支	(139)	(171)	(171)	(171)
每股红利	0.29	0.35	0.42	0.50	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	4.80	5.14	5.54	6.03	投资活动现金流	(195)	(228)	(228)	(228)
ROIC	19%	12%	16%	18%	权益性融资	420	0	0	0
ROE	12%	13%	15%	16%	负债净变化	(0)	0	0	0
毛利率	43%	43%	43%	42%	支付股利、利息	(194)	(230)	(281)	(335)
EBIT Margin	26%	14%	15%	15%	其它融资现金流	(8)	(74)	(200)	(100)
EBITDA Margin	28%	18%	19%	18%	融资活动现金流	24	(304)	(481)	(435)
收入增长	42%	15%	22%	21%	现金净变动	145	16	(202)	(81)
净利润增长率	33%	19%	22%	19%	货币资金的期初余额	707	851	867	665
资产负债率	32%	31%	29%	29%	货币资金的期末余额	851	867	665	584
息率	2.2%	2.6%	3.1%	3.7%	企业自由现金流	339	254	233	308
P/E	23.6	19.9	16.3	13.6	权益自由现金流	331	178	34	212
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2					
EV/EBITDA	13.6	18.3	14.8	12.7					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032