

林纸产品/原材料

晨光文具 (603899)

## 品牌领跑市场，整店输出模式值得关注

	穆方舟 (分析师)	吴冉劼 (分析师)	李黎亚 (研究助理)
	0755-23976527	0755-23976112	0755-23976900
	mufangzhou@gtjas.com	wuranjie012899@gtjas.com	liliya@gtjas.com
证书编号	S0880512040003	S0880514080003	S0880114070048

### 本报告导读:

### 投资要点:

合理定价区间为 22.96-26.24 元，建议询价为 13.15 元。作为国内文具领头羊，我们看好公司在品牌、渠道等方面的优势和成长性。我们预测公司 2014/15/16 年净利润分别为 3.3 亿元、4.0 亿元、5.1 亿元，对应 EPS 为 0.67 元、0.80 元、1.04 元。参考可比公司估值及公司发展前景，给予公司 2015 年 28-32 倍 PE。公司对应合理定价区间为 22.96-26.24 元；建议询价价格为 13.15 元。

大行业小公司的文具行业，凭借品牌领跑市场。文具行业是典型的小企业、大市场，90%的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，大部分企业产品单一，竞争集中在低端产品。晨光文具是国内文具第一品牌、圆珠笔第一品牌。在书写工具和文具细分领域公司具有较高的知名度，在细分书写工具市场的市场占有率居首。

整店输出模式独树一帜，金字塔式管理提升效率。在文具行业零售终端网络覆盖方面，公司具有明显的先发和领先优势。基于文具产品特性以及国内文具消费的现状，公司建立了以区域经销为主，结合 KA 销售等为辅助的销售模式。通过老店新开、整店输出、品牌授权的模式，晨光文具利用较小的成本实现了品牌网络的铺设，打造出了文具行业的零售网络。而通过层层投入、层层分销的模式，晨光文具对于全国 5 万多销售终端实现有效管理和整合，提升了运营效率。

募投巩固加盟营销网络，新建产能值得期待。公司拟发行不超过 6000 万股以募集资金 7.89 亿元，对公司现有渠道、产能及品牌创新进行拓展加强。我们认为，公司营销网络建设将持续提升对零售终端的管理能力，实施品牌营销战略，巩固及进一步提升公司现有市场地位。而新建产能项目能有效改善公司产能情况，从而匹配公司品牌渠道发展步伐。

风险提示：产能扩张带来的市场开拓风险、固定资产折旧上升的风险。

注：每股净收益按预计发行后的总股本 46000 万股计算

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,900	2,360	3,137	3,859	4,675
(+/-)%	31%	24%	33%	23%	21%
经营利润 (EBIT)	240	312	361	445	504
(+/-)%	56%	30%	15%	23%	13%
净利润	225	280	328	375	435
(+/-)%	75%	24%	17%	15%	16%
每股净收益 (元)	0.56	0.70	0.82	0.94	1.09
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间 (元)

13.15-13.15

合理定价区间 (元)

22.96-26.24

2015.01.11

### 发行上市资料

发行前总股本(万股)	40000
本次拟发行量(万股)	6000
发行日期	2015.01.15
发行方式	余额包销
保荐机构	兴业证券
预计上市日期	--

### 发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.24
净资产收益率 (%)	31.3%
资产负债率 (%)	26.67%

### 主要股东和持股比例

晨光集团	67.0%
科迎投资杰奎投资	5.0%
约蓝投资	5.0%
陈湖文	4.5%
陈湖雄	3.8%
鼎晖一期	3.8%
鼎晖元博	3.5%
陈雪玲	2.5%
钟鼎创投	2.4%
敏新创投	1.0%

## 目 录

1. 建议询价为 13.15 元.....	3
1.1. 合理定价区间为 22.96-26.24 元.....	3
1.2. 建议询价区间为 13.15 元.....	3
2. 晨光文具：文具行业的内销龙头.....	4
2.1. 公司简介：代理营销起家的文具内销龙头.....	4
2.2. 股权结构：陈氏兄妹控股的家族企业.....	4
2.3. 公司业绩：业绩稳定增长，毛利率逐步提高.....	5
3. 晨光文具：文具行业的内销龙头.....	7
3.1. 文具行业是典型的小产品大市场，集中度提升空间大.....	7
3.2. 品牌优势显著，持续领跑内需市场可期.....	7
3.3. 整店输出独树一帜，金字塔管理提升效率.....	8
4. 募投分析.....	10
5. 定价分析.....	11
5.1. 核心假设.....	11
5.2. 盈利预测.....	11
5.3. 定价分析.....	12
6. 风险提示.....	14

## 1. 建议询价为 13.15 元

### 1.1. 合理定价区间为 22.96-26.24 元

晨光文具是国内文具第一品牌，在细分书写工具市场的市场占有率居首。根据公司业绩表现和未来发展战略，我们预计公司 2014-16 年 EPS 分为 0.82 元、0.94 元、1.09 元。

**表 1: 我们预计公司 2015 年 EPS 为 0.94 元**

项目	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
每股收益	0.32	0.56	0.70	0.82	0.94
每股净资产	2.52	3.44	2.24	2.86	3.60
每股经营现金净流	0.27	1.38	0.55	0.97	0.98

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

结合文教轻工可比公司定价、发行人发展前景以及近期新股市场情况，我们认为给予公司 2014 年业绩对应 26-30 倍市盈率较为合理。据此，确定公司合理定价区间为 21.32-24.60 元。

**表 2: 相对法估值合理定价区间为 22.96-26.24 元**

市盈率	28	29	30	31	32
合理定价价格	22.96	23.78	24.60	25.42	26.24

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 1.2. 建议询价区间为 13.15 元

公司拟募集 78900 万元，发行不超过 6000 万新股。根据建议区间价格= (募集净金额+发行费用)/预计发行股份，当发行 6000 万新股时，发行价格为 13.15 元。

**表 3: 建议询价为 13.15 元**

简称	募集资金/万	发行费用/万	募集总额/万	发行股数/万	发行后总股数	发行价
晨光文具	73786	5114	78900	6000	46000	13.15

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

在发行价 13.15 元的情况下，公司股价相比合理定价区间 22.96-26.24 元有 74.60%-99.54% 的上涨空间。我们还对建议询价价格做了发行敏感性分析，具体结果如下：

**表 4: 建议询价区间为 13.15 元附近**

价格 (元/股)	13.15	13.48	13.81	14.14	14.47
发行前总股本 (万股)	40000	40000	40000	40000	40000
新发行股数 (万股)	6000	5854	5714	5581	5455
发行后总股本 (万股)	46000	45854	45714	45581	45455
计划募集资金金额 (万元)	78900	78900	78900	78900	78900
发行后总市值 (亿元)	103.75	106.35	108.94	111.54	114.13
市盈率-对应 14 年业绩	16.04	16.44	16.84	17.24	17.64

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

## 2. 晨光文具：文具行业的内销龙头

### 2.1. 公司简介：代理营销起家的文具内销龙头

晨光文具成立于 2008 年 7 月，注册地在上海。公司是一家“整合创意价值与服务优势的综合文具供应商”，主要从事品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，下设晨光佳美、晨光珍美、晨光礼品、晨光科力普和晨光生活馆等 5 家子公司。2013 年公司实现主营业务收入 23.59 亿元，系文具内销市场的龙头企业，是国内文具第一品牌、圆珠笔第一品牌。

公司产品品类丰富，包括书写工具、学生文具、办公文具等。截止 2013 年末，公司已拥有“4 大类，45 个品项，1,900 余种”的文具产品系列，文具产品线广度和深度均位居国内前列。

图 1：晨光是文具内销龙头，在学生文具这一细分市场占有率极高

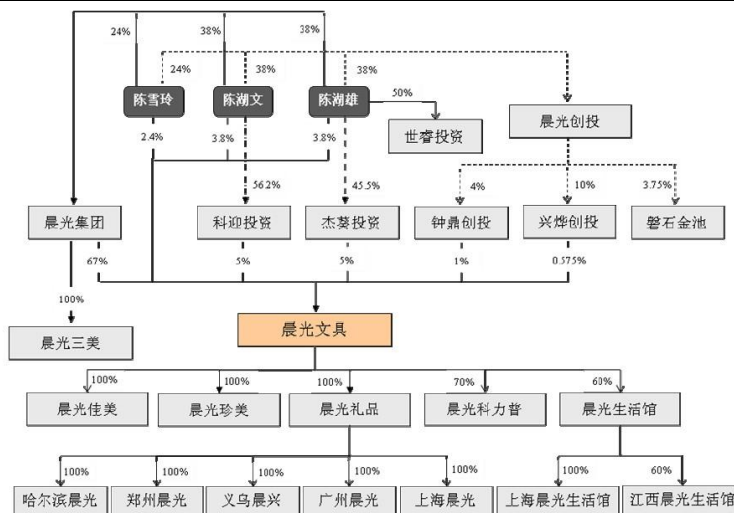


数据来源：招股说明书

### 2.2. 股权结构：陈氏兄妹控股的家族企业

晨光文具的控股股东为晨光集团，其持有公司 67% 的股份。晨光集团成立于 2007 年，经营范围包括实业投资、基础设施投资、投资信息咨询、企业管理及相关业务咨询、国内贸易等。

图 2：陈湖文、陈湖雄和陈雪玲三姐弟为晨光文具实际控制人



数据来源：招股说明书

晨光文具的实际控制人为陈湖文、陈湖雄和陈雪玲三姐弟，其合计持

有公司控股股东晨光集团 100%的股权。同时，陈湖文、陈湖雄及陈雪玲分别持有公司 3.80%、3.80%及 2.40%的股权。2012 年 2 月 15 日，三姐弟签署了《一致行动协议》。

**表 5: 晨兴文具本次发行前的持股情况**

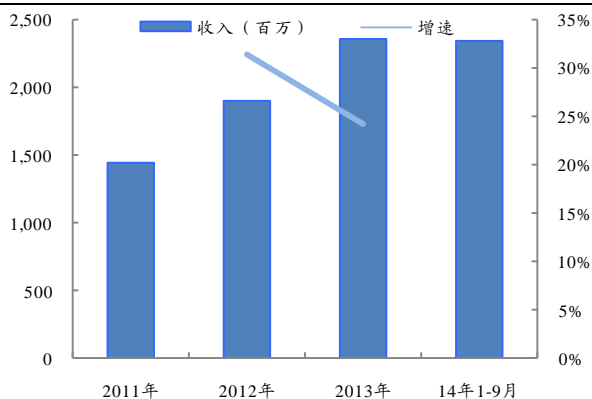
持有人	持股数量 (万股)	持股比例
晨光集团	26800	67.0%
科迎投资杰奎投资	2000	5.0%
约蓝投资	2000	5.0%
陈湖文	1800	4.5%
陈湖雄	1520	3.8%
鼎晖一期	1520	3.8%
鼎晖元博	1416	3.5%
陈雪玲	984	2.5%
钟鼎创投	960	2.4%
敏新创投	400	1.0%
兴烨创投	260	0.7%
大众创投	230	0.6%
大众资本	110	0.3%
合计	40000	100.0%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 2.3. 公司业绩: 业绩稳定增长, 毛利率逐步提高

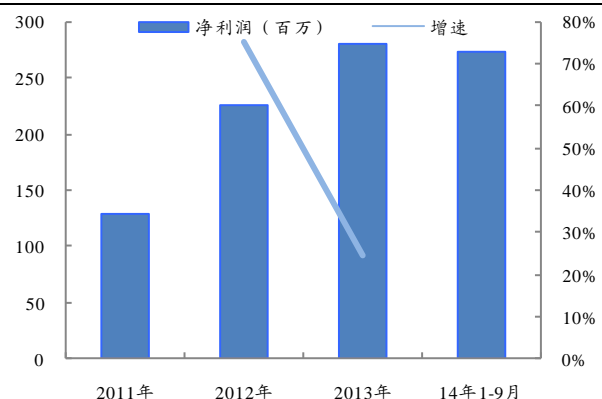
收入、利润稳步增长。2011-2013 年, 公司营业收入稳步增长, 2013 年实现营业收入 23.6 亿元, 收入增速 24.2%; 归属于母公司的净利润 2011-2013 年的年均增速达到 49.6%, 其中 2013 年归属于母公司的净利润达到了 2.8 亿元。

**图 3: 2011-2013 年公司收入稳步增长**



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**图 4: 2011-2013 年公司净利润年均增速为 49.6%**

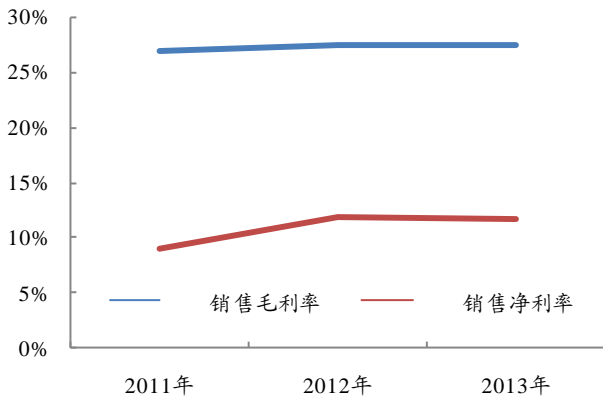


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

毛利率、净利率逐步提升, 三费占比稳中有降。2011-2013 年, 公司毛利率分别为 26.9%、27.4%和 27.3%, 净利率分别为 8.9%、11.9%和 11.7%, 盈利能力逐步提升; 2011-2013 年销售费用占总收入的比例分别为 6.6%、7.9%和 6.4%, 管理费用占比为 9.3%、6.5%和 7.4%。

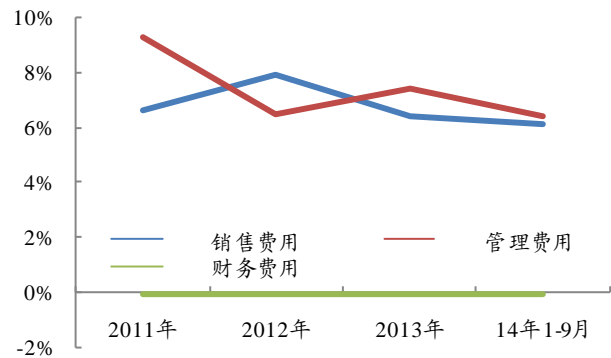
占比稳中有降，而财务费用占比一直维持在-0.1%。

图 5: 2011-2013 年公司收入稳步增长



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 6: 2011-2013 年公司净利润年均增速为 49.6%

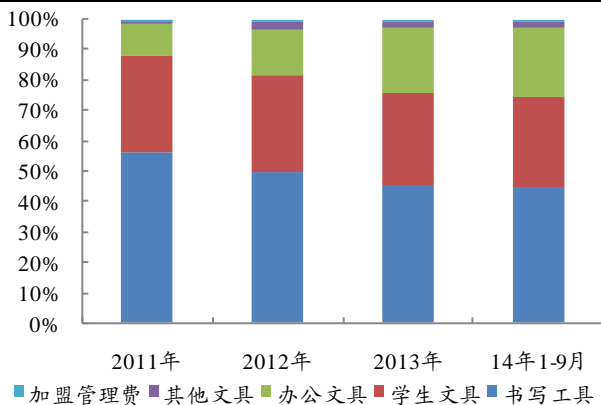


数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

书写工具、学生文具和办公文具是公司销售收入的主要来源。公司的收入构成包括书写工具、学生文具、办公文具、其他文具及加盟管理费，其中书写工具和学生文具的占比逐渐下滑，而办公文具的占比正逐步提升。

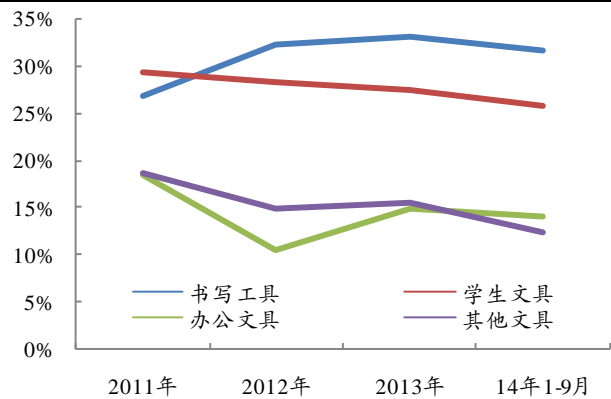
2013 年，书写工具、学生文具、办公文具、其他文具及加盟管理费的占比分别为 44.8%、31.1%、21.3%、2.5%和 0.3%，其中书写工具、学生文具和办公文具的占比超过了 95%以上，是公司主要的收入来源。

图 7: 书写工具、学生、办公文具收入占比超 95%



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 8: 书写工具、学生文具毛利率明显产品



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

书写工具、学生文具毛利率明显高于办公文具和其他文具。从分产品的毛利率来看，2013 年书写工具、学生文具、办公文具和其他文具的毛利率分别为 33%、27%、15%和 15%，书写工具和学生文具的毛利率明显高于其他两项产品。

### 3. 晨光文具：文具行业的内销龙头

#### 3.1. 文具行业是典型的小产品大市场，集中度提升空间大

小产品、大市场，行业具有较大发展空间。根据《中国文具行业竞争态势分析》数据显示，中国文具行业（不包括办公设备和家具）市场规模约 1500 亿元，而国际文具市场规模约为 2500 亿美元。作为一个传统的文化大国，中国的文具市场需求依然有很大的发展空间。

行业公司数量众多，市场集中度很低。目前国内从事文具制造的企业高达 8000 家左右，但是根据中国制笔行业协会的统计数据，列入统计口径的规模以上文具生产企业 1500 多家，但超过 10 亿以上的企业很少，90% 的文具生产企业年销售额低于 1000 万元，大部分企业产品单一，竞争集中在低端产品，文具行业的市场集中度较低，从品牌知名度来看，国内仅晨光文具、真彩文具、齐心文具、得力文具等少数文具企业。

图 9：晨光文具定位于国内书写工具、学生文具市场



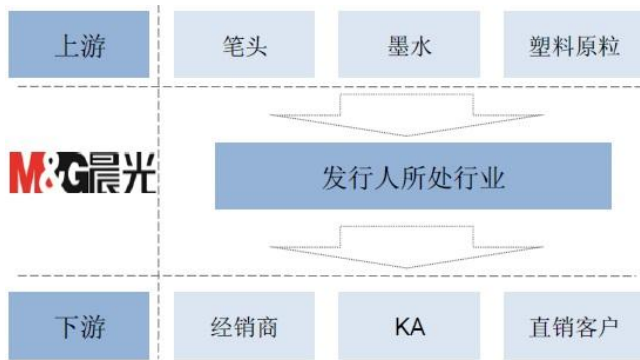
数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

文具消费观念不断升级，品牌文具将脱颖而出。随着居民收入的提高和消费观念的升级，消费者在购买文具时将会越来越考虑在产品质量、设计水平、终端形象、用户美誉度及管理服务方面表现优秀的品牌产品，品牌文具逐渐占据市场主导地位。因此，品牌在文具产品的竞争力要素中占到了越来越大的比重，拥有品牌知名度的文具企业更有能力在这样的市场环境中占据有利位置，而品牌文具厂商的不断壮大也将加速国内文具行业品牌集中度的提升，利于行业健康发展。

#### 3.2. 品牌优势显著，持续领跑内需市场可期

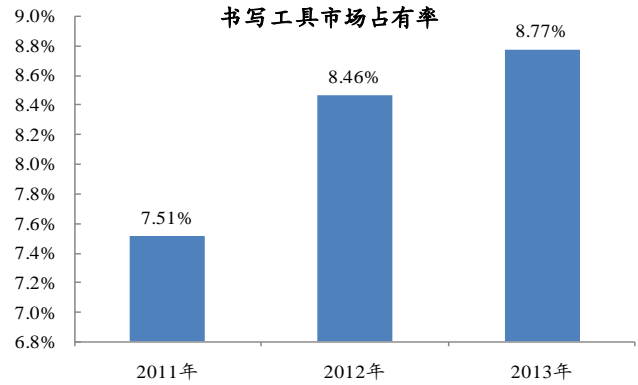
晨光文具是文具行业“自主品牌+内需市场”领跑者。晨光文具是国内文具第一品牌、圆珠笔第一品牌。在书写工具和学生文具细分领域公司具有较高的知名度，在细分书写工具市场的市场占有率居首。同时在稳居行业零售终端网络覆盖的广度和深度方面公司具有明显的先发优势和领先优势。

图 10: 发行人品牌优势显著



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 11: 2011-2013 年公司净利润年均增速为 49.6%



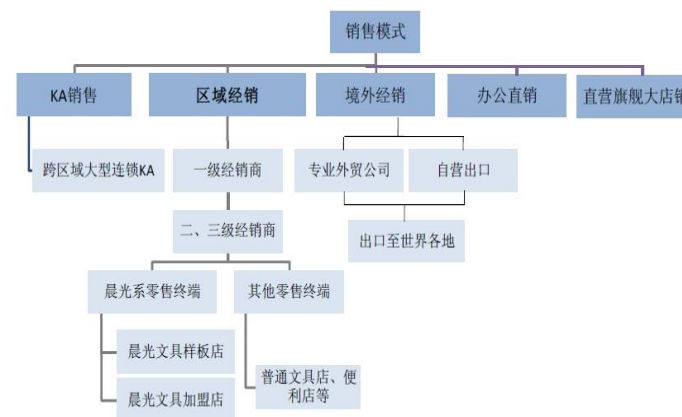
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 3.3. 整店输出独树一帜, 金字塔管理提升效率

区域经销为主的**销售模式**, 校园周边商圈覆盖率超过 80%。基于文具产品特性以及国内文具消费的现状, 公司针对性地建立了以区域经销为主, 结合 KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰店销售的销售模式。

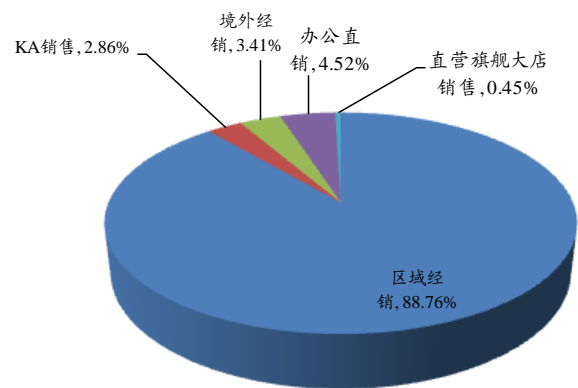
从各类销售模式占比来看, 2013 年, 区域经销、KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰店销售的占比分别为 88.8%、2.9%、3.4%、4.5%和 0.4%, 区域经销的占比远超出其他销售模式。

图 12: 区域销售、KA 销售、办公直销等多管齐下



数据来源: 招股说明书

图 13: 区域销售是公司主要销售模式



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**重塑整合终端, 整店输出模式打造文具行业 7-ELEVEN。**晨光文具没有通过开设直营店的方式来赚取开店盈利, 而是通过“整店模式输出”的方式进行渠道的扩张。

整店输出模式, 即晨光授权达标门店无偿使用晨光商标, 并且根据终端具体情况对销售进行相关的指导和支持。2009 年, 晨光文具正式推进连锁加盟项目, 主要是通过四五万家卖晨光文具的店面中筛选出优秀的店面进行升级包装, 改造变晨光的连锁店。晨光文具通过把没有品牌、没有形象、像杂货摊一样的文具店改造成商品陈列、产品结构定位, 装修风格、灯光效果等都符合晨光统一形象的



晨光品牌店。公司通过品牌吸引普通文具店加盟，授权无偿使用“M&G”品牌商标，同时对加盟的零售终端进行培训、产品搭配等方面的投入，从而以较经济的方式获得了终端网络的铺开和拓展。通过老店新开、整店输出的模式，晨光文具利用较小的成本实现了品牌网络的铺设，打造出了文具行业的零售网络。

在店铺运营管理中，晨光文具采用了分类管理模式，公司对普通文具店、标准样板店、高级样板店和加盟店都有不同的营销投入。公司会对终端的培训、货架布局等统一培训和投入；在品类安排方面，公司不仅会给加盟商配置晨光自有产品线，还配比上一定性价比的其他品牌产品。对于一部分加盟店，原则上要求加盟店 70%的商品由晨光配送，剩下的 30%由加盟商因地制宜自主调配。

图 14: 晨光的零售终端分级管理

	普通文具店	标准样板店	高级样板店	加盟店
品牌形象	品牌形象混乱、管理无序	授权无偿使用晨光商标	授权无偿使用晨光商标	授权无偿使用晨光商标
平均盈利	单店盈利小且不稳定	强于普通文具店	强于标准样板店	单店盈利能力最强
单店销量	无	*根据单店具体情况,确定晨光具体销售数量要求 *要求总数在 265 款以上	*根据单店具体情况,确定晨光具体销售数量要求 *要求总数在 370 款以上	销售晨光产品数量在 1000 款以上
产品排他	无	没有强制性的晨光品牌排他要求	部分品类的晨光品牌排他要求	与晨光特许经营产品相同或者类似竞争性产品排他
服务支持	无	*培训经营技能、产品搭配、或加合理摆放等经验 *一般不提供货架等硬件支持	*培训经营技能、产品搭配、或加合理摆放等经验 *提供货架等硬件支持	*六个统一要求 *培训、装修、货柜等全方位服务支持 *公司收取加盟管理费
店铺形象				

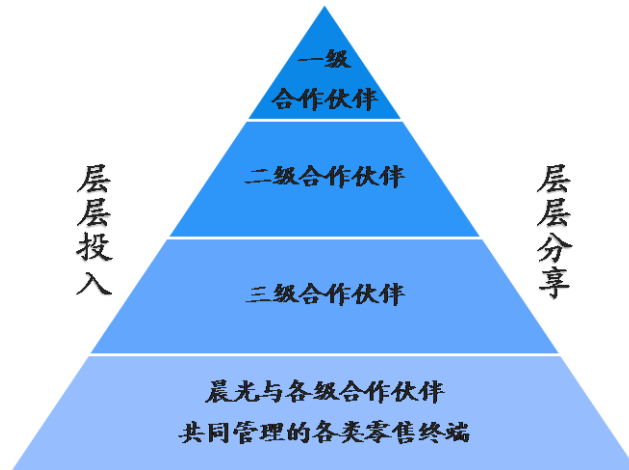
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**金字塔模式独树一帜, 提升渠道管理效率。**“得终端者得天下”是公司核心营销战略。截至 2014 年三季度, 公司于各级合作伙伴构建了 49067 家标准样板店、7009 家高级样板店以及 4856 家加盟店, 在全国校边商圈覆盖率高达约 80%。

而为了更有效的管理这些终端网络, 公司通过“晨光伙伴金字塔”营销模式, 与各级合作伙伴共同开发和管理各类零售终端。不同于其他行业的特许加盟模式, 晨光文具的连锁经营业务全权交给当地的代理商处理, 是在传统分销基础上进行升级, 而其他行业的不少企业均是从零做起。

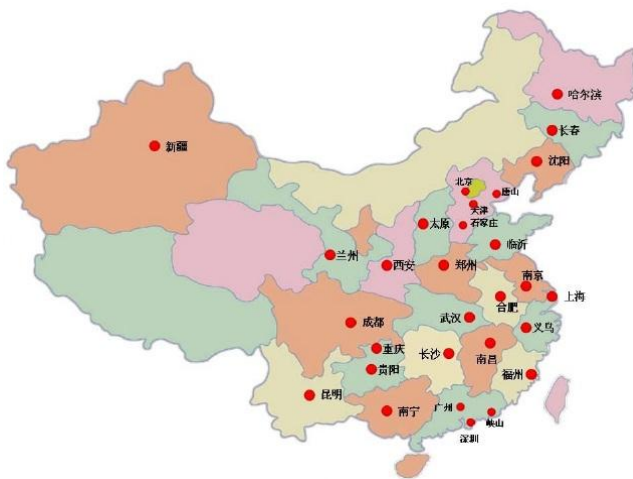
金字塔模式的关键在于层层投入和层层分享。公司营销团队仅 60 余人，通过金字塔模式对全国超 5 万家的晨光文具终端进行了有效管理。在一级合作伙伴的选择上，公司在每省独家选择 1 个代理商进行合作，通过全国这 29 个一级合作伙伴进行网络的铺开和管理。其中，晨光和一级合作伙伴对所在区域的二、三级合作伙伴及终端零售网络进行统一的支持和管理。

图 15: 层层投入，层层分享的金字塔模式提升了渠道管理效率



数据来源: 招股说明书

图 16: 29 个一级合作伙伴协助布局全国网络



数据来源: 招股说明书

图 17: 样板店和加盟店遍布全国



数据来源: 招股说明书

## 4. 募投分析

本次发行资金主要用于建设营销网络扩充及升级项目、新建书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目以及补充流动资金。具体募投资金投向计划请详见下表。

表 6: 募集资金投向 (单位: 万元)

项目名称	项目总投资	建设投资	铺底流动资金
------	-------	------	--------

营销网络扩充及升级项目	38750.00	38750.00	-
书写工具制造及技术、材料研发基地建设 项目	73391.01	66547.73	6843.28
补充流动资金	36000.00	-	-

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

营销网络扩充及升级项目主要用于加盟店营销网络扩充、样板店及 4S 点营销网络升级。该项目旨在深化公司营销网络建设, 持续提升对零售终端的管理能力, 实施品牌营销战略, 巩固及进一步提升公司现有市场地位。

**表 7: 营销网络扩充及升级项目具体内容**

子项目	主要建设内容	投资金额 (万元)	占比
加盟店扩充	将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店	30000	77.42%
样板店升级	对 4.5 万家现有及新增样板店的店招进行升级	6750	17.42%
4S 店升级	36000.00	2000	5.16%
合计			5.16%

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目主要用于扩充公司产能。过去几年, 公司原有的产能及市场需求无法完全匹配的问题开始出现, 报告期内, 公司书写工具产能利用率持续维持在 105% 以上。项目建成后, 公司的产能将在 2013 年笔类产能 125000 万支、替芯产能 150000 万支的基础上, 新增笔类产能 140000 万支, 替芯产能 90000 万支。

## 5. 定价分析

### 5.1. 核心假设

根据文具行业走势和公司经营情况、发展目标, 我们对公司进行一下核心假设, 以便对公司进行盈利预测和定价分析:

1. 公司募投项目进展顺利, 销售渠道建设、产能拓展计划能如期达成。
2. 书写工具和学生文具方面, 公司业绩增长和毛利率保持稳定走势。
3. 办公文具募投项目顺利, 市场开拓顺利, 毛利率有所提升。
4. 样板店中的 1.2 万家店升级为加盟店, 加盟费相应提升。

### 5.2. 盈利预测

基于以上核心假设, 我们给予晨光文具主营业务分部收入、毛利率预测情况如下。其中, 2014-2016 年业绩预测将考虑业务发展现状和未来发展情况; 2014 年全年预测则参考了招股说明书中 2014 年中期业绩披露情况。

根据销售收入预测, 晨光文具 2014-2016 年盈利相关核心指标如下。公司销售收入将呈现较好的成长性。2014 年-2016 年期间, 我们预测公司营业收入将维持 20% 以上增速。在盈利能力方面, 公司毛利率稳定在 25% 以上。

**表 8: 办公产品**

产品	项目	2011	2012	2013	2014E	2015	2016
书写工具	销售收入	817.40	946.70	1,056.90	1,372.67	1,679.32	1,981.60
	毛利率	26.8%	32.3%	33.2%	32.0%	31.6%	31.3%
学生文具	销售收入	462.4	602.4	732.6	975.1	1164.1	1358.4
	毛利率	29.3%	28.3%	27.4%	26.2%	25.8%	25.3%
办公文具	销售收入	143.6	289.2	501.5	698.3	904.5	1221.1
	毛利率	18.5%	10.4%	14.8%	14.0%	13.8%	14.2%
其他文具	销售收入	19.30	55.00	58.10	79.00	97.17	97.50
	毛利率	18.7%	14.8%	15.5%	12.6%	13.1%	13.1%
加盟管理费	销售收入	4.3	6.3	10.3	11.5	13.8	16.6

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**表 9: 利润表相关数据**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	1,447	1,900	2,360	3,137	3,859	4,675
增长率	-	31.3%	24.2%	32.9%	23.0%	21.2%
毛利	389	521	645	814	982	1,167
%销售收入	26.9%	27.4%	27.3%	26.0%	25.5%	25.0%
营业费用	-95	-150	-151	-201	-248	-300
%销售收入	6.6%	7.9%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
管理费用	-135	-124	-174	-242	-278	-348
%销售收入	9.3%	6.5%	7.4%	7.7%	7.2%	7.4%
息税前利润	154	240	312	361	445	504
%销售收入	10.6%	12.6%	13.2%	11.5%	11.5%	10.8%
营业利润	153	243	311	369	424	495
营业利润率	10.5%	12.8%	13.2%	11.8%	11.0%	10.6%
净利润	129	225	276	323	370	429
归母净利润	129	225	280	328	375	435

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

**表 10: 财务表现预测**

项目	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.6%	32.8%	31.3%	28.6%	26.1%	24.2%
总资产收益率	16.7%	23.8%	21.6%	13.7%	14.2%	15.1%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-	31.3%	24.2%	32.9%	23.0%	21.2%
净利润增长率	-	74.9%	24.3%	16.9%	14.5%	15.9%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	9.1	10.2	6.9	6.9	6.9	6.9
存货周转天数	42.3	68.2	70.6	70.6	70.6	70.6

数据来源: 公司招股说明书, 国泰君安证券研究

### 5.3. 定价分析

公司属于文娱轻工板块的文具制造业，A股相关文具制造公司包括广博股份等。另外，我们也参考了东港股份、鸿博股份等票据印刷股票。

我们首先对晨光文具可比公司进行了收入情况的分析，从基本面来看，公司的收入规模、盈利增速和盈利能力都有较好的表现。特别是对比同行业真彩文具、齐心集团和发行人，公司在营业收入等方面表现出良好的成长性。

**表 11: 可比公司收入情况 (单位: 亿元)**

公司	营业收入			净利润		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
晨光文具	14.47	19.00	23.60	1.289	2.255	2.803
齐心集团	11.29	14.64	16.78	0.662	0.701	0.276
广博股份	10.53	10.41	8.48	0.436	0.366	0.168
真彩文具	9.52	9.12	9.32	0.496	0.386	0.362
东港股份	7.82	8.17	9.27	0.870	1.030	1.300
鸿博股份	4.04	6.82	7.11	0.580	0.521	0.491

数据来源: Wind, 招股说明书, 国泰君安证券研究

**表 12: 可比公司盈利能力 (单位: 亿元)**

公司	毛利率			营业利润率		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
晨光文具	26.48%	27.04%	27.03%	10.54%	12.78%	13.18%
齐心集团	22.69%	20.96%	17.38%	6.16%	5.55%	1.72%
广博股份	20.09%	22.21%	20.88%	4.27%	3.80%	1.53%
真彩文具	27.21%	26.98%	28.27%	5.63%	4.28%	3.78%

数据来源: Wind, 招股说明书, 国泰君安证券研究

在盈利预测和估值对比方面，A股可比上市公司的14年市盈率在32倍到170倍之间不等。可比上市公司市盈率较高主要有以下原因：1.广博股份等目前已涉及转型传媒、互联网等相关业务，市场给予了一定的溢价。2.鸿博股份、东港股份等除了票据业务，还有电子发票、互联网彩票等新业务，在估值方面也有所表现。

**表 13: 可比公司盈利预测和估值情况**

证券代码	公司	股价	EPS			PE			PB
			2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	最新
002103.SZ	广博股份	11.72	0.069	0.293	0.368	170.60	40.03	31.81	4.11
002301.SZ	齐心集团	8.38	--	--	--	--	--	--	--
002229.SZ	鸿博股份	15.69	0.160	0.217	0.308	98.25	72.40	50.89	5.06
002117.SZ	东港股份	20.84	0.459	0.603	0.777	45.36	34.54	26.81	5.67

数据来源: Wind, 招股说明书, 国泰君安证券研究; 其中 EPS 预测取自 wind 一致预期, 股价为 2015 年 1 月 9 日

因此，在当前新股发行市盈率在 20-23 倍左右的情况下，结合公司现有发展规划的前提下，我们认为公司 2014 年 EPS 对应 28 倍到 32 倍较为合理，故公司合理价格区间为 22.96 元-22.64 元。

## 6. 风险提示

**产能扩张带来的市场开拓风险。**项目建成后，公司的产能将在2013年笔类产能125000万支、替芯产能150000万支的基础上，新增笔类产能140000万支，替芯产能90000万支。随着产能的快速增加，公司存在因市场开拓不如预期二无法顺利消化新增产能的风险。

**固定资产折旧上升的风险。**虽然公司募集资金投资项目有较强的盈利能力，预期可消化新增折旧，但以上结论是建立在经营环境不发生重大变化以及募集资金投资项目毛利率与公司近三年毛利率相近的前提下，如果市场环境发生重大变化，募集资金项目可能无法实现预期的收益，公司存在因固定资产折旧的增加而导致利润下滑的风险。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		