



# 新股定价

603899.CH

目标价格：人民币 22.00

目标价格基础：25倍15年市盈率

板块评级：未有评级

## 晨光文具

### 品牌及渠道优势显著，未来行业整合具有先发优势

公司主要从事“M&G 晨光”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。截至2014年9月30日，公司在全国范围内构建了29家一级（省级）合作伙伴、近1,200家二、三级合作伙伴，涉及超过6万家零售终端的庞大营销网络。2013年度公司实现主营业务收入23.59亿元，2014年1-9月实现主营业务收入23.43亿元，是国内文具内销市场的龙头企业。公司现有股本40,000万股，按照新发行6,000万股，预计发行后总股本46,000万股，经盈利模型预测，我们预计2014-2016年全面摊薄每股收益分别为0.75、0.88、1.02元，以2013年为基期三年复合增长率18.8%。目前公司所处的文具行业集中度较低，公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度，同时拥有高覆盖率的全国销售终端网络，公司的各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约80%，未来公司有望在行业集中度提升的过程中占据优势。此外，目前公司产能利用率和产销率已经饱和，随着募投项目的产能扩建，未来收入规模有望稳定增长。参照可比公司，我们给予公司2015年25倍市盈率，对应目标价22.00元。

#### 报告要点

- **品牌优势：**公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度。晨光文具在消费者心中已经建立了很好的品牌认知度，公司的产品在人们学习、办公、生活中的应用已经非常普遍，并赢得消费者极佳的口碑。公司在品牌方面先后获得了大量的荣誉。
- **渠道优势：**公司拥有高覆盖率的全国销售终端网络，共涉及超过5.7万家零售终端，包括47,877家晨光标准样板店、6,094家晨光高级样板店和3,882家晨光加盟店。公司的各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约80%，在行业中居领先地位。
- **行业集中度低，公司有望提升市占率：**目前，国内从事文具制造的企业高达8,000家左右，其中列入统计口径的规模以上文具生产企业1,500多家，但是，销售额超过10亿以上的企业寥寥无几，90%的文具生产企业年销售额低于1,000万元，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还很低。我们认为公司凭借其品牌和规模优势，在未来行业集中度提升的过程中有望大幅提升市场占有率。

#### 主要风险

- 新增产能存在无法消化、劳动力成本上升、所得税优惠取消。

#### 估值

- 我们预计公司2014-2016年全面摊薄每股收益分别为0.75、0.88、1.02元。参照可比公司，我们给予公司2015年25倍市盈率，对应目标价22.00元。

#### 投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	1,900	2,360	2,933	3,631	4,493
变动(%)	n.a.	24.2	24.3	23.8	23.7
净利润(人民币百万)	225	280	343	406	470
全面摊薄每股收益(人民币)	0.490	0.609	0.745	0.882	1.022
变动(%)	n.a.	24.3	22.3	18.4	15.9
每股现金流量(人民币)	0.60	0.48	0.83	0.87	0.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(0.5)	(0.3)	(1.1)	(3.2)	(3.6)
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.149	0.176	0.204

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易：专业零售

唐佳睿, CFA/CAIA

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010003

## 目录

投资摘要.....	3
一、公司概况.....	5
二、主营业务分析.....	6
三、公司竞争优势分析.....	13
四、财务分析.....	15
五、募集项目分析.....	18
六、盈利预测及估值.....	21
七、风险提示.....	23
研究报告中所提及的有关上市公司.....	25

## 投资摘要

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“M&G 晨光”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。公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，截至2014年9月30日，公司在全国范围内构建了29家一级（省级）合作伙伴、近1,200家二、三级合作伙伴，涉及超过6万家零售终端（49,067家标准样板店、7,009家高级样板店以及4,856家加盟店）的庞大营销网络，各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约80%。2013年度公司实现主营业务收入23.59亿元，2014年1-9月实现主营业务收入23.43亿元，是国内文具内销市场的龙头企业。

### 1. 品牌优势

公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度。晨光文具在消费者心中已经建立了很好的品牌认知度，公司的产品在人们学习、办公、生活中的应用已经非常普遍，并赢得消费者极佳的口碑。公司在品牌方面先后获得了大量的荣誉，包括在“M&G 晨光”品牌在“2013年最受欢迎的中国十大文具品牌排行榜”上位居第一，在“2013年中国圆珠笔十大品牌影响力排行”上位居第一，同时晨光文具在“2011年度中国轻工业制笔行业十强企业”和“2011年度中国轻工业制笔行业十强企业”蝉联第一。公司渠道的扩展与公司品牌形成了良好的互相推动的作用。

### 2. 渠道优势

公司拥有高效的分销体系管理，在每个区域市场只培养唯一的渠道分销商（合作伙伴），在此基础上首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截至2014年9月30日，公司区域经销商涵盖29家一级（省级）经销商、近1,200家二、三级经销商。其中，29家一级（省级）经销商中，除上海晨光、广州晨光、义乌晨兴、郑州晨光和哈尔滨晨光为晨光礼品子公司外，其余24家为非自有一级（省级）经销商，除与公司有正常业务往来外，与公司并不存在股权投资关系。产品经营方面，公司在一级销售层面实现了公司品牌产品“全排他”经营，在二、三级销售层面做到了书写工具的竞争性产品的排他。另外，公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化4S管理成果。同时，公司通过庞大的营销网络构建了自己高效的晨光品牌营销团队。

公司拥有高覆盖率的全国销售终端网络，共涉及超过5.7万家零售终端，包括47,877家晨光标准样板店、6,094家晨光高级样板店和3,882家晨光加盟店。公司的各类终端在全国校边上商圈的覆盖率高达约80%，在行业中居领先地位。公司通过与合作伙伴创造稳定共赢的收益，大力推动了公司的产品销售的成长。

### 3.行业集中度低，公司有望提升市占率

根据中国制笔协会发布的《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1,500亿元。目前，国内从事文具制造的企业高达8,000家左右，其中列入统计口径的规模以上文具生产企业1,500多家，但是，销售额超过10亿以上的企业寥寥无几，90%的文具生产企业年销售额低于1,000万元，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还很低。我们认为公司凭借其品牌和规模优势，在未来行业集中度提升的过程中有望大幅提升市场占有率。

### 4.募投项目将大大提高公司产能以解决产能受限的问题

近年来，随着晨光产品的销售规模不断扩大、市场占有率不断提高，公司主要产品的产能所面临的压力逐步增大。过去几年，公司原有的产能与市场需求无法完全匹配的问题已经开始出现。报告期内，发行人产能利用率始终保持在105%以上，2011年度、2012年度、2013年度和2014年1-9月分别为118.13%、109.79%、107.56%和116.33%。随着募投项目的产能扩建和营销网络的拓展，我们认为公司未来收入规模有望稳定增长。

公司现有股本40,000万股，按照新发行6,000万股，预计发行后总股本46,000万股，经盈利模型预测，我们预计2014-2016年全面摊薄每股收益分别为0.75、0.88、1.02元，以2013年为基期三年复合增长率18.8%。目前公司所处的文具行业集中度较低，公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度，同时拥有高覆盖率的全国销售终端网络，公司的各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约80%，在行业中居领先地位，未来公司有望在集中度提升的过程中占据优势。此外，目前公司产能利用率和产销率已经饱和，随着募投项目的产能扩建，未来收入规模有望稳定增长。参照可比公司，我们给予公司2015年25倍市盈率，对应目标价22.00元。

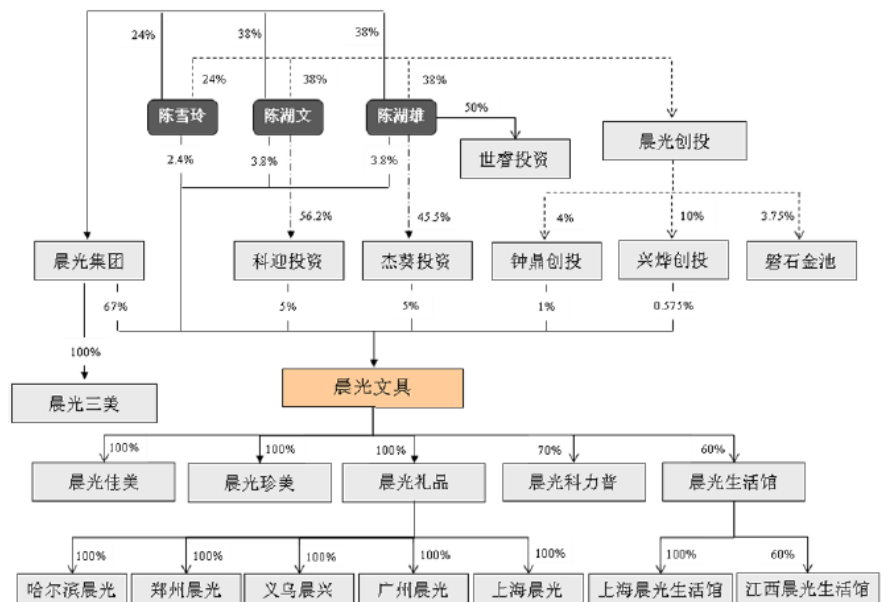
## 一、公司概况

公司成立于2008年7月18日，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“M&G 晨光”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。公司首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，截至2014年9月30日，公司在全国范围内构建了29家一级（省级）合作伙伴、近1,200家二、三级合作伙伴，涉及超过6万家零售终端（49,067家标准样板店、7,009家高级样板店以及4,856家加盟店）的庞大营销网络，各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约80%。2013年度公司实现主营业务收入23.59亿元，2014年1-9月实现主营业务收入23.43亿元，是国内文具内销市场的龙头企业。

### 发行前股权结构

本次发行前，发行人股东中，晨光控股（集团）有限公司、上海科迎投资管理事务所（有限合伙）、上海杰葵投资管理事务所（有限合伙）为公司前三大股东，分别持股67.00%、5.00%和5.00%，合计持股77.00%。公司实际控制人是陈湖文、陈湖雄和陈雪玲三姐弟。陈湖文和陈湖雄分别持有晨光集团38%的股份，陈雪玲持有晨光集团24%的股份，陈湖文持有科迎投资56.2%的股份，陈湖雄持有杰葵投资45.5%的股份。此外，陈湖文和陈湖雄个人分别持有公司3.8%的股份，陈雪玲个人持有公司2.4%的股份。陈湖文、陈湖雄和陈雪玲通过直接、间接方式合计控制公司82%以上的股份。

图表 1.本次发行前，晨光文具股权结构图



资料来源：公司招股说明书、中银国际

公司发行前股本40,000万股，本次发行股份不超过6,000万股。按6,000万股计算，则发行股份占总股本的比例为13%。



## 二、主营业务分析

公司主营业务为“M&G 晨光”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。公司主营收入主要来源于：书写工具、学生文具、办公文具、其他及加盟管理费五大类。其中，其他主要包括计算器、耳机等学生电子产品，加盟管理费为公司向晨光文具加盟店的被特许方收取的管理费。书写工具、学生文具和办公用品这三类产品是公司收入及利润的主要来源，2011年至2013年以及1-3Q2014，该三类产品的销售收入占比分别达到98.37%、96.77%、97.10%和97.14%，比重基本保持稳定，我们预计未来也将继续保持。

图表 2. 公司主营业务分类别收入情况 (单位: 亿元)

项目	1-3Q2014		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	收入	比例(%)	收入	比例(%)	收入	比例(%)	收入	比例(%)
文教办公用品制造与销售	23.35	99.62	23.49	99.56	18.93	99.67	14.43	99.70
书写工具	10.38	44.27	10.57	44.79	9.47	49.84	8.17	56.49
学生文具	7.02	29.94	7.33	31.05	6.02	31.71	4.62	31.95
办公文具	5.37	22.93	5.02	21.26	2.89	15.22	1.44	9.93
其他文具	0.58	2.48	0.58	2.46	0.55	2.90	0.19	1.33
服务业	0.09	0.38	0.10	0.44	0.06	0.33	0.04	0.30
加盟管理费	0.09	0.38	0.10	0.44	0.06	0.33	0.04	0.30
主营业务收入合计	23.43	100.00	23.59	100.00	19.00	100.00	14.47	100.00

资料来源：公司招股说明书、中银国际

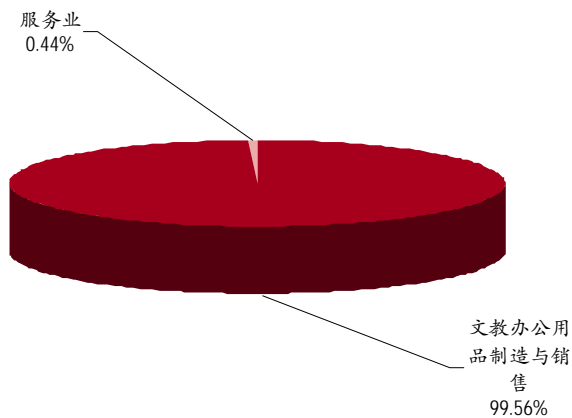
### 1. 按行业划分：以文教办公用品制造与销售为主

按行业分类，公司主营业务主要分为文教办公用品制造与销售，以及服务业两种行业。

其中，文教办公用品制造与销售为公司最为重要的收入来源。文教办公用品制造与销售收入是公司针对一级经销商的书写工具、学生文具、办公用品和其他产品等的文具产品的销售收入，以及公司办公直销销售收入和直营旗舰店的其他文具收入。公司在文具领域产品品类丰富，产品系列齐全，目前公司共拥有4大类、45个品项和1,900余品种。2011年至2013年以及1-3Q2014，公司在文教办公用品制造与销售行业的销售收入达14.43亿元、18.93亿元、23.49亿元和23.35亿元，分别占公司主营业务收入的99.70%、99.67%、99.56%和99.62%。

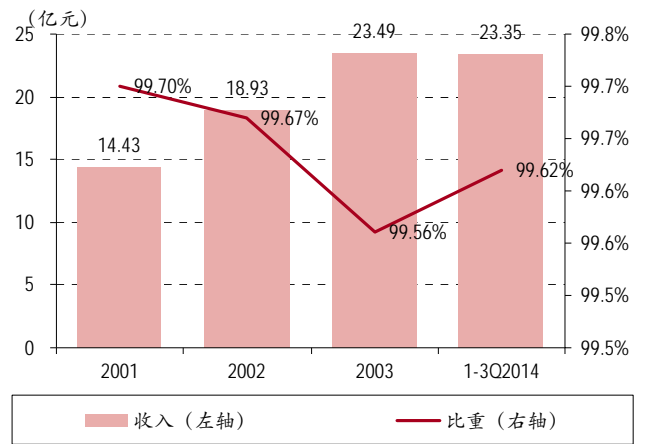
服务业方面，服务收入是公司在全国逐步推广晨光品牌特许经营管理模式，协同各省级经销商对当地加盟店进行管理并收取的加盟费管理。2011年至2013年以及1-3Q2014，公司服务业收入分别为432万元、628万元、1,031万元和883万元，分别占比0.30%、0.33%、0.44%和0.38%。公司本次募集资金规划投资3亿元，将现有样板店中的1.2万家升级为加盟店以进一步提升公司对终端渠道的管理能力，按特许使用权费收入单店1,800元/年计算，将为公司增加2,160万收入，未来服务收入比重将提高的主营业务收入的1%左右，由于服务业较高的利润率（按公司会计核算方法为100%毛利率），因此为公司贡献较多利润。

图表 3.2013 年公司主营业务收入按行业划分情况



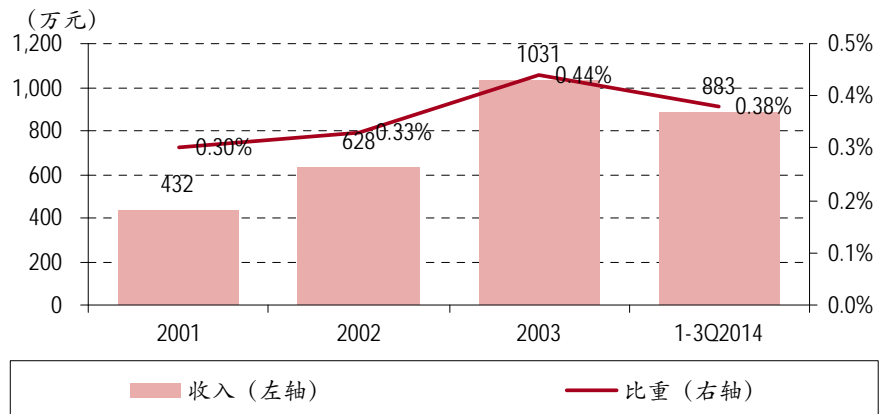
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 4.2011-3Q2014 文教办公用品收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 5. 2011-3Q2014 服务业收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 1. 产品类别：书写工具为营业收入主要来源

按产品类别划分，书写工具为公司主营业务收入的主要来源，2013 年书写工具类产品销售收入为 10.57 亿元，占公司主营业务收入的 44.79%。其次是学生文具和办公文具，分别占比 31.05%和 21.26%。

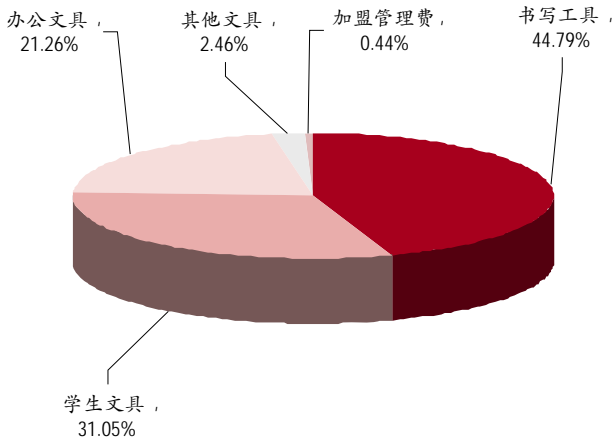
书写工具类产品方面，2013 年公司书写工具类产品的销售收入达 10.57 亿元，同比增长 11.64%；1-3Q2014 实现销售收入 10.38 亿元。书写工具是公司的传统产品和核心产品，其销售收入在主营业务收入的占比一直较高，2011 年至 2013 年及 1-3Q2014，书写工具类产品占主营收入的占比分别为 56.49%、49.84%和 44.79%、44.24%。书写用品类收入比重近几年明显下降，主要是由于公司加大办公用品业务发展，办公用品收入占比明显提高。

随着公司品牌知名度的不断提高，以及生产、销售规模的不断扩大，公司将产品线拓展到修正工具、画材、橡皮、尺规、包袋、桌面办公、文件管理、办公事务、本册、计算器、台灯及耳机等学生文具、办公文具及其他类产品。

学生文具类产品方面，国内庞大的学生消费群体是学生文具类产品市场大力发展的重要基础。2013 年销售收入达 7.33 亿元，同比增长 21.61%；1-3Q2014 实现销售收入 7.02 亿元。近三年，公司学生文具类产品的收入占比均保持在 30%左右，是公司第二大收入来源。

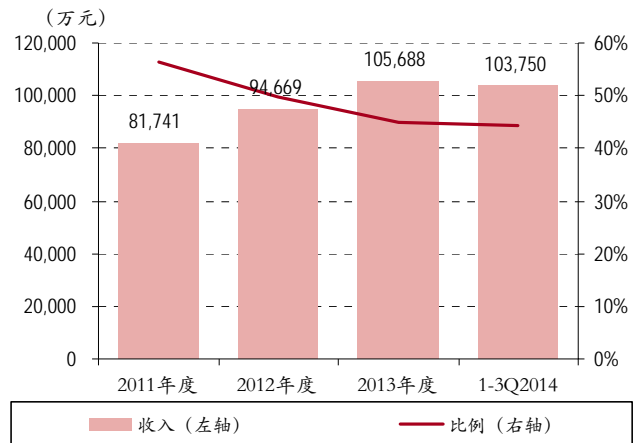
办公文具类产品方面，随着国内经济水平不断提高，现代化办公理念的逐渐普及，带动办公文具市场不断发展与增长。公司近几年大力扩展办公文具业务，进一步提升公司在办公文具市场的品牌影响力。2013年继续保持较高的增长水平，销售收入达5.02亿元，同比增长73.41%，1-3Q2014实现销售收入5.37亿元，收入占比从2011年的9.93%大幅提升到3Q2014的22.91%。

图表 6. 2013 年公司主营业务收入按产品划分情况



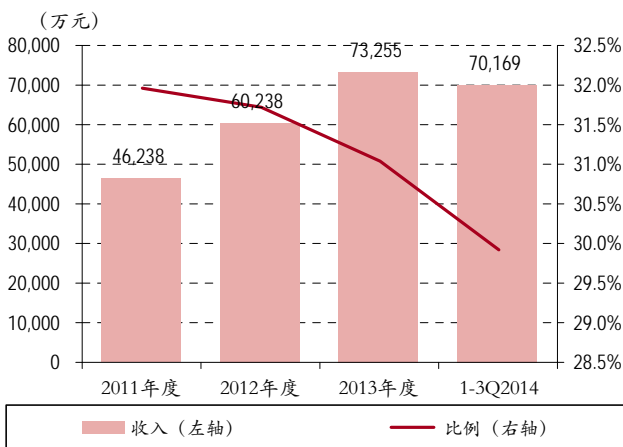
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 7. 2011-3Q2014 书写工具收入及占比情况



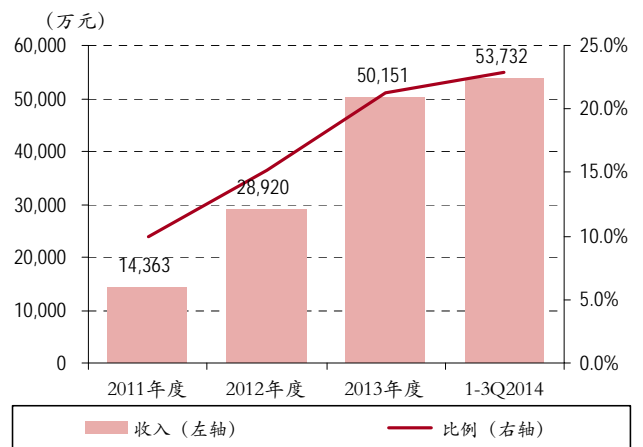
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 8. 2011-3Q2014 学生文具收入及占比情况



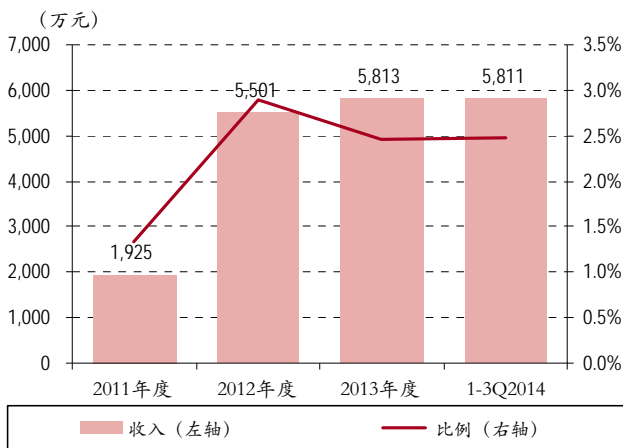
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 9. 2011-3Q2014 办公文具收入及占比情况

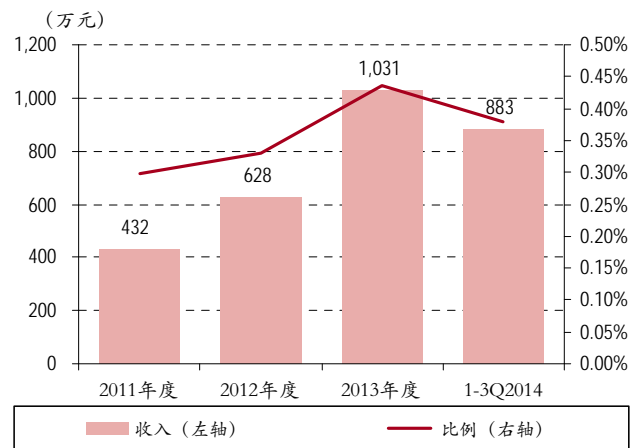


资料来源：公司招股说明书、中银国际



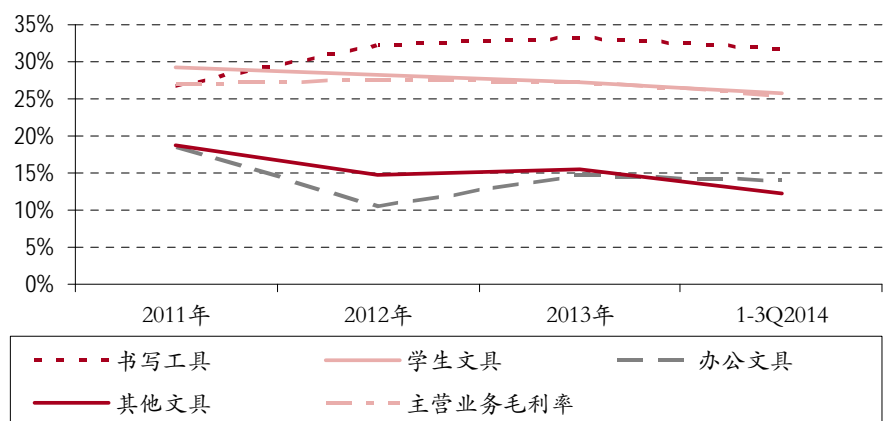
**图表 10. 2011-3Q2014 其他产品收入及占比情况**


资料来源：公司招股说明书、中银国际

**图表 11. 2011-3Q2014 加盟管理费收入及占比情况**


资料来源：公司招股说明书、中银国际

从毛利率水平来看，近几年公司主要产品书写工具的毛利率基本保持稳定，2011年至2013年以及1-3Q2014，毛利率水平分别为26.81%、32.34%、33.18%和31.63%；学生文具的毛利率有下滑趋势，2011年至2013年以及1-3Q2014，毛利率水平分别为29.27%、28.26%、27.35%和25.80%；办公用品毛利率基本稳定，2011年至2013年以及1-3Q2014，毛利率水平分别为18.51%、10.43%、14.83%和13.97%。主营业务毛利率有下滑趋势，2011年至2013年以及1-3Q2014，毛利率水平分别为26.88%、27.43%、27.34%和25.62%，主要是由于报告期内，公司办公文具销售规模不断扩大，销售占比不断增加，相比于书写工具和学生文具，办公文具产品毛利率偏低，因此办公文具销售比重的提高对公司整体综合毛利率带来一定负面影响。

**图表 12. 近几年公司各产品的毛利率水平**


资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 3. 生产方式：自主生产为主、OEM 委外生产为辅

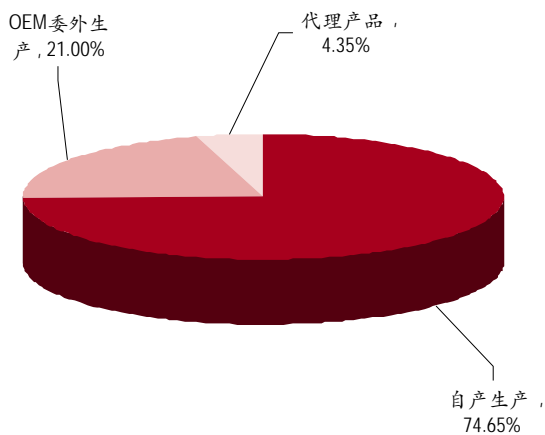
公司文教办公用品制造与销售业务的生产模式分为自主生产和 OEM 委外生产两种方式。2011年至2013年，公司自主生产产品和OEM委外生产产品的销售收入均有不同程度的增长。

由于公司近年来一直实行“以销定产、自主生产为主、OEM 委外生产为辅”的生产模式，公司的书写工具以及油画棒等学生文具类产品均采用自主生产。书写工具制造中，公司在模具开发、注塑、笔芯制造等核心生产领域或者技术难度较高及较易出现品质问题的产品线完全自主生产，仅在书写工具制造中的部分生产环节采取委托加工的方式。因而，公司文教办公用品制造与销售收入主要来源于自主生产的产品收入。2011年至2013年以及1-3Q2014，公司自主生产的产品营业收入占总文教办公用品制造与销售收入的比例分别为86.53%、79.87%、74.65%和72.72%，自主生产的比重呈现下降趋势，我们认为随着本次募集资金投资项目之一“书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目”的建成，将很大程度上缓解公司产能受限问题，未来自主生产的比重将逐渐提高。同时由于自主生产的产品毛利率要远高于OEM产品，因此对公司综合毛利率的提升有积极作用。

OEM 委外生产方面，随着学生文具和办公文具业务的快速增长，尽管2011年至2013年公司OEM产品的销售收入占比一直较低，但其占比呈现逐年增长的趋势，并且每年的增长率均高于同期自主生产产品销售收入的增长率。

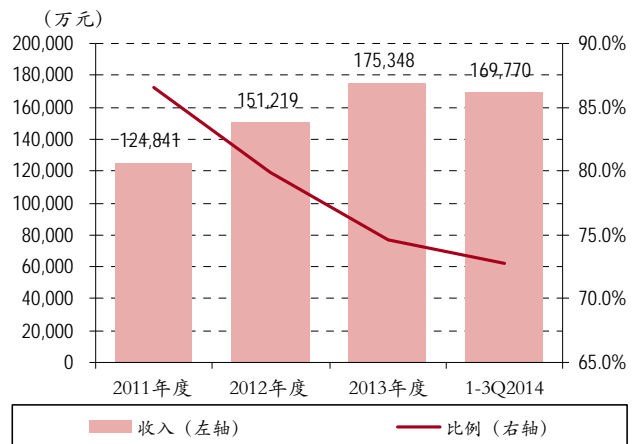
2013年，公司开始开展办公直销和直营旗舰店大店业务，自主生产和OEM委外生产的代理产品销售收入合计达10,216.67万元，占文教办公用品制造与销售总收入的4.35%。

图表 13.2013 年公司主营业务收入按生产方式划分情况



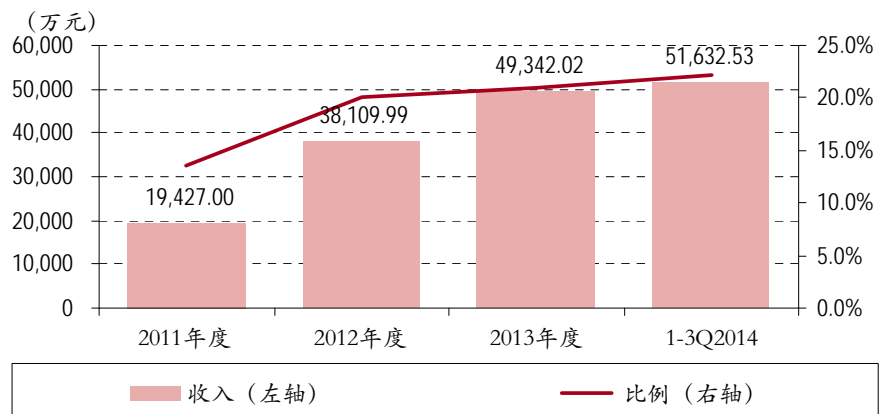
资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 14. 2011-3Q2014 自主生产产品收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

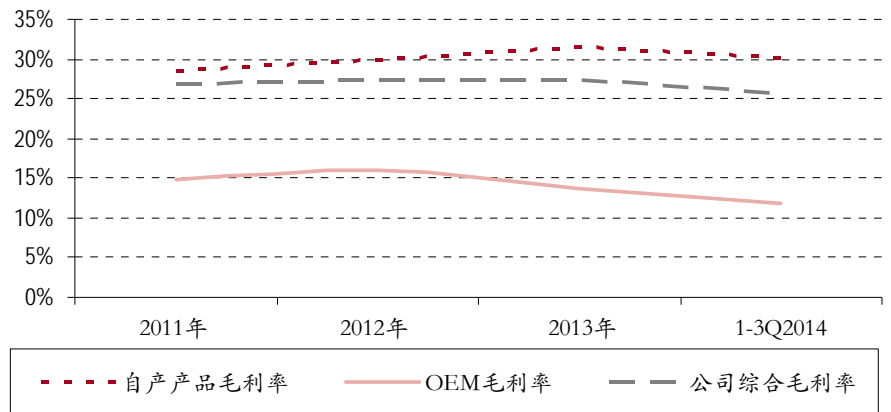
图表 15. 2011-3Q2014OEM 委外生产收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

从毛利率水平来看，2011年至2013年及1-3Q2014公司自产产品毛利率分别为28.52%、30.00%、31.58%和30.02%，较为稳定；同期OEM产品的毛利率分别为14.72%、16.00%、13.63%、11.87%，有所下滑。我们预计随着公司未来产能扩建，自主生产产品比重增加，对公司未来毛利率水平有提高作用。

**图表 16.近几年公司自主产品和OEM产品的毛利率水平**



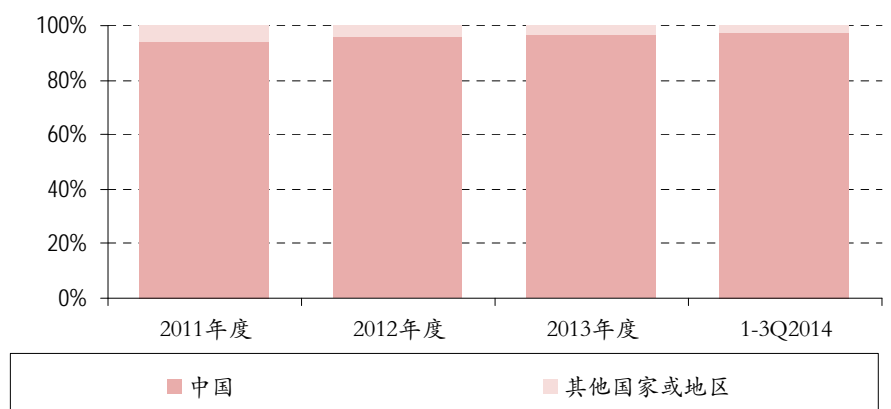
资料来源：公司招股说明书、中银国际

#### 4.销售区域：国内收入贡献大，超过94%

公司业务分为国内和国外市场，2011年至2013年公司产品销售以国内市场为主，近三年公司在国内市场上的销售收入占比分别为94.01%、95.68%和96.58%。主要原因是公司多年来一直专注于国内市场的开拓，基本不参与无自身品牌的OEM业务，以自有品牌通过贸易代理商进行出口。公司已经形成覆盖全国的庞大的销售网络，共涉及超过5.7万家零售终端，包括47,877家晨光标准样板店、6,094家晨光高级样板店和3,882家晨光加盟店。同时，公司的各类终端在全国校边上商圈的覆盖率高约80%，在行业中居领先地位。

随着国外市场的不断培育，2012年公司在保留专业外贸代理出口的同时，逐步发展自营出口业务，逐渐形成“自营出口+专业外贸相结合”的出口经销模式。尽管近年来公司产品在其他国家或地区销售收入占比较低，公司十分重视国际市场的拓展，以及晨光世界级品牌的树立。公司专门成立了国际销售部专门负责国际市场业务，以持续加强对国际市场的拓展，推动公司在其他国家或地区销售收入的稳定增长。

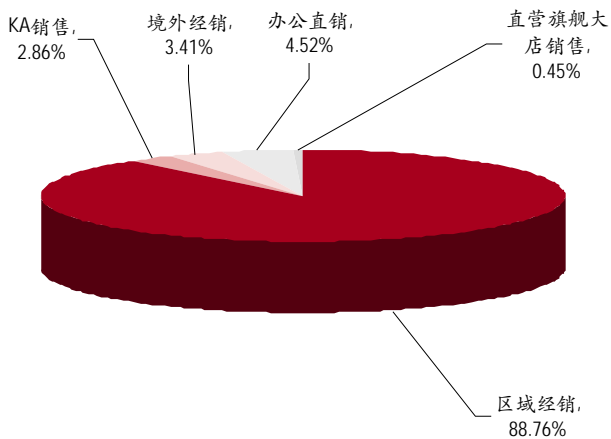
**图表 17.2011-3Q2014 公司销售收入按地域划分情况**



资料来源：公司招股说明书、中银国际

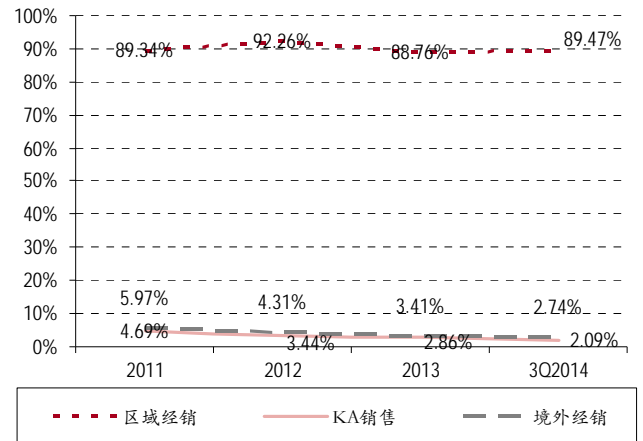
公司主营业收入按照销售模式分为区域经销、KA 销售、境外经销、办公直销和直营旗舰大店销售，公司收入以区域经销为主，2013 年区域经销收入占总收入的 88.76%，KA 销售和办公直销收入占比分别为 2.86% 和 4.52%。境外经销占比逐步降低，2014 年 1-9 月境外经销收入占比 2.74%，相比 2011 年度的 5.97% 下降了 3.23 个百分点。2013 年直营旗舰大店销售收入占比 0.45%，主要通过新华书店系统内联营和购物中心自主建店。

图表 18.2013 年公司主营业务收入按销售模式划分情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 19.2011-3Q2014 公司前三大销售模式收入及占比情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 三、公司竞争优势分析

#### 1. 品牌优势

公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度。晨光文具在消费者心中已经建立了很好的品牌认知度，公司的产品在人们学习、办公、生活中的应用已经非常普遍，并赢得消费者极佳的口碑。公司在品牌方面先后获得了大量的荣誉，包括在“M&G 晨光”品牌在“2013 年最受欢迎的中国十大文具品牌排行榜”上位居第一，在“2013 年中国圆珠笔十大品牌影响力排行”上位居第一，同时晨光文具在“2011 年度中国轻工业制笔行业十强企业”和“2011 年度中国轻工业制笔行业十强企业”蝉联第一。公司渠道的扩展与公司品牌形成了良好的互相推动的作用。

#### 2. 渠道优势

公司拥有高效的分销体系管理，在每个区域市场只培养唯一的渠道分销商（合作伙伴），在此基础上首创“层层投入、层层分享”的“晨光伙伴金字塔”营销模式，与各级经销商（合作伙伴）共同建立了“稳定、共赢”的分销体系。截至 2014 年 9 月 30 日，公司区域经销商涵盖 29 家一级（省级）经销商、近 1,200 家二、三级经销商。其中，29 家一级（省级）经销商中，除上海晨光、广州晨光、义乌晨兴、郑州晨光和哈尔滨晨光为晨光礼品子公司外，其余 24 家为非自有一级（省级）经销商，除与公司有正常业务往来外，与公司并不存在股权投资关系。产品经营方面，公司在一级销售层面实现了公司品牌产品“全排他”经营，在二、三级销售层面做到了书写工具的竞争性产品的排他。另外，公司实现了一级经销商之间“零窜货”的优异价格管理成效以及经销商门店经营的现代化 4S 管理成果。同时，公司通过庞大的营销网络构建了自己高效的晨光品牌营销团队。

公司拥有高覆盖率的全国销售终端网络，共涉及超过 5.7 万家零售终端，包括 47,877 家晨光标准样板店、6,094 家晨光高级样板店和 3,882 家晨光加盟店。公司的各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%，在行业中居领先地位。公司通过与合作伙伴创造稳定共赢的收益，大力推动了公司的产品销售的快速增长。

#### 3. 强大的新品研发优势

公司通过建立从消费价值设计、到产品设计、到产品模具开发、再到品牌形象设计的“全程设计系统”，以及多方面的研发策略的实施，使得公司具有快速的市场反应能力和迅速将设计方案转化为产品进行销售的能力，为公司带来了研发和销售的良性循环。

同时，公司具有领先的新品开发数量。2011 年至 2013 年，公司开发的新品数量分别为 727 款、1,058 款和 1,236 款。截至目前，公司共拥有 474 项专利，数量大幅领先主要竞争对手。每年在大、小“学汛”期间，公司会一次性推出数百款新品。近三年，公司新品销售占比保持在 20% 左右。

#### 4. 制笔领域技术优势和规模化优良质控水平的制造优势

经过公司多年的规模化生产和持续的技术研发，公司笔芯制造过程中的笔头和墨水匹配技术、自主模具开发技术等方面形成了突出的技术优势。在笔头和墨水匹配技术方面，公司拥有多项相关的核心技术与工艺，使得消费者在使用公司书写工具时书写流畅。在模具开发方面，公司实现了自主制笔模具的开发，采用世界最先进的模具开发工具，同时，在模具设计、制造工艺方面也有着先进的工艺。



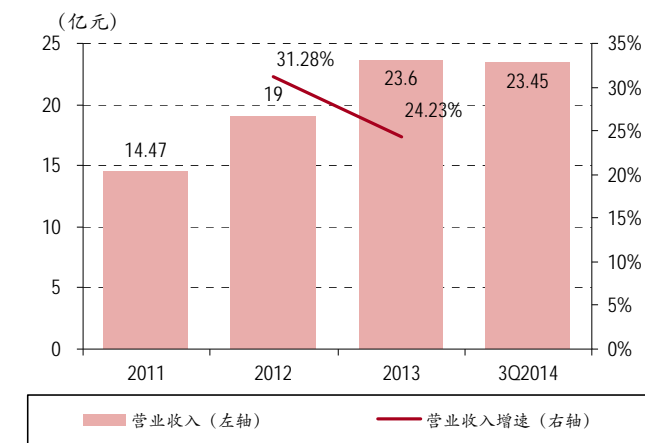
同时，公司建立了从原料进厂到产品出厂的一套非常完善的质量控制系统，对不良品率进行多环节、系统性的全过程监控，使得公司具有大规模制造情况下的优良的制造质控水平。目前，公司内部的不良品率可以控制在千分之三以内，出厂的不品率可以控制在万分之三以内。

## 四、财务分析

### 1. 公司业绩整体呈增长趋势

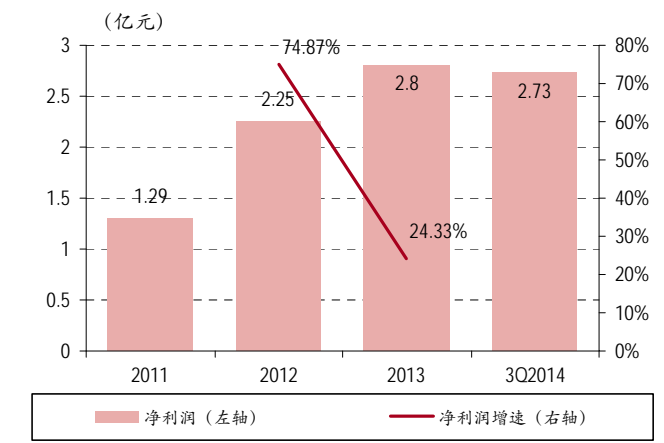
2012年，公司营业收入达19.00亿元，同比增长31.28%，净利润为2.25亿元，同比增长74.87%。2013年，公司营业收入达23.60亿元，同比增长24.23%，净利润为2.80亿元，同比增长24.33%。公司营业收入主要来源于文教办公用品的制造和销售，该业务近三年占主营业务的比例分别为99.70%、99.67%和99.54%。随着国内文具市场需求的进一步增长，公司在营销网络、新品研发和品质监控等方面都具有较强的优势，公司营业收入将以高于同行业的平均水平的速度增长。1-3Q2014，公司实现营业收入23.45亿元，实现净利润2.73亿元，公司预计2014年全年归属于母公司的扣非前的净利润约3.2亿元至3.6亿元，2014年全年归属于母公司的扣非后的净利润约3.0亿元至3.4亿元。其中，2014年全年归属于母公司的扣非后的净利润较2013年全年归属于母公司的扣非后的净利润26,313.53万元增长约14.01%-29.21%。

图表 20. 2011-3Q2014 公司营业收入及增长情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 21. 2011-3Q2014 公司净利润及增长情况



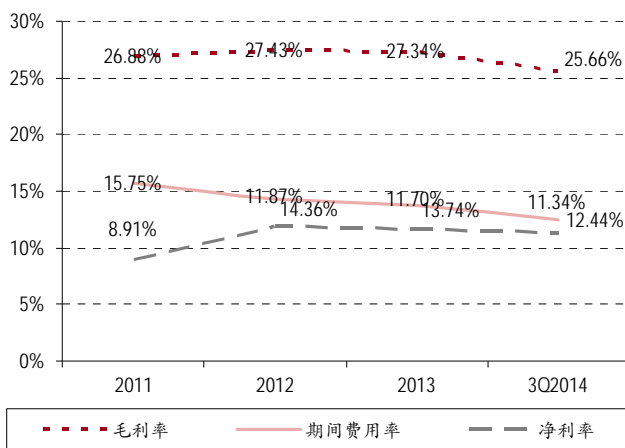
资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 2. 毛利率水平稳定，期间费用率总体可控

2011年至2013年，公司毛利率分别为26.88%、27.43%和27.34%，整体小幅上升，2013年略有小幅下降。其主要原因是公司作为行业中的领先企业，具有较强的产品定价权，产品销售单价稳中有升，使得毛利率有所上升；其次，公司主营收入来源的自产书写工具和学生文具两类产品的关键原材料单位成本下降，使得公司毛利率水平有所提升。而1-3Q2014，公司毛利率为25.66%，有所下滑，主要是由于毛利率相对较低的办公用品收入占比提高所致。

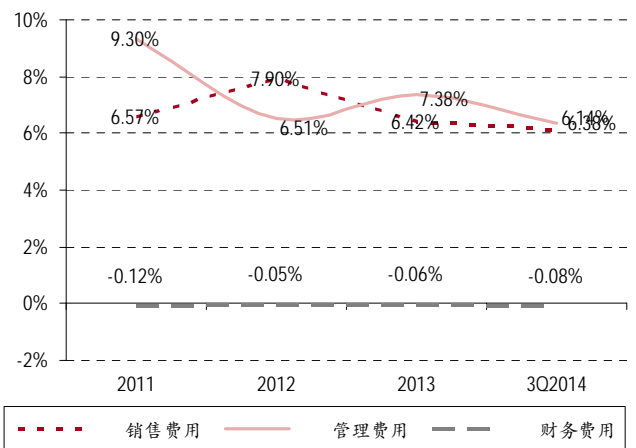
2011年至2013年，公司期间费用率分别为15.75%、14.36%和13.75%，体现了公司较高的整体企业运营能力和运营效率。细分期间费用率：销售费用率和管理费用率呈现反方向波动，财务费用率一直为负。其中2011年至2013年公司销售费用率分别为6.57%、7.90%、6.42%。2012年的销售费用率较2011年有所上升的主要原因是公司持续加强对渠道和终端的整合能力，不断加大品牌建设投入和品牌的推广力度，规范渠道形象，并且加大对公司样板店和4S店的装修建设投入。2013年销售费用率又有所下降，主要原因是国家对交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围扩大，公司和各经销商间的运费结算政策有所调整，在略微降低销售收入的同时减少了公司运输装卸费用。2011至2013年公司管理费用率分别为9.30%、6.51%和7.38%，呈现上升趋势，主要原因是公司持续进行研发费用的投入以保持研发设计的优势；同时，公司不断引进高级管理人才，调整公司薪资结构，使得薪资福利有所增长。另外，由于公司将股权支付费用4,536万元列于管理费用，使得2011年公司管理费用率有所提高。2011年至2013年公司财务费用率为-0.12%、-0.05%和-0.06%，财务费用一直为负，其主要构成包括利息支出、利息收入和汇兑损益。1-3Q2014，公司期间费用率继续保持下降趋势，为12.44%。

图表 22. 2011-3Q2014 公司毛利率、费用率及净利率情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

图表 23. 2011-3Q2014 公司期间费用率细分情况



资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 3. 偿债能力较强

从资产负债率来看，2011年至2013年及1-3Q2014分别为34.55%、27.40%、28.17%和25.41%。由于公司在2011年12月借入短期借款，导致2011年的资产负债率较高。2011年至2013年公司资产负债率总体保持平稳。未来随着公司上市，融资渠道的拓展将大幅提高公司的融资能力。

此外，公司负债以流动负债为主，流动负债占公司债务总额比重 94%以上，其中应付账款、预收款项、应付职工薪酬、应交税费及其他应付款为流动负债的主要组成部分。与此同时，公司利息保障倍数却呈现显著下降趋势，2011 至 2012 年利息倍数分别为 7,594.02 倍和 480.45 倍，显示公司具有很强的偿付能力。2012 年较 2011 年的利息倍数大幅下降，主要原因是 2011 年 12 月公司借入短期借款，2012 年 4 月 27 日，公司将上述短期借款全额归还，因而 2012 年公司财务费用较上年有所增长。2013 年不适用于利息倍数的计算，主要原因是 2013 年公司无金融负债和相应的借款利息支出。从短期偿债能力指标来看，2011 年至 2013 年及 1-3Q2014 公司流动比率和速动比率分别为 1.65、1.87、1.80、1.99 和 0.71、0.80、0.66、0.81，均有小幅波动。2013 年公司流动比率较 2012 年有所下降，主要原因是随着公司营业收入的不断提高，公司基本保持可供 1 个月销售的库存商品以确保销售渠道的及时供货，使得库存资产持续增长；同时，随着公司办公直销和生活馆业务的开展，公司期末库存商品也有所增加。2013 年公司速动比率较 2012 年有所下降，主要原因是公司不断增加固定资产等产期资产与存货资产的投入，降低了公司的现金留存水平；另外，随着公司生产规模和原材料采购量的逐渐扩大。应付账款逐渐增加。

**图表 24.公司偿债能力主要指标**

	2011 年	2012 年	2013 年	1-3Q2014
资产负债率(%)	34.55	27.40	28.17	25.41
流动比率(%)	1.65	1.87	1.80	1.99
速动比率(%)	0.71	0.80	0.66	0.81
已获利息倍数	7,594.02	480.45	N/A	N/A

资料来源：公司招股说明书、万德、中银国际

#### 4.应付账款周转率远高于行业水平，存货周转率与同行业平均水平相当

2011 年至 2013 年及 1-3Q2014 公司应收账款周转率和存货周转率分别为 20.14、35.76、53.15、36.10 次和 4.32、5.35、5.17、4.08 次。2011 至 2013 年公司应付账款周转率远高于行业可比公司及行业平均水平。同时，应付账款周转率逐年上升，主要原因是 2011 年至 2013 年公司加强了对全国各级经销商的优化和整合。2011 年至 2013 年公司存货周转率与同行业平均水平相当，同时呈现逐年小幅下降的趋势，其主要原因是随着公司近三年营业收入持续增长，公司基本保持可供 1 个月销售的库存作为安全库存，以确保销售渠道的及时供货；其次，2013 年公司拓展办公用品直销业务，办公用品在备货齐全后再销售的特点使得期末库存商品有所增加；同时，随着 2013 年晨光生活馆业务的开展，也导致期末库存商品的增长。

## 五、募集项目分析

本次拟募集资金 78,900 万元，用于 1) 营销网络扩充及升级项目；2) 书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目；3) 补充流动资金。“营销网络扩充及升级项目”，包括将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店，对 4.5 万家现有及新增样板店的店招进行升级，对现有 1,000 家 4S 店升级改造。通过“营销网络扩充及升级项目”的实施，公司在终端的销售网络将进一步扩充，对终端渠道的管理能力也将得到强化，建立起竞争对手难以逾越的、广度与深度兼备的营销壁垒。

“书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目”，拟扩建书写工具及替芯产能，新增核心部件笔头生产线、高端金属笔生产线和建设技术、材料研发中心、立体自动化仓库、生活配套设施。通过“书写工具制造及研发基地建设项目”的实施，公司产能受限的问题将在项目建成后得到缓解，为晨光的持续扩张以及整体竞争力的进一步提升打下良好基础。

图表 25. 公司本次募集资金项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	建设投资 (万元)	铺底流动资金 (万元)	拟使用募集资金 投入的金额 (万元)
营销网络扩充及升级项目	38,750.00	38,750.00		19,300.00
书写工具制造及技术、材料 研发基地建设项目	73,391.01	66,547.73	6,843.28	36,486.00
补充流动资金	36,000.00			18,000.00
<b>合计</b>	<b>148,141.01</b>	<b>105,297.73</b>	<b>6,843.28</b>	<b>73,786.00</b>

资料来源：公司招股说明书、中银国际

### 1. 营销网络扩充及升级项目

晨光文具遍布全国的零售终端（包括样板店、加盟店）是公司的核心竞争力之一。近几年，随着公司产品的不断丰富、市场占有率不断提高，公司对样板店具体产品品种的约束已略显偏弱。公司将通过“营销网络补充及升级”项目，将样板店升级为除了非竞品外全部销售晨光产品的加盟店，使其具有更强排他性，进一步增强公司营销网络的深度，持续提升公司对零售终端的管理能力，巩固公司渠道领先优势。

目前，全国 4.5 万家晨光文具样板店以统一的店招对消费者产生了巨大的感染力，有效地进行了品牌宣传。公司将通过实施该项目，对样板店的店招进行统一升级，进一步优化公司的品牌形象，实施品牌营销战略，巩固及进一步提升公司现有市场地位。同时，随着公司终端零售网络的广度和深度的不断提高，公司将通过“营销网络补充及升级”项目不断优化 4S 店的店面形象、商品订单管理和配套服务能力。

“营销网络补充及升级”项目拟总投资 38,750 万元，其中 30,000 万元用于将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店，6,750 万元用于对 4.5 万家现有及新增样板店的店招进行升级，2,000 万元用于对现有 1,000 家 4S 店升级改造。



**图表 26.公司本次募集资金项目**

序号	子项目	主要建设内容	投资金额(万元)	占比
1	加盟店扩充	将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店	30,000.00	77.42%
2	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	6,750.00	17.42%
3	4S 店升级	对现有 1,000 家 4S 店升级改造	2,000.00	5.16%
总计			38,750.00	100.00%

资料来源：公司招股说明书、中银国际

**图表 27.营销网络扩充项目效益预测（万元）**

测算指标	建设期			达产第		
	第一年	第二年	第三年	一年	二年	三年
新增门店（家）	2,500	4,400	5,100			
年均门店（家）	1,250	4,700	9,450	12,000	12,000	12,000
模拟因样板店升级为加盟店带来的单店年销售收入一次性增长	3.43	3.82	4.31	3.75	3.75	3.75
模拟年产品销售收入	4,300	18,095	40,730	45,000	45,000	45,000
特许权使用费收入	225	846	1,701	2,160	2,160	2,160
模拟年总收入	4,250	18,941	42,431	47,160	47,160	47,160

资料来源：公司招股说明书、中银国际

## 2. 书写工具制造及技术、材料研发基地建设

“书写工具制造及技术、材料研发基地建设”项目包含 6 个子项目：（1）书写工具及替芯产能扩建；（2）新增核心部件笔头生产线；（3）新增高端金属笔生产线；（4）技术、材料研发中心建设；（5）立体自动化仓库建设；（6）生活配套设施建设。

随着公司产品终端销售的规模不断扩大，公司主营产品的产能面临巨大的压力。为了更好地解决公司产能受限的问题，在扩大书写工具生产规模同时保证产品的优质质量，公司将在上海奉贤区进行“书写工具制造及技术、材料研发基地建设”项目，公司将购买先进的装配机、注塑机、印刷机等生产设备和检测设备，并提升生产自动化等领域的投入。项目实施后，公司自动化水平将进一步提高，现有的生产线将更加完善，公司产能将扩大一倍，提高公司生产效率。随着国内用工成本的不断上涨，通过实施该项目，公司生产自动化水平的提高也将有利于逐步降低人工成本在生产成本中的比重。同时，公司新品的研发能力较强，新品需要在短时间内迅速抢占市场，这对公司短期内的产能提出了更高的要求。“书写工具制造及技术、材料研发基地建设”项目的实施将有利于产能与公司设计研发能力相匹配。

另外，公司将通过该项目新增制笔核心部件笔头和高端金属笔的生产线。笔头生产线将进一步增强公司的成本优势，提高公司对产品质量的控制。高端金属笔将进一步丰富公司产品线，借此机会进入高端文具制造领域，并凭借先发优势和自身渠道优势迅速占领市场。

同时，该项目也将购置先进研究设备，完善技术、材料研发中心的硬件设施和研发设计软件，以提升公司整体研发能力，以实现长期可持续发展。立体自动化仓库和生活配套设施的建设将满足公司在制造规模扩大后对公司仓储、物流配套能力的要求。

“书写工具制造及技术、材料研发基地建设”项目拟总投资 73,391.01 万元，其中 23,404.05 万元用于建筑工程投资，43,143.68 万元用于设备投资，铺底流动资金 6,843.28 万元。

### 3. 补充流动资金

公司拟总投资 36,000 万元用于补充流动资金。充足流动资金将保证公司主营业务的持续、快速的增长，雄厚的资金实力也是公司参与未来市场竞争的重要保障。同时公司正在探索和拓展以办公直销和直营旗舰大店两个销售模式作为公司新的盈利增长点，流动资金的补充将保证公司在这两项业务上的持续投入。另外，随着公司“立体自动化仓库建设”项目的完成，公司将对系列产品进行顺序生产，整套生产完成后才全系列发货，从而公司库存商品将有所上升，这也将进一步提高公司对营运资金的需求。

## 六、盈利预测及估值

- 1) 我们假定书写工具品类 2014-2016 年收入同比增速均为 12.0%，毛利率分别为 32.5%、32.3%、32.0%。
- 2) 我们假定学生工具品类 2014-2016 年收入同比增速均为 22.0%，毛利率分别为 26.0%、25.8%、25.5%。
- 3) 我们假定办公文具品类 2014-2016 年收入同比增速分别增长 55.0%、45.0%、40.0%，毛利率均为 14.0%。
- 4) 我们假定其他文具品类 2014-2016 年收入同比增长均为 5.0%，毛利率均为 15.0%。
- 5) 我们假定公司 2014-2016 年期间费用率分别为 12.3%、11.9%、11.8%，其中销售费用率和管理费用率未来三年分别为 6.2%、6.2%、6.2%和 6.4%、6.5%、6.6%。
- 6) 我们假设 2014-2016 年所得税率均为 15%。

公司现有股本 40,000 万股，按照新发行 6,000 万股，预计发行后总股本 46,000 万股，经盈利模型预测，我们预计 2014-2016 年全面摊薄每股收益分别为 0.75、0.88、1.02 元，以 2013 年为基期三年复合增长率 18.8%。目前公司所处的文具行业集中度较低<sup>1</sup>，公司在国内文具市场具有很高的品牌知名度和美誉度，同时拥有高覆盖率的全国销售终端网络，公司的各类终端在全国校边商圈的覆盖率高达约 80%，在行业中居领先地位，未来公司有望在集中度提升的过程中占据优势。此外，目前公司产能利用率和产销率已经饱和（2014 年前三季度，公司各类产品的产能利用率都在 100% 以上，产销率 96% 以上），随着募投项目的产能扩建，未来收入规模有望稳定增长。参照可比公司，我们给予公司 2015 年 25 倍市盈率，对应目标价 22.0 元。

图表 28. 可比上市公司估值比较（按 2015 年 1 月 9 日收盘价计算）

股票名称	收盘价	每股收益			净利润增速(%)			市盈率		
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
齐心集团	8.38	0.07	0.17	0.18	(60.6)	136.8	2.34	119.71	49.29	46.56
广博股份	11.54	0.08	0.07	0.29	(54.11)	(10.71)	493.33	144.25	164.86	39.79
平均								131.98	107.08	43.17
晨光文具		0.75	0.88	1.02	24.3	22.3	18.4			

资料来源：同花顺资讯、中银国际研究

<sup>1</sup>目前国内从事文具制造的企业高达 8,000 家左右，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 1,500 多家，但是，销售额超过 10 亿以上的企业寥寥无几，90% 的文具生产企业年销售额低于 1,000 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还很低。

图表 29.2014 年-2016 年公司收支预测表

单位(万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入合计</b>	<b>189,958.33</b>	<b>235,985.59</b>	<b>293,301.40</b>	<b>363,113.41</b>	<b>449,333.45</b>
<b>营业成本合计</b>	<b>137,856.65</b>	<b>171,472.23</b>	<b>218,074.05</b>	<b>273,037.40</b>	<b>341,496.96</b>
<b>营业收入增速(%)</b>	<b>31.28</b>	<b>24.23</b>	<b>24.29</b>	<b>23.80</b>	<b>23.74</b>
综合毛利率(%)	27.43	27.34	25.65	24.81	24.00
主营业务收入	189,957.24	235,937.73	293,125.53	362,895.67	449,064.01
主业收入增速(%)	31.28	24.21	24.24	23.80	23.74
主营业务成本	137,856.65	171,472.23	218,074.05	273,037.40	341,496.96
主营业务毛利率(%)	27.4	27.3	25.6	24.8	24.0
其他业务收入	1.09	47.86	175.88	217.74	269.44
其他收入占主营比(%)	0.00	0.02	0.06	0.06	0.06
其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他业务毛利率(%)	100.0	100.0	100.00	100.00	100.00
<b>主营业务拆分:</b>					
<b>书写工具</b>	<b>94,669.37</b>	<b>105,687.84</b>	<b>118,370.38</b>	<b>132,574.83</b>	<b>148,483.81</b>
占主营收入比(%)	49.84	44.79	40.38	36.53	33.07
收入增速(%)	15.82	11.64	12.00	12.00	12.00
成本	64,052.35	70,623.25	79,900.01	89,753.16	100,968.99
毛利率(%)	32.34	33.18	32.50	32.30	32.00
<b>学生工具</b>	<b>60,238.44</b>	<b>73,255.24</b>	<b>89,371.39</b>	<b>109,033.10</b>	<b>133,020.38</b>
占主营收入比(%)	31.71	31.05	30.49	30.05	29.62
收入增速(%)	30.28	21.61	22.00	22.00	22.00
成本	43,213.89	53,221.71	66,134.83	80,902.56	99,100.18
毛利率(%)	28.26	27.35	26.00	25.80	25.50
<b>办公文具</b>	<b>28,920.45</b>	<b>50,150.99</b>	<b>77,734.03</b>	<b>112,714.35</b>	<b>157,800.09</b>
占主营收入比(%)	15.22	21.26	26.52	31.06	35.14
收入增速(%)	101.35	73.41	55.00	45.00	40.00
成本	25,903.57	42,712.44	66,851.27	96,934.34	135,708.08
毛利率(%)	10.43	14.83	14.00	14.00	14.00
<b>其他文具</b>	<b>5,500.96</b>	<b>5,812.82</b>	<b>6,103.46</b>	<b>6,408.63</b>	<b>6,729.07</b>
占主营收入比(%)	2.90	2.46	2.08	1.77	1.50
收入增速(%)	185.69	5.67	5.00	5.00	5.00
成本	4,686.83	4,914.84	5,187.94	5,447.34	5,719.71
毛利率(%)	14.80	15.45	15.00	15.00	15.00
<b>加盟管理费</b>	<b>628.03</b>	<b>1,030.84</b>	<b>1,546.26</b>	<b>2,164.76</b>	<b>3,030.67</b>
占主营收入比(%)	0.33	0.44	0.53	0.60	0.67
收入增速(%)	45.38	64.14	50.00	40.00	40.00
成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源: 公司招股说明书、中银国际

## 七、风险提示

- 1. 新增产能存在无法消化风险：**公司本次募集资金主要将投向于“书写工具制造及技术、材料研发基地建设项目”，通过购买先进的装配机、注塑机、印刷机等生产设备，使公司自动化程度进一步提升、现有产品线更加完善，提高生产效率及单个产品的经济效益。项目建成后，公司的产能将在2013年笔类产能125,000万支、替芯产能150,000万支的基础上，新增笔类产能140,000万支、替芯产能90,000万支。随着产能的快速增加，公司存在因市场开拓不如预期而无法顺利消化新增产能的风险。
- 2. 劳动力成本上升的风险：**2011年度至2013年度及1-3Q2014，公司自产产品的直接人工成本金额分别为8,156.00万元、13,127.00万元、15,911.00万元和17,968.75万元，其占当期销售收入的比重分别为5.64%、6.91%、6.74%及7.66%，呈上升趋势。尽管公司直接人工成本的上升完全可以通过扩大生产规模、加强新产品开发、自产核心材料及持续改善生产工艺等方式进行消化，但公司仍然在一定程度上存在劳动力成本上升的风险。
- 3. 所得税优惠政策取消风险：**公司被认定为国家高新技术企业并取得《高新技术企业证书》，按15%缴纳企业所得税，有效期至2016年11月19日。如该政策于2016年底期限届满后发生变更或取消，公司所得税费用将会大幅度增加，净利润将会受到较大的负面影响。



**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	1,900	2,360	2,933	3,631	4,493
销售成本	(1,379)	(1,715)	(2,181)	(2,730)	(3,415)
经营费用	(240)	(278)	(300)	(394)	(510)
息税折旧前利润	281	367	452	506	568
折旧及摊销	(40)	(57)	(77)	(78)	(80)
经营利润(息税前利润)	241	310	375	428	489
净利息收入/(费用)	1	2	14	57	95
其他收益/(损失)	(17)	(37)	(60)	(61)	(68)
税前利润	265	331	403	477	553
所得税	(40)	(55)	(60)	(72)	(83)
少数股东权益	0	4	0	0	0
净利润	225	280	343	406	470
核心净利润	203	260	323	386	450
每股收益(人民币)	0.490	0.609	0.745	0.882	1.022
核心每股收益(人民币)	0.442	0.565	0.702	0.839	0.979
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.149	0.176	0.204
收入增长(%)	n.a.	24	24	24	24
息税前利润增长(%)	n.a.	28	21	14	14
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	31	23	12	12
每股收益增长(%)	n.a.	24	22	18	16
核心每股收益增长(%)	n.a.	28	24	19	17

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	265	331	403	477	553
折旧与摊销	40	57	77	78	80
净利息费用	1	0	(9)	(30)	(45)
运营资本变动	(220)	(276)	(691)	(1,886)	(2,344)
税金	40	55	60	72	83
其他经营现金流	150	52	539	1,690	2,108
经营活动产生的现金流	275	219	380	402	435
购买固定资产净值	0	0	(10)	(10)	(10)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(130)	(255)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(130)	(255)	(10)	(10)	(10)
净增权益	0	0	0	789	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	(69)	(81)
其他融资现金流	(67)	(1)	9	30	45
融资活动产生的现金流	(67)	(1)	9	750	(36)
现金变动	78	(37)	379	1,142	389
期初现金	151	121	500	1,643	2,031
公司自由现金流	147	(34)	376	420	475
权益自由现金流	146	(34)	382	424	478

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	151	121	500	1,643	2,031
应收帐款	36	54	56	69	85
库存	270	393	436	546	683
其他流动资产	17	54	51	63	78
流动资产总计	473	623	1,043	2,321	2,878
固定资产	268	406	367	321	269
无形资产	125	125	118	112	107
其他长期资产	80	140	117	101	89
长期资产总计	474	675	603	535	465
总资产	947	1,298	1,646	2,855	3,343
应付帐款	142	183	218	273	341
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	111	163	134	162	192
流动负债总计	253	347	352	435	533
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	7	19	19	19	19
股本	200	400	400	460	460
储备	487	497	840	1,906	2,295
股东权益	687	897	1,240	2,366	2,755
少数股东权益	0	35	35	35	35
总负债及权益	947	1,298	1,646	2,855	3,343
每股帐面价值(人民币)	1.49	1.95	2.70	5.14	5.99
每股有形资产(人民币)	1.22	1.68	2.44	4.90	5.76
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.33)	(0.26)	(1.09)	(3.57)	(4.42)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	14.8	15.5	15.4	13.9	12.6
息税前利润率(%)	12.7	13.1	12.8	11.8	10.9
税前利润率(%)	14.0	14.0	13.8	13.1	12.3
净利率(%)	11.9	11.9	11.7	11.2	10.5
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.9	1.8	3.0	5.3	5.4
利息覆盖率(倍)	436.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.7	1.7	4.1	4.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	-	-	-	-	-
核心业务市盈率(倍)	-	-	-	-	-
目标价对应核心业务市	-	-	-	-	-
盈率(倍)	-	-	-	-	-
市净率(倍)	-	-	-	-	-
价格/现金流(倍)	-	-	-	-	-
企业价值/息税折旧前利	(0.5)	(0.3)	(1.1)	(3.2)	(3.6)
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	71.5	70.6	69.4	65.7	65.7
应收帐款周转天数	7.0	8.4	6.9	6.3	6.3
应付帐款周转天数	27.3	28.4	25.0	24.7	25.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	32.8	31.3	32.1	22.5	18.4
资产收益率(%)	21.7	19.9	21.6	16.2	13.4
已运用资本收益率(%)	35.3	33.5	34.5	24.8	20.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

齐心集团(002301.CH/人民币 8.38, 未有评级)

广博股份(600697.CH/人民币 11.54, 未有评级)

以 2015 年 1 月 9 日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 7 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371