

轻工制造行业 2014 年年报前瞻暨 2015 年一季度投资策略

子行业景气度分化， 三条主线把握一季度投资机会

2015 年 1 月 22 日

投资要点：

- ❖ **子行业景气度不一。**1) 家具、玩具出口略有改善，钢琴企业继续承压。2) 纸品价格稳中略降，基本面仍处筑底中。3) 彩票销售总体转强，无纸化高歌猛进。
- ❖ **2014 年年报前瞻。**家居、包装及特种印刷行业表现较好。家居行业在地产景气度企稳的背景下整体保持较好成长。玩具行业的传统业务延续自 2013 年起的恢复性增长并且略有提速，而跨界业务业已开始贡献较多收入弹性。文具行业增速较为稳定。乐器行业在进口二手钢琴放量冲击下，国内企业增速下降明显；包装印刷行业保持平稳增长，龙头企业依附优秀客户，并积极探索新的盈利增长点，成长性优于行业整体，引领集中度提升；造纸行业 2014 年供需矛盾依然较大，盈利下滑企业分化加速，仅有特种纸行业表现较为突出。
- ❖ **维持轻工“强于大市”和造纸“中性”评级。**我们判断 2015 年轻工制造将延续较高景气度，造纸板块短期恐仍承压，不过景气度拐点或将在明年出现，暂分别维持轻工“强于大市”和造纸“中性”的投资评级。
- ❖ **风险因素：**原材料价格大幅波动；海内外需求复苏不达预期；国内渠道或者新厂建设慢于预期；企业转型、新业务拓展不达预期的风险等。
- ❖ **三条主线把握一季度行情。**1) 从乘新消费之风、抢占细分新市场的角度，推荐**喜临门**（渠道变革，发力儿童家居与科学睡眠产业蓝海）、**索菲亚**（定制大家居模式优越）、**美克家居**（争创本土高端家居第一品牌，员工持股计划激励充分彰显中长期信心）；乐器行业推荐**珠江钢琴**（成立并购基金，加速整合艺术教育市场）；造纸行业推荐**齐峰新材**（受益消费升级的装饰原纸龙头企业）；2) 从并购转型角度，推荐**奥瑞金**（二维码布局物联网入口提升服务能力，整合灌装业务形成协同效应）、**劲嘉股份**（内部一体化效率持续提升，外延扩张预期强）、**合兴包装**（依托并购基金，完善产能全国布局）、**互动娱乐**（互动娱乐平台帝国扩张可期）、**东港股份**（关注电子发票试点与推进）、**鸿博股份**（A 股彩票无纸化及彩票游戏研发首选标的）和**美盈森**（输出标准和管理，“轻资产”模式扩大市场份额）；3) 从国企改革的角度，推荐**冠豪高新**（受益“营改增”，增值税专票用纸唯一供应商）和**珠江钢琴**（广州国资“重点改造提升钢琴等优势传统产业”）。

简称	股价 (元)	EPS				PE				PB	评级
		13	14E	15E	16E	13E	14E	15E	16E		
劲嘉股份	15.22	0.74	0.96	1.18	1.42	21	16	13	11	3.4	买入
奥瑞金	24.78	1.00	1.34	1.70	2.29	25	18	15	11	4.6	买入
美克家居	10.26	0.27	0.35	0.47	0.61	38	29	22	17	2.4	买入
喜临门	14.58	0.38	0.47	0.63	0.81	38	31	23	18	4.2	买入
东港股份	23.27	0.36	0.50	0.67	0.80	65	47	35	29	7.1	买入
索菲亚	26.20	0.55	0.75	0.99	1.22	48	35	26	21	6.6	暂无
齐峰新材	12.56	0.45	0.60	0.75	0.87	28	21	17	14	2.3	买入
珠江钢琴	13.44	0.21	0.20	0.23	0.28	64	67	58	48	7.1	买入
互动娱乐	19.25	0.28	0.53	0.76	0.89	69	36	25	22	10.7	买入
美盈森	15.60	0.24	0.38	0.53	0.76	65	41	29	21	5.7	增持
合兴包装	13.50	0.27	0.38	0.48	0.62	50	36	28	22	4.9	增持
鸿博股份	16.66	0.16	0.09	0.13	0.18	104	185	128	93	5.9	买入
海伦钢琴	17.75	0.23	0.21	0.29	0.39	77	85	61	46	4.6	增持
冠豪高新	12.59	0.13	0.09	0.10	0.13	97	140	126	97	8.1	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2015 年 1 月 21 日收盘价



轻工：强于大市（维持）
造纸：中性（维持）

中信证券研究部

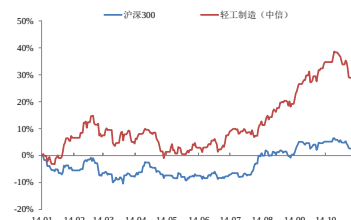
揭力

电话：021-20262115
邮件：jieli11@citics.com
执业证书编号：S1010511030001

鄢鹏

电话：021-20262135
邮件：yanpeng@citics.com
执业证书编号：S1010514080001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

相关研究

1. 凌波—轻工制造行业策略周报（2015 年 1 月 5 日-1 月 11 日）—建议布局地产后周期及二线蓝筹股....(2015-1-12)
2. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 12 月 29 日-2015 年 1 月 4 日）：配置成长股，布局“国企改革”概念股....(2015-1-5)
3. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 12 月 22 日-12 月 28 日）—布局成长，关注补涨.....(2014-12-29)
4. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 12 月 15 日-12 月 21 日）—逢低介入轻工白马，择机布局“国企改革”概念股.....(2014-12-22)
5. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 12 月 8 日-12 月 14 日）—战略买入轻工龙头，关注造纸交易性机会.....(2014-12-15)
6. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 12 月 1 日-12 月 7 日）—继续增配家居和包装印刷板块.....(2014-12-8)
7. 凌波—轻工制造行业策略周报（2014 年 11 月 24 日-11 月 30 日）—建议增配家居和包装印刷板块....(2014-12-1)



目录

2014 年年报前瞻：子行业分化加剧，家居、包装及特种印刷行业表现较好 1

轻工各细分行业收入、出口或价格变动情况 4

 文娱轻工：家具、玩具出口略有改善，钢琴企业继续承压 4

 纸品价格稳中略降，基本面仍处筑底中 5

 彩票销售总体转强，无纸化高歌猛进..... 6

风险因素 7

行业投资评级、投资策略及重点公司 7

齐峰新材财务数据..... 9

插图目录

图 1: 家具销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	1
图 2: 家具利润总额累计值 (2010-2014Ytd)	1
图 3: 玩具销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	1
图 4: 玩具利润总额累计值 (2010-2014Ytd)	1
图 5: 限额以上文具国内零售额 (2010-2014Ytd)	2
图 6: 限额以上家具国内零售额 (2010-2014Ytd)	2
图 7: 塑料包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	2
图 8: 塑料包装利润总额累计值 (2010-2014Ytd)	2
图 9: 塑料包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	2
图 10: 塑料包装利润总额累计 (2010-2014Ytd)	2
图 11: 纸包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	3
图 12: 纸包装利润总额累计值 (2010-2014Ytd)	3
图 13: 纸业销售收入累计值 (2010-2014Ytd)	3
图 14: 纸业利润总额累计值 (2010-2014Ytd)	3
图 15: 家具出口金额.....	4
图 16: 玩具出口金额.....	4
图 17: 中国钢琴表观消费量.....	5
图 18: 铜版纸价格走势 (2013-2015Ytd)	5
图 19: 双胶纸价格走势 (2013-2015Ytd)	5
图 20: 箱板纸价格走势 (2013-2015Ytd)	5
图 21: 瓦楞纸价格走势 (2013-2015Ytd)	5
图 22: 白面牛卡价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 23: 轻涂白面牛卡价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 24: 白板纸价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 25: 白卡纸价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 26: 铜版纸价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 27: 双胶纸价格走势 (2013-2015Ytd)	6
图 28: 中国彩票销售情况及预测.....	7

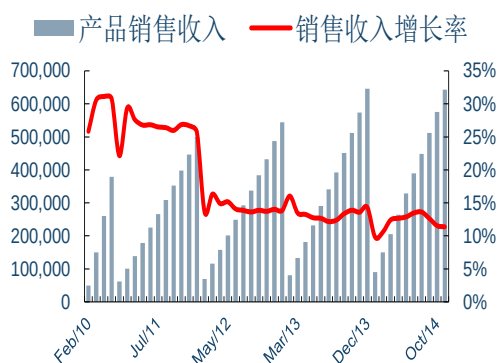
表格目录

表 1: 重点公司盈利预测	4
---------------------	---

2014 年年报前瞻：子行业分化加剧，家居、包装及特种印刷行业表现较好

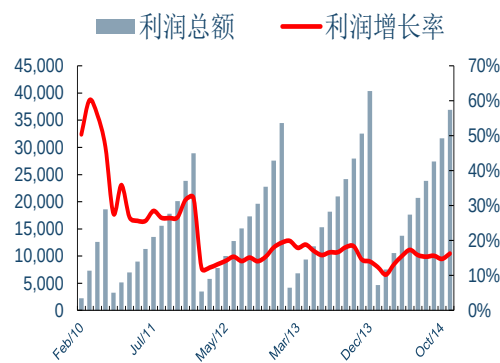
2014 年，轻工制造各子行业发展情况喜忧参半。文娱轻工各子行业中，家居行业在地产景气度企稳的背景下整体保持较好成长。玩具行业的传统业务延续自 2013 年起的恢复性增长并且略有提速，而跨界业务业已开始贡献较多收入弹性。文具行业增速较为稳定。乐器行业在进口二手钢琴放量冲击下，国内企业增速下降明显；包装印刷行业保持平稳增长，龙头企业依附优秀客户，并积极探索新的盈利增长点，成长性优于行业整体，引领集中度提升；造纸行业 2014 年供需矛盾依然较大，盈利下滑企业分化加速，仅有特种纸行业表现较为突出。

图 1：家具销售收入累计值（2010-2014Ytd）
单位：Rmb mn



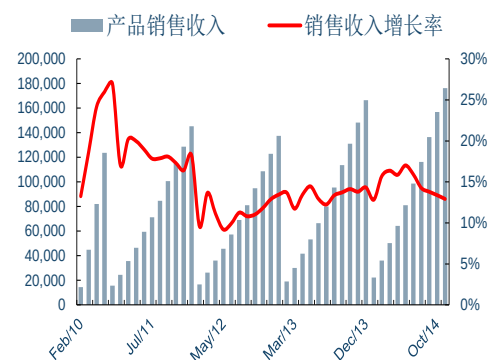
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：家具利润总额累计值（2010-2014Ytd）
单位：Rmb mn



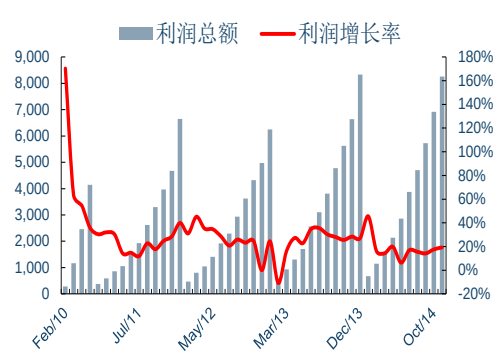
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：玩具销售收入累计值（2010-2014Ytd）
单位：Rmb mn



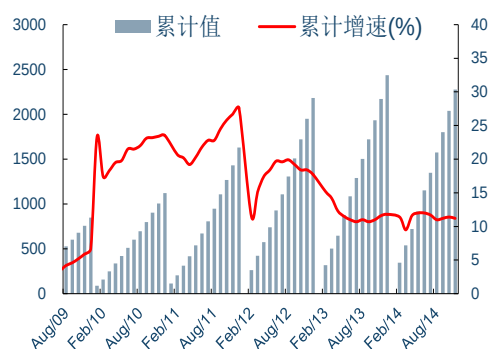
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：玩具利润总额累计值（2010-2014Ytd）
单位：Rmb mn



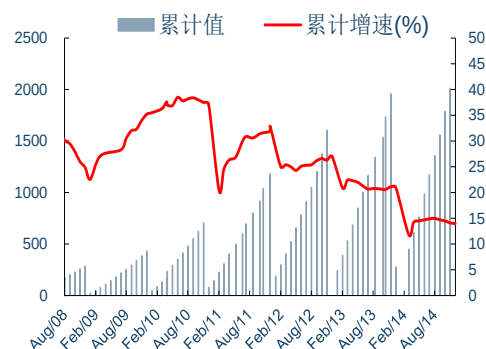
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5: 限额以上文具国内零售额 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb 亿元



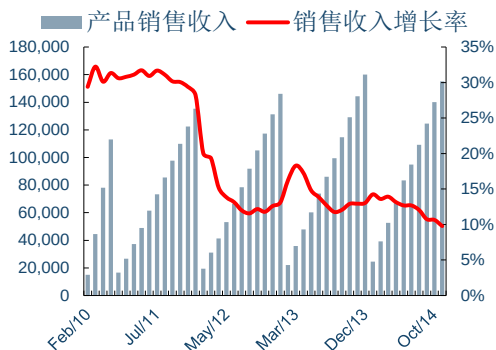
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 6: 限额以上家具国内零售额 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb 亿元



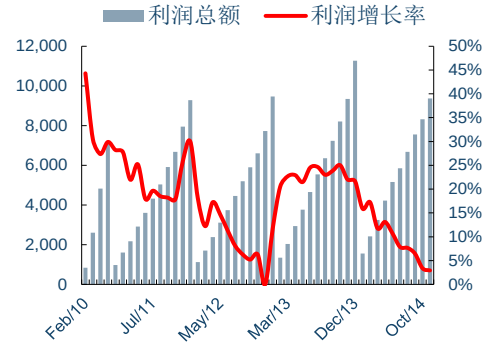
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 7: 塑料包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



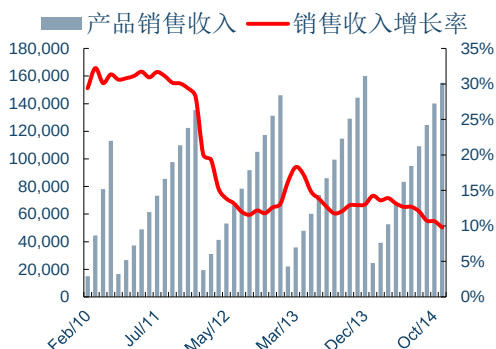
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 8: 塑料包装利润总额累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



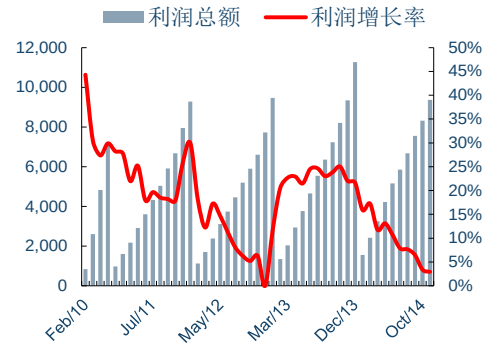
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 9: 塑料包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



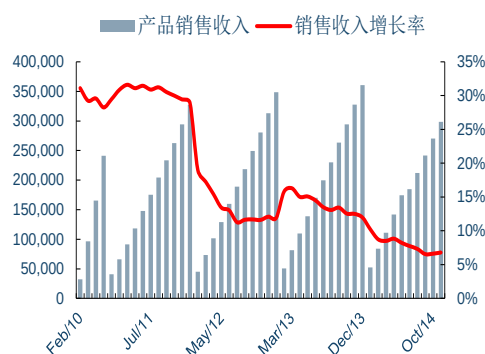
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 10: 塑料包装利润总额累计 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



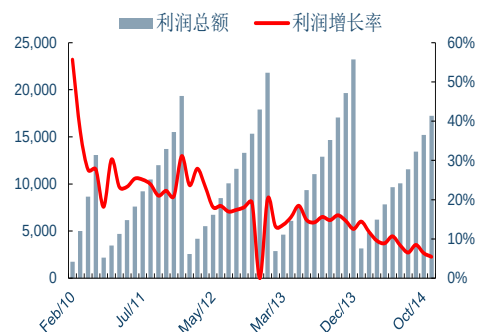
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 11: 纸包装销售收入累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



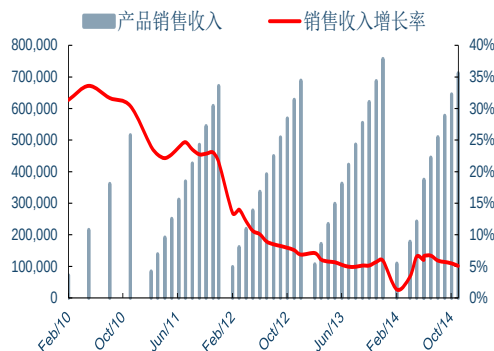
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 12: 纸包装利润总额累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



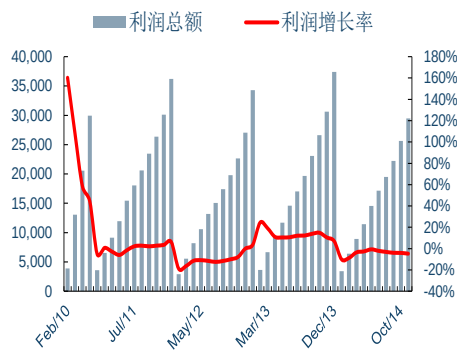
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 13: 纸业销售收入累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 14: 纸业利润总额累计值 (2010-2014Ytd)
单位: Rmb mn



资料来源: Wind, 中信证券研究部

具体公司来看, 2014 年, 家具行业整体仍保持较好成长性, 我们重点跟踪的优质品牌家居龙头显著优于行业整体, 预期将实现靓丽增长: 美克家居 (年报预增 35%, 略微高于我们+32%的预期, 高于市场预期)、索菲亚 (业绩快报增 33%符合预期)、喜临门 (我们预计年报增~10%, 前三季增长 10.02%, 第四季度销售平稳); 玩具行业业务恢复增长, 跨界网游等业务将给相关公司带来显著盈利贡献: 互动娱乐 (业绩快报预增 80%~100%)、高乐股份 (公司预减 10%~40%, 我们预计-16.7%); 乐器行业由于二手钢琴冲击以及相关公司募投项目达产尚待时日导致公司盈利下滑, 其中珠江钢琴 (公司预减 0~30%, 我们预计-1.6%)、海伦钢琴 (我们预计-12.8%, 前三季下滑 24.7%, 第四季度销售较为平稳且费用控制料加强); 包装行业总体增长强劲, 其中奥瑞金 (公司预增 30%~50%, 我们预计增长 30%~35%)、美盈森 (公司预增 40%~60%, 我们预计增长 55.3%)、合兴包装 (公司预增 30%~50%, 我们预计增长 39.8%); 印刷行业中, 我们重点跟踪的特种印刷行业表现相对较好, 包括劲嘉股份 (公司预增 30%~50%, 略高于我们的预计 25%)、东港股份 (公司预增 1%~30%, 我们预计增长 25%~30%), 鸿博股份彩票印刷和彩票销售增长符合预期, 整体业绩受北京和泸州项目拖累而下滑 (公司预减 30%~50%, 我们预计-43.4%); 造纸行业去产能过程远未完成, 多数纸品厂商持续亏损, 仅少数特种纸细分行业表现突出: 齐峰新材 (公司预增 30%~50%, 我们预计增长 44%)、冠豪高新 (2014 年料将是业绩低谷, 我们预计-31.2%)。

表 1：重点公司盈利预测

证券代码	证券简称	营业总收入同比增速 (%)		归属净利润同比增速 (%)		EPS 预测 (元)	
		2014 前三季度	2014 年	2014 前三季度	2014 年	一致预期	中信预期
002191.SZ	劲嘉股份	12.56	10~15	23.37	~25	0.91	0.93
002701.SZ	奥瑞金	19.07	15~20	33.73	30~35	1.34	1.34
600337.SH	美克家居	2.31	5~10	23.72	30~35	0.36	0.35
603008.SH	喜临门	31.82	~35	10.02	~10	0.45	0.47
002117.SZ	东港股份	13.79	15~20	22.01	25~30	0.46	0.50
002572.SZ	索菲亚	33.48	~35	33.88	~35	0.74	0.75
300043.SZ	互动娱乐	17.44	N.A	56.14	80~100	0.51	0.53
600433.SH	冠豪高新	8.29	0.04	-34.07	-31.20	0.09	0.09
002303.SZ	美盈森	23.41	36.32	50.35	55.29	0.38	0.38
002228.SZ	合兴包装	12.28	16.63	36.18	39.84	0.38	0.38
002348.SZ	高乐股份	-0.08	14.02	-24.19	-16.69	0.13	0.11
002678.SZ	珠江钢琴	2.67	7.89	-22.13	-1.64	0.19	0.20
300329.SZ	海伦钢琴	3.25	6.53	-24.72	-12.78	0.22	0.21
002229.SZ	鸿博股份	11.82	2.47	-42.19	-43.38	0.16	0.09
002521.SZ	齐峰新材	26.16	20.89	44.50	43.98	0.67	0.65

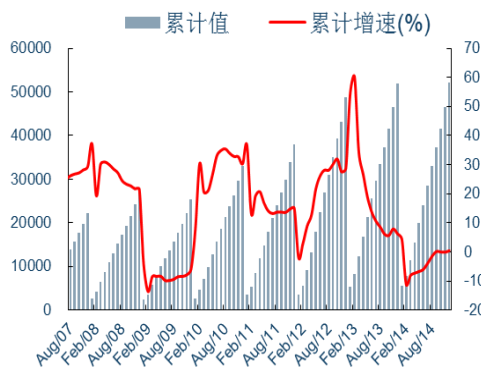
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

轻工各细分行业收入、出口或价格变动情况

文娱轻工：家具、玩具出口略有改善，钢琴企业继续承压

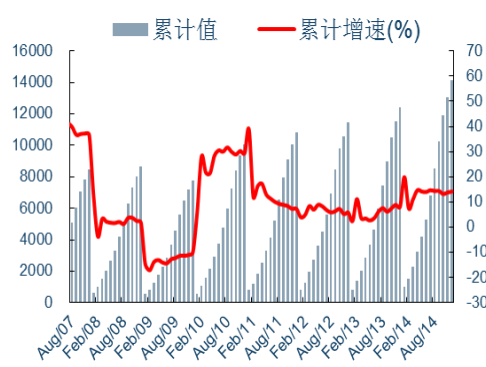
2014 年，家具出口金额约为 520.22 亿美元，同比上升 0.40%，增速转正，较 14 年前 11 月高 0.5pct。玩具全年出口金额约为 141.47 亿美元，同比增长 14.20%，较 14 年前 11 月高 0.4pct。

图 15：家具出口金额（单位：USD mn）



资料来源：Wind，中信证券研究部

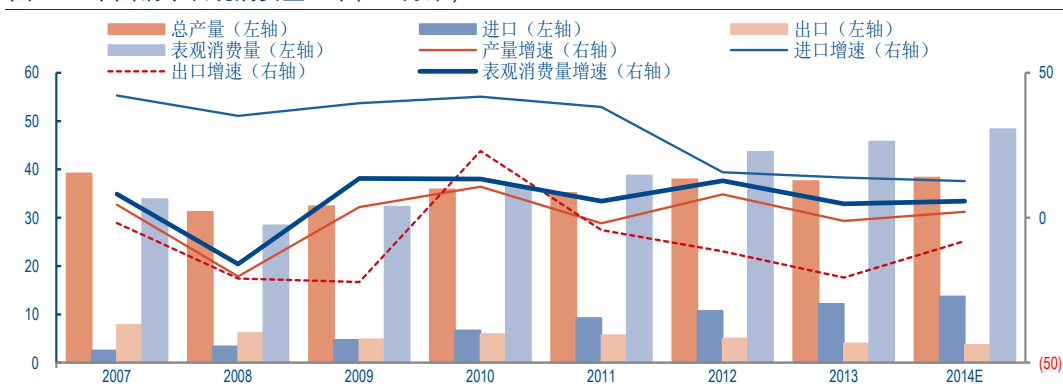
图 16：玩具出口金额（单位：USD mn）



资料来源：Wind，中信证券研究部

近十年来，海外钢琴市场已趋饱和，中国是极少数仍有较快增长的大型市场。2014 年，日本二手钢琴对华出口继续飙升。相比 2013 年全年进口 7.8 万架，2014 年 1-6 月份已经进口 5.5 万台，全年估计达到 12 万台，将占到中国全年销售的近 30%，这是造成近两年包括两家上市公司在内的中国钢琴企业经营环境恶化的主要原因。

图 17：中国钢琴表观消费量（单位：万架，%）



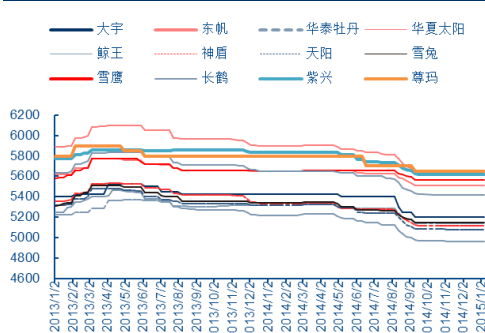
资料来源：《中国乐器年鉴》，中信证券研究部预测

纸品价格稳中略降，基本面仍处筑底中

2014 年，各类纸品市场总体维持稳中略降的态势。随着市场化的去产能进程的持续推进，造纸行业的基本面正在缓慢改善中。

图 18：铜版纸价格走势（2013-2015Ytd）

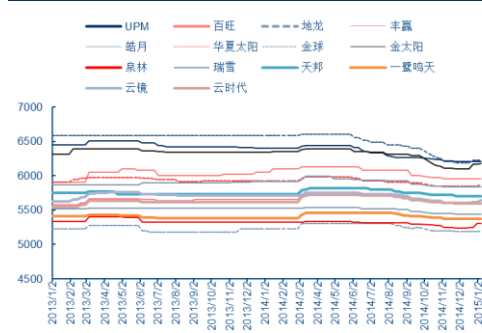
单位：¥/t



资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 19：双胶纸价格走势（2013-2015Ytd）

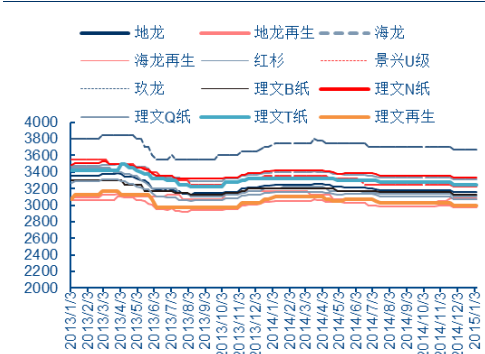
单位：¥/t



资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 20：箱板纸价格走势（2013-2015Ytd）

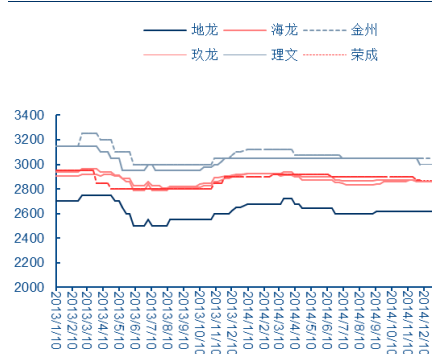
单位：¥/t



资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

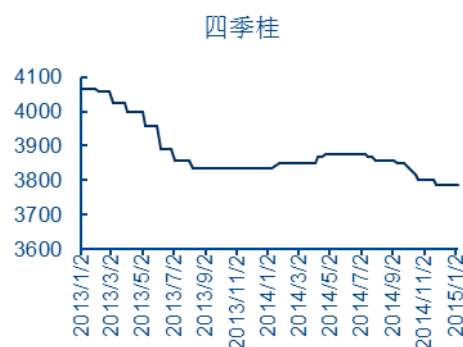
图 21：瓦楞纸价格走势（2013-2015Ytd）

单位：¥/t



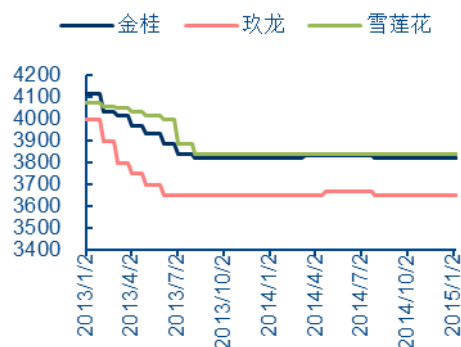
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 22：白面牛卡价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



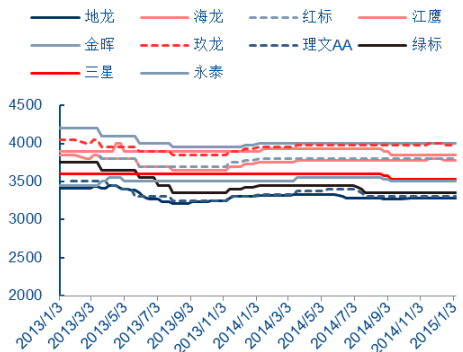
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 23：轻涂白面牛卡价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



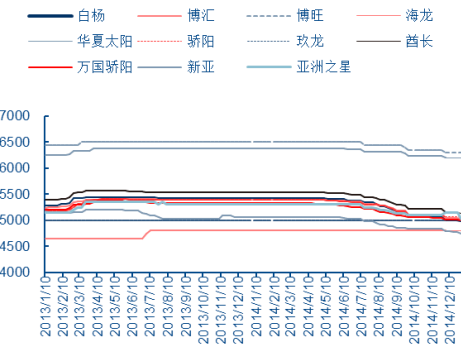
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 24：白板纸价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



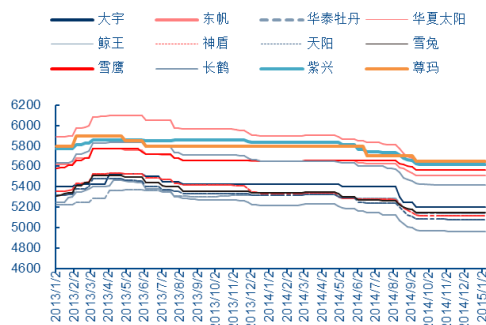
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 25：白卡纸价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



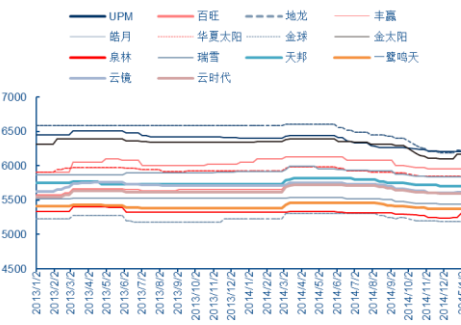
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 26：铜版纸价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

图 27：双胶纸价格走势（2013-2015Ytd）
单位：¥/t



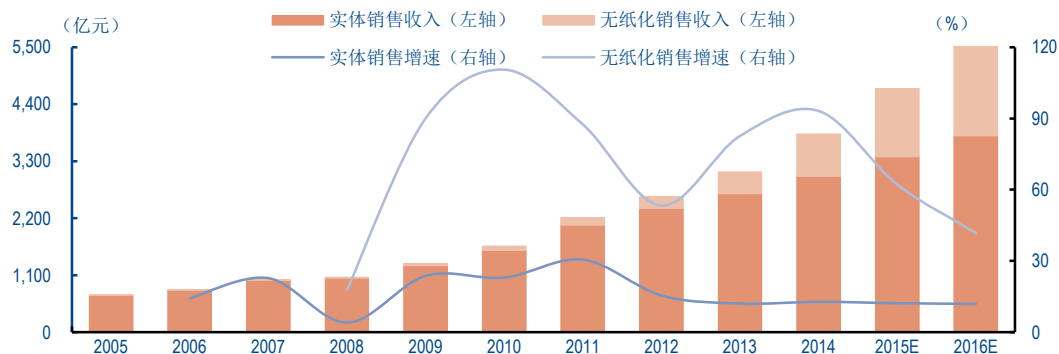
资料来源：纸业联讯，中信证券研究部

彩票销售总体转强，无纸化高歌猛进

1 月至 12 月，全国累计共销售彩票 3823.78 亿元，同比增长 23.6%，这是时隔 2 年后增速首次恢复到 20% 以上。其中，福彩销售 2059.68 亿元，同比增长 16.7%；体彩销售 1764.10

亿元，同比增长 32.8%。2014 年，彩票无纸化销售规模达 850 亿元，同比增长 102.4%，渗透率达 22.2%。其中，移动互联网销售规模达 385 亿元，占彩票无纸化销售的 45.3%。

图 28：中国彩票销售情况及预测



资料来源：财政部，彩通咨询，中信证券研究部预测

风险因素

1. 木浆、废纸、塑料等原材料价格大幅波动风险；
2. 宏观经济的不确定性导致海内外需求难以把握的风险；
3. 国内渠道或者新厂建设慢于预期的风险；
4. 企业转型、新业务拓展不达预期的风险等。

行业投资评级、投资策略及重点公司

我们判断 **2015 年轻工制造延续较高景气度，而造纸板块仍将承压：**

1) 轻工制造方面，新型城镇化/消费升级等奠定国内文娱品牌消费长期景气基础，出口转内销、传统 OEM 转型 OBM，内销市场大发展料成未来趋势。展望 2015 年，地产产业环境向好支撑家居板块景气度，“单独二胎”促玩具市场扩容，音乐教育的渗透为乐器行业添加持续动力。文娱轻工整体有望保持较高景气度，目前整体估值 2014/15 年 PE36/27 倍，暂处历史低位。预计 2015 年包装印刷整体保持平稳增长，行业集中度提升与商业模式创新为行业增添亮色，目前包装/印刷板块整体估值(预期)2014/15 年 PE 分别为 26/19 倍、23/17 倍，也处历史相对低位。**维持轻工制造“强于大市”的行业评级。**

2) 造纸方面需求暂难有较大改观，我们判断板块业绩短期或继续承压，但随着投资放缓以及淘汰落后产能持续，明年可关注景气度拐点的出现。**维持造纸“中性”的行业评级。**

从基本面上看，我们预期优质轻工龙头企业将普遍实现较为靓丽的增长。从资金面上看，近期证监会规范两融业务短期冲击市场情绪，而轻工制造板块融资余额占流通市值比例不足 5%（在所有板块中排名倒数后三位），所受影响较小。后续市场风格或转向均衡配置，以中小市值为主的轻工板块或重受资金青睐。

2015 年一季度，我们建议**轻工行业重点关注三条逻辑主线，自上而下把握细分行业，自下而上精选个股：**

1) 把握消费新势力，开辟轻工新天地。未来几年国内大消费将呈现新趋势，消费结构、消费偏好和消费方式将逐渐变化；在此背景下乘新消费之风、抢占细分新市场的轻工品牌企业先锋，有望实现持续快速增长，家居板块重点推荐喜临门（中高端床垫品牌崛起，继续推行渠道变革，发力儿童家居与科学睡眠产业蓝海，外延扩张有望助力成长）、索菲亚（定制大家居模式优越，橱柜大市场逐步拓展）、美克家居（争创本土高端家居第一品牌，员工持股计划激励充分彰显中长期信心）；乐器行业推荐珠江钢琴（成立并购基金，加速整合艺术教育市场）；造纸行业推荐齐峰新材（受益消费升级的装饰原纸龙头企业）。

2) 并购与转型引领产业增效和升级。传统制造模式依然承压，积极思变的轻工龙头通过并购提升产业效率、转型实现产业升级，有望创造出估值与业绩双升契机，重点推荐奥瑞金（金属包装龙头崛起，二维码布局物联网入口提升服务能力，整合灌装业务形成协同效应）、劲嘉股份（内部一体化效率持续提升，电子烟海外业务推进，外延扩张预期强）、合兴包装（依托并购基金，完善产能全国布局）、互动娱乐（互动娱乐平台帝国扩张可期）、东港股份（关注电子发票试点与推进）、鸿博股份（A 股彩票无纸化及彩票游戏研发首选标的）和美盈森（输出标准和管理，“轻资产”模式扩大市场份额）。

3) 积极把握国企改革带来的主题机会。国企改革号角吹起，轻工各子行业民营化程度普遍较高。不过，在造纸和乐器等子行业中，仍然存在不少国资控股公司。在某些国资不具有优势或者经营状况难以改观的领域，上市公司甚至有可能成为潜在壳资源。从这个角度出发，我们建议央企改革主线重点关注中国诚通控股集团旗下的冠豪高新、粤华包、美利纸业和岳阳林纸，推荐冠豪高新（受益“营改增”，增值税专票用纸唯一供应商）；地方国资整合主线推荐珠江钢琴（广州国资“重点改造提升钢琴等优势传统产业”）。

齐峰新材财务数据

利润表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,770	2,108	2,548	3,186	4,141
营业成本	1,441	1,662	1,993	2,481	3,156
毛利率	18.6	21.2	21.8	22.1	23.8
营业税金及附加	2	5	4	6	7
营业费用	51	82	86	115	144
营业费用率	2.87	3.87	3.36	3.61	3.48
管理费用	101	120	145	181	236
管理费用率	5.73	5.70	5.71	5.69	5.69
财务费用	3	16	9	5	11
财务费用率	0.14	0.75	0.35	0.15	0.27
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	167	222	316	391	578
营业利润率	9.45	10.52	12.41	12.28	13.96
营业外收入	5	3	4	4	4
营业外支出	5	3	3	3	3
利润总额	168	222	317	392	579
所得税	24	33	45	56	83
所得税率	14.3	14.9	14.3	14.3	14.3
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	144	189	272	336	496
净利率	8.14	8.96	10.67	10.55	11.98
每股收益(元)(摊薄)	0.34	0.45	0.65	0.80	1.18

现金流量表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	144	189	272	336	496
少数股东损益	0	0	0	0	0
折旧和摊销	40	62	86	78	71
营运资金变动	-281	-243	-42	-299	-434
其他	8	22	4	11	21
经营现金流	-89	30	319	126	154
资本支出	-209	-349	-2	-2	-1
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	5	0	0
其他	0	0	9	8	7
投资现金流	-209	-348	11	6	6
发行股票	0	33	0	0	0
负债变化	-114	318	-165	94	181
股息支出	-26	-74	-27	-34	-50
其他	-3	0	-9	-5	-11
融资现金流	-143	277	-201	56	120
现金净增加额	-441	-41	129	188	279

资产负债表

(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	933	871	1,000	1,188	1,467
存货	515	544	656	818	1,040
应收账款	220	160	195	244	317
其他流动资产	422	822	602	754	978
流动资产	2,091	2,397	2,453	3,003	3,803
固定资产	684	843	762	688	621
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	60	78	76	74	71
其他长期资产	61	173	160	153	148
非流动资产	806	1,094	998	915	840
资产总计	2,897	3,490	3,452	3,919	4,642
短期借款	551	300	135	229	410
应付账款	146	323	202	252	320
其他流动负债	82	586	588	609	637
流动负债	779	1,209	926	1,090	1,367
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	2	2	2
非流动性负债	3	2	2	2	2
负债合计	782	1,211	927	1,092	1,369
股本	206	421	421	421	421
资本公积	1,470	1,293	1,293	1,293	1,293
股东权益合计	2,116	2,279	2,524	2,827	3,273
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	2,897	3,490	3,452	3,919	4,642

主要财务指标

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	12.54	19.10	20.89	25.00	30.00
营业利润	92.55	32.54	42.63	23.72	47.72
净利润	84.28	31.07	43.98	23.62	47.56
利润率 (%)					
毛利率	18.61	21.16	21.80	22.12	23.80
EBIT Margin	9.91	11.37	12.57	12.63	14.46
EBITDA Margin	12.16	14.31	15.92	15.07	16.17
净利率	8.14	8.96	10.67	10.55	11.98
回报率 (%)					
净资产收益率	7.05	8.60	11.32	12.57	16.27
总资产收益率	4.97	5.91	7.83	9.12	11.59
其他 (%)					
资产负债率	26.98	34.70	26.87	27.87	29.49
所得税率	14.27	14.87	14.27	14.30	14.33
股利支付率	16.43	12.54	10.00	10.00	10.00

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2015 版权所有。保留一切权利。