



买入

26% ↑

目标价格:人民币 42.80

603899.CH

价格:人民币 33.94

目标价格基础:40倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

晨光文具

渠道优势显著的文具龙头，新业务拓展空间大

公司是我国文具行业第一品牌，近7万家终端门店是公司核心竞争优势，外资参与度低和分散的行业格局有利于国内文具龙头成长。渠道扩张、渠道升级和新品开发助力业绩稳健成长。办公直销业务和晨光生活馆是公司业务重点开拓方向，我们认为成长空间广阔，能够成为公司新的增长极。我们对其给予买入的首次评级，目标价格42.80元。

支撑评级的要点

- **外资参与度低和分散的行业格局有利于国内文具龙头企业成长。**我国规模以上文具内销企业增长较快，2014年与2015年前10月增速仍维持20.22%和14.14%。消费升级、二胎政策、原材料成本下降助力文具企业成长。由于性价比、销售网络积累和消费文化把控等方面的优势，本土企业是文具内销市场的主要竞争者，具备品牌、渠道先发优势的企业值得看好。2014年，作为行业龙头的晨光文具在书写工具及文具市场的市占率仅5.09%和3.94%，成长空间大。
- **近7万家终端门店是公司核心竞争优势，渠道扩张、渠道升级和新品开发助力业绩稳健成长。**公司近5年的营业收入增长率一直保持在23%-32%之间，净利润增速同样保持在20%左右，增长稳健。截至2015年6月30日，公司合计拥有6.73万家门店，覆盖80%校边商圈，构造起了其他竞争对手难以逾越的护城河。公司零售门店由其他普通文具店升级而来，具备可持续开发性，且投入风险较小。“层层投入、层层分享”的模式加强了对经销商的管理和激励，奠定公司稳固的零售体系。未来渠道扩张、渠道升级、新品开发将继续助力主业增长。
- **科力普（办公直销）成长空间广阔，晨光生活馆开店进展迅速。**相较于美国CR2=67%，国内办公用品直销市场尚处发展阶段。国际办公用品龙头Staples凭借良好的消费者体验、因时而异的扩张战略、完善的供应链和物流体系以及全球化采购优势而成功。晨光子公司科力普积极探索办公一站式服务业务，借助晨光在文具领域已有的规模优势，未来有望发展成为中国的Staples。晨光生活馆定位全品类一站式文化时尚购物体验场所，是对公司现有渠道、目标客户群体和销售品类的补充。2015年6月，生活馆数量已达到63家，计划全年新增门店突破100家。

评级面临的主要风险

- 渠道开拓不力，科力普进展不达预期。

估值

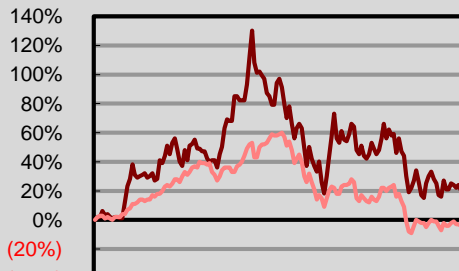
- 预计2015-2017年公司每股收益分别为0.89、1.07、1.29元/股，鉴于公司稳定的业绩成长性，以及正在培育的办公直销和晨光生活馆业务发展空间较大，我们给予公司2016年净利润40倍市盈率，对应目标价42.80元，首次覆盖给予**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	2,360	3,043	3,664	4,367	5,238
变动(%)	0	29	20	19	20
净利润(人民币 百万)	280	340	408	491	593
全面摊薄每股收益(人民币)	0.609	0.738	0.888	1.067	1.289
变动(%)	(0.0)	21.1	20.2	20.2	20.9
全面摊薄市盈率(倍)	55.7	46.0	38.2	31.8	26.3
价格/每股现金流量(倍)	71.3	45.6	35.0	28.3	24.8
每股现金流量(人民币)	0.48	0.74	0.97	1.20	1.37
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.3	36.6	27.2	21.9	18.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.435	0.133	0.160
股息率(%)	n.a.	n.a.	1.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.2)	4.9	(9.6)	24.4
相对上证指数	16.8	6.8	12.2	43.2

发行股数(百万)	460
流通股(%)	24
流通股市值(人民币 百万)	3,801
3个月日均交易额(人民币 百万)	89
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
晨光控股(集团)有限公司	58

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2016年2月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 包装印刷

杨志威*

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

*赵综艺为本报重要贡献者

目录

投资摘要.....	3
文具消费增速高，龙头成长空间大.....	4
公司渠道和品牌优势显著.....	9
新渠道拓展空间大，两翼齐飞.....	19
盈利预测.....	26
研究报告中所提及的有关上市公司.....	28

投资摘要

- **外资参与度低和分散的行业格局有利于国内文具龙头企业成长。**我国规模以上文具内销企业增长较快，2014年与2015年前10月增速仍维持20.22%和14.14%。消费升级、二胎政策、原材料成本下降助力文具企业成长。由于性价比、销售网络积累和消费文化把控等方面的优势，本土企业是文具内销市场的主要竞争者，具备品牌、渠道先发优势的企业值得看好。2014年，作为行业龙头的晨光文具在书写工具及文具市场的市占率仅5.09%和3.94%，成长空间大。
- **近7万家终端门店是公司核心竞争优势，渠道扩张、渠道升级和新品开发助力业绩稳健成长。**公司近5年的营业收入增长率一直保持在23%-32%之间，净利润增速同样保持在20%左右，增长稳健。截至2015年6月30日，公司合计拥有6.73万家门店，覆盖80%校边商圈，构造起了其他竞争对手难以逾越的护城河。公司零售门店由其他普通文具店升级而来，具备可持续开发性，且投入风险较小。“层层投入、层层分享”的模式加强了对经销商的管理和激励，奠定公司稳固的零售体系。未来渠道扩张、渠道升级、新品开发将继续助力主业增长。
- **科力普（办公直销）成长空间广阔，晨光生活馆开店进展迅速。**相较于美国CR2=67%，国内办公用品直销市场尚处发展阶段。国际办公用品龙头Staples凭借良好的消费者体验、因时而异的扩张战略、完善供应链和物流体系以及全球化采购优势而成功。晨光子公司科力普积极探索办公一站式服务业务，借助晨光在文具领域已有的规模优势，未来有望发展成为中国的Staples。晨光生活馆定位全品类一站式文化时尚购物体验场所，是对公司现有渠道、目标客户群体和销售品类的补充。2015年6月，生活馆数量已达到63家，计划全年新增门店突破100家。

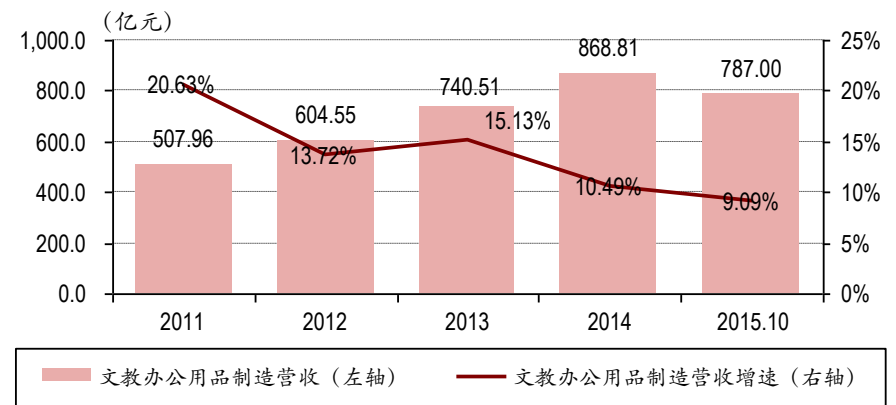
我们预计2015-2017年公司每股收益分别为0.89、1.07、1.29元/股，鉴于公司稳定的业绩成长性，以及正在培育的办公直销和晨光生活馆业务发展空间较大，我们给予公司2016年净利润40倍市盈率，对应目标价42.80元，首次覆盖给予**买入**评级。

文具消费增速高，龙头成长空间大

文具内销市场增长较快，消费升级、二胎政策、原材料成本下降助力文具企业成长

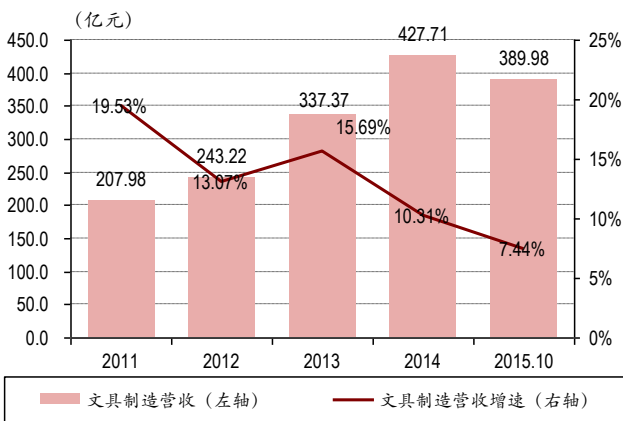
出口不振拖累文具制造行业增长，内销增长相对较快。2014年，我国规模以上文教办公用品公司营收868.81亿元，同比增长10.49%，2015年前10月同比增长9.09%，相比2011年的20.63%的增速有所下滑。出口疲弱是拖累文具制造业增长的主因，2011年至今每年的出口交货值增速均低于5%。相比而言，内销增长较快，2011-2014年CAGR为25%，受宏观经济增长放缓拖累，2014年与2015年前10月内销增速下滑较明显，但仍维持20.22%和14.14%。

图表 1. 2011-2015.10 规模以上文教办公用品制造公司营业收入及其增速



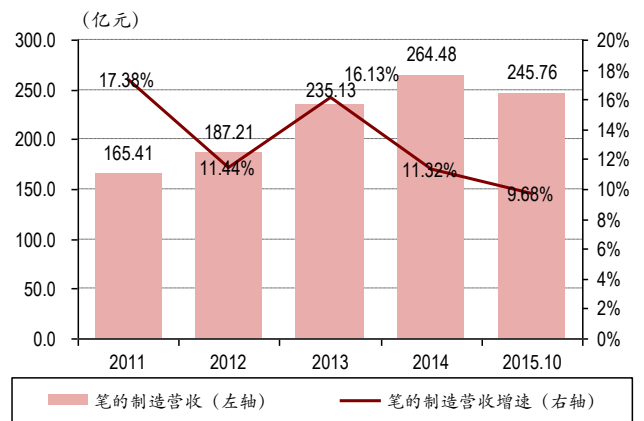
资料来源：万得

图表 2. 2011-2015.10 规模以上文具制造公司营业收入及其增速

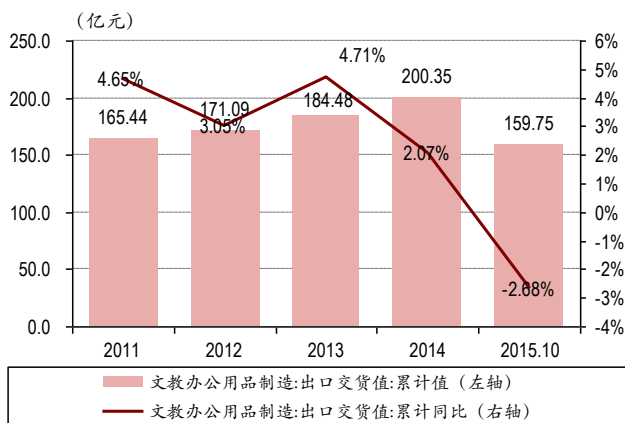


资料来源：万得

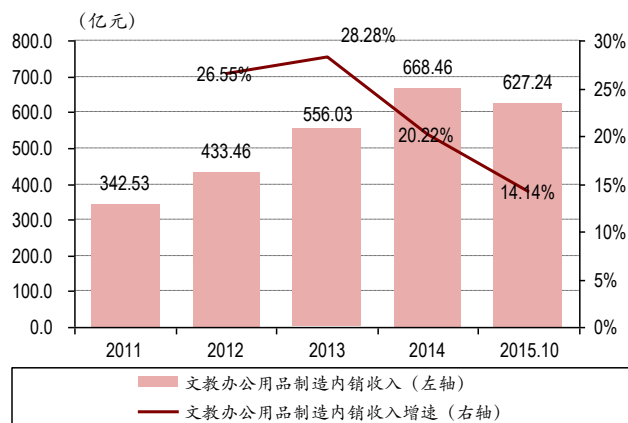
图表 3. 2011-2015.10 规模以上制笔公司营业收入及其增速



资料来源：万得

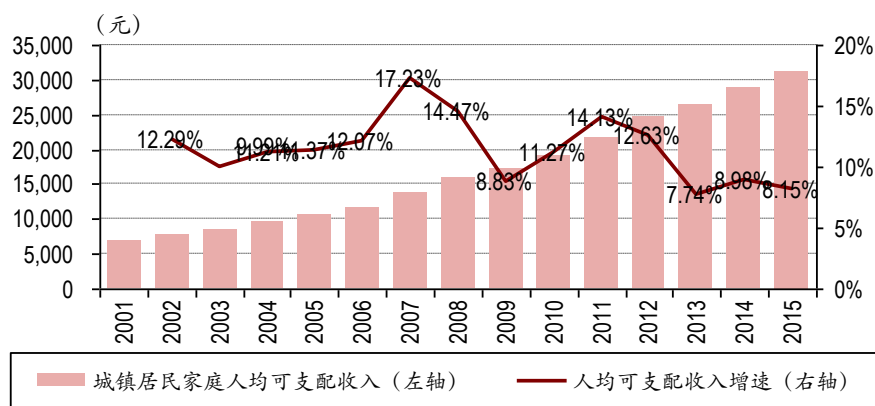
图表 4. 2011-2015.10 文教办公用品出口及其增速


资料来源: 万得

图表 5. 2011-2015.10 文教办公用品内销收入及其占比


资料来源: 万得, 中银证券

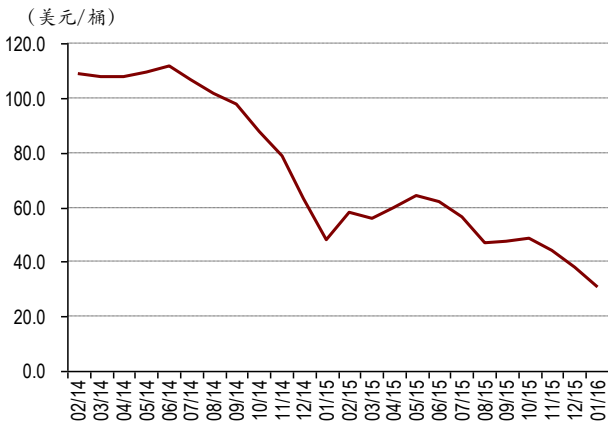
我国文具人均消费水平低, 未来文具市场规模增长受益于消费升级。中国文具市场规模约 1,500 亿元 (215 亿美元), 占全球文具市场规模 (2,500 亿美元) 的 8.6%, 与 20% 的人口占比不符。中国人均文具消费 105 元/年, 较世界平均水平 240 元/年偏低。我国居民人均可支配收入一直呈上涨趋势, 近年来增长率虽有所放缓, 但仍保持在 10% 左右。预计未来随着人均可支配收入的上涨, 我国人均文具消费将逐步赶上世界平均水平。

图表 6. 2001-2015 年城镇居民人均可支配收入及其增速


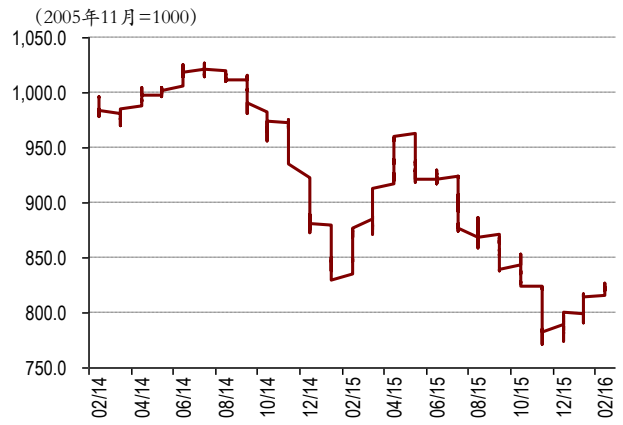
资料来源: 万得, 中银证券

全面二胎政策有利于文具主力消费群体的扩大。去年 10 月的五中全会提出全面二胎政策, 将有利于文具的主力消费群体学生群体的扩大。据预测, 去除符合“单独二胎”条件的家庭, 处于生育年龄的“全面二胎”受益家庭大约有 6,000 万左右, 按照“单独二胎”第一年 10% 左右的申请比例, 我们预计“全面二胎”对每年新增人口的影响为 600 万左右。

原油价格疲弱、核心部件笔头的国产化, 共同推动成本下降。塑料、笔头以及油墨是文具的主要原材料, 其价格对成本影响较大。近年来, 受国际原油价格疲弱的影响, 塑料的价格也在不断下降。以 2005 年 11 月 1 日的价格为基准 (记为 1,000), 近两年来, 塑料价格一直呈下降趋势, 2014 年 2 月价格指数接近 1,000, 2016 年 2 月价格指数已下降到 800 左右。

图表 7. 近两年布伦特原油现价走势


资料来源: 万得, 中银证券

图表 8. 近两年塑料价格指数 (中塑指数)


资料来源: 万得, 中银证券

在制笔的四大技术环节中, 前端设计、笔芯制造及模具与注塑领域, 国内企业技术水平成熟, 尤其前端设计方面已经达到甚至某些领域超过了韩国、台湾等国家和地区水平。在笔头及墨水制造领域, 国内企业已具备自主制造能力, 但是部分核心部件制造水平与日本、瑞士、德国等国家的技术水平还存在一定的差距。未来随着笔头国产化程度加深, 国际笔头制造企业将更多地面临来自国内笔头供应商的竞争, 促使原本定价较高的笔头市场价格总体呈现下降的趋势。

图表 9. 国内制笔行业技术发展及趋势

技术环节	技术现状	发展方向
前端设计	具有良好的设计能力, 已基本达到台湾、韩国等地区水平	继续探索新的设计理念, 并不断开拓新的细分市场
笔头及墨水制造	具有自主制造能力, 但还存技术差距, 中性墨水制造还较弱	进一步加强研发与合作, 实现本土企业高质量大规模的生产
笔芯制造	技术成熟, 具有长期经验积累的制笔企业优势明显	进行笔头墨水匹配技术评价体系研究, 推动关键部件国产化
模具开发与注塑	技术成熟, 自动化生产水平大幅提升	自动化水平和模具开发精度的进一步提升

资料来源: 公司公告

本土公司是文具内销市场的主要竞争者, 低集中度决定龙头企业广阔成长空间

本土企业是文具内销市场的主要竞争者, 跨国企业在高端文具和办公文具零售方面具备一定竞争力。如上文所述, 文具的内销市场增长好于出口, 而内销市场的竞争者主要是本土企业。高性价比、多年积累的稳固渠道网络和对国内消费习惯的掌握使得国内文具制造商相比跨国企业具备优势。我国文具产品进口量很少, 主要是派克、万宝龙等高档或奢侈文具。

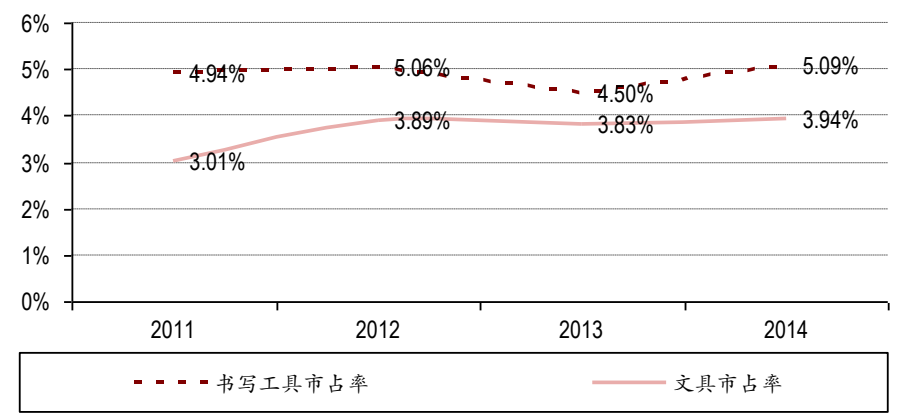
在学生文具方面, 以晨光文具为主的国内品牌文具企业已构建明显的渠道壁垒, 跨国文具巨头几乎没有参与该领域的渠道竞争。在办公文具方面, 跨国文具公司凭借成熟的业务管理模式、全球统一采购的溢价能力, 对国内企业构成一定的竞争, 比如: 全球办公用品零售巨擎 Staples 借助网络直销商 OA365 涉足中国市场。

从事内销难度大于出口，具备品牌、渠道先发优势的企业值得看好。相比出口，从事文具内销对精细化运营的要求更高。除了研发创新、品质管控方面的要求外，还对企业的品牌、渠道建设管理和快速供应链管理能力和更高的要求，尤其是品牌和渠道建设需要长期的积累。因此已经具备先发优势的龙头企业更值得看好。

文具行业集中度低，龙头企业成长空间可观。文具行业是典型的“小产品、大市场”，参与者众多，但销售额超过 10 亿以上的企业不多，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。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。

晨光文具是国内文具行业龙头企业，根据规模以上书写工具和文具市场规模以及公司财报数据，公司 2014 年在书写工具及文具市场的市占率仅 5.09%和 3.94%，相比 2011 年均有所提升。可见，文具行业的集中地仍然很低，龙头企业依然有可观的成长空间。

图表 10. 2011-2014 晨光文具市场占有率情况



资料来源：万得，中银证券

国内文具企业竞争情况。国内文具行业集中度低，目前较知名的文具企业有晨光、得力、齐心、真彩、广博等。其中，晨光与真彩偏重内销的书写工具和学生文具，得力与齐心偏重内销的办公文具，广博、金得利等品牌以出口为主。

图表 11. 国内文具公司竞争关系



资料来源：公司公告

公司渠道和品牌优势显著

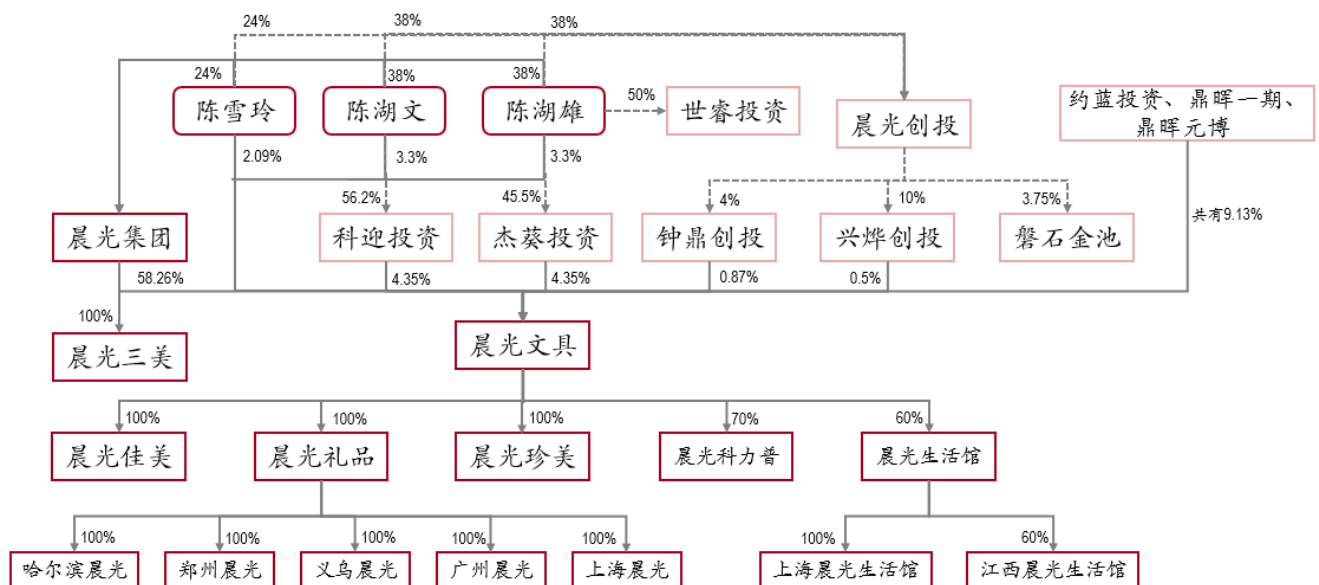
晨光文具主要从事品牌书写工具、学生文具、办公文具等产品的设计、研发、制造和销售，是国内文具第一品牌。截至 2014 年 9 月 30 日，公司已拥有“4 大类，45 个品项，1,900 余品种”的文具产品系列，文具产品线的广度和深度均位居国内前列。

业绩成长稳健，运营效率高于同行业竞争者

股权结构稳定、集中，实际控制人合计持有公司 71.46% 股份。陈湖文、陈湖雄及陈雪玲是公司的实际控制人。上市后，由三位实际控制人 100% 控股的晨光集团是公司的控股股东，持有 58.26% 的股份。科迎投资和杰葵投资分别持有公司 4.35% 的股份，其中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。实际控制人共持有公司 71.46% 股份。

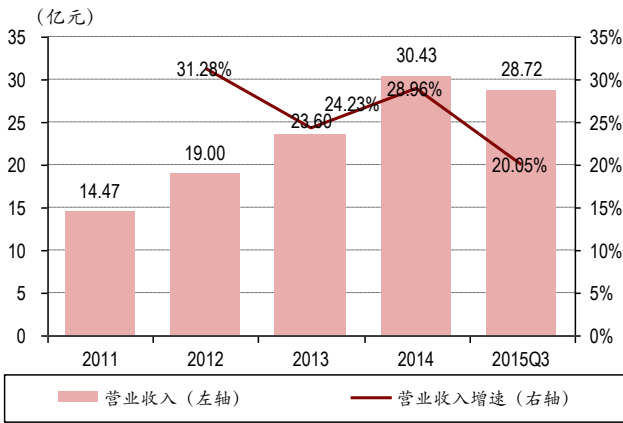
晨光文具下设 3 个全资子公司，2 个控股子公司，晨光珍美负责 KA 销售业务，晨光礼品负责连锁销售的运营、管理与维护，晨光科力普主要负责办公文具直销业务，晨光生活馆主要负责直营旗舰大店业务，晨光佳美主要负责外贸业务。

图表 12. 晨光文具股权结构

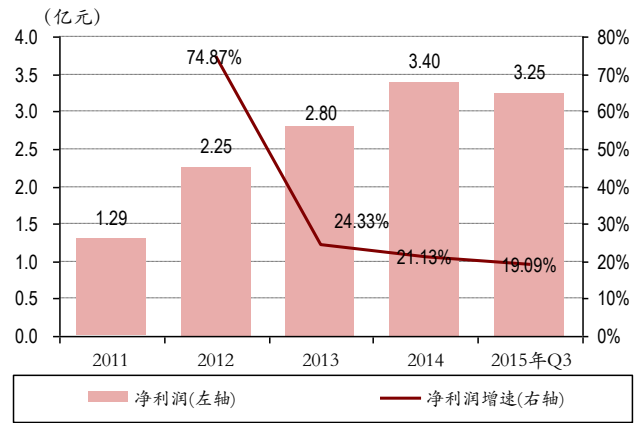


资料来源：公司公告，中银证券

营业收入和净利润增长稳健。公司近 5 年的营业收入增长率一直保持在 23%-32% 之间。2014 年营业收入为 30.43 亿元，同比增长 28.96%；2015 年前 3 季度营业收入为 28.72 亿元，同比增长 22.47%。公司 2012 年净利润增长率高达 74.87%，之后趋于稳定，保持在 20% 左右。2014 年全年净利润为 3.4 亿元，同比增长 21.13%；2015 年前三季度净利润为 3.25 亿元，同比增长 19.09%。

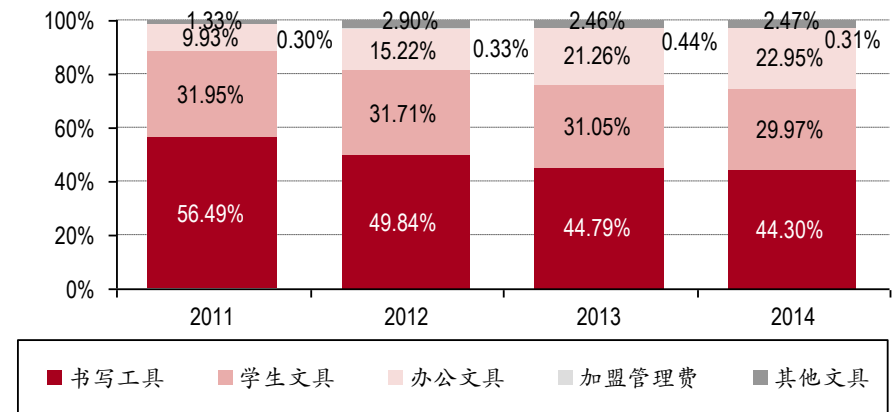
图表 13. 2011-2015Q3 晨光文具营业收入和增速


资料来源: 万得, 中银证券

图表 14. 2011-2015Q3 年晨光文具净利润及增速


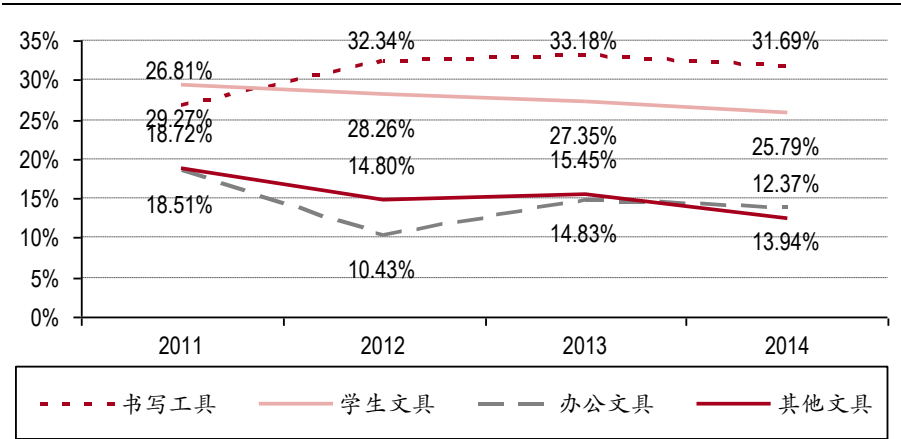
资料来源: 万得, 中银证券

书写工具收入占比最大 (44.30%)，办公文具收入占比持续提升。公司收入主要来源于书写工具、学生文具、办公文具三部分，其中书写工具占比最高，2014 年占比 44.30%。近年来，公司向办公文具业务发力，办公文具的收入占比从 2011 年的 9.93% 上升到 2014 年的 22.95%，有了较大的发展。

图表 15. 晨光文具收入构成变化


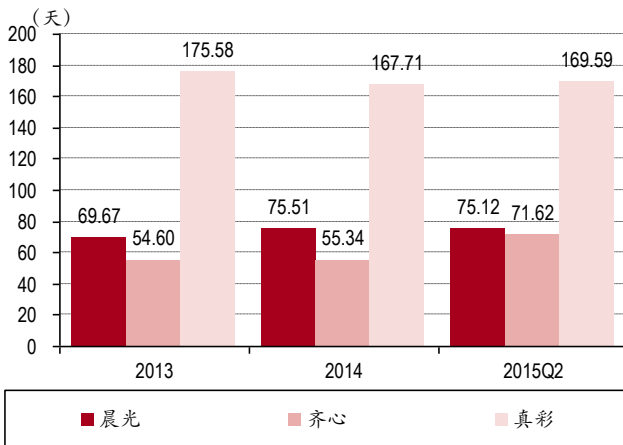
资料来源: 万得, 中银证券

毛利率维持稳定，未来原材料成本下降有助于毛利率提升。公司的三个产品品类近三年毛利率基本稳定：书写工具毛利率保持在 32% 左右，学生文具的毛利率在 25%-29% 之间。办公文具由于扩张较快，毛利率波动相对较大，在 10%-15% 之间。办公文具毛利率较低一方面是因为客户议价能力强，以及消费者偏重产品实用性导致行业毛利率本身低于书写工具和学生文具，另一方面是因为公司办公文具总产量的 54.04% 是 OEM 委外生产，且办公直销业务尚在亏损阶段。未来，笔头的国产化程度提高、塑料原材料成本下降以及公司办公文具业务的成熟均有助于推动毛利率提升。

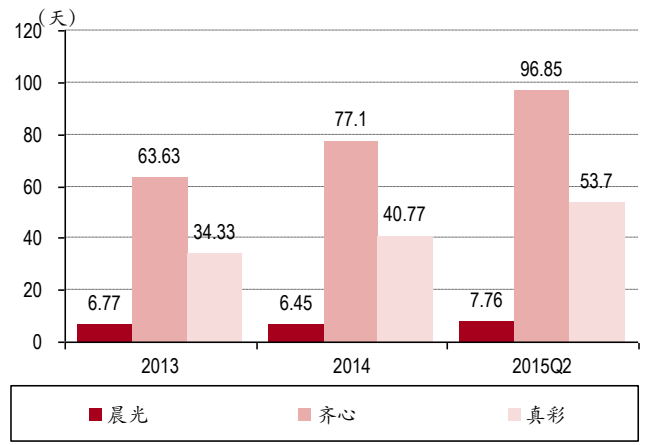
图表 16. 2011-2014 公司各品类产品毛利率


资料来源：万得，中银证券

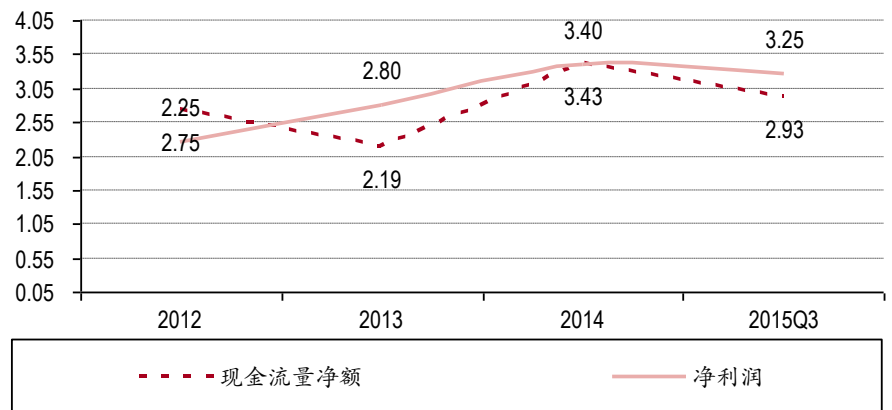
周转率高于同行业竞争者，现金流稳定。近两年，公司的存货周转天数在 75 天左右，是主要内销竞争对手真彩文具周转天数的一半，体现出公司良好的供应链管理能力和客户押款的情况少，应收账款回收较快，周转天数在 7 天左右，周转速度同样快于其他竞争对手。对应稳定的周转率情况，公司现金流也十分稳定，2014 年公司经营现金流净额为 3.43 亿元，2015 年第三季度，该金额为 2.93 亿元，分别是同期净利润的 1 倍和 0.9 倍。

图表 17. 2011-2014 年存货周转天数对比


资料来源：万得，中银证券

图表 18. 2011-2014 年应收账款周转天数对比


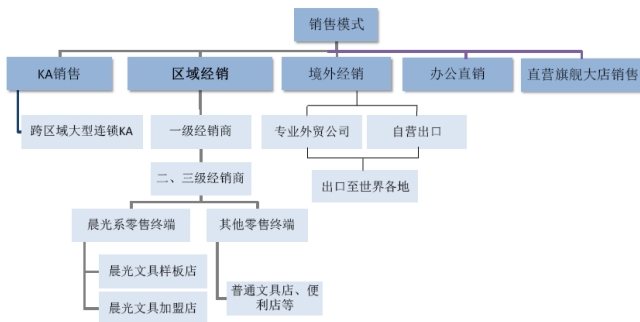
资料来源：万得，中银证券

图表 19. 2012-2015Q3 经营现金流净额和净利润


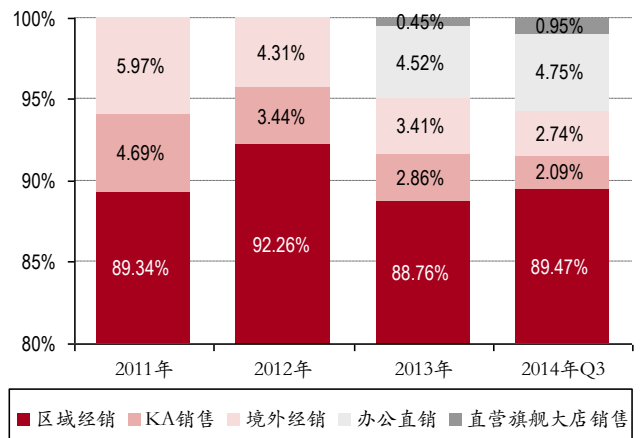
资料来源：万得，中银证券

近 7 万家零售终端和 80% 校边商圈覆盖率是公司核心优势

区域经销是公司主要销售模式，收入占比 90%。公司的销售模式包括区域经销、KA 销售、境外经销、办公直销和直营大店销售。其中，区域经销是公司最重要的销售渠道，收入占比约 90%。截至 2015 年 6 月 30 日，公司拥有由上海晨光、义乌晨光、广州晨光、哈尔滨晨光、郑州晨光等 5 家孙公司和北京、山东、沈阳、成都、武汉等 25 家非自有省级经销商组成的一级经销商体系；在一级经销商体系管理区域内还拥有超过 1,200 家二级（一般为市级、地区级）、三级（一般为县级）经销商，超过 6 万家零售终端。

图表 20. 公司销售模式


资料来源：公司公告

图表 21. 晨光文具销售收入构成


资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 一级经销商分布情况



资料来源：公司公告

公司零售终端可分为“标准样板店”、“高级样板店”以及“加盟店”，4S店负责批发业务。公司的终端零售店根据销售晨光产品数量要求及公司提供服务支持的程度差异，可分为“标准样板店”、“高级样板店”以及“加盟店”，4S店作为区域展示和配送中心，负责批发业务。除自有5家省级经销商所拥有的4S店外，公司与其他任何门店没有股权关系。

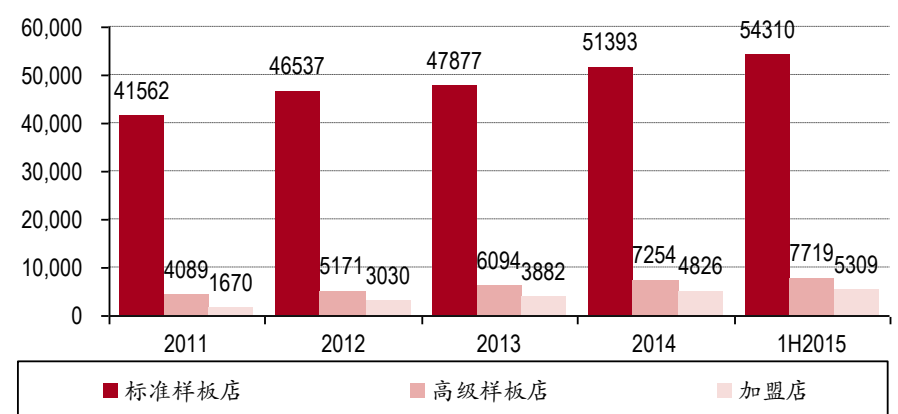
2011-2014年盈利能力强、利益关系更密切的高等级门店增长最快。按盈利能力由弱至强、销售产品排他性要求由低至高、服务支持力度由低至高排序依次是“标准样板店”、“高级样板店”、“加盟店”。2011-2014年，加盟店数量增长最快，CAGR为42.44%；高级样板店次之，CAGR为21.06%；标准样板店数量增长最慢，CAGR为7.33%，由此可见公司对于高级门店的开发力度更大。

4S店作为区域展示和配送中心，负责批发业务。4S门店作为各级合作伙伴的门市经营渠道，是各级合作伙伴用来进行商品销售、终端服务、产品展示、信息收集与反馈的批发营业门市，一般经营面积在200-500平方米之间。这些4S店一般均开设在文具集散市场或小商品批发市场，通过数百平米的4S店对晨光文具产品的陈列，起到了很好的吸引批发客户的效应，也成为晨光产品在全国各大、中小城市的集中展示平台。

图表 23. 晨光文具零售和批发门店情况介绍

项目	零售终端			批发
	M&G晨光标准样板店	M&G晨光高级样板店	M&G晨光加盟店	M&G晨光4S店
平均盈利	单店盈利强于普通文具店	单店盈利强于标准样板店	单店盈利能力最强	作为区域配送中心，从事批发业务
发行人的权利	产品排他	无强制性晨光产品排他要求	部分品类排他要求	与晨光特许经营商品相同或类似竞争性产品全排他
	单店出样标准	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 265 款以上	根据单店的具体情况，确定每家店的晨光产品具体销售数量要求，目前均要求总数在 370 款以上	销售晨光产品数量在 1000 款以上
发行人的责任	品牌形象	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识	公司无偿授权店方使用晨光文具商号标识
	服务支持/要求	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，一般不提供货架等硬件支持	培训经营技能、产品搭配、货架合理摆放等经营经验，通常提供货架等硬件支持	“六个统一”要求，培训、装修、货柜等服务支持，公司收取加盟管理费
店铺形象				
				
装修费分担标准	公司出具统一装修标准，由公司、经销商和店主共同承担	公司出具统一装修标准，由公司、经销商和店主共同承担	公司出具统一装修标准，由公司承担 1.5 万元，多余部分由经销商承担	4S 店装修费的分担标准，公司和合作伙伴各承担 50%
会计处理	列入“销售费用—渠道建设费用”	列入“销售费用—渠道建设费用”	列入长期待摊费用，按照合同期分摊	列入“销售费用—品牌推广费”

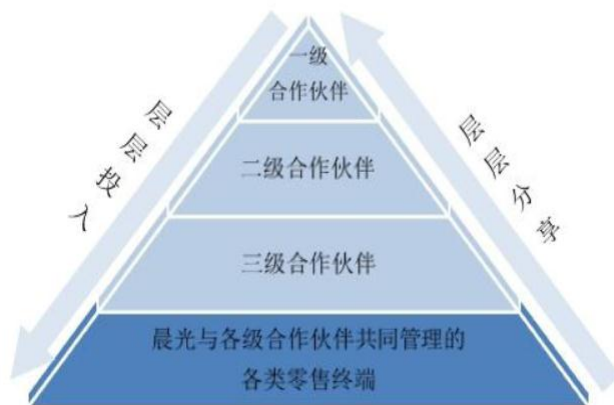
资料来源：公司公告

图表 24. 公司 2011-2015 年 6 月 30 日各类门店增长情况


资料来源：公司公告，中银证券

“层层投入、层层分享”模式加强经销商管理和激励，奠定公司稳固的零售体系。公司实行“层层投入、层层分享”的营销管理模式，各区域内。“层层投入”是指在公司统一的营销管理体系内，各级合作伙伴分别在各自区域内开展下一级经销商管理、终端网络扩充等营销网络开拓与维护工作，并从上而下投入相应资源。借助这一机制，晨光大大提升了营销渠道的管理能力与覆盖能力，公司总部销售人员仅 60 多人，通过这部分人员管理全国各级经销商销售团队超过 3,000 人。“层层分享”是指在公司“标准化”价格体系管理下，各级合作伙伴独自分享各自授权区域的所有经营收益，做到利益从上而下“层层分享”，极大的调动了各级合作伙伴的在各自授权管理区域的市场开拓积极性。

图表 25. “晨光伙伴金字塔” 经销管理模式



资料来源：公司公告

近 7 万家零售终端和 80%校边商圈覆盖率是公司的核心优势。截至 2015 年 6 月 30 日，公司拥有 54,310 家标准样板店、7,719 家高级样板店以及 5,309 家加盟店，合计 6.73 万家门店。公司零售终端在全国校边商圈的覆盖率已高达约 80%，平均每 10 家校边终端文具店就有约 3 家属于晨光文具。由于同质化程度高，文具行业的特点是渠道为王，公司近 7 万家地理位置优越的门店构造起了其他竞争对手难以逾越的护城河。此外，校边商圈覆盖率高的特点也为公司后续继续开发学生群体消费品和向教育、体育等方向延伸提供了基础。

公司零售门店由其他普通文具店升级而来，具备可持续开发性，且风险小。国内文具零售终端主要有普通文具店、连锁店、便利店/超市、电子商务以及一站式零售服务五种业态。由于连锁店拥有专业化管理优势，抗风险能力强，在竞争日益激烈的环境下成为发展最快的零售业态，越来越多的普通文具店转为连锁店。公司的样板店和加盟店并非新设门店，而是由各级合作伙伴选择合适的普通文具店对其进行改在升级，提供管理、营销等方面支持。目前，国内校边商圈普通文具店就有 18 万家，因此公司的渠道扩张具有可持续性。同时，由于普通文具店本身拥有一定的运营经验和成熟消费群体，开发的低风险也因此较小。

图表 26. 国内文具零售终端业态及特征

业态	特征
普通文具店	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 数量庞大，文具零售的主流终端 ➢ 位于学校周边、闹市区和人流较多地段，消费群体覆盖广，学校周边是主要聚集地
连锁店	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 单店规模较小，自给自足，缺乏有效管理，抗风险能力弱 ➢ 经营众多类型产品及品牌，没有约束 ➢ 数量目前少于普通文具店，但近年来发展迅速 ➢ 位于学校周边、闹市区和人流较多地段，消费群体覆盖广 ➢ 单店规模高于普通文具店，专业化管理，抗风险能力强 ➢ 授权经营品牌产品，专一品牌至多品牌不等
便利店、超市 (KA)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 规模及资金实力雄厚 ➢ 渠道成本高，导致产品最终售价较高 ➢ 文具产品在整个商超体系中价格竞争激烈 ➢ 国内消费者没有经常在商超购买文具习惯
电子商务 (网购)	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 由于省去门店环节，售价往往要低于上述三种业态 ➢ 网购是未来消费重要趋势，线下线上结合的模式将充分打通传统与网络渠道
一站式零售服务	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 综合客户多方面需求、利用掌握的研发设计、产能及营销网络资源，为客户提供一站式、定制化的整体服务 ➢ 在办公文具领域该模式取得了较大成功，Staples 是一站式零售服务领域的代表性企业

资料来源：公司公告、中银证券

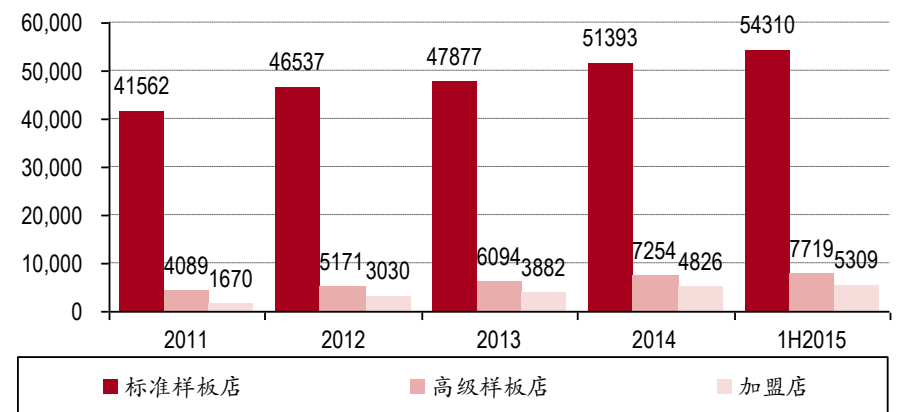
除渠道外，公司在品牌、研发、技术方面也具备较强竞争力。

品牌知名度高，深受消费者认可。晨光文具是文具行业“自主品牌+内需市场”的领跑者。在书写工具和学生文具细分领域，晨光品牌已经在消费者心中建立了良好的品牌认知，并持续赢得消费者极佳的口碑。晨光在十大品牌网的文具领域常年排名第一。

在新品研发、制笔技术和规模化制造方面具有优势。2011年至2013年，公司每年开发新产品数分别为727款、1,058款和1,236款，新品销售占比近三年维持在20%左右，相比竞争对手优势明显。截至2014年9月，公司共拥有专利470项，其中外观设计专利439项，数量大幅领先于主要竞争对手，充分反映公司强大的新品研发能力。公司在制笔领域也拥有比较突出的技术优势，具体表现在笔芯制造过程中笔头和墨水的匹配技术、自主模具开发技术等方面。此外，基于多年的规模化制造经验、自主模具研发能力、稳定的供应链体系、完善的品质控制体系以及ERP信息管理系统引入，公司具备了大规模制造情况下的优良的制造质控水平。目前，公司内部不良品率可控制千分之三以内，出厂不良品率可控制在万分之三以内。

渠道扩张、渠道升级、新品开发助力主业增长

继续扩张渠道，重点开拓校内点、大学城店和办公场所店。渠道扩张是公司过去几年业绩增长的主要推动力之一，2011年，公司终端门店合计47,321家，截至2015年上半年，终端门店数量达到了67,338家，三年半的时间门店数量增长了42.3%。目前，公司终端门店在全国校边商圈的覆盖率已高达80%，数量是我国校边商圈普通文具店数量（18万家）的1/3，优势已经十分明显。未来，我们预计校内店、大学城店和办公场所店等区域将成为公司渠道开拓的重点。上述渠道更深入核心消费群体，相比普通的校边商圈店效率更高。上述渠道进入门槛较高，公司积累的品牌口碑优势将发挥作用。此外，网络销售、直营旗舰店也是公司重点探索的方向。

图表 27. 2011-1H2015 晨光文具各类门店增长情况


资料来源：公司公告，中银证券

样板店升级加盟店贡献营收增量。营销网络扩充及升级项目是公司 IPO 项目之一，其中将现有样板店中的 1.2 万家升级为加盟店是重头戏。营销网络扩充及升级项目的建设期是三年，各年新增加盟店为 2,500、4,400、5,100 家。假设加盟店完成第一年，公司向加盟店单店销售收入相比样板店一次性增长 4.83 万元，此后向加盟店的单店销售收入增加 3.75 万元，外加每年向加盟店收取 1,800 元加盟管理费。可测算加盟店项目前三建设期分别增加公司营收 4,525、18,941、42,431 万元，分别占 2014 年收入的 1.49%、6.22%、13.94%，达产后每年增加公司营收 4.716 亿元，占 2014 年收入的 15.5%。

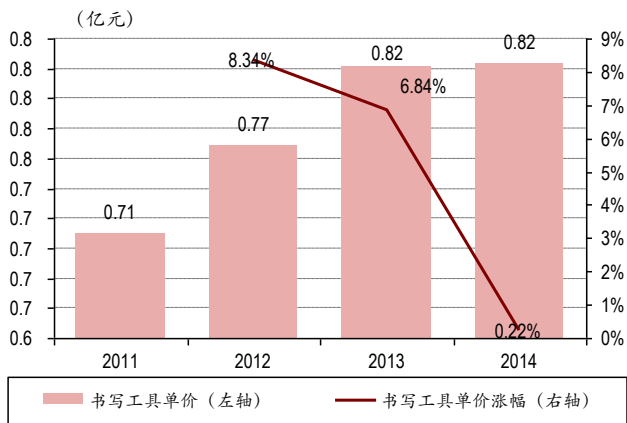
图表 28. 公司 IPO 募投项目之一

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%
合计			38,750.00	100.00%

资料来源：公司公告

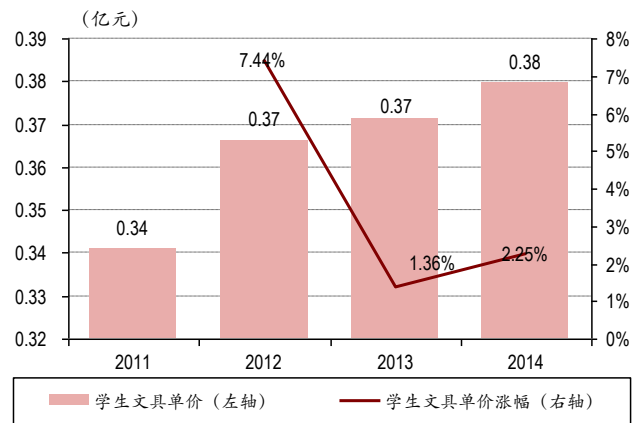
新品开发助力业绩成长。公司每年新开发超过 1,000 款新品，每年在“学讯”期间一次性推出百款新品。新品销售占近三年的收入均在 20% 左右。此外，我们认为新品也是公司提升产品平均单价的方式，2011-2014 年公司书写工具和学生玩具的平均出厂单价均维持小幅增长。此外，公司持续开发细分市场，例如精品文具、高端金属笔、专业级绘画工具、签字系列书写工具等。随着科力普、晨光生活馆的推进，预计公司还将增加其他大品类产品。

图表 29. 2011-2014 年书写工具出厂单价及其涨幅



资料来源: 中银证券

图表 30. 2011-2014 年学生文具出厂单价及其涨幅



资料来源: 中银证券

新渠道拓展空间大，两翼齐飞

除了传统主业的稳定增长之外，办公直销业务（通过子公司科力普）和直营旗舰店“晨光生活馆”业务是公司目前积极探索的新方向。

我国办公直销市场尚处发展期，办公一站式服务业务拓展公司成长空间

现代办公观念普及促进品牌办公文具市场发展，欠发达区域增长潜力巨大。随着现代办公观念的逐渐普及，公司对于整洁、保密性要求越来越严格，推动了办公文具市场的繁荣。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，目前我国70%以上的办公文具消费市场集中在广东、浙江、江苏、上海、北京5个地区，未来随着其他地区的办公文具品牌消费观念的深化，品牌办公用品市场有望更上一层楼。办公文具的消费更偏重功能性、稳定的品质和服务，对稳定的文具品牌供应商有利。

国内办公用品直销市场尚处发展阶段，机遇良多。在国外发达市场，办公用品直销行业已属于相对较为成熟的行业，市场集中度较高。2013年排名前2的Staples和Office Depot合计控制了67%的北美线下办公用品销售。相对而言，国内办公直销市场正处在发展阶段，市场集中度较低，相关企业的规模化、专业化水平较低，孕育着巨大的发展机遇。

根据品牌网站统计，我国办公用品连锁品牌前5名分别是Staples史泰博、Office Depot欧迪、易优百EasyBuy、文一win.1、齐心COMIX。前3名均是外资品牌，主要服务于高端客户，由于文化等方面的差异，在中国市占率有限。

图表 31. 2015 年办公用品连锁企业 5 强

Staples 史泰博	创建于1986年，在全球拥有2,100余家办公用品超市和仓储分销中心，全球员工总数79,000名，业务涉及22个国家和地区。2004年，史泰博来到中国，秉承了“我们让办公采购更简单”的经营理念，并结合中国特色将服务内容加以丰富。
Office Depot 欧迪	成立于1986年，总部位于美国佛罗里达州，年销售额约121亿美元，全球员工近41,000人，为53个国家和地区的客户提供办公产品与办公服务。在零售、合约销售、目录销售及电子商务等多种营销渠道中均处于领先地位。目前，Office Depot已在全球开设1,600多家零售店；同时，Office Depot是世界最大的电子商务企业之一，网上年销售额达41亿美元。
易优百 EasyBuy	国誉株式会社(KOKUYO)创立与1905年10月大阪府，2005年，国誉进入中国市场，成立了国誉商业（上海）有限公司，创立了易优百。作为一个办公用品直销公司，公司一直本着“用商品回报社会”的企业理念，提供赋有创造性、高效率、人性化的服务。
文一 win.1	成立于1991年，已发展为现有员工上千人，年销售额数亿元。公司立足东莞，营销区域遍布珠三角并辐射全国，目前，已在珠三角地区开设了100余家办公零售商店、速配网点和快修店面。专业向广大集团公司、个体消费客户等提供包括办公文具、IT设备、OA设备、纸品、办公耗材、包装材料、商务礼品、劳保用品、五金家私、电动工具等在内的20多个种类40,000多种商品。为客户量身订做成套办公用品的配置标准和解决方案，并提供办公设备的售后维修和保养服务。
齐心 COMIX	始创于1991年，是为企业提供现代办公用品整体解决方案的服务商。公司于2009年在深圳A股成功上市，成为目前综合办公行业唯一上市公司。齐心在国内建立了50多家分支机构，并配套建立了高效的物流配送体系，拥有3万家品牌加盟店、5,000家优质终端大企业客户，并与京东商城、亚马逊等成熟电商品牌合作，强势拓展电子商务。通过以上策略，已打造成全面多渠道覆盖的营销网络。

资料来源：十大品牌网 (CNPP 授权)

办公一站式服务业务将开拓公司成长空间。公司的办公用品直销业务由子公司科力普负责，发展办公直销业务可以对现有业务形成有效互补与促进，带动公司书写工具、办公文具在办公机构的销售，同时为公司的长期发展带来了更广阔的空间。除传统文具外，科力普还将销售其他办公用品和服务，提供办公一站式服务。

科力普拥有 10 大核心品类、400 多个小类，20,000 多种优质商品。能够提供办公区、财务室、会议室、文印室、茶水间和洗手间的全方位解决方案。产品覆盖办公用品、办公耗材、办公设备、IT 数码、办公家具、劳保用品、食品饮料等。合作供应商均为各品类知名品牌。

图表 32. 科力普：一站式办公综合供应商



资料来源：科力普官网

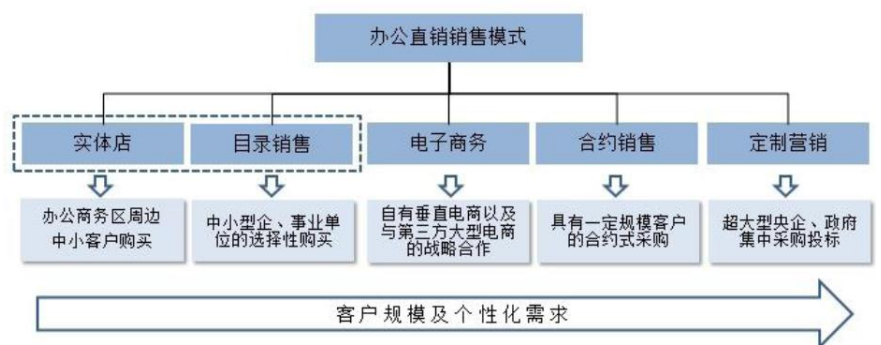
图表 33. 科力普合作品牌一览



资料来源：科力普官网

目前，公司办公直销业务销售模式可分为服务中小客户零散购买的电子商务、服务大中型客户的合约销售、服务超大型客户的定制营销。未来将逐步开拓线下实体店和目录销售模式，并逐步提升合约销售和定制营销的服务广度和深度。

图表 34. 晨光文具规划的办公直销模式



资料来源：公司公告

文具直销对供应链管理要求高，公司目前重点拓展一线城市，逐步完善盈利模式。文具直销模式主要表现为向政府机构、大型企业和公益团体等大客户销售产品。大型客户的议价能力较强，给予的价格较低，对企业的仓储物流、供应链管理要求较高，企业的成本控制能力是提升盈利性的关键。公司秉承一贯稳健的经营思路，目前重点拓展一线城市，逐步完善盈利模式。2014年，科力普营收1.54亿元，亏损2,200万元，预计2015年营收增长50%左右，继续维持略微亏损的状态。我们认为公司的办公直销业务成熟模式下的净利率水平可参考 Staples 2012 年以前 3%-5% 的稳定净利率。

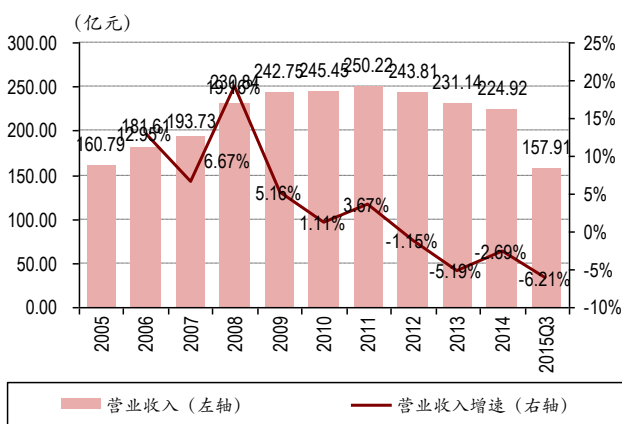
借鉴 Staples：让购买更轻松的一体化产品&服务造就全球办公用品龙头

Staples：全球领先的办公用品公司。史泰博创立于 1986 年，是全球领先的办公用品公司。公司近年来 80%-85% 的收入均来自北美地区，剩余 15%-20% 的收入来自于欧洲、澳大利亚、南美和亚洲 23 个国家。公司有两种销售模式，**合约式销售主要针对大中型企业**，可以为客户提供服务账户管理、免费运送、定制的付款方案、使用报告、专用产品的储存、办公绿化的搭配、专业的健康服务等全套解决方案；**零售主要针对 20 人以下的小型客户和个人客户**，截至 2014 年末，公司在北美和欧洲拥有 1,963 家门店。

公司营业收入和净利润于 2011 年达到巅峰，2011 年营收达到 250 亿美元，净利润达到 9.85 亿美元。受金融危机影响，外加无纸化办公对办公耗材的冲击，公司营收于 2009 年开始增长趋缓，2011 年出现下滑。2014 年，公司营收 224.92 亿元，同比减少 2.69%，净利润为 1.35 亿元，同比减少 78.30%。

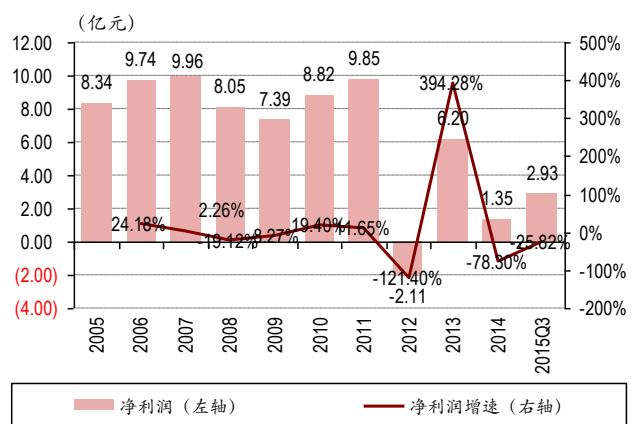
传统办公耗材占收入的大部分，占比呈下降趋势，办公&休息室补给和服务费收入占比有所提升。收入结构方面，核心办公用品、墨盒、纸张等传统办公耗材收入仍然占公司营收的大部分，2014 年上述产品合计占比 54.8%，但占比呈下降趋势。办公&休息室补给和服务费收入占比近两年有所提升，办公&休息室补给收入占比由 2012 年的 7.4% 提升至 10%，服务费收入占比由 6.7% 提升至 8.6%。

图表 35. 2005-2015Q3 Staples 营业收入及其增速



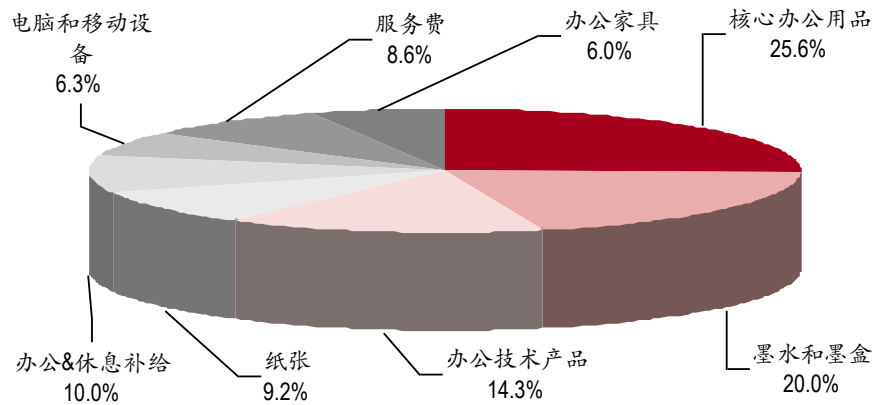
资料来源：万得

图表 36. 2005-2015Q3 Staples 净利润及其增速



资料来源：万得

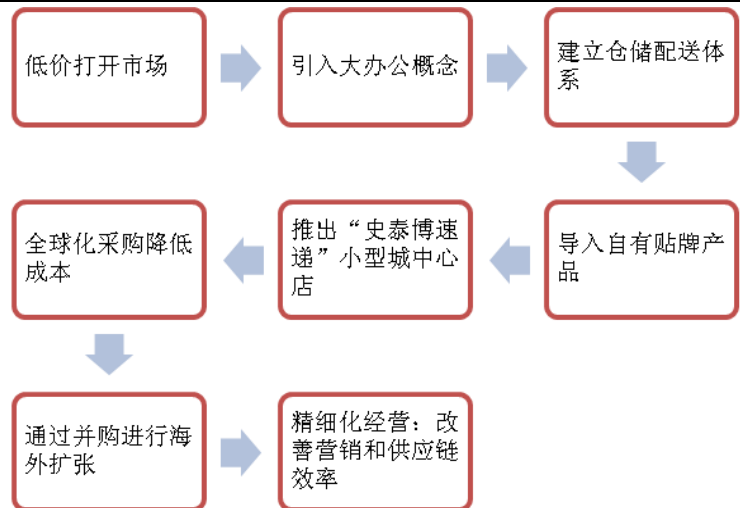
图表 37. 2014 年 Staples 营业收入构成



资料来源：中银证券

成长路径：由粗放式扩张转向精细化经营。公司设立于 1985 年，文具行业利润丰厚，公司创始人以通过低价占领市场。之后，史泰博门店开始引入电脑、通讯设备等办公用品外的产品，这是日后建立大办公超市的雏形。随后，公司通过融资快速扩张，建立了自己的仓储配送体系，并导入了自有贴牌产品。1990 年，史泰博推出了“史泰博速递”店，该类门店开在市中心，面积较小，自此，史泰博全面覆盖了郊区大店、城中小店、电话直销三个渠道。此后，史泰博设立了专门的全球采购部门降低成本，并通过收购逐渐拓展欧洲等海外市场。随着市场日益成熟，行业利润空间减小，史泰博开始致力于改善营销和供应链效率，外包了部分非核心环节，成本控制得以加强。

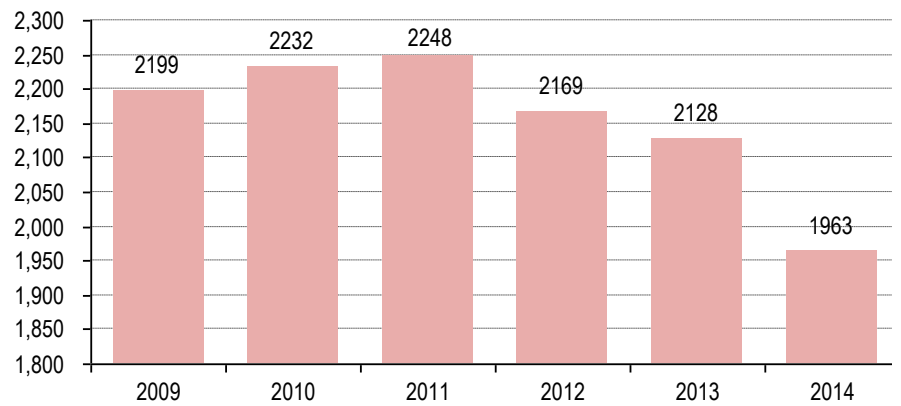
图表 38. Staples 成长路径



资料来源：中银证券

行业容量逐渐饱和的背景下，成本控制成为公司战略重心。由于整个办公用品市场需求增长乏力，Staples 目前的战略重心由市场拓展转为成本控制。2014、2015 年公司目标合计缩减 5 亿美元的成本，主要通过缩减供应链、采购、门店运营、物业、营销、IT 外包和客户服务方面的费用来实现。公司北美和欧洲的门店总数自 2012 年开始缩减，2014 年降至 1,963 家，2015 年预计关闭 60 家。门店规划也由 24,000 平方英尺下降为 12,000 平方英尺。公司积极研究线上线下结合的购物模式，网络销售成为未来发展的重心。此外，公司拟并购美国第二大办公文具企业欧迪，通过行业整合进一步提升运营效率。

图表 39. 2009-2014 年 Staples 门店数量



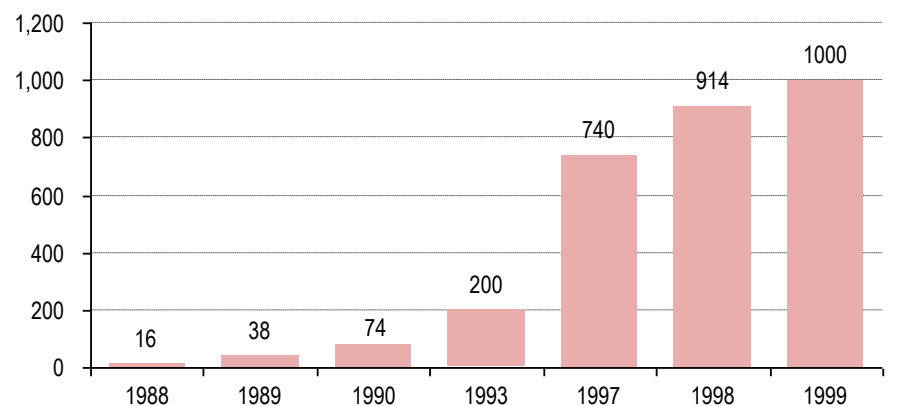
资料来源：公司公告，中银证券

总结 Staples 的成功，我们认为：一站式购物和整体办公解决方案的理念是 Staples 的核心竞争力，因时而异的战略和超强执行力将公司送上办公用品龙头企业的宝座，完善的物流、供应链体系和采购成本优势是公司成功的基础。

一站式购物和整体办公解决方案让购买办公用品变得轻松。Staples 在郊区开大店的模式类似于家具行业的宜家，通过多品类一站式购物增强消费者体验。公司再通过市中心开小型店方便城市里的人利用闲暇时间购物，外加进行电话直销和网络销售，全方位覆盖了消费者购买文具的渠道。Staples 的整体办公解决方案为办公室提供全方位的产品和服务，极大地方便了办公室的采购，同时 Staples 的规模化采购优势使其能够提供具有价格竞争力的产品。

低价切入市场和快速开店战略奠定了龙头地位，市场成熟后精细化经营提升效率。Staples 在文具行业利润尚且较高的时候凭借低价切入市场，随后快速的融资和开店，迅速占领市场，奠定了龙头企业的地位，公司 1988 至 1999 年 11 年间门店数量由 16 家提升至 1,000 家。在市场日益成熟之后，公司致力于增强运营效率，2002 年聘请埃森哲架构其美国零售业务部门供应链项目。效率的加强使得公司在 2009 年金融危机前能保持每年 5% 以上的净利率。

图表 40. 1988-1999 Staples 门店迅速扩张



资料来源：国际文仪网，中银证券

完善的物流、供应链体系和采购成本优势是公司成功的基础。目前，Staples 拥有 61 个配送中心，大部分客户的订单都能通过公司自己的配送体系完成。此外，公司拥有独立的 4 个大型配送中心来支持美国零售门店的运营。有效的配送使得门店能够专注于门店展示和客户服务。此外，公司 1990 年便开始海外采购，且相比其他竞争者具有规模优势。

市中心小型直营店和提供整体办公解决方案值得晨光文具借鉴，完善配送和服务体系是当前关键。我们认为由于中美城市结构、消费方式的差异，Staples 的郊区大型一站式购物店模式难以照搬到中国。但市中心办公区域的小型直营店和提供整体办公解决方案的模式值得晨光文具借鉴。相比国外较透明的价格和采购方式，国内办公室直销的人为议价因素更多，在这方面，本土企业相比外来的国际巨头拥有一定优势。晨光文具作为行业龙头，虽然办公文具渠道不是其传统强项，公司的海量门店，在采购方面具备规模优势，配送和服务体系也方便嫁接，也能够帮助消化一定量的办公文具，后续办公文具渠道加强后，有望在办公直销领域做大做强。

晨光生活馆提供一站式购物体验场所，开店进展迅速

晨光生活馆：全品类一站式文化时尚购物体验场所，开店进展迅速。针对文具、礼饰品行业市场规模潜力巨大、但零售终端普遍以缺乏购物体验的小店形式经营的特点，公司致力于打造标准化运营的生活馆体验终端。2013 年 5 月，公司投资设立晨光生活馆，开始进行直营旗舰大店零售业务的探索。晨光生活馆的定位是全品类一站式文化时尚购物场所，在传统文具的基础上，结合流行文化提供礼品、饰品等生活大类产品，和 Staples 的一站式文具购物店相似，但位置设于人流量较多的书店和商场内，且面积较小，在 100-200 平米之间。2014 年，公司已在上海、江西等省市开设 47 家生活馆。2015 年 6 月，生活馆数量已达到 63 家，此外，公司将在江苏省和浙江省设立子公司，发展该区域“晨光生活馆”业务，加快开店速度，计划全年新增门店突破 100 家。

图表 41. 晨光生活馆



资料来源：中银证券

购物中心对晨光生活馆进驻的接受程度较高。文化创意类品牌的体验式业态以其独特的文化氛围和环境受到消费者青睐，具有一定聚客效应，因此受到购物中心的青睐。在赢商网统计的 2015 年最受购物中心关注的文创品牌排名中，晨光生活馆排名第 11 名，在文化生活馆类目中排名最靠前。由此可见处于转型中的购物中心对于晨光生活馆进驻的接受程度较高。

晨光生活馆是对公司现有渠道、目标客户群体和销售品类的补充，深化实体零售布局的尝试。公司原来的销售门店以校边店为主，目标客户群体和销售品类也因此受到限制，分别是学生和文具。晨光生活馆则是设立在书店和商场内，销售产品包含时尚文具、礼品、饰品，目标消费群体是 16-35 岁的学生和年轻白领，是对公司现有渠道、客户群体和销售品类的补充。此外，为提升购物体验，公司拟在有门店逐步植入体验区域及相关设施，特别是针对儿童美术和智力玩具等品类定期举办体验活动。

盈利预测

随着门店数量的继续增加、门店升级以及新品类开发，预计公司书写工具和文具业务继续稳定增长。由于公司发力办公直销业务，预计办公文具项目将增长较快，预计 2015-2017 年分别增长 45.77%、32.75%、26.39%。受益于样板店升级加盟店项目，预计公司加盟管理费收入也将呈现较快增长，预计 2015-2017 年分别增长 24.62%、72.31%、22.53%。

预计 2015-2017 年公司每股收益分别为 0.89、1.07、1.29 元/股，鉴于公司稳定的业绩成长性，以及正在培育的办公直销和晨光生活馆业务发展空间较大，我们给予公司 2016 年净利润 40 倍市盈率，对应目标价 42.80 元，首次覆盖给予买入评级。

图表 42. 2013-17E 年公司收入拆分及预测 (百万元)

盈利预测及主要项目假设	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入					
书写工具	1,056.88	1,346.95	1,551.86	1,777.59	2,127.78
同比增长(%)	11.64	27.45	15.21	14.55	19.70
学生文具	732.55	911.25	1,029.16	1,164.76	1,324.47
同比增长(%)	21.61	24.39	12.94	13.18	13.71
办公文具	501.51	697.68	1,017.03	1,350.15	1,706.44
同比增长(%)	73.41	39.12	45.77	32.75	26.39
加盟管理费	10.31	9.49	11.82	20.37	24.96
同比增长(%)	64.14	(7.96)	24.62	72.31	22.53
其他文具	58.13	75.04	52.53	52.53	52.53
同比增长(%)		29.09	(30.00)	0.00	0.00
毛利率(%)					
其中：书写工具(%)	33.18	31.69	32.00	32.50	33.00
学生文具(%)	27.35	25.79	26.50	27.00	27.50
办公文具(%)	14.83	13.94	14.50	15.00	15.00
加盟管理费(%)					
其他文具(%)	15.45	12.37	13.00	13.00	13.00
费用率(%)					
销售费用率(%)	6.42	6.80	6.80	6.80	6.80
管理费用率(%)	7.38	6.63	6.63	6.63	6.63

资料来源：公司资料，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	2,360	3,043	3,664	4,367	5,238
销售成本	(1,715)	(2,263)	(2,727)	(3,243)	(3,882)
经营费用	(296)	(359)	(391)	(453)	(573)
息税折旧前利润	349	421	546	671	783
折旧及摊销	(40)	(60)	(114)	(149)	(149)
经营利润(息税前利润)	310	361	432	522	634
净利息收入/(费用)	4	6	9	17	24
其他收益/(损失)	(20)	(25)	(87)	(122)	(121)
税前利润	331	399	464	558	674
所得税	(55)	(70)	(56)	(67)	(81)
少数股东权益	4	10	0	0	0
净利润	280	340	408	491	593
核心净利润	260	304	381	463	566
每股收益(人民币)	0.609	0.738	0.888	1.067	1.289
核心每股收益(人民币)	0.565	0.661	0.828	1.007	1.229
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.435	0.133	0.160
收入增长(%)	0	29	20	19	20
息税前利润增长(%)	(0)	17	20	21	22
息税折旧前利润增长(%)	(5)	21	30	23	17
每股收益增长(%)	(0)	21	20	20	21
核心每股收益增长(%)	(0)	17	25	22	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	331	399	464	558	674
折旧与摊销	40	60	114	149	149
净利息费用	(2)	(3)	(5)	(8)	(12)
运营资本变动	(126)	(15)	0	0	0
税金	55	70	56	67	81
其他经营现金流	(79)	(169)	(184)	(215)	(262)
经营活动产生的现金流	219	343	446	551	630
购买固定资产净值	(177)	(25)	(500)	(300)	0
投资减少/增加	0	1	0	0	0
其他投资现金流	(78)	(222)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(255)	(246)	(500)	(300)	0
净增权益	200	0	60	0	0
净增债务	0	1	0	0	0
支付股息	0	0	(200)	(61)	(74)
其他融资现金流	(201)	(10)	734	8	12
融资活动产生的现金流	(1)	(9)	594	(53)	(61)
现金变动	(37)	88	539	198	569
期初现金	151	121	200	740	938
公司自由现金流	(34)	99	(50)	259	642
权益自由现金流	(34)	100	(50)	259	642

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	121	200	740	938	1,506
应收帐款	54	55	66	78	94
库存	393	556	670	797	954
其他流动资产	54	46	55	66	79
流动资产总计	623	857	1,531	1,879	2,633
固定资产	406	630	1,105	1,267	1,128
无形资产	125	130	827	823	820
其他长期资产	140	128	(658)	(666)	(673)
长期资产总计	675	895	1,281	1,431	1,283
总资产	1,298	1,752	2,811	3,310	3,915
应付帐款	183	274	330	392	470
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	163	180	186	192	201
流动负债总计	347	453	516	585	671
长期借款	0	1	1	1	1
其他长期负债	19	21	21	21	21
股本	400	400	460	460	460
储备	497	836	1,774	2,203	2,723
股东权益	897	1,236	2,234	2,663	3,183
少数股东权益	35	40	40	40	40
总负债及权益	1,298	1,752	2,811	3,310	3,915
每股帐面价值(人民币)	1.95	2.69	4.86	5.79	6.92
每股有形资产(人民币)	1.93	2.77	3.06	4.00	5.14
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.30)	(0.50)	(1.61)	(2.04)	(3.27)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	13.8	14.9	15.4	14.9
息税前利润率(%)	13.1	11.9	11.8	11.9	12.1
税前利润率(%)	14.0	13.1	12.7	12.8	12.9
净利率(%)	11.9	11.2	11.1	11.2	11.3
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.9	3.0	3.2	3.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	6,950.8	8,398.3	10,211.
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)	0.7	0.7	1.7	1.8	2.5
估值					
市盈率(倍)	55.7	46.0	38.2	31.8	26.3
核心业务市盈率(倍)	60.0	51.4	41.0	33.7	27.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	75.7	64.8	51.7	42.5	34.8
市净率(倍)	17.4	12.6	7.0	5.9	4.9
价格/现金流(倍)	71.3	45.6	35.0	28.3	24.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	44.3	36.6	27.2	21.9	18.0
周转率					
存货周转天数	83.8	76.6	82.0	82.5	82.3
应收帐款周转天数	8.4	6.6	6.0	6.0	6.0
应付帐款周转天数	28.4	32.8	30.1	30.2	30.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	49.0	12.5	12.4
净资产收益率(%)	31.3	27.5	23.5	20.0	20.3
资产收益率(%)	19.9	17.0	16.7	15.0	15.5
已运用资本收益率(%)	33.5	28.5	24.6	21.3	21.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

史泰博(SPLS/美元 0.49, 未有评级)

以2015年2月29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，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
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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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