

邦宝益智 (603398.SH) 家用轻工行业

评级: 买入 首次评级

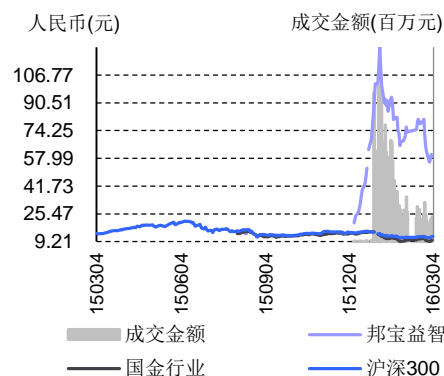
公司研究

市场价格(人民币): 54.81元
 目标价格(人民币): 75.00-82.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|--------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 24.00 |
| 总市值(百万元) | 5,261.76 |
| 年内股价最高最低(元) | 123.01/13.97 |
| 沪深300指数 | 3093.89 |
| 上证指数 | 2874.15 |



益智玩具稳发展, 文化、教育比翼飞

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.75 | 0.82 | 0.67 | 0.76 | 1.15 |
| 每股净资产(元) | 2.46 | 2.68 | 5.63 | 5.98 | 6.76 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.90 | 1.00 | 0.79 | 0.91 | 1.26 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | 82 | 72 | 48 |
| 行业优化市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | N/A | N/A |
| 净利润增长率(%) | 10.76% | 9.43% | 9.32% | 13.17% | 52.18% |
| 净资产收益率(%) | 30.28% | 30.46% | 11.88% | 12.67% | 17.07% |
| 总股本(百万股) | 72.00 | 72.00 | 96.00 | 96.00 | 96.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: 市盈率以2016年3月4日收盘价计算

投资逻辑

- **塑胶积木类益智玩具中国领先品牌。**公司坚持发展自主品牌, 旗下品牌入围“中国玩具十大品牌榜”。在国内积木类益智玩具市场上, 公司的市场份额仅次于乐高。公司是中国少有的以自主品牌出口的玩具厂商, “BanBao”商标在玩具出口主要市场均已注册。公司产品在质量、娱乐性、教育性和性价比等方面获得经销商、终端零售商和国内外消费者的广泛认可。
- **学前教育市场潜力巨大, 益智类玩具大有可为。**2014年, 中国共有21万所幼儿园, 学龄前儿童中在园人数为4,050万人, 毛入园率大致为66.9%, 离《国家中长期教育改革与发展纲要》设定的2020年75%的目标尚有差距。家庭和幼儿园对幼儿教育的投入近年来保持高速增长态势。2010年以前, 各级财政对学前教育的投入长期低于同期教育财政投入的1.3%。2010年后, 相关投入已经倍增, 在发达地区, 特别是上海已经超过10%。教育部在有关《3-6岁儿童学习与发展指南》及《学前教育发展的若干意见》都提出防止和纠正幼儿园小学化的倾向, 鼓励以游戏化的方式、让幼儿直接动手操作的形式开展教育活动。在这方面, 积木类益智玩具有广阔的发展空间。
- **独特的“教具—教材—师资培训”营销模式。**公司与外部研究机构尤其儿童教育和儿童心理研究领域的高校开展了深入合作。包括: 1) 与华南师范大学合作建立了“儿童发展与儿童文化产品研发邦宝产学研基地”; 2) 与杭州幼儿师范学院签署《校企共建“邦宝教育玩具体验研究中心”协议》。公司研发的“学前儿童积木建构游戏教育包”通过了教育部教育装备研究中心的专家评审, 成为国内唯一一个入选《教育指导方案》的建构类产品。公司已与粤东等40多家合作幼儿园搭建基于“教育包”产品的积木建构屋。公司充分利用高校和幼儿园丰富的研发和教育资源, 将民族文化融入产品设计中, 有针对性的开展儿童教育类益智玩具的研发和创新。未来, 公司计划将“教育包”产品推向全国幼儿园, 同时推广面向家庭幼儿用户的“教育辅助包”, 形成学校、幼儿园、培训机构、社区和家庭的完整市场体系。
- **IPO募投项目将有效解决公司产能瓶颈问题, 恢复业务较快发展。**近年公司业务增速有所下滑, 主要原因是由于产能严重受限。公司注塑机基本处于满产状态, 益智玩具的产销率也在100%上下。为此, 公司已经利用自筹资金先行开建IPO募投项目之一的益智玩具生产基地建设项目。项目实施后, 公司注塑能力将增长超过1.2倍, 自动化程度和生产效率也将大幅提升。

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
 (8621)60935563
 jie_li@gjzq.com.cn

估值和投资建议

- 公司是积木类益智玩具龙头企业，我们看好公司与教育科研机构及教育机构合作开发“教育包”市场的前景。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.67/0.76/1.15 元/股，对应 PE 分为 88/78/51 倍，首次给予“买入”评级。

风险

原材料价格波动风险、“教育包”模式推广不利、产能释放不达预期

内容目录

| | |
|----------------------------------|---|
| 估值及投资评级 | 4 |
| 公司概况：国内最大的积木类益智玩具制造商 | 4 |
| 产能瓶颈突破，“教育包”推广放量，发展即将重回快车道 | 6 |
| | 6 |
| 风险因素 | 7 |
| 原材料价格波动风险 | 7 |
| “教育包”模式推广不利 | 7 |
| 产能释放不达预期 | 8 |
| 盈利预测 | 8 |
| 关键假设 | 8 |
| 盈利预测 | 8 |

图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图表 1：可比公司估值情况 | 4 |
| 图表 2：邦宝益智 2014 年主营收入分解 | 5 |
| 图表 3：邦宝益智历史营运表现 | 5 |
| 图表 4：邦宝益智 2014 年营业利润分解 | 5 |
| 图表 5：邦宝益智近年盈利表现 | 5 |
| 图表 6：邦宝益智近年经营效率 | 5 |
| 图表 7：邦宝益智近年现金流和盈利能力 | 5 |
| 图表 8：邦宝益智主营收入地区分布 | 6 |
| 图表 9：邦宝益智积木“随意搭”系列产品造型展示 | 6 |
| 图表 10：邦宝益智产能情况 | 7 |
| 图表 11：邦宝益智产销情况 | 7 |
| 图表 12：邦宝益智盈利预测 | 8 |

估值及投资评级

- **首次覆盖给予“买入”评级。**公司是积木类益智玩具龙头企业，我们看好公司与教育科研机构及教育机构合作开发“教育包”市场的前景。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.67/0.76/1.15 元/股，对应 PE 分为 82/72/48 倍，首次给予“买入”评级。

图表 1：可比公司估值情况

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | 总市值 (亿元) | EPS (元/股) | | | | PE (倍) | | | | PB (倍) | EPS CAGR (%) | PEG (倍) |
|--------|------|------------|-------------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----------|--------------------|------------|
| | | | | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | | |
| 002348 | 高乐股份 | 10.82 | 51.24 | 0.10 | 0.11 | 0.13 | 0.17 | 112 | 99 | 83 | 64 | 4.2 | 20.4 | 5.5 |
| 002678 | 珠江钢琴 | 11.96 | 114.34 | 0.15 | 0.17 | 0.21 | 0.25 | 80 | 69 | 58 | 48 | 5.8 | 18.7 | 4.3 |
| 300329 | 海伦钢琴 | 23.21 | 58.32 | 0.19 | 0.15 | 0.22 | 0.30 | 122 | 154 | 105 | 78 | 9.4 | 16.3 | 7.5 |
| 002575 | 群兴玩具 | 11.75 | 69.17 | 0.06 | 0.03 | 0.16 | 0.24 | 196 | 432 | 74 | 49 | 7.7 | 59.0 | 3.3 |
| 002502 | 骅威股份 | 23.83 | 102.45 | 0.12 | 0.34 | 0.74 | 1.01 | 199 | 70 | 32 | 24 | 4.4 | 103.4 | 1.9 |
| | 平均 | | | | | | | 142 | 165 | 70 | 52 | 6.3 | 43.5 | 4.5 |
| 603398 | 邦宝益智 | 54.81 | 52.62 | 0.82 | 0.67 | 0.76 | 1.15 | 67 | 82 | 72 | 48 | 9.7 | 12.2 | 5.5 |

来源：Wind，国金证券研究所 注：市盈率以 2016 年 3 月 4 日收盘价计算

公司概况：国内最大的积木类益智玩具制造商

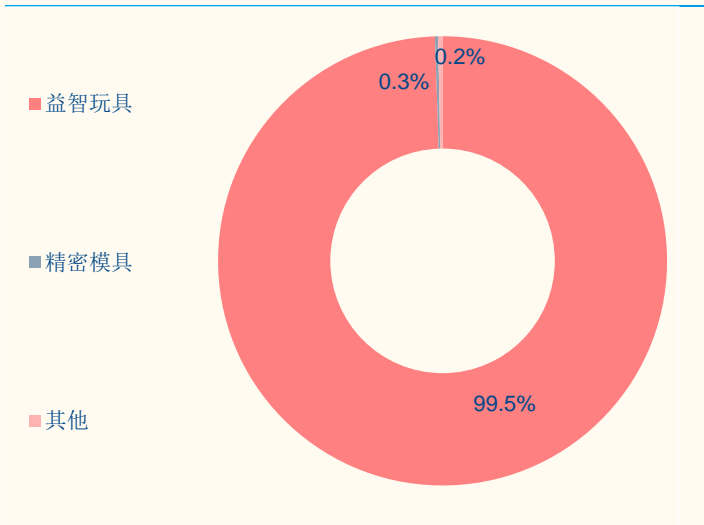
公司沿革：邦宝益智创立于 2003 年 8 月，总部位于广东汕头。公司是塑胶积木类益智玩具领先品牌，旗下拥有“邦宝”和“叻之宝”等玩具品牌。“邦宝 BanBao”品牌 2010 年入围“中国玩具十大品牌榜”。

管理层简介：公司董事长兼总经理吴锭辉先生是公司创始人，拥有香港永久性居留身份，汕头市第十二届政协委员，曾荣获“2009-2010 年度中国玩具行业杰出企业家”的称号。2003 年 8 月至今任公司董事长兼总经理。

股权结构：公司控股股东是邦领贸易，持股 30.6%。吴锭辉、吴锭延、吴玉娜和吴玉霞为公司的共同实际控制人，共持股 52.35%。中楷创投、和盛昌投资、南信投资、美富创投和四方投资分别持股 9.23%、1.88%、1.50%、1.50%和 0.90%。

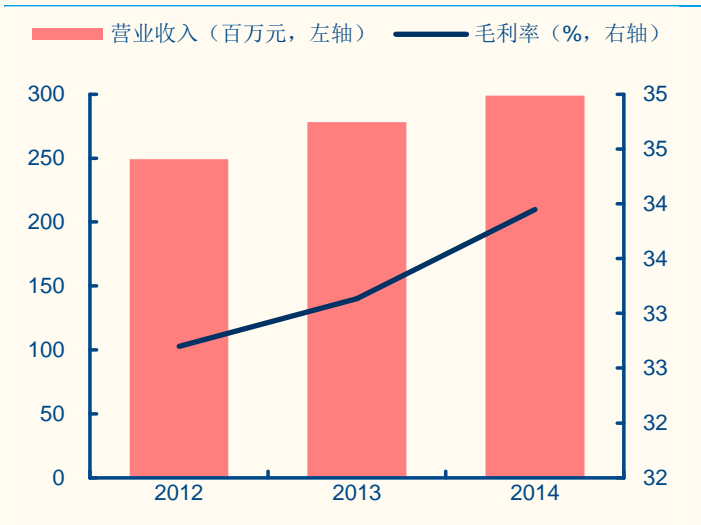
融资历史与大小非情况：公司于 2015 年 12 月 9 日上市，发行 2,400 万股，发行价 13.97 元/股。发行后总股本为 9,600 万股。

图表 2: 邦宝益智 2014 年主营收入分解



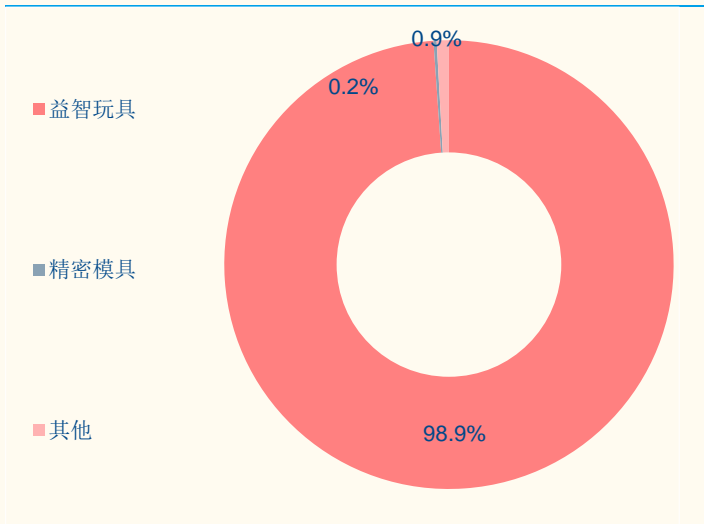
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 邦宝益智历史营运表现



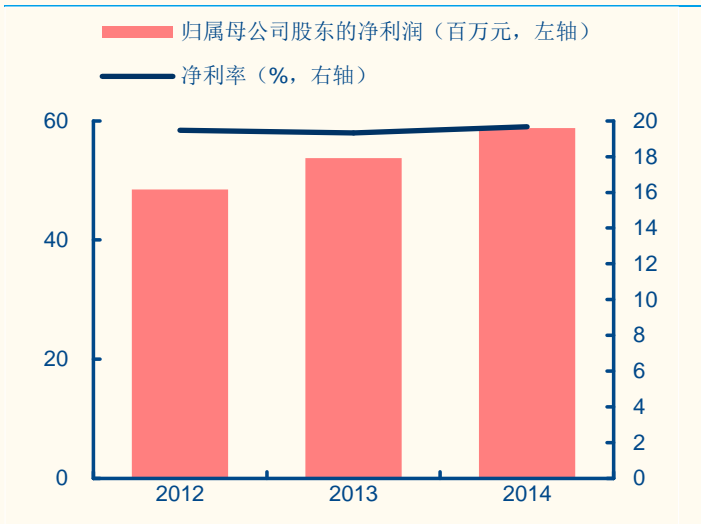
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 邦宝益智 2014 年营业利润分解



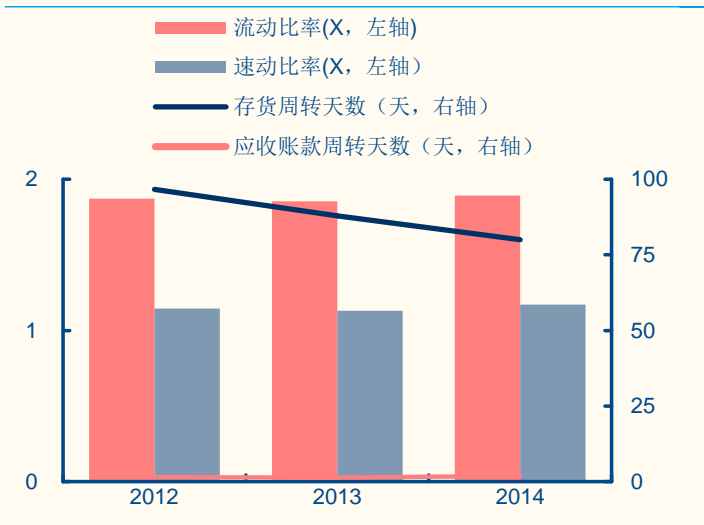
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 邦宝益智近年盈利表现



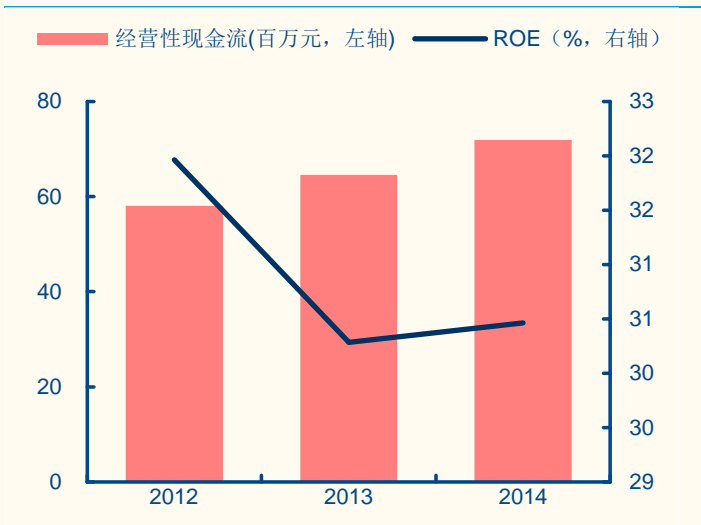
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 邦宝益智近年经营效率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 7: 邦宝益智近年现金流和盈利能力

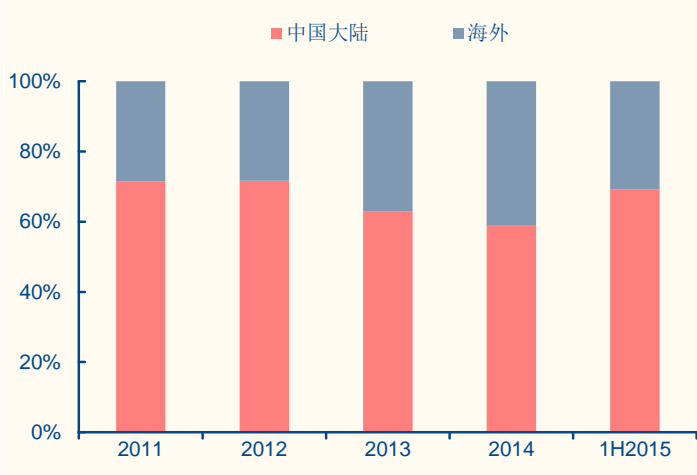


来源: Wind, 国金证券研究所

产能瓶颈突破，“教育包”推广放量，发展即将重回快车道

- **塑胶积木类益智玩具中国领先品牌。**公司坚持发展自主品牌，旗下拥有“邦宝”和“叻之宝”等玩具品牌。“邦宝 BanBao”品牌 2010 年即以入围中国驰名商标网发起的“中国玩具十大品牌榜”。公司已通过专业玩具零售商玩具反斗城的认证，进入其连锁零售超市销售。在国内积木类益智玩具市场上，公司的市场份额仅次于乐高，2014 年达到 1.8 亿元。同时，公司是中国少有的以自主品牌出口的玩具厂商，“BanBao”商标在玩具出口主要市场如欧盟、美国、日本和俄罗斯等地均已注册，与国际知名玩具品牌同场竞争。公司产品在质量、娱乐性、教育性和性价比等方面获得经销商、终端零售商和国内外消费者的广泛认可。

图表 8：邦宝益智主营收入地区分布



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：邦宝益智积木“随意搭”系列产品造型展示



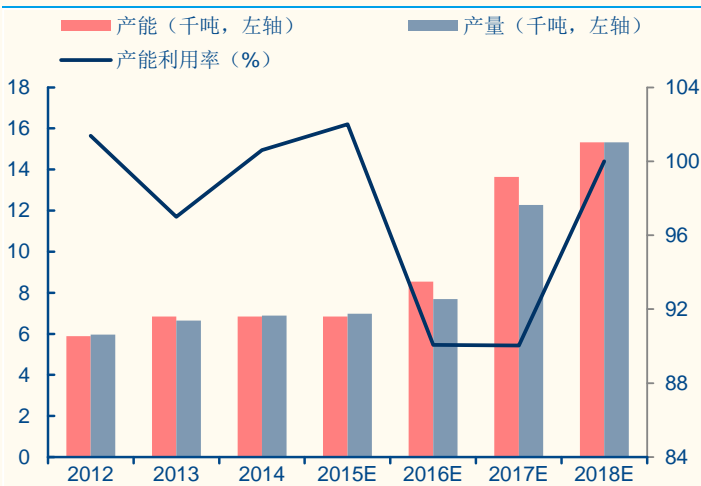
来源：公司招股书，国金证券研究所

- **学前教育市场潜力巨大，益智类玩具大有可为。**2014 年，中国共有 21 万所幼儿园，学龄前儿童中在园人数为 4,050 万人，未入园 2,000 多万人，毛入园率大致为 66.9%，已经达到《国家中长期教育改革与发展纲要》设定的阶段目标，不过离 2020 年 75% 的目标尚有差距。未来，随着社会、经济的发展，幼儿园数量和入园率还将进一步提高，在园幼儿人数还将继续增长。家庭和幼儿园对幼儿教育的投入近年来保持高速增长态势。2010 年以前，各级财政对学前教育的投入长期低于同期教育财政投入的 1.3%。2010 年后，相关投入已经倍增，在发达地区，特别是上海已经超过 10%，说明国家财政对学前教育发展的重视程度在不断提高。教育部在有关《3-6 岁儿童学习与发展指南》及《学前教育发展的若干意见》都提出防止和纠正幼儿园小学化的倾向，鼓励以游戏化的方式、让幼儿直接动手操作的形式开展教育活动。幼儿园面临着怎样选择合适的材料来开展这些活动，有什么材料需要幼儿动手操作，并且形成直接经验。《指南》提出的幼儿发展的五个领域：健康、语言、科学、社会和艺术五个方面能够贴近这些运作。幼儿的动手能力、创新能力、综合素质，特别是越来越受到重视的健康人格，都需要从幼儿园开始培养。而长期以来独生子女的人际交往能力以及关心他人的能力，都是幼儿教育重视的课题。幼儿园在选材时，需要考虑符合指导文件的要求，动手性强、幼儿喜欢、应用拓展性强。在这方面，积木类益智玩具有广阔的发展空间。
- **独特的“教具—教材—师资培训”营销模式。**公司与外部研究机构尤其儿童教育和儿童心理研究领域的高校开展了深入合作。包括：1) 与华南师范大学合作建立了“儿童发展与儿童文化产品研发邦宝产学研基地”，开展积木与儿童心理发展的科学性论证和理论研究，同时编纂幼儿园使用益智积木操作活动课程与教材，明确幼儿心理发展目标与方向，设计适合幼儿心理发展的教育产品；2) 与杭州幼儿师范学院签署《校企共建“邦宝教育玩具体验研究中心”协议》，研究构建类玩具对幼儿心理、行为成长的作用。公司研

发的“学前儿童积木建构游戏教育包”已经在 2014 年通过了教育部教育装备研究与发展中心的专家评审，成为国内唯一一个入选《教育指导方案》的建构类产品。公司已与粤东等 40 多家合作幼儿园搭建基于“教育包”产品的积木建构屋（不少幼儿园直接命名其为“邦宝积木屋”），开设积木课堂，举办亲子活动。通过开展校企合作，充分利用高校和幼儿园丰富的研发和教育资源，公司将民族文化融入产品设计中，有针对性的开展儿童教育类益智玩具的研发和创新，使得“邦宝”玩具具备鲜明的文化和教育特色。未来，公司将以珠三角和粤东为基地辐射华南，以北京为基地辐射华北，以杭州为基地辐射华东，将“教育包”产品推向全国幼儿园。与此同时，与面向幼儿园的“教育包”产品相配套，公司还开发出直接面向家庭幼儿用户的“教育辅助包”，推动幼儿园以外的市场销售，形成学校、幼儿园、培训机构、社区和家庭的完整市场体系。

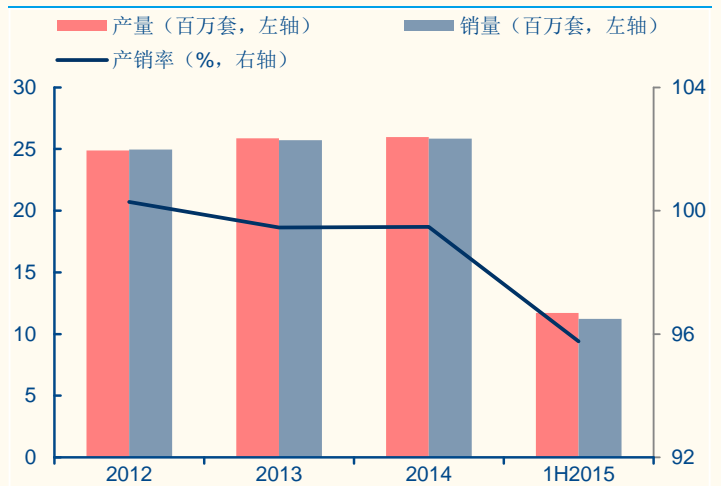
- **IPO 募投项目将有效解决公司产能瓶颈问题，恢复业务较快发展。**近年来，公司业务增速有所下滑（营收和净利润年增速分别从 2012 年的 23.44%/19.87% 下降至 2014 年的 7.43%/9.43%，2015 年前三季，营收增速继续下滑至 4.93%，净利润则由于实际所得税率下降而反弹至 27.27%），其主要原因是由于公司产能严重受限。公司主要产品益智玩具的产能主要取决于注塑机的注塑能力。公司的注塑机近年来基本处于满产状态，2015 年 1-6 月、2014 年、2013 年、2012 年产能利用率分别为 95.82%、100.61%、97.00% 和 101.38%，而益智玩具的产销率分别为 95.76%、99.47%、99.45% 和 100.28%。公司由于产品经常供不应求（应收账款天数 < 2 天），导致公司承接订单时，只能按客户下达订单时间先后顺序满足其采购需求。为此，公司已经利用自筹资金先行开建 IPO 募投项目之一的益智玩具生产基地建设项目（计划总投资 2.6 亿元，占募集资金的 64%）。项目实施后，公司注塑能力将从现有的 6.85 千吨扩张至超过 15 千吨（增幅超过 1.2 倍），益智玩具生产能力将在目前 25.82 万套/年的基础上增加 32 万套。与此同时，公司的自动化程度和生产效率将大幅提升，业务承接能力将得到有效增强。

图表 10：邦宝益智产能情况



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：邦宝益智产销情况



来源：Wind，国金证券研究所

风险因素

原材料价格波动风险

- 公司玩具产品的主要原料为塑料，塑料行业受原油价格波动影响较大。虽然公司在采购及销售中已采取风险管理措施，通过合理预测原材料价格波动趋势，前瞻性地调整原材料库存，但是若未来原材料价格发生大幅波动，将不利于生产预算及成本控制，从而对公司业绩产生较大影响。

“教育包”模式推广不利

- 公司“教育包”产品的推广依赖与各级教育主管部门的认可，同时公司须推

产和维护以幼儿园为主的各类幼教机构关系，与公司现有的经销商销售模型差异很大，能否成功尚需市场检验，存在一定风险。

产能释放不达预期

- 公司发展近年来严重受制于产能瓶颈问题，IPO 募投项目需要一定的建设期和达产期，如果市场环境、技术、相关政策等方面出现重大不利变化，可能使募投项目新增产能不能全部消化，从而给公司经营带来不利影响。

盈利预测

关键假设

- 主要原材料塑料价格在过去一段时间大幅走低的基础上保持基本稳定；虽然“教育包”产品占比的提高能够有效提升公司综合毛利水平，但是随着 IPO 募投建设项目逐步转固带来的进直接制造成本的折旧费用增加，未来二、三年公司综合毛利水平将呈现缓慢下降的走势。
- 2016-2018，公司现有产能保持满产；募投新增产能投放进度为 20%/80%/100%；已投放产能的达产率分别为 50%/80%/100%。
- 产能提升后，为加快消化产能，公司加大市场推广力度，销售费用率较过往年份有所提升；管理费用由于募投项目投产带来的折旧摊销费用亦有提高。

盈利预测

图表 12：邦宝益智盈利预测

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（万元） | 20,177.0 | 24,906.3 | 27,811.4 | 29,877.5 | 31,898.1 | 35,076.8 | 54,284.1 |
| 益智玩具 | 19,826.0 | 24,561.0 | 27,595.0 | 29,716.0 | 31,736.7 | 34,910.4 | 54,111.1 |
| 精密模具 | 222.0 | 293.0 | 121.0 | 65.0 | 55.3 | 49.7 | 44.8 |
| 其他 | 129.0 | 52.3 | 95.4 | 96.5 | 106.2 | 116.8 | 128.3 |
| 营业成本（万元） | 13,658.0 | 16,762.2 | 18,595.9 | 19,734.9 | 20,674.8 | 22,980.2 | 35,965.0 |
| 益智玩具 | 13,506.0 | 16,555.0 | 18,492.0 | 19,685.0 | 20,628.8 | 22,936.1 | 35,922.2 |
| 精密模具 | 152.0 | 198.0 | 81.0 | 42.0 | 35.4 | 31.9 | 28.8 |
| 其他 | 0.0 | 9.2 | 22.9 | 7.9 | 10.6 | 12.2 | 14.0 |
| 业务利润（万元） | 6,519.0 | 8,144.1 | 9,215.5 | 10,142.7 | 11,223.3 | 12,096.6 | 18,319.2 |
| 益智玩具 | 6,320.0 | 8,006.0 | 9,103.0 | 10,031.0 | 11,107.8 | 11,974.3 | 18,188.9 |
| 精密模具 | 70.0 | 95.0 | 40.0 | 23.0 | 19.9 | 17.8 | 16.0 |
| 其他 | 129.0 | 43.1 | 72.5 | 88.7 | 95.6 | 104.6 | 114.3 |
| 毛利率（%） | 32.3 | 32.7 | 33.1 | 33.9 | 35.2 | 34.5 | 33.7 |
| 益智玩具 | 31.9 | 32.6 | 33.0 | 33.8 | 35.0 | 34.3 | 33.6 |
| 精密模具 | 31.5 | 32.4 | 33.1 | 35.4 | 36.0 | 35.8 | 35.6 |
| 其他 | 100.0 | 82.5 | 76.0 | 91.8 | 90.0 | 89.6 | 89.1 |
| 增速（%） | #VALUE! | 23.4 | 11.7 | 7.4 | 6.8 | 10.0 | 54.8 |
| 益智玩具 | #DIV/0! | 23.9 | 12.4 | 7.7 | 6.8 | 10.0 | 55.0 |
| 精密模具 | #DIV/0! | 32.0 | -58.7 | -46.3 | -15.0 | -10.0 | -10.0 |
| 其他 | #VALUE! | -59.5 | 82.4 | 1.2 | 10.0 | 9.9 | 9.9 |

来源：Wind，国金证券研究所预测

- 基于以上假设，经模型测算得出公司 2015-2017 年净利润分别为 3.19、3.51 和 5.43 亿元，CAGR 为 23.5%，摊薄后每股收益为 0.67、0.76 和 1.15 元/股。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 主营业务收入 | 249 | 278 | 299 | 319 | 351 | 543 | 货币资金 | 71 | 61 | 60 | 376 | 385 | 440 |
| 增长率 | | 11.7% | 7.4% | 6.8% | 10.0% | 54.8% | 应收账款 | 6 | 6 | 5 | 5 | 6 | 9 |
| 主营业务成本 | -168 | -186 | -197 | -207 | -230 | -360 | 存货 | 45 | 44 | 42 | 46 | 51 | 80 |
| %销售收入 | 67.3% | 66.9% | 66.1% | 64.8% | 65.5% | 66.3% | 其他流动资产 | 11 | 5 | 5 | 8 | 8 | 12 |
| 毛利 | 81 | 92 | 101 | 112 | 121 | 183 | 流动资产 | 134 | 116 | 112 | 435 | 450 | 541 |
| %销售收入 | 32.7% | 33.1% | 33.9% | 35.2% | 34.5% | 33.7% | %总资产 | 59.7% | 47.6% | 43.7% | 70.7% | 68.0% | 68.9% |
| 营业税金及附加 | -1 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 | 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.5% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 固定资产 | 86 | 122 | 140 | 163 | 186 | 208 |
| 营业费用 | -9 | -10 | -11 | -12 | -13 | -19 | %总资产 | 38.3% | 50.1% | 54.3% | 26.6% | 28.1% | 26.5% |
| %销售收入 | 3.6% | 3.7% | 3.7% | 3.8% | 3.7% | 3.5% | 无形资产 | 4 | 4 | 4 | 14 | 24 | 34 |
| 管理费用 | -16 | -18 | -19 | -20 | -22 | -33 | 非流动资产 | 91 | 128 | 145 | 180 | 212 | 244 |
| %销售收入 | 6.6% | 6.6% | 6.3% | 6.4% | 6.3% | 6.1% | %总资产 | 40.3% | 52.4% | 56.3% | 29.3% | 32.0% | 31.1% |
| 息税前利润 (EBIT) | 55 | 62 | 69 | 78 | 84 | 128 | 资产总计 | 225 | 244 | 257 | 615 | 662 | 785 |
| %销售收入 | 22.1% | 22.3% | 23.2% | 24.5% | 24.0% | 23.6% | 短期借款 | 32 | 26 | 20 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | -1 | -1 | 0 | 4 | 8 | 8 | 应付款项 | 36 | 32 | 35 | 44 | 49 | 76 |
| %销售收入 | 0.3% | 0.4% | -0.1% | -1.2% | -2.2% | -1.6% | 其他流动负债 | 3 | 5 | 5 | 24 | 27 | 41 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 流动负债 | 72 | 63 | 59 | 68 | 76 | 118 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他长期负债 | 1 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 负债 | 73 | 67 | 64 | 68 | 76 | 119 |
| 营业利润 | 54 | 61 | 68 | 82 | 92 | 137 | 普通股股东权益 | 152 | 177 | 193 | 541 | 574 | 648 |
| 营业利润率 | 21.8% | 21.8% | 22.9% | 25.7% | 26.3% | 25.2% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 6 | 12 | 18 |
| 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 负债股东权益合计 | 225 | 244 | 257 | 615 | 662 | 785 |
| 税前利润 | 55 | 62 | 69 | 83 | 93 | 137 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 22.1% | 22.3% | 23.1% | 25.9% | 26.4% | 25.3% | | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 所得税 | -6 | -8 | -10 | -12 | -14 | -21 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 11.7% | 13.4% | 14.8% | 14.9% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.67 | 0.75 | 0.82 | 0.67 | 0.76 | 1.15 |
| 净利润 | 49 | 54 | 59 | 70 | 79 | 117 | 每股净资产 | 2.11 | 2.46 | 2.68 | 5.63 | 5.98 | 6.76 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 6 | 6 | 6 | 每股经营现金净流 | 0.81 | 0.90 | 1.00 | 0.79 | 0.91 | 1.26 |
| 归属于母公司的净利润 | 49 | 54 | 59 | 64 | 73 | 111 | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.22 | 0.25 | 0.38 |
| 净利率 | 19.5% | 19.3% | 19.7% | 20.1% | 20.7% | 20.4% | 回报率 | | | | | | |
| | | | | | | | 净资产收益率 | 31.96% | 30.28% | 30.46% | 11.88% | 12.67% | 17.07% |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 21.58% | 21.99% | 22.86% | 10.45% | 10.98% | 14.10% |
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E | 投入资本收益率 | 26.20% | 25.91% | 27.11% | 12.15% | 12.22% | 16.34% |
| 净利润 | 49 | 54 | 59 | 70 | 79 | 117 | 增长率 | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | 23.44% | 11.66% | 7.43% | 6.76% | 9.97% | 54.76% |
| 非现金支出 | 8 | 10 | 12 | 8 | 10 | 12 | EBIT 增长率 | 19.44% | 12.78% | 11.67% | 12.65% | 7.94% | 52.21% |
| 非经营收益 | 1 | 1 | 1 | -5 | -1 | -1 | 净利润增长率 | 19.87% | 10.76% | 9.43% | 9.32% | 13.17% | 52.18% |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 0 | 2 | -1 | -7 | 总资产增长率 | 49.25% | 8.72% | 5.26% | 139.11% | 7.70% | 18.53% |
| 经营活动现金净流 | 58 | 65 | 72 | 76 | 87 | 121 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 资本开支 | -16 | -41 | -24 | -43 | -41 | -44 | 应收账款周转天数 | 1 | 1 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | -1 | 0 | 0 | 存货周转天数 | 97 | 88 | 80 | 81 | 81 | 81 |
| 其他 | 1 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 59 | 45 | 38 | 46 | 46 | 46 |
| 投资活动现金净流 | -15 | -38 | -23 | -44 | -41 | -44 | 固定资产周转天数 | 114 | 104 | 97 | 100 | 97 | 67 |
| 股权募资 | 26 | 0 | 0 | 305 | -15 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 债权募资 | 6 | -6 | -6 | -20 | 0 | 1 | 净负债/股东权益 | -25.61% | -19.75% | -20.71% | -68.69% | -65.70% | -65.87% |
| 其他 | -13 | -30 | -45 | -1 | -21 | -24 | EBIT 利息保障倍数 | 73.2 | 52.0 | -420.9 | -19.7 | -10.8 | -15.2 |
| 筹资活动现金净流 | 19 | -37 | -51 | 284 | -36 | -23 | 资产负债率 | 32.47% | 27.39% | 24.96% | 11.08% | 11.47% | 15.10% |
| 现金净流量 | 62 | -10 | -3 | 316 | 10 | 55 | | | | | | | |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD