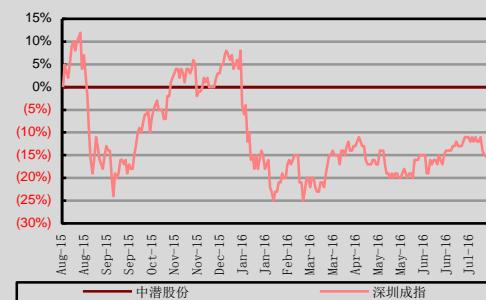




**买入** **39% ↑**  
目标价格:人民币 21.00  
**300526.CH**  
价格:人民币 15.12  
目标价格基础:32 倍 17 年市盈率  
板块评级:增持

### 股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	0.0	0.0	0.0	0.0
相对深证成指	22.1	2.0	(1.1)	17.2

发行股数(百万)	85
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	321
3个月日均交易额(人民币 百万)	0
主要股东(%)	
爵盟投资(香港)有限公司	34

资料来源：公司数据，聚源及中银证券  
以2016年8月2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

### 社会服务：旅游

旷实\*

(8610)66229343

shi.kuang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300513100001

\*范欣悦为本报告重要贡献者

## 中潜股份

潜水领域稀缺标的，受益于海岛游高增长的溢出效应

公司是海洋潜水装备领域具有高端综合服务能力的供应商、拥有自主品牌的品牌运营商及国内休闲潜水运动的服务提供商，以潜水服、渔猎服及配套装备的研发、生产、销售为主，进一步拓展潜水服务领域（潜水培训+潜水体验）。预计公司2016-2018年每股收益为0.58元、0.65元、0.72元，首次评级买入，给予目标价21.00元。

### 支撑评级的要点

- 潜水装备、潜水服务受益于海岛游高增速。**消费升级、签证政策、“明星同款”等因素利好出境海岛游；国内海岛资源尚待开发。根据中国潜水运动协会的统计分析，预计2015年全球海洋潜水装备市场规模将达到561.67亿美元，潜水培训服务市场规模将达到30.83亿美元，CAGR维持在15%以上；体验潜水服务市场规模将到达246.66亿美元，CAGR维持在15%以上。而我国基数较低，预计潜水培训和潜水体验的CAGR可维持在35%以上。
- 潜水行业龙头企业，产业链布局、技术优势明显。**近三年，公司在全球潜水服和渔猎服生产领域的市占率达到2.7-2.8%。公司在产业链上游具有技术优势；中游生产与销售领域采用ODM和OBM相结合的模式，提高自有品牌的影响力；下游增开潜水俱乐部，发展潜水培训和潜水体验等业务。公司已与O'NEILL（欧尼尔）、迪卡侬集团、C.OLYNCH（C.O林奇）等国际著名海洋潜水装备品牌商建立长期稳定的合作关系。同时，公司通过自主品牌打开国内市场，减轻对海外市场的依赖程度。

### 评级面临的主要风险

- 潜水行业增长不达预期。

### 估值

- 公司在潜水行业具有龙头地位，产业链布局、技术优势、市场优势明显，看好公司基于潜水装备制造业的优势，向潜水服务业扩展，公司将持续受益于我国海岛游高增长的趋势。预计公司2016-2018年每股收益为0.58元、0.65元、0.72元，首次评级买入，给予目标价21.00元。

### 投资摘要

年结日：12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	289	371	421	473	523
变动(%)	3	28	14	12	11
净利润(人民币 百万)	32	42	49	55	62
全面摊薄每股收益(人民币)	0.505	0.664	0.575	0.646	0.721
变动(%)	(24.9)	31.4	(13.4)	12.3	11.6
全面摊薄市盈率(倍)	29.9	22.8	26.3	23.4	21.0
价格/每股现金流量(倍)	18.8	8.9	25.5	16.9	14.8
每股现金流量(人民币)	0.80	1.71	0.59	0.89	1.02
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.8	16.3	14.8	13.1	11.7
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.086	0.097	0.108
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.6	0.6	0.7

资料来源：公司数据及中银证券预测

## 目 录

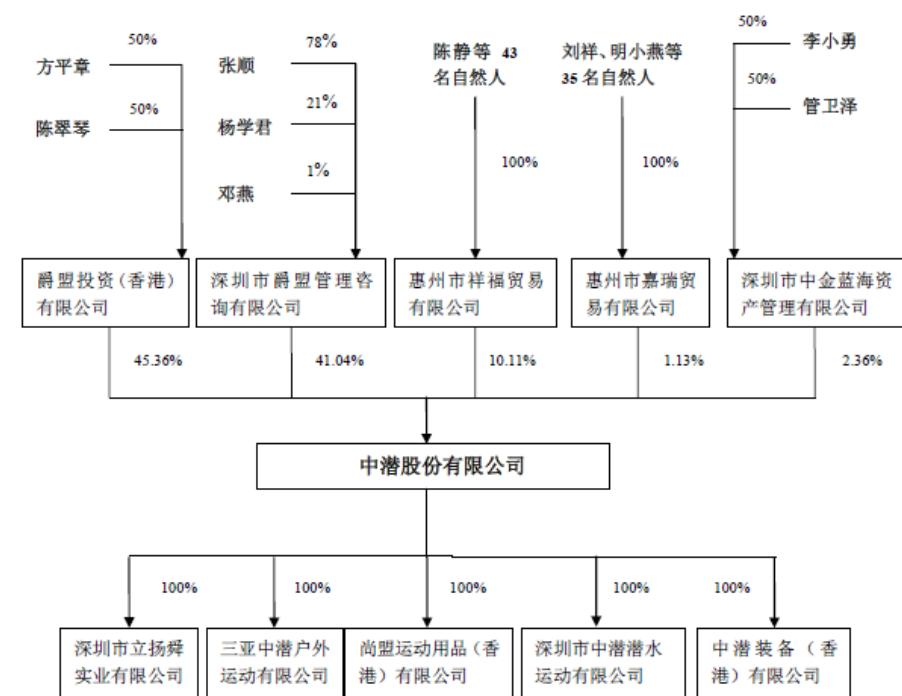
公司介绍：潜水装备领域产品+服务综合供应商 .....	3
潜水行业分析：受益于海岛旅游高增长的溢出效应 .....	5
公司分析：潜水装备领域龙头企业，OBM 助力出口转型内销	8
财务分析：潜水服务类收入占比提升明显，结构调整期盈利能力略有下滑	10
募投项目分析.....	14
研究报告中所提及的有关上市公司.....	错误!未定义书签。

## 公司介绍：潜水装备领域产品+服务综合供应商

中潜股份于2010年11月由尚盟有限整体变更设立，尚盟有限成立于2003年4月，系英属维尔京群岛吉普生公司投资设立的外商独资企业。公司是海洋潜水装备领域具有高端综合服务能力的供应商、拥有自主品牌的品牌运营商及国内休闲潜水运动的服务提供商，以潜水服、渔猎服及配套装备的研发、生产、销售为主，进一步拓展潜水服务领域（潜水培训+潜水体验）。

本次发行前，公司无控股股东，第一大股东爵盟投资和第二大股东爵盟管理咨询为一致行动人，合计持有公司86.40%的股份。共同控制人为方平章、陈翠琴（夫妻）以及张顺、杨学君（夫妻）。本次发行后，前两大股东形成的一致行动人持股比例降至64.78%，共同控制人不发生变化。

**图表1. 发行前公司股权结构**



资料来源：公司公告，中银证券

**图表2. 发行后公司股权结构**

股东名称	发行后股数(万股)	发行后股权比例(%)
爵盟投资(香港)有限公司	2,887.5	34.01
深圳市爵盟管理咨询有限公司	2,612.5	30.77
惠州市祥福贸易有限公司	643.58	7.58
深圳市中金蓝海资产管理有限公司	150.23	1.77
惠州市嘉瑞贸易有限公司	71.93	0.85
社会公众股东	2125	25.03
<b>总计</b>	<b>84,90.74</b>	<b>100</b>

资料来源：公司公告，中银证券

公司拥有五家全资子公司，与公司在产品服务内容和市场定位具有差异化和整体协同性。立扬舜、香港中潜、香港尚盟主要负责 OBM、ODM 产品的海内外销售；三亚中潜和深圳中潜主要提供潜水培训和潜水体验等服务。

图表 3. 子公司主要产品、市场定位和财务指标

子公司名称	主要生产及销售的产品	主要市场	总资产(万元)	净资产(万元)	净利润(万元)
立扬舜	代公司在国内市场采购布料，并负责自主品牌潜水装备在国内市场的体验营销推广	国内市场	846.98	831	(44.92)
三亚中潜	潜水培训、户外拓展、潜水户外装备销售、维修、租赁；自主品牌潜水装备在海南市场潜水体验服务与营销推广	海南市场	384.93	384.93	(76.97)
香港中潜	潜水培训、户外拓展、潜水户外装备销售、维修、租赁；自主品牌 OBM 潜水装备在海外市场潜水体验服务与营销推广	海外市场	286.51	285.42	(25.97)
香港尚盟	海洋潜水装备转口贸易；ODM 产品在海外市场的体验营销推广	海外市场	6,045.87	621.91	274.33
深圳中潜	潜水培训、潜水体验、潜水活动推广及潜水装备销售	国内市场	15,088.51	(368.48)	173.23

资料来源：公司公告，中银证券

## 潛水行業分析：受益于海島旅遊高增長的溢出效應

潛水活動距今已有两千多年的历史，原意是為進行水下查勘、打撈、修理和水下工程等作業，而在攜帶或不攜帶專業工具的情況下進入水面以下的活動，並於二次世界大戰期間盛行於軍事應用。20世紀末至21世紀初，隨著新技術、新材料在潛水裝備上的廣泛應用，潛水裝備更輕便、經濟，潛水活動開始從專業性作業向大眾消費休閒運動轉變，逐漸成為一種新的時尚運動方式。

潛水活動主要分為休閒及體育運動潛水、專業潛水、軍事潛水。其中，休閒及體育運動潛水是一種集潛水、體育、衝浪、旅遊、娛樂等元素為一體的群眾性體育活動，是最具發展潛力的子領域。休閒及體育運動潛水有望持續受益於出境海島遊高增長以及國內海島遊的培育。

**消費升級+簽證政策+“明星同款”利好出境海島游。**消費升級帶來近年出境游持續高增長，國內游客的旅游習慣逐漸從觀光向休閒度假轉型，海島游契合高端旅游度假需求。大多數海島對國內游客實行免簽、落地簽等政策，方便游客出行，令“說走就走的旅行”成為現實。許多明星情侶在普吉島、巴厘島等海島舉行婚禮，跑男等綜藝節目在海島錄制都增加了熱門海島的知名度，引發追求“明星同款”的熱潮。根據《世界海島旅遊發展報告（2015）》，2014年中國向世界海島旅遊目的地輸送游客2,400萬人次，2015年預計將達到2,800萬人次，同比增長16.7%。

图表4. 中国赴泰国游客数量



資料來源：泰國旅遊局，中銀證券

**國內海島資源豐富，旅遊尚待開發培育。**國內海島遊線路仍以海南為主，旅遊資源開發相對成熟，亞龍灣、大東海、三亞灣是主要的海濱勝地，蜈支洲島、西島是潛水愛好者的天堂。但近年受到東南亞旅遊熱潮的衝擊，海南客流量增速放緩。我國海島資源豐富，除海南島以外，潤洲島、海陵島、崇明島、南澳島風景優美，但旅遊資源開發相對滯後，國內海島旅遊尚待培育。

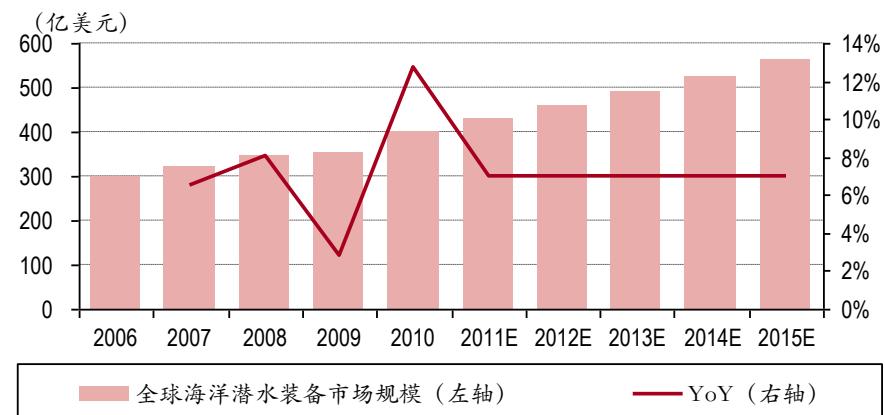
图表 5. 海南接待过夜人次



资料来源：万得，中银证券

海岛游火爆将带动国内潜水装备、潜水服务需求提升。从全球范围看，根据中国潜水运动协会的统计分析，预计 2015 年全球海洋潜水装备市场规模将达到 561.67 亿美元，2011-2015 年 CAGR 将达到 7%。细化到具体装备，全球潜水服销售市场规模 CAGR 将维持在 7%以上（预计 2015 年 60.01 亿美元），渔猎服销售市场规模 CAGR 维持在 8%以上（预计 2015 年 14.43 亿美元）。我国潜水运动仍处于发展初期，预计 2011-2015 年我国休闲及体育运动潜水行业 CAGR 保持在 30%以上，潜水打捞行业 CAGR 保持在 20%以上。

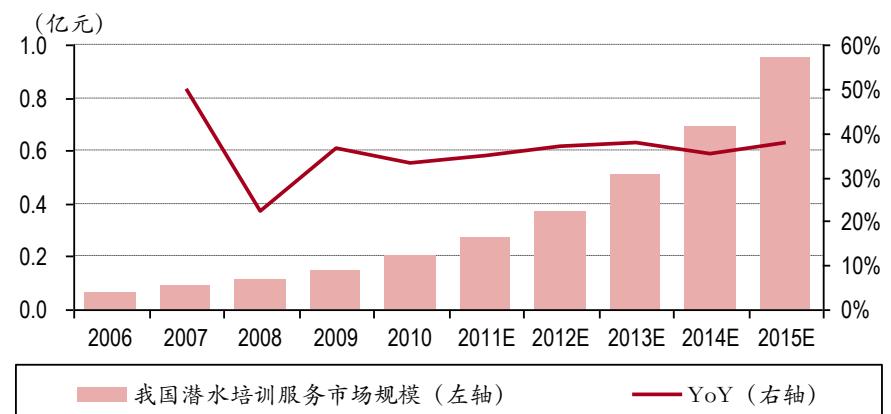
图表 6. 全球海洋潜水装备市场规模



资料来源：中国潜水运动协会，中银证券

潜水培训+潜水体验服务市场前景广阔。根据中国潜水运动协会统计分析，预计 2015 年全球潜水培训服务市场规模将达到 30.83 亿美元，CAGR 维持在 15%以上；体验潜水服务市场规模将到达 246.66 亿美元，CAGR 维持在 15%以上。而我国基数较低，预计潜水培训和潜水体验的 CAGR 可维持在 35%以上，2015 年潜水培训收入将达到 0.95 亿元，体验潜水业务收入达到 21.33 亿元。

图表 7. 我国潜水培训服务市场规模



资料来源：中国潜水打捞行业协会，中国潜水运动协会，中银证券

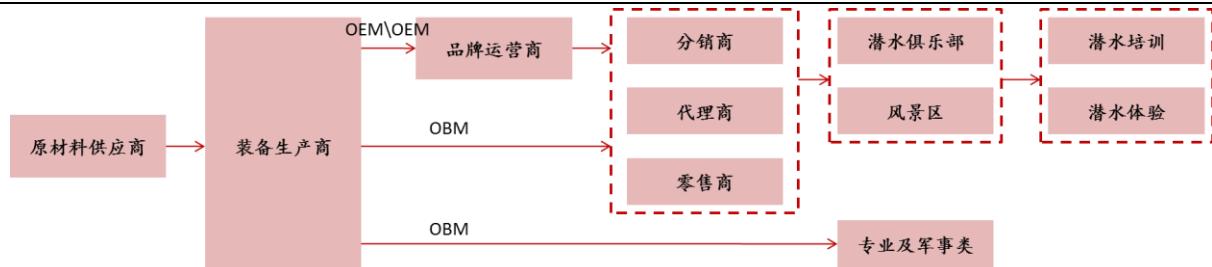
图表 8. 我国体验潜水服务市场规模



资料来源：中国潜水打捞行业协会，中国潜水运动协会，中银证券

潜水装备行业具有产品生产商与品牌运营商分离的特点。产品生产商主要采用 OEM 和 ODM 模式，为品牌运营商加工产品，利润率相对较低；也可以发展自有品牌，使用 OBM 模式销售。利润率较高。潜水装备生产领域的上游是原材料供应商，复合橡胶材料是海洋潜水装备的主要原材料；下游主要是风景区、潜水俱乐部、专业及军事类。

图表 9. 潜水行业产业链



资料来源：中银证券

## 公司分析：潜水装备领域龙头企业，OBM 助力出口转型内销

公司是海洋潜水装备领域具有高端综合服务能力的供应商、拥有自主品牌的品牌运营商及国内休闲潜水运动的服务提供商。核心产品为潜水服和潜水服的衍生品渔猎服，并着力培育潜水装备的衍生服务，如潜水培训和潜水服务。

### ■ 潜水服

潜水服产品包括干式潜水服、半干式潜水服、湿式潜水服以及八针潜水服等，其中干式潜水服、半干式潜水服、湿式潜水服使用公司拥有自主知识产权的新型复合橡胶材料生产，显著提高了产品的防水、保温、抗压、耐磨、抗撕裂和伸缩力等性能。

图表 10. 公司主要潜水服产品类型

橡胶材料干式潜水服	半干式潜水服	湿式潜水服
-----------	--------	-------



资料来源：公司公告，中银证券

### ■ 渔猎服

渔猎服产品分为橡胶类和非橡胶类两种，其中橡胶类包括丁苯橡胶和防水透气渔猎服，非橡胶类主要指 PVC 类渔猎服，满足客户钓鱼、打猎、渔业养殖、捕捞、工程作业等浅水区域活动对防水、保温、抗压的功能性要求。

图表 11. 公司主要渔猎服产品类型

丁苯橡胶类渔猎服	防水透气类渔猎服	PVC 类渔猎服
----------	----------	----------



资料来源：公司公告，中银证券

### ■ 其他装备

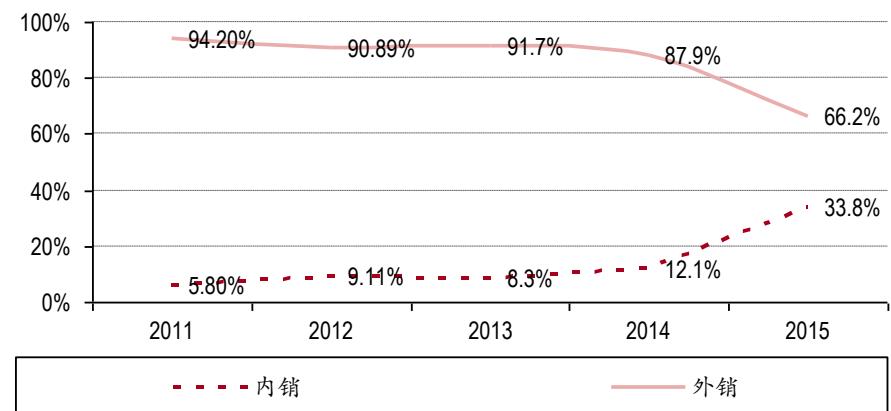
其他装备包括浮力背心、调节器、潜水鞋靴、呼吸调节器、蛙鞋、运动加压衣、航海手套、潜水面镜、干式水密包、防火干式救生衣等。

### ■ 潜水培训及休闲体验服务

全资子公司三亚中潜拥有一个直营俱乐部，提供潜水培训和潜水体验服务。另外，“中潜潜水世界项目”从2015年起正式运营，以经营室内高氧潜水、潜水培训、潜水体验及配套服务、潜水装备销售等为主，培育潜在客户并进行产品叠加。

**公司大部分产品销往国外，自有品牌开拓国内市场。**公司大部分产品销往国外，主要采用ODM模式，主要客户包括O'NEILL（欧尼尔）、迪卡侬、C.O LYNCH（C.O林奇）等国际著名海洋潜水装备大型连锁终端商，目前公司正在积极拓展OBM模式。国内市场销售主要采用OBM模式，公司自主品牌在国内市场的影响力大大提升，内销比例由2013年的8.3%提升至33.8%。

图表 12. 公司产品内销、外销占比



资料来源：公司公告，中银证券

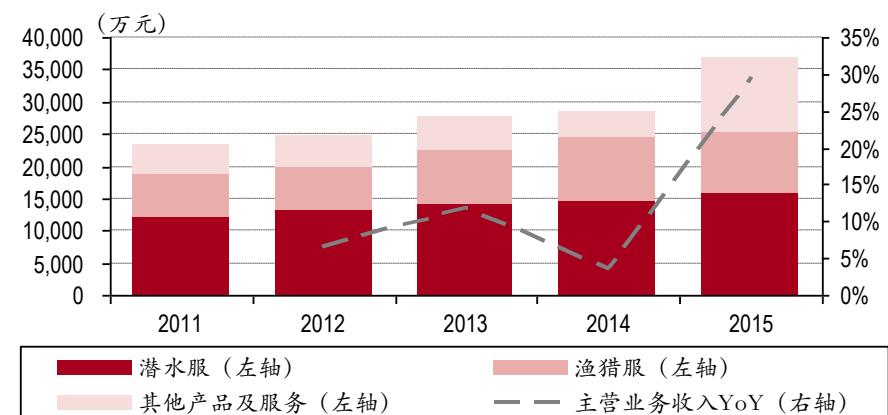
### 公司核心竞争力

- 潜水行业全产业链布局基本完成。产业链上游的原材料供应领域，公司掌握复合氯丁橡胶材料生产的先进技术，并成功研发回收利用技术，自行研发的复合丁苯橡胶材料生产技术成功运用于渔猎服的生产。生产与销售领域，公司采用ODM和OBM相结合的方式，既为全球知名品牌运营商加工产品，也着力发展自有品牌。下游消费领域，拓展公司在全国范围内潜水俱乐部的数量，发展潜水服务业，并为自有品牌导流。公司打通上下游产业链，有助于提升溢价能力和市场份额。
- 行业壁垒较高，公司在全球具有龙头地位。需要高新技术支持的干式潜水服、高端湿式潜水服的技术门槛及品牌认知度较高，基本形成了高端产品SHEICO GROUP和发行人为主要竞争者的竞争格局。而在橡胶类渔猎服领域，公司占据绝对优势地位。虽然现存大量的中小型海洋潜水装备生产企业，生产中低端的潜水服、渔猎服产品为主，产量大但毛利率相对较低。
- 技术优势明显。公司现已掌握行业内核心技术并具有明显的竞争优势，已申请并获得授权的发明和实用新型专利56项。主要技术包括复合氯丁橡胶材料生产技术、废料回收再利用技术及缝合、粘接技术等。
- 海内外稳固的市场基础。外销来看，公司已与O'NEILL（欧尼尔）、迪卡侬集团、C.O LYNCH（C.O林奇）等国际著名海洋潜水装备品牌商建立长期稳定的合作关系。同时，公司通过自主品牌打开国内市场，减轻对海外市场的依赖程度。

## 财务分析：潜水服务类收入占比提升明显，结构调整期盈利能力略有下滑

从产品类型角度，潜水服和渔猎服是公司主要收入、毛利来源，其他产品及服务的收入贡献逐渐提升。2013-2015年，潜水服贡献收入比重达到51.5%、51.1%、42.6%，渔猎服贡献收入比重30.1%、34.7%、26.2%。2015年，潜水服务类收入大幅提升，主要是中潜潜水世界项目开始运营，形成服务收入7347.4万元所致。

图表 13. 按产品类型，公司主营业务收入拆分



资料来源：公司公告，中银证券

图表 14. 按产品类型，公司主营业务收入及占比

(万元)	2013年		2014年		2015年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
潜水服	14,221.42	51.50	14,610.00	51.15	15,753.88	42.64
渔猎服	8,310.03	30.09	9,917.45	34.72	9,689.22	26.23
其他产品及服务	5,083.99	18.41	4,034.17	14.12	11,502.92	31.13
总计	27,615.44	100.00	28,561.62	100.00	36,946.02	100.00

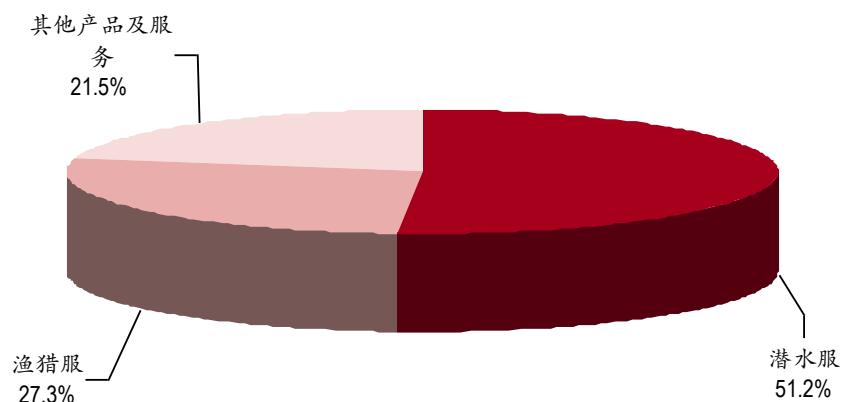
资料来源：公司公告，中银证券

随着其他产品销售及服务收入的提升，潜水服和渔猎服的毛利贡献呈现结构性下降的趋势，2015年，潜水服、渔猎服、其他产品及服务分别贡献毛利比重为51.2%、27.3%、21.5%。从盈利能力看，2013-2015年公司综合毛利率分别为34.8%、36.5%、33.1%，2015年毛利率同比减少3.4个百分点，主要是低毛利率产品/服务贡献收入比重提升所致（中潜潜水世界项目开始运营，提升潜水服务类收入）。

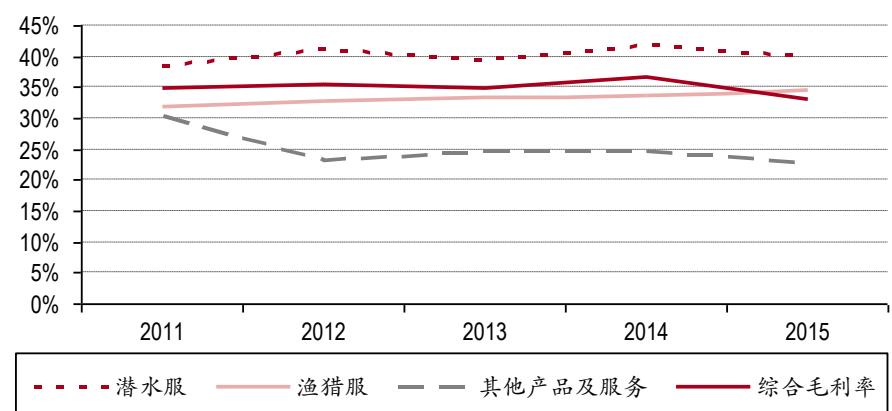
图表 15. 按产品类型，公司毛利及占比

(万元)	2013年		2014年		2015年	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
潜水服	5,585.06	58.18	6,087.97	58.40	6,269.65	51.23
渔猎服	2,769.45	28.85	3,343.36	32.08	3,342.52	27.31
其他产品及服务	1,245.74	12.98	992.13	9.52	2,625.94	21.46
综合毛利	9,600.25	100.00	10,423.46	100.00	12,238.11	100.00

资料来源：公司公告，中银证券

**图表 16. 按产品类型，2015 年公司主营业务毛利拆解**


资料来源：公司公告，中银证券

**图表 17. 按产品类型，公司主营业务毛利率**


资料来源：公司公告，中银证券

从业务模式角度，ODM 产品销售收入基本保持稳定，收入占比结构性下滑，从 2013 年 91.3% 降至 2015 年 66.5%。得益于公司的研发能力和自主品牌的推广，OBM 产品销售收入和占比逐年提升，收入占比从 2013 年 6.0% 提升至 2015 年 13.0%。

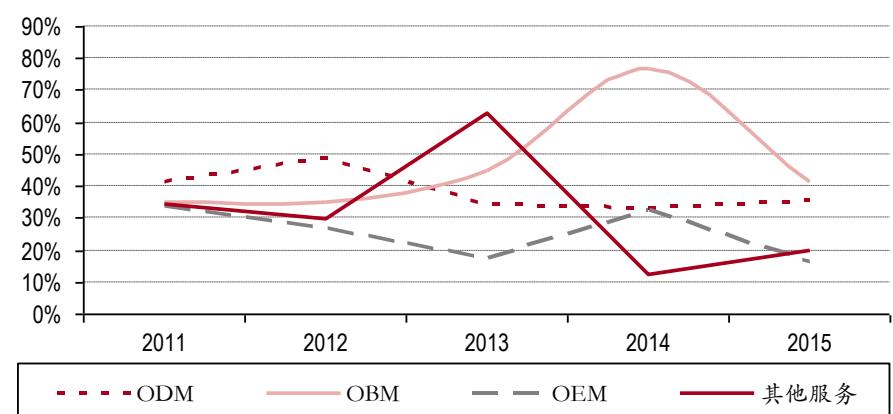
**图表 18. 按业务模式，公司主营业务收入拆分**

(万元)	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比(%)	收入	占比(%)	收入	占比(%)
ODM	25,201.87	91.26	25,346.16	88.74	24,566.55	66.49
OBM	1,668.21	6.04	2,475.14	8.67	4,784.64	12.95
OEM	554.22	2.01	570.53	2.00	77.61	0.21
小计	27,424.30	99.31	28,391.83	99.41	29,428.80	79.65
其他服务	191.14	0.69	169.79	0.59	7,517.23	20.35
<b>合计</b>	<b>27,615.44</b>	<b>100.00</b>	<b>28,561.62</b>	<b>100.00</b>	<b>36,946.03</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司公告，中银证券

2013-2015 年，公司 ODM 产品的毛利率基本保持稳定，分别为 34.3%、32.8% 和 35.7%。OEM 产品毛利率相对较高，2013-2015 年分别为 44.9%、76.5% 和 41.0%，2014 年毛利率大幅提升主要是对军方单位销售产品毛利率较高所致。

图表 19. 按业务模式，公司主营业务毛利率



资料来源：公司公告，中银证券

2013-2015 年，公司期间费用率为 16.4%、24.4% 和 19.0%，2014 年提升明显主要是运营中潜潜水世界项目租赁房产的当期应分摊的租金 1,865.9 万元直接计入管理费用所致。销售费用率基本保持稳定，2015 年财务费用率略有提升主要是人民币对美元贬值导致美元借款产生汇兑损失所致。

图表 20. 公司期间费用率



资料来源：公司公告，中银证券

2013-2015 年，公司归母净利润分别为 4,279.2 万元、3,215.4 万元、4,224.8 万元，虽然收入增速明显，低毛利率服务类收入占比提升、期间费用率提升等因素造成公司净利润略有下滑。随着公司收入结构性调整达到最优化，潜水产品销售+服务提供将支撑业绩维持较高增速。

图表 21. 公司归母净利润及净利率



资料来源：公司公告，中银证券

## 募投项目分析

本次发行扣除发行费用后的募集资金净额，将全部用于与主营业务相关的项目及主营业务所需的营运资金。募投项目包括：潜水装备生产线建设项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目、补充流动资金。

图表 22. 募集资金使用计划

项目名称	计划投资总额（万元）	拟投入资金（万元）
潜水装备生产线建设项目	17,068.31	10,616.45
研发中心建设项目	3,001.20	3,001.20
营销网络建设项目	3,094.85	3,094.85
补充流动资金	2,000.00	2,000.00

资料来源：公司公告，中银证券

### 潜水装备生产线建设项目

项目将增加年产盲缝类潜水服产品 45 万件，年产橡胶类渔猎服产品 40 万件，年产其它潜水装备 100 万件的生产能力，缓解公司产能瓶颈的问题，提升公司在潜水装备行业的市场份额。2013-2015 年，发行人潜水服及渔猎服的市场占有率为 2.75%、2.80% 和 2.71%，市占率提升空间巨大。

### 研发中心建设项目

建设公司新的研发中心办公大楼，并利用扩容空间扩建复合材料研发中心和潜水装备研发中心，分别配备相应的工作组和实验室。公司将对潜水服、渔猎服以及水下通讯设备、军工潜水装备、呼吸调节器、潜水面镜、蛙鞋、呼吸管、浮力调节器等一大批潜水装备发展趋势涉及的关键技术展开研发，进一步丰富公司的产品线。

### 营销网络建设项目

在北京、上海、深圳、青岛、大连全国五个重点城市建立潜水俱乐部直营网点，运营潜水培训、产品推广及潜水体验服务等。另外，在天津、厦门、广州、宁波、秦皇岛、海口、杭州、太原、沈阳、南京等十大全国适合潜水水域较多的城市建设加盟店。公司通过建设直营和加盟俱乐部进军潜水服务市场，培育新的业绩增长点，并通过俱乐部聚合流量，为自有品牌导流。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	289	371	421	473	523
销售成本	(184)	(248)	(280)	(314)	(347)
经营费用	(55)	(35)	(59)	(66)	(73)
息税折旧前利润	49	87	82	93	104
折旧及摊销	(11)	(27)	(12)	(13)	(15)
经营利润(息税前利润)	38	60	71	80	89
净利润收入/(费用)	(6)	(16)	(16)	(18)	(18)
其他收益/(损失)	2	4	2	2	2
税前利润	34	49	57	64	72
所得税	(2)	(7)	(8)	(9)	(10)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	32	42	49	55	62
核心净利润	32	42	49	55	62
每股收益(人民币)	0.505	0.664	0.575	0.646	0.721
核心每股收益(人民币)	0.505	0.664	0.575	0.646	0.721
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.086	0.097	0.108
收入增长(%)	3	28	14	12	11
息税前利润增长(%)	(25)	58	17	13	12
息税折旧前利润增长(%)	(17)	77	(6)	13	12
每股收益增长(%)	(25)	31	(13)	12	12
核心每股收益增长(%)	(25)	31	(13)	12	12

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	34	49	57	64	72
折旧与摊销	11	27	12	13	15
净利息费用	6	16	16	18	19
运营资本变动	4	30	(26)	(10)	(9)
税金	(2)	(7)	(8)	(9)	(10)
其他经营现金流	(3)	(6)	0	0	0
经营活动产生的现金流	51	109	50	76	87
购买固定资产净值	(132)	(51)	(43)	(45)	(47)
投资减少/增加	(132)	(51)	0	0	0
其他投资现金流	128	55	0	0	0
投资活动产生的现金流	(136)	(47)	(43)	(45)	(47)
净增权益	0	0	21	0	0
净增债务	84	(47)	(5)	(5)	(5)
支付股息	0	0	0	(10)	(11)
其他融资现金流	(9)	(17)	176	(19)	(21)
融资活动产生的现金流	76	(65)	193	(34)	(37)
现金变动	(9)	(3)	199	(3)	3
期初现金	47	38	35	234	231
公司自由现金流	(85)	62	7	31	40
权益自由现金流	(1)	15	2	26	35

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	38	35	234	231	234
应收帐款	61	49	56	62	69
库存	77	87	98	110	122
其他流动资产	30	22	25	25	26
流动资产总计	205	193	413	429	451
固定资产	145	137	149	162	174
无形资产	38	36	36	37	37
其他长期资产	127	161	180	198	217
长期资产总计	315	339	371	404	436
总资产	520	532	785	833	886
应付帐款	53	65	58	65	72
短期债务	144	98	93	88	83
其他流动负债	16	22	24	27	29
流动负债总计	212	185	176	180	184
长期借款	80	78	78	78	78
其他长期负债	2	1	1	1	1
股本	64	64	85	85	85
储备	162	204	445	489	538
股东权益	225	268	530	574	623
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	520	532	785	833	886
每股帐面价值(人民币)	3.54	4.21	6.24	6.76	7.34
每股有形资产(人民币)	2.95	3.65	5.81	6.32	6.89
每股净负债/(现金)(人民币)	2.92	2.22	(0.74)	(0.77)	(0.86)

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	17.1	23.6	19.5	19.6	19.8
息税前利润率(%)	13.2	16.3	16.8	16.8	17.0
税前利润率(%)	11.9	13.2	13.4	13.4	13.7
净利率(%)	11.1	11.4	11.6	11.6	11.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.0	1.0	2.4	2.4	2.4
利息覆盖率(倍)	6.2	3.8	4.5	4.5	4.5
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.8	1.8	1.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	29.9	22.8	26.3	23.4	21.0
核心业务市盈率(倍)	29.9	22.8	26.3	23.4	21.0
目标价对应核心业务市盈率(倍)	41.6	31.6	36.5	32.5	29.1
市净率(倍)	4.3	3.6	2.4	2.2	2.1
价格/现金流(倍)	18.8	8.9	25.5	16.9	14.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	29.8	16.3	14.8	13.1	11.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	151.1	120.3	120.6	121.1	121.9
应收账款周转天数	80.6	54.0	45.2	45.5	45.8
应付帐款周转天数	59.5	58.3	53.6	47.8	48.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.0	20.0	19.7
净资产收益率(%)	15.4	17.1	12.2	9.9	10.4
资产收益率(%)	7.9	9.9	9.3	8.5	8.9
已运用资本收益率(%)	9.8	13.5	12.3	11.0	11.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 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 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 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) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371