

科斯伍德 (300192)

证券研究报告

2017年09月27日

现金 7.68 亿收购龙门教育 50.53%股权，开启发展新篇章

现金 7.68 亿元收购龙门教育 50.53%股权

9月26日，公司公告，龙门教育100%股权评估价值为15.84亿元，扣除龙门2016年利润分配5186.16万元后为15.33亿元（对应17年对赌业绩为15.33xPE）。同时，公司公告，拟以支付现金方式收购财富证券、红塔证券等持有龙门教育1.31%股权。本次收购支付方式为现金，转让价格为11.28元/股，合计支付人民币1917.6万元。本次交易完成后，公司持有龙门教育50.53%股份，同时取得龙门教育53.159%股份的表决权。龙门教育承诺2017年、2018年、2019年净利润（指扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东净利润）分别不低于人民币10,000万元、13,000万元、16,000万元。科斯伍德油墨股份有限公司成立于2003年，于2011年3月登陆A股创业板，公司是国内环保胶印油墨行业的龙头企业之一，实际控制人吴贤良先生控股37.45%，公司17H1营收2.21亿，同比减少3.11%，归母净利润0.1亿元，同比减少47.73%。

龙门教育：陕西中高考培训龙头企业，直击应试痛点，“面授+软件教辅+合作办学”三管齐下

1、面授培训模式：公司已在陕西建立了5个校区进行面授培训，统一师资管理并辅以相应的教学课程。学生在报名并参加学科测验入学后，通过“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+现代化管理”的“5+”教育模式对学生科学管理；2、软件产品教辅模式：根据学生的学习反馈、教师在教学中的总结及龙门教育多年的教学体系思路进行专项研发，形成了用以支撑课程的《跃龙门中高考知识点挖掘机》等；3、合作办学模式：线下方面，公司与当地单位开展合作办学。公司计划在未来三年投入3000万元开办10个全封闭VIP培训班，拓展全日制业务。另外，收费单价的提高，增大营业利润。2017年开办100个K12教育培训中心，未来三年需要补充10000万元用于K12教育培训中心建设。财务方面：龙门教育2017年1-6月营收1.84亿元，2016年营收2.41亿元，同比增长59.97%；2015年营收1.51亿元，同比增长430.02%；15年、16、17H1毛利率分别为72%、60.16%、53.55%，下降主要原因系公司员工薪酬提高，人工成本增加；净利润分别为0.52亿、0.70亿、0.43亿。

首次覆盖，给予买入评级

本次交易前，上市公司目前主要营业收入来自环保胶印油墨的研发、生产与销售。近年来，上市公司营业收入及利润增长缓慢，通过本次交易，上市公司将获得龙门教育49.22%的股权，增加发展前景广阔的教育培训业务。暂不考虑本次收购，我们预计公司17-19年EPS分别为0.15元、0.15元、0.17元，对应PE分别为93x、90x、84x。

风险提示：本次现金收购尚未完成

| 财务数据和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 495.08 | 489.74 | 514.23 | 539.94 | 561.54 |
| 增长率(%) | N/A | (1.08) | 5.00 | 5.00 | 4.00 |
| EBITDA(百万元) | 33.87 | 36.97 | 52.48 | 55.78 | 61.49 |
| 净利润(百万元) | 34.72 | 36.00 | 36.07 | 37.49 | 40.14 |
| 增长率(%) | (12.15) | 3.68 | 0.20 | 3.94 | 7.06 |
| EPS(元/股) | 0.14 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.17 |
| 市盈率(P/E) | 97.10 | 93.65 | 93.47 | 89.92 | 83.99 |
| 市净率(P/B) | 4.97 | 4.78 | 4.58 | 4.41 | 4.23 |
| 市销率(P/S) | 6.81 | 6.88 | 6.56 | 6.24 | 6.00 |
| EV/EBITDA | 63.73 | 50.95 | 60.18 | 57.52 | 52.48 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|----------|
| 行业 | 化工/化学制品 |
| 6个月评级 | 买入（首次评级） |
| 当前价格 | 13.90元 |
| 目标价格 | 19.1元 |

基本数据

| | |
|-------------|-------------|
| A股总股本(百万股) | 242.55 |
| 流通A股股本(百万股) | 174.42 |
| A股总市值(百万元) | 3,371.45 |
| 流通A股市值(百万元) | 2,424.44 |
| 每股净资产(元) | 2.96 |
| 资产负债率(%) | 9.55 |
| 一年内最高/最低(元) | 16.58/12.39 |

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

张璐芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517020001
zhanglufang@tfzq.com

孙海洋 联系人
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

| | |
|--------------------------------------|---|
| 1. 胶印油墨龙头收购龙门教育转型 K12 教育 | 3 |
| 1.1 现金 7.68 亿元收购龙门教育 50.53%股权 | 3 |
| 1.2. 股权集中，吴贤良合计持股 45.23% | 3 |
| 1.3. 原主业承压，营收 17H1 同比减少 3.11% | 4 |
| 2. 龙门教育：陕西中高考培训龙头企业 | 4 |
| 2.1. 直击应试痛点，“面授+软件教辅+合作办学”三管齐下 | 4 |
| 2.2. 品牌优势明显，开始全国扩张 | 6 |
| 2.3 龙门 17H1 业绩 0.43 亿元，步入利润释放期 | 8 |
| 3. 首次覆盖，给予买入评级 | 9 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：公司股权结构 | 4 |
| 图 2：公司营收及增速 | 4 |
| 图 3：公司归母净利润及增速 | 4 |
| 图 4：“5+”教育模式 | 5 |
| 图 5：VIP 全封闭学校 | 6 |
| 图 6：公司业务维度 | 6 |
| 图 7：各地培训中心数量 | 7 |
| 图 8：龙门教育 17H1 营收 1.84 亿元 | 8 |
| 图 9：龙门教育 17H1 净利 0.43 亿元 | 8 |
| 图 10：2016 年各项目营收占比 | 8 |
| 图 11：2016 各地区营收占比 | 8 |
| 图 12：龙门 2015 年、16、17H1 毛利率分别为 72%、60.16%、53.55% | 9 |
| 图 13：2015、16、17H1 期间费用率分别为 28.59%、33.90%、28.71% | 9 |
| 表 1：公司主营产品及特点 | 3 |
| 表 3：公司校区及培训项目 | 5 |
| 表 4：全日制收费情况 | 7 |
| 表 5：互联网细分赛道 | 7 |

1. 胶印油墨龙头收购龙门教育转型 K12 教育

1.1 现金 7.68 亿元收购龙门教育 50.53%股权

公司拟以支付现金方式收购龙门教育 49.22%股权。9 月 26 日，公司公告，龙门教育 100%股权评估价值为 15.84 亿元，扣除龙门 2016 年利润分配 5186.16 万元后为 15.33 亿元（对应 17 年对赌业绩为 15.33xPE），对应龙门教育 49.22%股权为 7.54 亿元。本次交易涉及龙门股份数合计 6382.1 万股；其中利润补偿责任人承担主要的业绩补偿及股份回购责任，其转让股份的对价为 11.95 元/股，涉及龙门教育股份数 4397.0 万股；其他转让方转让股份的对价为 11.28 元/股，涉及龙门教育股份数 1985.1 万股，因此龙门教育 49.22%股权合计交易金额为 7.49 亿元。

同时，公司公告，以支付现金方式收购财富证券、红塔证券等持有龙门教育 1.31%股权。本次收购的支付方式为现金，转让价格为 11.28 元/股，合计支付人民币 1917.6 万元。本次交易完成后，公司持有龙门教育 50.53%股份，同时取得龙门教育 53.159%股份的表决权。

龙门教育承诺 2017 年、2018 年、2019 年净利润（指扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司普通股股东净利润）分别不低于人民币 10,000 万元、13,000 万元、16,000 万元。

科斯伍德油墨股份有限公司成立于 2003 年，于 2011 年 3 月登陆 A 股创业板，公司是国内环保胶印油墨行业的龙头企业之一，专注于高分子材料和植物油改性的研发，主营生产并销售快干亮光型胶印油、高光泽型胶印油墨、高耐磨型胶印油等三大类型产品。

公司在立足油墨行业的基础上，是国内环保胶印油墨的龙头制造企业，同时也是国内少数能将产品直接销往欧美等发达国家和地区的企业之一。公司通过不断研究、摸索，开发了行业最为先进的“基墨”生产方式，目前已建立了红、黄、蓝三组基墨工艺线，并正在研发黑色基墨工艺线。相关基墨工艺线的建成，有效地提高运营效率，大大降低经营成本，整体提高公司产品制造的柔性。此外，依托于长三角地域优势和高效的市场管理和销售模式，公司目前在同行业具有明显的领先优势。

表 1：公司主营产品及特点

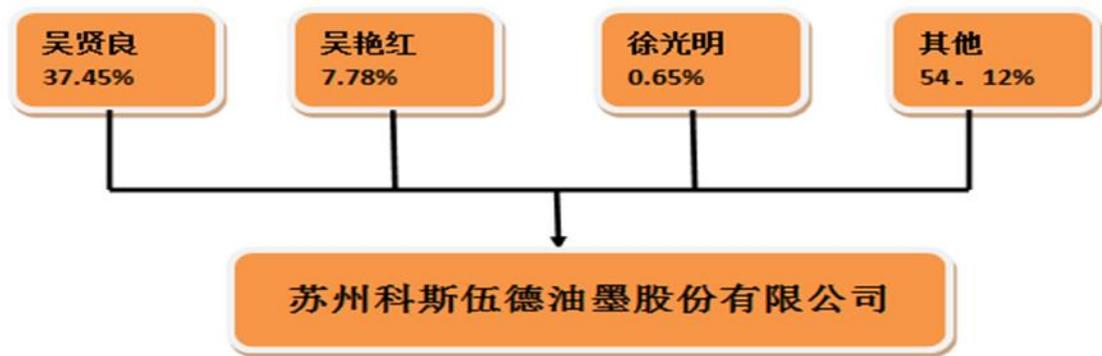
| 公司主营产品 | 产品特点 |
|-----------|---|
| 快干亮光型胶印油墨 | 固着速度出色，纸上干燥快、印刷机器不结皮；油墨细腻，印品透明度高、色彩鲜艳，用于各类纸张印刷，如铜版纸、卡纸、胶板纸等 |
| 高光泽型胶印油墨 | 光泽更高、色彩更加鲜艳饱满，更适用于高级铜版纸印刷高档印刷品，印品可获得类似上光后的高光泽效果 |
| 高耐磨型胶印油墨 | 油墨爽干性加快，使印品具有较高的耐磨性，产品特别适用于哑粉纸的印刷 |

资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.2. 股权集中，吴贤良合计持股 45.23%

公司股权结构较为简单稳定，实际控制人吴贤良先生控股 37.45%，第二大股东吴艳红与其为姐弟关系，属于一致行动人，持股 7.78%，徐光明持股 0.65%，其他占比 54.12%。公司有五个全资子公司，分别为江苏科斯伍德化学科技有限公司、苏州科斯伍德投资管理有限公司、印客无忧网络科技有限公司、Brancher Kingswood 以及 Brancher Central Europe Sp.z.o.o.

图 1：公司股权结构



资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3.原主业承压，营收 17H1 同比减少 3.11%

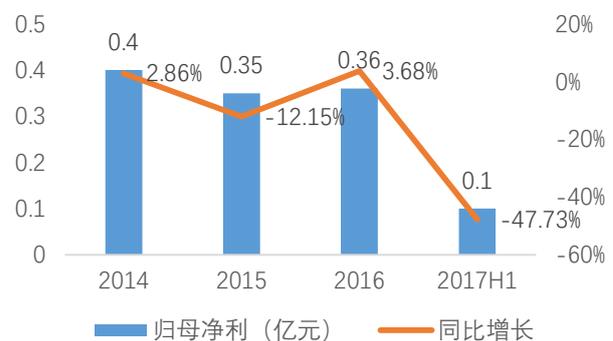
公司 17H1 营收 2.21 亿，同比减少 3.11%，归母净利 0.1 亿元，同比减少 47.73%，主要系原材料价格上涨和产品毛利率下降。公司目前营收主要来自环保胶印油墨的研发、生产与销售。近年来，公司营业收入及利润稳定，增长缓慢，需引入符合国家产业政策、具有持续业绩增长能力、行业发展前景广阔的优质资产，提高上市公司的持续盈利能力。

图 2：公司营收及增速



资料来源：wind,天风证券研究所

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：wind,天风证券研究所

2. 龙门教育：陕西中高考培训龙头企业

2.1. 直击应试痛点，“面授+软件教辅+合作办学”三管齐下

公司成立于 2006 年 6 月，为非学历培训类学校，其主营业务为中高考教育培训服务及教学软件销售业务，面向客户主要为中高考学生，其产品为中高考面授培训服务和《跃龙门中高考知识点挖掘机》辅助软件。其中，面授培训课程主要包括全日制培训课程和课外培训课程两类，目前以全日制培训课程为主；面授培训机构主要包括龙门教育、龙门培训和新龙门培训三家培训中心。

● 面授培训模式

公司已在陕西建立了 5 个校区进行面授培训，统一师资管理并辅以相应的教学课程。学生在报名并参加学科测验入学后，学校根据能力水平将学员分为普通班、精品班、实验班、精品实验班，通过“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动教学+现代化管理”的“5+”教育模式对学生进行科学管理。

表 2：公司校区及培训项目

| 公司 | 校区 | 项目 |
|-------|--------|------------------|
| 新龙门培训 | 东关校区 | 高中补习 |
| 龙门培训 | 东仪路校区 | 初中补习 |
| | 长安南路校区 | 初中补习 |
| 龙门教育 | 华美校区 | 以高中补习为主、少量初中补习为辅 |
| | 咸宁东路校区 | 初中补习 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：“5+”教育模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

● **软件产品教辅模式**

根据学生学习反馈、教师在教学中的总结及龙门教育多年的教学体系思路进行专项研发，形成了用以支撑课程的《跃龙门中高考知识点挖掘机》、《龙门精讲》、《交互式教学系统》、跃龙门培训管理系统软件等辅助软件产品；面授培训、软件产品教辅以及网真教室相结合的教学培训模式，有效提高了学生的学习能力，从而不断扩大公司的品牌知名度，获得学生的认可，形成了稳定的盈利模式。

● **合作办学模式**

线下方面，公司与当地单位开展合作办学，由当地单位提供校区（包含教学楼、住宿楼、食堂等配套设施），公司提供品牌、师资、教学等全方位的服务，并派驻核心管理团队，全面负责招生、运营、日常教学管理、人事招聘等工作。线上方面，公司于 2015 年与鹏博士合作发布家教 O2O 平台拼课网，平台提供招生、服务和管理等服务，通过打造教师个人品牌对教师进行分级管理，考核合格的老师晋升到合伙人级别。目前该模式已覆盖包括北京、武汉、西安、长沙、苏州、合肥、郑州等 10 多座城市。

同时，着重发力全日制中高考培训业务。公司设立 VIP 全封闭学校事业部，面向全国开办 VIP 全封闭学习中心，对高考应届生及复读生开展全日制培训。采取周一至周六全天封闭式教学，主要授课模式为大班面授（65 人/班）和小班面授（30-45 人/班）。在学费方面，由于采取全封闭教学模式，收费相对较高，其中，2016 届中考考生单人每学年学费为 13316 元，高考生单人每学年学费为 20777 元。目前，公司的全日制培训业务已覆盖初三应届、中考复读、高一、高二、高三应届、高考复读 6 类学生，覆盖较去年有显著增加。

图 5: VIP 全封闭学校



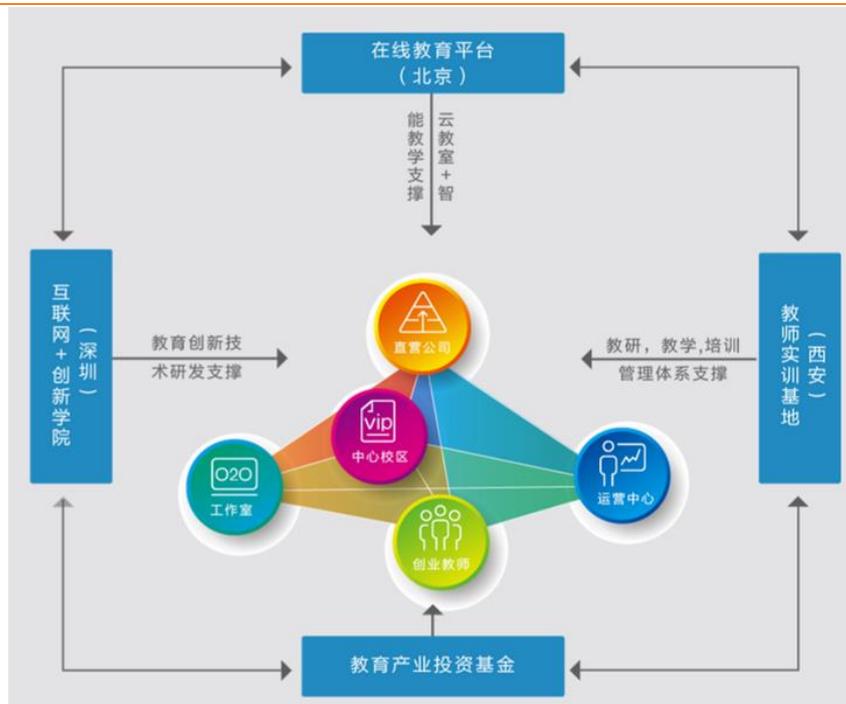
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 品牌优势明显, 开始全国扩张

龙门教育以严格的教育教学管理和学生优异的中高考成绩受到家长、学生的认可, 同时积淀品牌与客户口碑, 形成公司的品牌优势。升学率方面, 2014 届中考上线率 91.20% (重点上线率 83.00%), 2014 届高考本科上线率 85.00% (重点班二本上线率 93.20%); 2015 届中考上线率 90.06% (重点上线率 86.00%), 2014 届高考本科上线率 96.00% (重点班二本上线率 93.60%)。

另外, 公司创造了适应中高考教学的“5+”教学模式即“导师+讲师+专业班主任+分层次滚动式教学+现代化管理”。“5+”教学模式是教学管理、分层教学和人才培养模式的系统方法, 针对中高考学生和复读生建立了独特的教学方法和人才培养体系。公司通过增资扩股、投资产业并购基金等方式, 拓展 K12 教育在二三线产业布局, 占领更多的市场份额。

图 6: 公司业务维度



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

- **全日制业务:**

公司计划在未来三年投入 3000 万元开办 10 个全封闭 VIP 培训班, 拓展全日制业务。另外, 收费单价的提高, 增大营业利润。

表 3：全日制收费情况

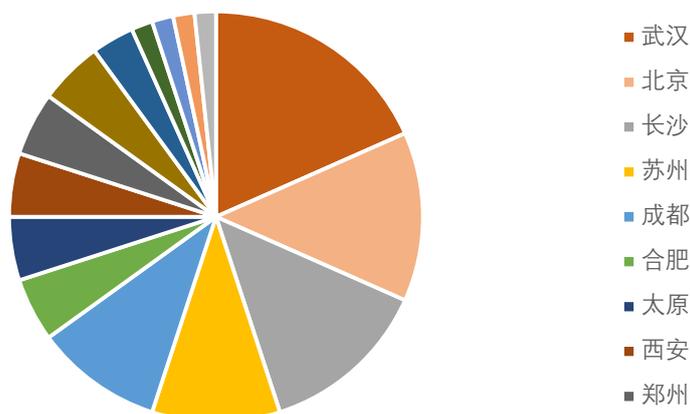
| 年级 | 班型 | 班级人数 | 每学期收费标准（元/人） |
|----|-----|------|--------------|
| 初中 | 普通班 | 65 | 6200 |
| | 精品班 | 45 | 11200 |
| | 实验班 | 40 | 17200 |
| | 承诺班 | 30 | 32700 |
| 高中 | 普通班 | 70 | 6200 |
| | 精品班 | 50 | 11200 |
| | 实验班 | 40 | 17200 |
| | 承诺班 | 30 | 32700 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

● **K12 业务：**

公司预计在 2017 年开办 100 个 K12 教育培训中心，未来三年需要补充 10000 万元用于 K12 教育培训中心建设。公司目前拥有 61 家 K12 培训中心，范围覆盖至全国 16 个城市，通过增资等方式募集资金，准备向全国发展。

图 7：各地培训中心数量



资料来源：公司年报，天风证券研究所

● **软件业务：**

从互联网角度分析，教育行业拥有四大赛道

表 4：互联网细分赛道

| 赛道 | 代表 | 相关内容 |
|--------|------------------|--|
| 2B 赛道 | 全通教育、科大讯飞、立思辰 | 在 2B 模式下，发展注册用户的过程基本上是通过政府招标的方式来实现 |
| O2O 赛道 | 轻轻家教 | 目前在寻找合适的商业模式 |
| 拍题赛道 | 以小猿搜题、学霸君、作业帮 | 拍题 APP 抓现实应用比较准确，现在基本上都有几千万人的注册，10%~15%的日活，并通过答疑实现了一定的收入 |
| 直播赛道 | VIPABC VIPKID | 在中国市场上，外教是一种稀缺资源，直播满足了这种形式 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司依托“线上拼课网，线下拼课堂”，打造国内领先。公司加大教学辅助软件和培训管理软件的自主研发、加速现有的产品的优化升级和产品的多元化，引入了中高端研发人才，组建了研发团队。拼课网业务、O2O 远程直播互动教学推动企业发展。

公司未来在拓展 K12 培训机构的同时，会加大研发和推广“拼课网”，促进线上教育平台的运营。并且，通过“教师合伙人”制度，让教师参与合伙，提高其教学积极性，帮助高度分散的名师工作室向品牌化、规模化、互联网化方向发展，让教师真正的成为教育

培训行业创业的核心动力和创新的核心理念。2016 年，公司进入到北京和武汉地区，其总体目标是：直营城市达 40 个，VIP 中心校 20 个，运营中心 500 个，O2O 工作室 5000 个，创业教师 5000 名以上。

2.3 龙门 17H1 业绩 0.43 亿元，步入利润释放期

2017 年 1-6 月营收 1.84 亿元，2016 年营收 2.41 亿元，同比增长 59.97%；2015 年营收 1.51 亿元，同比增长 430.02%，营收增长迅速的原因有以下几点：

①**学生人数增多**：2016 年全封闭校区（中高补、高一高二）培训学生人数同期增加 5809 人，培训费收入增收 5,503.75 万元，食堂承包费收入增收 93.80 万元；②**新增 K12 课外辅导业务**：新增的 K12 课外培训业务增收 2100.05 万元，主要系同期培训学生超过 5,000 人，目前已覆盖北京、武汉、长沙、南昌、株洲、郑州、成都、合肥、苏州、太原、天津、西安 12 个城市，开设 56 个校区，辐射当地的市区和郊区，利用北京见龙云课的网真教室设备，将市区和郊区联系起来，实现 O2O 远程直播互动教学；③**软件销售业务**：教学辅助软件 16 年增收 1318.95 万元，系公司产品多元化、铺设销售渠道，由主要面向已有生源销售，拓展增加公司客户。

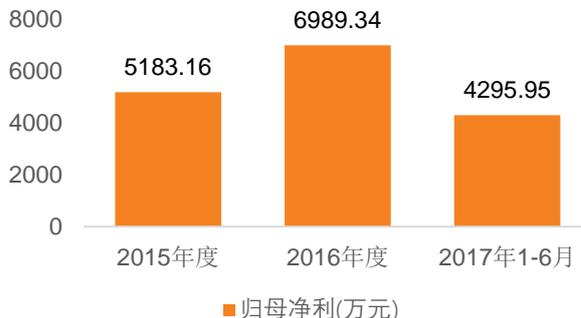
从产品类别来看，2015 年-16 年龙门教育主营业务收入增长较快，K12 课外培训从 2016 年开展业务，而全封闭中高考补习培训、教学辅助软件研发与销售 2016 年收入增长率分别为 44.82%和 22.42%。从地区来看，公司主营业务收入来源更加广泛，西北地区占比依然最高，2016 年营收占比 54.2%，主要系公司拓展了其他区域业务，丰富龙门服务网点，使招生量进一步增长，实现收入大幅增长。

图 8：龙门教育 17H1 营收 1.84 亿元



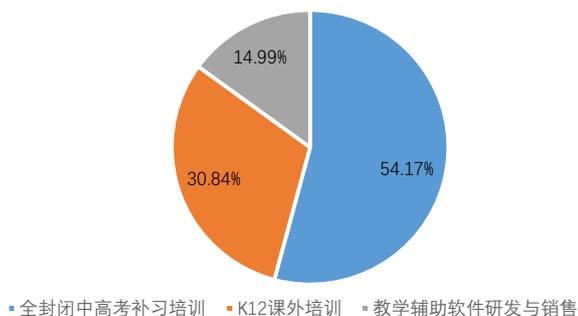
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：龙门教育 17H1 净利 0.43 亿元



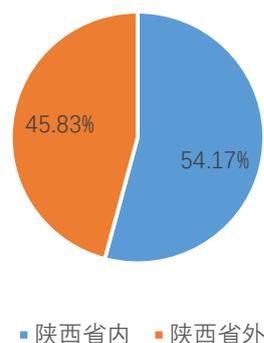
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2016 年各项目营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2016 各地区营收占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

龙门 2015 年、2016 年、17H1 毛利率分别为 72%、60.16%、53.55%，下降主要原因系①公司员工薪酬提高，人工成本增加；②公司校区校舍装修及购置先进教学设备，折旧、摊销增加；③公司新开设高一、高二年级业务，人均收费标准低于高补平均收费水平，拉低全封闭校区毛利率；④公司新开设 K12 课外培训业务，报告期内处于培育期，毛利率低。

龙门 2015 年、2016 年、17H1 期间费用率分别为 28.59%、33.90%、28.71%。其中，16 年管理费用增加主要原因系①公司规模扩大，行政管理人员增加，人工成本增加 1,740.45 万元；②公司挂牌中介费用增加 302.09 万元；③业务扩张增加了差旅费、办公费等日常费用所致。

销售费用增加主要原因系公司本年度新增业务线，高一高二业务以及新设 K12 培训中心，销售人员数量增加，相应的人工成本、宣传费用及日常费用增加。财务费用减少主要原因系公司预收学费和报告期内完成两轮融资，资金充足，银行存款利息收入增加。目前公司尚处于成长期，收入波动较大，年收入增长率也较高，相应地期间费用占营业收入的比例也在波动。

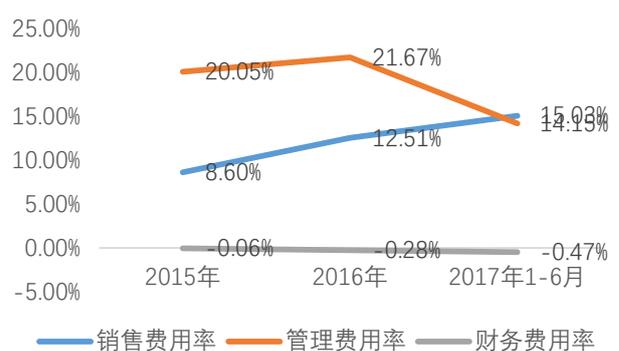
龙门 2015、16 年及 17H1 净利分别为 0.52 亿、0.70 亿、0.43 亿，净利持续增长主要系：①营业收入增幅大，业务规模扩大而固定成本分摊率降低所致；②期间费用管控加强，期间费用增长幅度低于营业收入增长幅度。

图 12：龙门 2015 年、16、17H1 毛利率分别为 72%、60.16%、53.55%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13：2015、16、17H1 期间费用率分别为 28.59%、33.90%、28.71%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 首次覆盖，给予买入评级

本次交易前，上市公司目前主要营业收入来自环保胶印油墨的研发、生产与销售。近年来，上市公司营业收入及利润增长缓慢，通过本次交易，上市公司将获得龙门教育 49.22% 的股权，增加发展前景广阔的教育培训业务。暂不考虑本次收购，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.15 元、0.15 元、0.17 元，对应 PE 分别为 93x、90x、84x。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 161.44 | 180.95 | 199.29 | 151.99 | 133.39 |
| 应收账款 | 134.37 | 140.43 | 137.37 | 130.82 | 148.10 |
| 预付账款 | 4.16 | 1.55 | 9.56 | 3.91 | 4.56 |
| 存货 | 67.08 | 65.36 | 63.92 | 65.19 | 65.54 |
| 其他 | 94.30 | 79.04 | 113.51 | 88.86 | 117.50 |
| 流动资产合计 | 461.35 | 467.33 | 523.64 | 440.78 | 469.08 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 306.85 | 300.50 | 308.17 | 335.83 | 362.48 |
| 在建工程 | 1.85 | 0.57 | 36.34 | 69.81 | 71.88 |
| 无形资产 | 28.53 | 28.78 | 27.89 | 27.01 | 26.12 |
| 其他 | 4.33 | 12.26 | 17.07 | 14.26 | 14.52 |
| 非流动资产合计 | 341.57 | 342.11 | 389.48 | 446.90 | 475.01 |
| 资产总计 | 802.92 | 809.44 | 913.12 | 887.68 | 944.09 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 84.86 | 82.49 | 100.56 | 78.24 | 104.82 |
| 其他 | 39.36 | 18.02 | 73.26 | 41.14 | 38.30 |
| 流动负债合计 | 124.23 | 100.51 | 173.82 | 119.38 | 143.12 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.68 | 0.23 | 0.30 | 0.40 |
| 非流动负债合计 | 0.00 | 0.68 | 0.23 | 0.30 | 0.40 |
| 负债合计 | 124.23 | 101.19 | 174.04 | 119.69 | 143.52 |
| 少数股东权益 | 0.00 | 3.16 | 3.16 | 3.17 | 3.17 |
| 股本 | 242.55 | 242.55 | 242.55 | 242.55 | 242.55 |
| 资本公积 | 200.63 | 200.63 | 200.63 | 200.63 | 200.63 |
| 留存收益 | 440.72 | 464.59 | 493.37 | 522.28 | 554.85 |
| 其他 | (205.21) | (202.68) | (200.63) | (200.63) | (200.63) |
| 股东权益合计 | 678.70 | 708.25 | 739.08 | 768.00 | 800.57 |
| 负债和股东权益总 | 802.92 | 809.44 | 913.12 | 887.68 | 944.09 |

| 现金流量表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 净利润 | 34.72 | 36.01 | 36.07 | 37.49 | 40.14 |
| 折旧摊销 | 25.36 | 31.28 | 17.44 | 19.77 | 22.16 |
| 财务费用 | 0.62 | (0.92) | (2.57) | (2.37) | (1.93) |
| 投资损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (3.84) | (6.30) | 30.07 | (15.98) | (23.34) |
| 其它 | (10.37) | (1.39) | 0.00 | 0.00 | 0.01 |
| 经营活动现金流 | 46.49 | 58.68 | 81.01 | 38.91 | 37.04 |
| 资本支出 | 39.10 | 23.12 | 60.45 | 79.92 | 49.90 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (68.91) | (46.25) | (120.45) | (159.92) | (99.90) |
| 投资活动现金流 | (29.81) | (23.13) | (60.00) | (80.00) | (50.00) |
| 债权融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 1.33 | 5.11 | 4.62 | 2.37 | 1.93 |
| 其他 | (6.51) | (14.08) | (7.30) | (8.58) | (7.57) |
| 筹资活动现金流 | (5.18) | (8.98) | (2.68) | (6.20) | (5.64) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 11.50 | 26.56 | 18.34 | (47.30) | (18.60) |

| 利润表(百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 495.08 | 489.74 | 514.23 | 539.94 | 561.54 |
| 营业成本 | 387.98 | 374.84 | 400.58 | 388.22 | 402.62 |
| 营业税金及附加 | 2.36 | 4.52 | 5.09 | 4.81 | 5.24 |
| 营业费用 | 29.60 | 33.60 | 35.48 | 38.88 | 38.75 |
| 管理费用 | 40.51 | 38.20 | 36.51 | 70.73 | 74.12 |
| 财务费用 | (2.91) | (2.58) | (2.57) | (2.37) | (1.93) |
| 资产减值损失 | 0.75 | 1.61 | 1.52 | 1.30 | 1.48 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 0.00 | 0.00 | (0.00) | (0.00) | (0.00) |
| 营业利润 | 36.78 | 39.55 | 37.61 | 38.39 | 41.25 |
| 营业外收入 | 4.09 | 4.37 | 5.14 | 4.53 | 4.68 |
| 营业外支出 | 0.14 | 0.10 | 0.11 | 0.12 | 0.11 |
| 利润总额 | 40.72 | 43.83 | 42.64 | 42.80 | 45.83 |
| 所得税 | 6.00 | 7.82 | 6.57 | 5.31 | 5.68 |
| 净利润 | 34.72 | 36.01 | 36.07 | 37.50 | 40.15 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.00 | 0.01 |
| 归属于母公司净利润 | 34.72 | 36.00 | 36.07 | 37.49 | 40.14 |
| 每股收益(元) | 0.14 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.17 |

| 主要财务比率 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | -4.98% | -1.08% | 5.00% | 5.00% | 4.00% |
| 营业利润 | -6.49% | 7.53% | -4.90% | 2.06% | 7.47% |
| 归属于母公司净利润 | -12.15% | 3.68% | 0.20% | 3.94% | 7.06% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 21.63% | 23.46% | 22.10% | 28.10% | 28.30% |
| 净利率 | 7.01% | 7.35% | 7.01% | 6.94% | 7.15% |
| ROE | 5.12% | 5.11% | 4.90% | 4.90% | 5.03% |
| ROIC | 6.24% | 5.92% | 5.75% | 6.03% | 5.72% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 15.47% | 12.50% | 19.06% | 13.48% | 15.20% |
| 净负债率 | -1.10% | -5.25% | -10.79% | -3.29% | -4.04% |
| 流动比率 | 3.71 | 4.65 | 3.01 | 3.69 | 3.28 |
| 速动比率 | 3.17 | 4.00 | 2.64 | 3.15 | 2.82 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 3.60 | 3.56 | 3.70 | 4.03 | 4.03 |
| 存货周转率 | 7.93 | 7.40 | 7.96 | 8.36 | 8.59 |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.61 | 0.60 | 0.60 | 0.61 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.14 | 0.15 | 0.15 | 0.15 | 0.17 |
| 每股经营现金流 | 0.19 | 0.24 | 0.33 | 0.16 | 0.15 |
| 每股净资产 | 2.80 | 2.91 | 3.03 | 3.15 | 3.29 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 97.10 | 93.65 | 93.47 | 89.92 | 83.99 |
| 市净率 | 4.97 | 4.78 | 4.58 | 4.41 | 4.23 |
| EV/EBITDA | 63.73 | 50.95 | 60.18 | 57.52 | 52.48 |
| EV/EBIT | 111.26 | 93.93 | 90.13 | 89.09 | 82.05 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 |
| 邮编：100031 | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518017 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-82566970 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-23913441 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |