

深耕钓鱼行业分享“体育盛宴”

■**公司是世界上最大的渔线轮生产企业**：公司专业从事渔线轮研发、制造、销售和服务，年产渔线轮 1300 多万只，为下游国际著名渔具品牌提供从创意、模具设计到规模化生产的全链条化服务。产品出口欧洲、美洲、日本、东南亚等 80 多个国家和地区，年销售额近 3 亿元。公司属于国家高新技术企业，注重研发设计，2014 年研发费用占营业收入的 3.17%，取得专利 82 项。公司投入大量资金进行设备自动化升级，未来立志于布局全产业链。

■**“水上高尔夫”钓鱼运动空间巨大**：根据 American Sportfishing Association 2011 报告数据，美国钓鱼参与者多达 3300 万，占美国总人口的 11%，钓鱼运动人群超过高尔夫球和网球爱好者的总和。钓鱼爱好者每年花在设备、许可证、旅游和其他钓鱼物件上的金额高达 480 亿美元 (ASA)。从中国发展情况来看，户外运动需求与日俱增，钓鱼运动在国内普及度逐年提高；另外随着老龄化和富裕程度提高，钓鱼运动群体逐年增加。同时欧美、日韩的渔具产业链向中国的转移仍在继续，高档产品需求提升，我们预计未来几年产业并购整合将在垂钓行业上演，行业龙头将有能力通过自身升级及并购完成全产业链布局，承接高档订单并进一步向品牌化发展。

■**体育“制造+服务”双轮驱动，深耕钓鱼行业分享“体育盛宴”**：公司利用在垂钓用具超过 20 年的产业经验及资源，进军垂钓服务及垂钓赛事运营。目前已经在上海滨海森林公园、宁波杭州湾国家湿地公园等地建立运营连锁路亚 (Lure) 钓鱼基地。同时公司与中国钓鱼运动协会 (CAA)、杭州湾国家湿地公园举办“中源欧佳杯”钓鱼邀请赛。参照美国钓具龙头纯钓公司和日本龙头 Daiwa 株式会社的发展历程给出很多启示：1、体育类公司受到宏观经济波动影响较小增长稳定。2、两家公司均围绕垂钓产业链做全品类化延伸。3、垂钓行业空间很大，两家国际龙头公司经过几十年发展仍保持高增长率，营收规模可观。

■**投资建议**：买入-B 投资评级。我们认为中源欧佳产品档次和利润的提升空间仍然十分巨大，同时公司加紧布局垂钓服务业，有助于培育潜在消费者、拓宽产品链条，公司有望在这一轮“体育盛宴”中分得一杯羹。我们预计公司 2015 年-2017 年将实现营业收入为 2.45 亿、2.91 亿、3.57 亿。2016 年-2017 年净利润增速分别为 37.4%、51.1%，成长性突出；首次给予买入-B 的投资评级。

■**风险提示**：渔具全产业链拓展不达预期；钓场开拓进程低于预期。

(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	29,630.9	27,857.7	24,500.0	29,120.0	35,700.0
净利润	1,966.4	1,783.0	1,811.3	2,489.0	3,761.5
每股收益(元)	0.23	0.21	0.21	0.29	0.44
每股净资产(元)	3.14	3.35	3.57	3.86	4.30

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	30.5	33.7	33.1	24.1	16.0
市净率(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
净利润率	6.6%	6.4%	7.4%	8.5%	10.5%
净资产收益率	7.4%	6.3%	6.0%	7.6%	10.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC					

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-B**
首次评级

股价 (2016-02-15) **7.00 元**

交易数据

总市值 (百万元)	595.00
流通市值 (百万元)	206.50
总股本 (百万股)	85.00
流通股本 (百万股)	29.50
12 个月价格区间	

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.25	20.07	15.3
绝对收益	-1.27	-1.27	-1.27

诸海滨

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020005
zhuhb@essence.com.cn
021-68766170

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	29,630.9	27,857.7	24,500.0	29,120.0	35,700.0	成长性					
减:营业成本	22,668.1	21,316.1	18,718.6	21,904.9	25,970.0	营业收入增长率		-6.0%	-12.1%	18.9%	22.6%
营业税费	206.3	179.2	164.1	195.0	236.0	营业利润增长率		-2.2%	-0.6%	37.7%	56.4%
销售费用	1,094.5	990.9	888.2	1,055.7	1,286.1	净利润增长率		-9.3%	1.6%	37.4%	51.1%
管理费用	3,217.6	2,928.6	2,618.0	3,111.7	3,794.3	EBITDA 增长率		-8.1%	-4.6%	21.1%	38.5%
财务费用	305.1	26.2	-47.8	-112.9	-142.4	EBIT 增长率		-13.7%	-4.3%	35.3%	57.7%
资产减值损失	92.7	414.1	168.9	225.2	269.4	NOPLAT 增长率		-11.4%	-4.3%	35.3%	57.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率		11.9%	-36.6%	54.1%	-28.5%
投资和汇兑收益	0.1	-	0.0	0.0	0.0	净资产增长率		6.7%	6.4%	8.2%	11.5%
营业利润	2,046.7	2,002.5	1,989.9	2,740.4	4,286.7	利润率					
加:营业外净收支	333.6	97.9	143.8	191.8	144.5	毛利率	23.5%	23.5%	23.6%	24.8%	27.3%
利润总额	2,380.3	2,100.4	2,133.8	2,932.2	4,431.2	营业利润率	6.9%	7.2%	8.1%	9.4%	12.0%
减:所得税	414.0	317.5	322.5	443.2	669.7	净利润率	6.6%	6.4%	7.4%	8.5%	10.5%
净利润	1,966.4	1,783.0	1,811.3	2,489.0	3,761.5	EBITDA/营业收入	12.5%	12.2%	13.3%	13.5%	15.3%
						EBIT/营业收入	7.9%	7.3%	7.9%	9.0%	11.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	68	154	176	134	97
						流动资产周转天数	30	85	53	57	69
						流动营业资本周转天数	145	319	312	315	341
						应收账款周转天数	55	131	93	93	105
						存货周转天数	75	162	118	116	126
						总资产周转天数	271	586	604	545	515
						投资资本周转天数	155	350	344	285	242
						投资回报率					
						ROE	7.4%	6.3%	6.0%	7.6%	10.3%
						ROA	4.4%	3.9%	5.0%	4.8%	7.5%
						ROIC	6.7%	5.8%	12.3%	12.6%	
						费用率					
						销售费用率	3.7%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
						管理费用率	10.9%	10.5%	10.7%	10.7%	10.6%
						财务费用率	1.0%	0.1%	-0.2%	-0.4%	-0.4%
						三费/营业收入	15.6%	14.2%	14.1%	13.9%	13.8%
						偿债能力					
						资产负债率	40.2%	38.1%	16.4%	36.8%	27.2%
						负债权益比	67.2%	61.5%	19.6%	58.2%	37.3%
						流动比率	1.33	1.45	2.87	1.78	2.46
						速动比率	0.65	0.73	2.31	0.97	1.76
						利息保障倍数	7.71	77.45	-40.63	-23.26	-29.10
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,966.4	1,783.0	1,811.3	2,489.0	3,761.5	EPS(元)	0.23	0.21	0.21	0.29	0.44
加:折旧和摊销	1,359.5	1,381.2	1,311.1	1,311.1	1,311.1	BVPS(元)	3.14	3.35	3.57	3.86	4.30
资产减值准备	92.7	414.1	-	-	-	PE(X)	30.5	33.7	33.1	24.1	16.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
财务费用	309.8	39.0	-47.8	-112.9	-142.4	P/FCF	-2.7	-80.8	5.6	-8.2	5.1
投资损失	-0.1	-	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	2.0	2.2	2.4	2.1	1.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	14.7	14.0	8.0
营运资金的变动	588.8	-3,197.8	9,227.5	-11,159.2	6,665.4	CAGR(%)	8.2%	28.3%		8.2%	28.3%
经营活动产生现金流量	3,572.2	49.1	12,302.0	-7,472.1	11,595.5	PEG	3.7	1.2		2.9	0.6
投资活动产生现金流量	-2,316.8	-1,342.6	0.0	0.0	0.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-703.3	335.6	-1,574.3	112.9	142.4	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先三板成分指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与三板成分指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后三板成分指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于三板成分指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于三板成分指数波动；

■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034