

裕同科技 (002831)

裕乘客户享红利，同逐转型谋发展

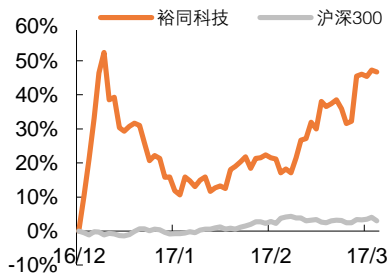
推荐 (首次)

现价: 77.28 元

主要数据

行业	造纸及纸制品业
公司网址	www.szyuto.com
大股东/持股	吴兰兰/52.75%
实际控制人/持股	吴兰兰和王华君/63.66%
总股本(百万股)	400.01
流通 A 股(百万股)	40.01
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	309.1
流通市值(亿元)	30.91
每股净资产(元)	7.08
资产负债率(%)	51.21%

行情走势图



证券分析师

鄒祝兵 投资咨询资格编号
S1060511110001
0755-22621410
YANZHUBING290@PINGAN.COM.CN

邵青 投资咨询资格编号
S1060511010002
0755-22622740
SHAOQING001@PINGAN.COM.CN

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

平安观点:

- **包装行业集中度有望提升，国家政策推动纸包装行业发展。**在供给侧改革下，我国纸包装行业被迫去产能，同时由于上游造纸行业集中度较高，包装小厂不具备竞争优势将面临亏损退出，纸包装行业集中度有望得到提升。2016年12月，中国包装联合会在《中国包装工业发展规划(2016-2020年)》提到我国包装行业未来三大发展方向分别为绿色包装、智能包装和安全包装。包装整体解决方案业务模式将包装供应链的管理和控制权转移至单个包装供应商，有效地降低了下游客户在包装行业传统业务模式下的运营成本，现已成为全球包装行业的发展趋势。
- **上游原纸成本上涨趋势放缓，下游行业需求快速增长，纸包装行业景气度上行。**从2017年3月7日起，上游瓦楞纸价格开始下跌。我们预测未来其它原纸价格上涨有限，将极大利好纸包装行业。下游行业需求快速增长，全球智能手机2016年总出货量为14.71亿部，创下了整个市场的新纪录。全球平板和PC的出货量在未来将保持稳定，中国彩电、空调、家用冰箱、家用洗衣机的销售量均保持增长趋势。中国规模以上快递业务量从2012年的56.85亿件增长至2016年的312.83亿件，年均增速达到53.16%，拉动纸包装行业需求增长。2015年中国纸包装业产值约为0.74万亿元，约占包装行业总产值43.79%。据中商情报网统计的数据显示，中国纸包装行业未来2-3年将保持8-10%的增长率，预计2019年纸包装行业有16%左右的增长率，中国正在向包装大国向包装强国迈进。
- **公司拥有优质客户，注重内生兼外延式驱动发展，着手“互联网+包装”。**公司致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案，现已基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，主要包括富士康、华为、三星等高端品牌客户，同时公司还积极向烟酒、化妆品、保健品、药品、食品等领域拓展客户。裕同科技拥有多家子公司，在我国印刷包装行业仍处于“碎片化”的格局下，公司的一体化多点布局策略具有明显的先发优势，未来公司会居于国外布局的需求，着手外延式发展实现跨区域销售，适时增设国外生产和服务基地。公司通过全资子公司云创科技布局互联网+，实现商务印刷、个性化定制、中小微企业包装的创新商业模式，2017年处于正式落地实施阶段。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司2016~2018年营业收入分别为55.37亿元、70.49亿元、86.55亿元，分别同比增长29.1%、27.3%、22.8%，归属于上市公司股东的净利润分别为8.74亿元、11.69亿元、14.72亿元，分别同比增长32.8%、33.7%、25.9%，按照最新股本摊薄后的每股收益分别为2.19元、2.92元、3.68元，考虑到公司在纸包装行业中的综合竞争优势以及公司未来业绩持续快速增长，我们首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。
- **风险提示：**行业经营环境变化的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格波动的风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,665	4,290	5,537	7,049	8,655
YoY(%)	41.3	17.0	29.1	27.3	22.8
净利润(百万元)	562	658	874	1,169	1,472
YoY(%)	99.8	17.1	32.8	33.7	25.9
毛利率(%)	33.5	31.0	31.9	32.4	32.6
净利率(%)	15.3	15.3	15.8	16.6	17.0
ROE(%)	34.0	30.3	19.4	20.6	20.6
EPS(摊薄/元)	1.41	1.65	2.19	2.92	3.68
P/E(倍)	55.0	47.0	35.4	26.4	21.0
P/B(倍)	19.0	14.5	10.3	5.5	4.4

正文目录

一、公司介绍	5
1.1、公司简介	5
1.2、股权结构	5
1.3、业务情况	6
二、纸包装行业产值增加，集中度或将提高	8
2.1、包装行业产值持续增加，纸包装行业景气持续上行	8
2.2、2016 年上游原纸成本上涨，未来原纸价格上涨将有限	10
2.3、居民消费水平提高，下游行业需求稳步增长	13
2.4、上下游行业呈高度集中，加快纸包装行业提升集中度	16
三、国家政策助力，推动纸包装行业发展	17
3.1、包装行业转型升级，未来发展三大方向	17
3.2、行业高端需求增加，未来将向包装一体化发展	18
四、公司业务分析	20
4.1、专注高端包装，聚焦包装整体解决方案	20
4.2、拥有优质客户，共享消费红利	21
4.3、上游造纸原材料上涨并未对公司造成重大不利影响	24
4.3、重视技术研发，提高产品设计品质	25
4.4、布局全球，着手“互联网+包装”	28
五、财务分析	29
5.1、可比公司简介	29
5.2、盈利能力分析	31
5.3、成长能力分析	32
5.4、资本结构分析	32
5.5、营运能力分析	33
六、盈利预测与投资评级	33
6.1、盈利预测假设	33
6.2、投资建议	34
七、风险提示	34
7.1、行业经营环境变化的风险	34
7.2、行业竞争加剧的风险	34
7.3、主要原材料价格波动的风险	34

图表目录

图表 1	公司历史沿革	5
图表 2	公司前十大股东情况(截止到 2016 年 12 月 16 日)	5
图表 3	王华君和吴兰兰夫妇为公司实际控制人	6
图表 4	公司营业收入不断增长(亿元)	7
图表 5	公司归属于母公司股东的净利润快速增长(亿元)	7
图表 6	公司主营业务收入中彩盒收入占比最高	7
图表 7	公司主营业务收入大部分来源于出口收入	7
图表 8	公司消费类电子产品销售收入不断增长	8
图表 9	公司主营业务收入中消费类电子产品收入占比最高	8
图表 10	包装材料分类	8
图表 11	全球纸包装行业在整个包装行业的占比最大(2011 年)	9
图表 12	2014~2020 年全球纸质包装产值年均增速达到 6%	9
图表 13	中国包装行业总产值不断增长(万亿元)	9
图表 14	中国纸包装行业产值不断增长	9
图表 15	2016 年第二季度造纸及纸制品业企业景气指数快速回升	10
图表 16	中国废纸价格上涨(元/吨)	11
图表 17	中国煤炭价格指数上涨	11
图表 18	2011~2014 年造纸行业完成“十二五”期间淘汰落后产能 1000 万吨的目标	11
图表 19	2012~2016 年造纸企业数量下降约 5000 家左右	11
图表 20	瓦楞纸价格从 2017 年 3 月 7 日起开始下跌(元/吨)	12
图表 21	灰底白板纸价格上涨趋势放缓(元/吨)	12
图表 22	双胶纸价格上涨趋势放缓(元/吨)	12
图表 23	铜版纸价格上涨趋势放缓(元/吨)	12
图表 24	中国居民年消费水平不断提高(元)	13
图表 25	下游计算机、通信和其他电子设备制造业企业景气指数不断增长	13
图表 26	全球智能手机出货量不断增长(亿部)	14
图表 27	全球平板、PC 出货量在 2016 年第一季度短暂下滑后恢复增长	14
图表 28	中国家用电器产量保持增长趋势	15
图表 29	中国电子商务市场交易规模不断增长(万亿元)	15
图表 30	中国规模以上快递业务量不断增长(亿件)	15
图表 31	网购群体年轻化有望推动定制包装的发展	16
图表 32	美国纸包装行业集中度高	16
图表 33	中国大陆纸包装行业集中度低	16
图表 34	中国包装行业相关政策	17
图表 35	绿色包装要求坚决反对过度包装	18
图表 36	绿色包装材料分类	18

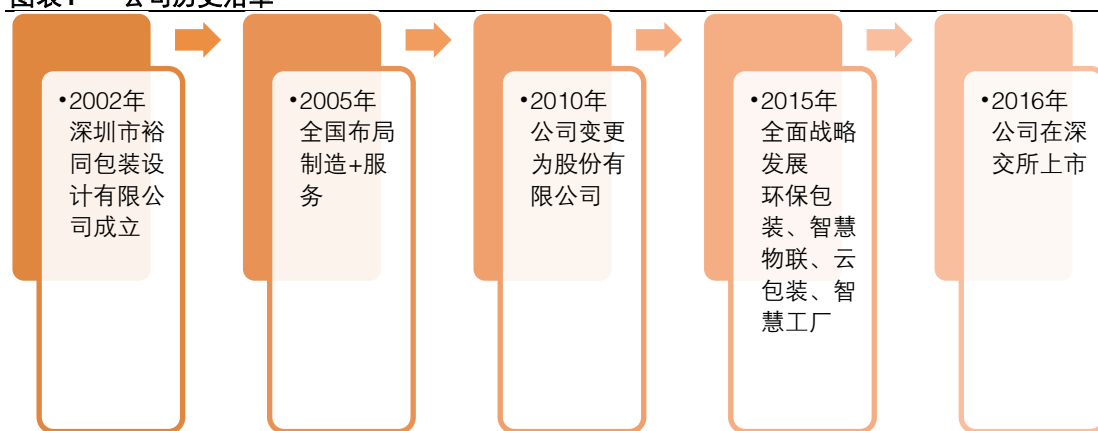
图表 37	包装行业传统业务模式	19
图表 38	包装整体解决方案业务模式	19
图表 39	国际领先包装企业 WestRock 收购 MPS	20
图表 40	公司专注于高端包装	20
图表 41	公司重视智能包装	20
图表 42	裕同科技包装整体解决方案	21
图表 43	公司拥有优质客户资源	22
图表 44	公司与主要客户保持长期合作（年）	22
图表 45	2016 年全球智能手机市场份额	22
图表 46	全球大部分智能手机企业出货量保持增长（亿台）	23
图表 47	苹果营业收入在 2016 年短暂下跌后恢复增长	23
图表 48	iPhone 收入占苹果营业收入的比重提升	23
图表 49	公司烟酒类包装产品销售收入在 2013~2015 年保持增长趋势	24
图表 50	公司其他产品收入在 2013~2015 年保持增长趋势	24
图表 51	上游四种原纸材料占公司营业成本的比重逐年下降	24
图表 52	公司取得的商标及专利（部分）	25
图表 53	公司自主研发多项包装材料	26
图表 54	公司 3D 技术研发成果	26
图表 55	公司多次获得设计相关奖项	27
图表 56	2016 年公司凭泸州老窖包装获得 IF 大奖	27
图表 57	公司所获认证及荣誉	28
图表 58	公司拥有一系列国际认证保障产品质量	28
图表 59	公司拥有多家子公司展开全面布局（部分）	28
图表 60	公司布局全球及国内重点城市	29
图表 61	裕同科技通过外延式收购打造多方位业务	29
图表 62	公司销售毛利率处于行业上游水平	31
图表 63	公司净资产收益率一直高于同行业可比公司	31
图表 64	公司营业收入增速在 2015 年短暂下滑后恢复增长	32
图表 65	公司扣非后归属于母公司股东净利润增速在 2015 年短暂下滑后恢复增长	32
图表 66	公司资产负债率处于行业较高水平	32
图表 67	公司流动比率处于行业较低水平	32
图表 68	公司应收账款周转率（次）	33
图表 69	公司存货周转率（次）	33
图表 70	公司盈利预测	34

一、公司介绍

1.1、公司简介

深圳市裕同包装科技股份有限公司成立于 2002 年，2005 年公司展开全国布局，重点关注制造+服务。2010 年公司变更为股份有限公司，2015 年公司着手全面发展战略，布局环保包装、智慧物联、云包装和智慧工厂领域。2016 年 12 月，公司成功在深交所上市。裕同科技作为高端品牌包装整体方案提供商，重点为客户提供“一体化产品制造和供应解决方案、创意设计 with 研发创新解决方案、多区域运营及服务解决方案”。公司在专注于消费类电子产品纸质包装的同时，注重业务多元化，积极拓展彩盒、礼盒、说明书、不干胶贴纸、纸箱、纸托等包装业务，产品类型覆盖各类环保印刷包装产品。

图表1 公司历史沿革



资料来源：公司网站、平安证券研究所

1.2、股权结构

截止到 2016 年 12 月 16 日，公司第一大股东为吴兰兰，持有公司 21099.87 万股，占公司总股本比例为 52.75%，第二大股东为王华君，持有公司 4365 万股，占公司总股本比例为 10.91%，第三大股东为鸿富锦精密工业（深圳）有限公司，持有公司 1793.16 万股，占公司总股本比例为 4.48%，第四大股东为北京君联睿智创业投资中心（有限合伙），持有公司 1774.8 万股，占公司总股本比例为 4.44%，第五大股东为刘波，持有公司 1658.7 万股，占公司总股本比例为 4.15%。其中，王华君与吴兰兰为夫妻关系，吴兰兰与刘波为姐妹关系。本次公开发行前后，公司的实际控制人始终为王华君和吴兰兰夫妇。

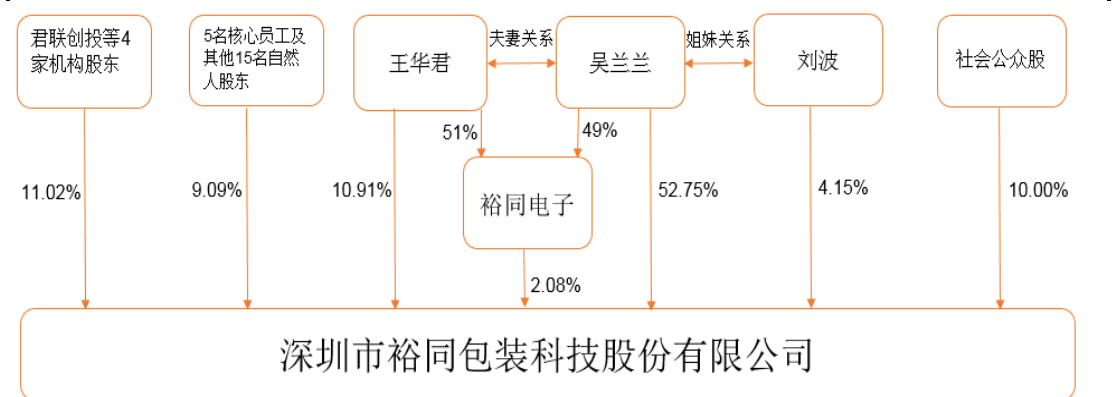
图表2 公司前十大股东情况(截止到 2016 年 12 月 16 日)

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1	吴兰兰	210,998,700	52.75
2	王华君	43,650,000	10.91
3	鸿富锦精密工业（深圳）有限公司	17,931,600	4.48
4	北京君联睿智创业投资中心（有限合伙）	17,748,000	4.44
5	刘波	16,587,000	4.15

排名	股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
6	孙嫚均	16,347,600	4.09
7	深圳市裕同电子有限公司	8,334,900	2.08
8	湖南湖大海捷津杉创业投资有限公司	6,260,870	1.57
9	罗鸣	5,547,600	1.39
10	徐金洲	3,492,000	0.87
合计		346,898,270	86.72

资料来源: Wind、平安证券研究所

图表3 王华君和吴兰兰夫妇为公司实际控制人



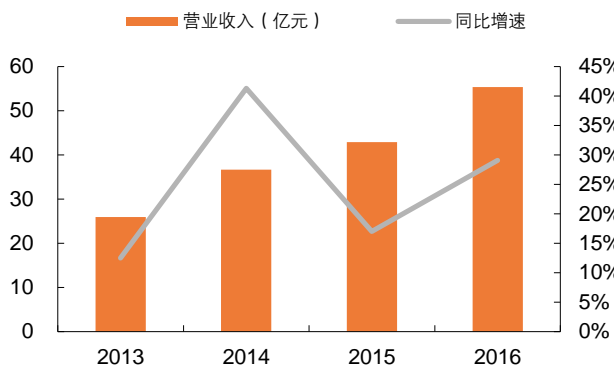
资料来源: 公司招股说明书、平安证券研究所

1.3、业务情况

公司立足国内,已拥有多家子公司,在全国各地设有生产基地,拥有高端加工制造设备,并积极拓展海外市场。裕同科技长期保持与世界知名消费品品牌合作,终端客户包括华为、联想、红塔集团、泸州老窖等国内外知名品牌企业,致力于成为高端包装方案提供商。公司主营业务为纸质包装产品的研发、设计、生产与销售,其产品覆盖彩盒(含精品盒)、说明书、纸箱、不干胶贴纸等全系列高端纸质包装印刷产品,为移动智能终端、笔记本电脑、游戏机、液晶显示器、计算机外围设备、数码电子产品、高档烟酒、化妆品及高端奢侈品等客户提供服务,目前已经基本实现消费类电子领域的全面覆盖。

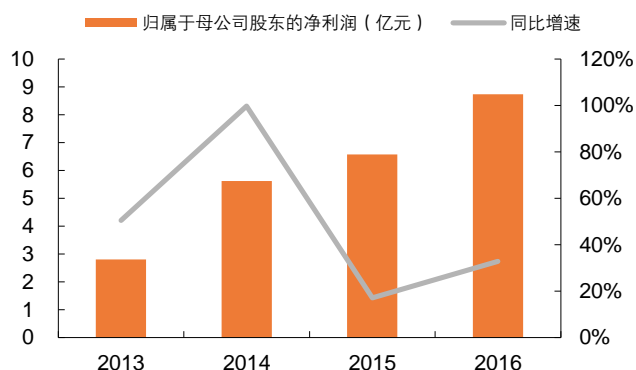
公司主营业务为高端纸质包装产品的研发、设计、生产与销售,2013~2016年公司营业收入从25.94亿元增长至55.37亿元,年均增速约为28.76%,保持不断增长态势。公司归属于母公司股东的净利润从2013年的2.81亿元增长至2016年的8.74亿元,年均增速为45.97%,保持高速增长趋势。

图表4 公司营业收入不断增长(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表5 公司归属于母公司股东的净利润快速增长(亿元)

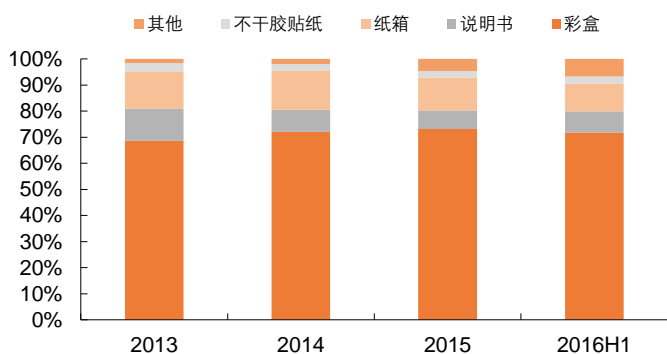


资料来源: Wind、平安证券研究所

公司主营业务收入主要来源于彩盒、说明书与纸箱的销售,三者收入占主营业务收入的90%以上。其中,彩盒收入占比较高,由2013年的68.66%增长至2015年的73.10%,2016年上半年彩盒销售额占比达到71.81%;说明书的销售额保持平稳,由2013年的3.12亿元略微下降到2015年的3.04亿元,2016年上半年说明书销售额增长较快,达到1.61亿元;纸箱的销售额占比在报告期内有所下降,由2014年的15.09%下降至2015年的12.59%,2016年上半年纸箱销售额占比为10.66%;不干胶贴纸销售额占比较小,由2013年的3.18%下降至2015年的2.55%,2016年上半年为2.77%。

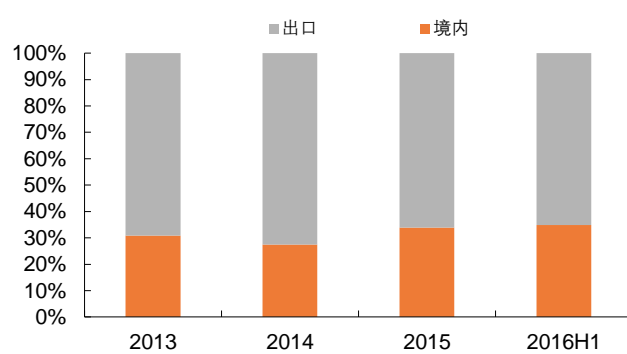
公司立足国内,已拥有多家子公司,在全国各地设有生产基地,拥有高端加工制造设备,并积极拓展海外市场。分地区来看,公司主营业务收入大部分来源于出口收入,出口收入占主营业务收入比例保持在65%以上。

图表6 公司主营业务收入中彩盒收入占比最高



资料来源: 公司招股说明书、平安证券研究所

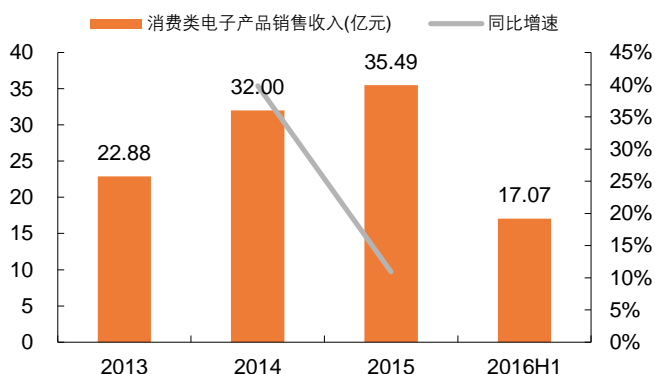
图表7 公司主营业务收入大部分来源于出口收入



资料来源: 公司招股说明书、平安证券研究所

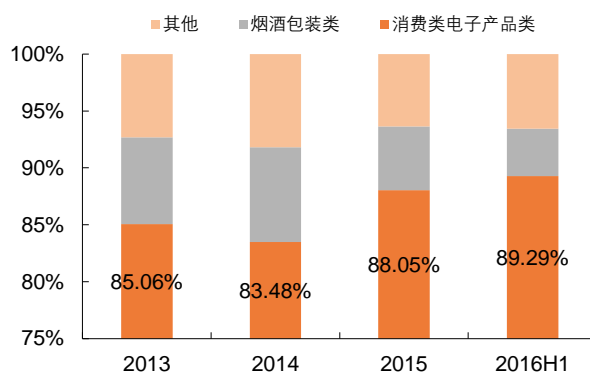
按终端产品行业来看,公司主营业务收入中大部分来源于消费类电子包装物产品的销售。随着智能手机、网络设备等高端消费类电子产品市场的繁荣,带动公司消费类电子包装物产品销售收入的持续增长。2013年~2016年上半年,包括移动智能终端及网络设备产品、电脑及周边设备、游戏机在内的消费类电子终端产品销售收入分别为22.88亿元、32.00亿元、35.49亿元、17.07亿元;消费类电子终端产品收入占当期主营业务收入比例分别为85.06%、83.48%、88.05%、89.29%。

图表8 公司消费类电子产品销售收入不断增长



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表9 公司主营业务收入中消费类电子产品收入占比最高



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

二、 纸包装行业产值增加，集中度或将提高

2.1、包装行业产值持续增加，纸包装行业景气持续上行

按包装材料分，包装产品主要分为纸质包装、塑料包装、金属包装。纸质包装具有原料来源广泛、占产品成本比重较低、便于物流搬运、易于储存和回收等诸多优势，随着生产工艺和技术水平的不断提高，纸质包装产品已经可以部分取代塑料包装、玻璃包装、铝材包装、铁皮包装等多种包装形式，应用范围越来越广。由于纸质包装可再生利用，绿色环保，可较好地提高经济效益，是市场经济的理想选择，也是循环经济的发展方向。

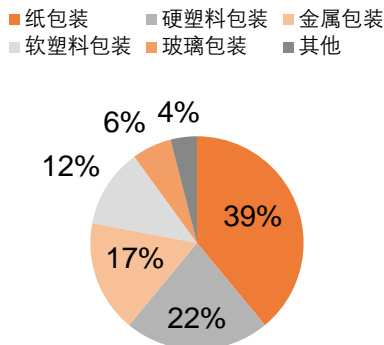
图表10 包装材料分类

	主要上游产业	主要下游产业	主要产品类型
纸质包装	造纸、油墨、机械设备	电子电器、食品、烟草、食品饮料、医药	彩盒（含精品盒）、纸箱、说明书、无菌复合纸包装、纸袋
塑料包装	化工原料、机械设备	食品、药品、服装、日化用品	软管产品、注塑产品、复合高阻隔包材
金属包装	金属制品、涂料、油墨、机械设备	食品、饮料、化工、药品、化妆品、军火	二片罐、三片罐、皇冠盖、易拉盖、食品罐、气雾罐

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

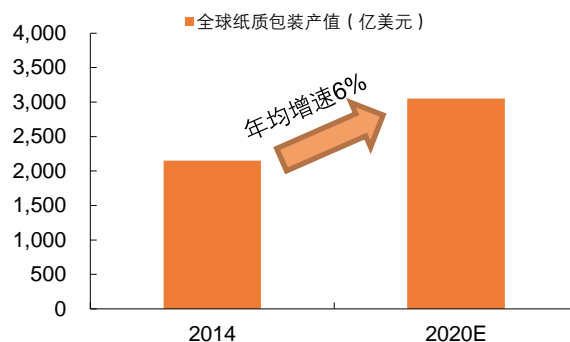
纸质包装是全球用量最大的包装材料，其产值保持逐年稳定增长的趋势。根据中国包装联合会的数据显示，2011年全球纸包装在整个包装行业中的占比为39%。根据 Research and Markets 的统计，2014年全球纸包装产值达到了2150亿美元，并将保持年均6%的增长，到2020年，全球纸质包装产值预计将达到3050亿美元。

图表11 全球纸包装行业在整个包装行业的占比最大 (2011年)



资料来源：中国包装联合会、平安证券研究所

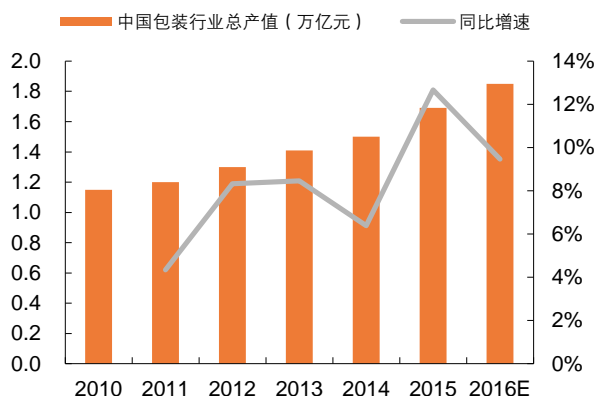
图表12 2014-2020年全球纸质包装产值年均增速达到6%



资料来源：公司招股说明书、Research and Markets、平安证券研究所

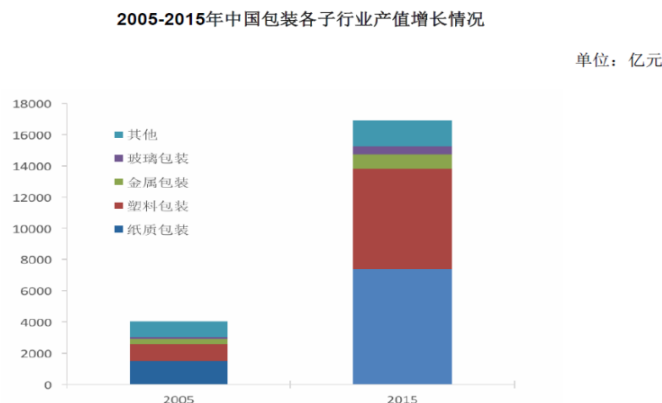
根据中商情报网的统计资料显示，中国包装工业的总体产值从2005年的0.40万亿元增长至2015年的1.69万亿元，复合年增长率达到15.45%左右。截至2016年11月上旬，我国包装工业总产值已经达到1.7万亿元。我们预测，2016年中国包装行业总产值将达到1.85万亿元，中国正在向包装强国迈进。未来2~3年根据 SmithersPira 公司预测，到2017年中国可能将接替美国位居包装行业总产值首位。其中纸质包装行业是中国包装产值贡献率最大的子行业，2015年纸包装业产值约为0.74万亿元，约占包装行业总产值43.79%。据中商情报网统计的数据显示，中国纸包装行业未来2~3年将保持8~10%的增长率，2019年纸包装行业预计将有16%的增长率。

图表13 中国包装行业总产值不断增长 (万亿元)



资料来源：中商情报网、中国包装联合会、中国产业信息网、平安证券研究所

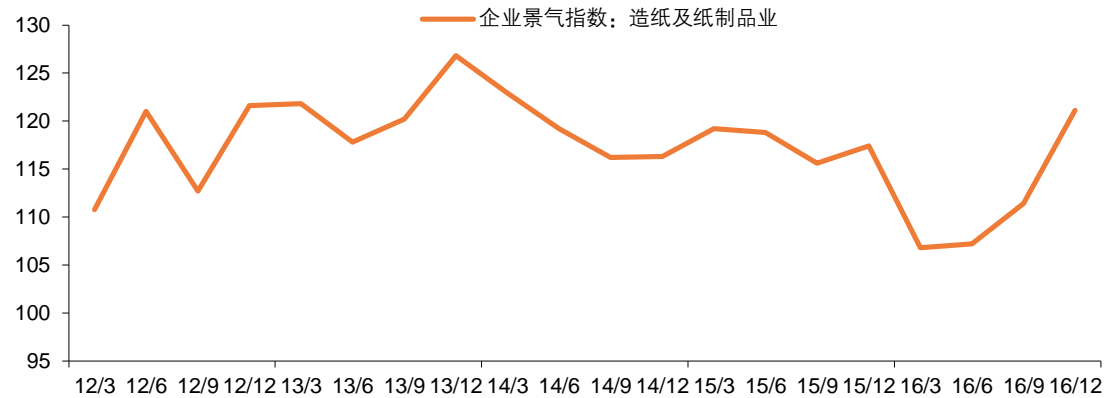
图表14 中国纸包装行业产值不断增长



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

我国纸包装行业一直保持稳定增长,尽管造纸及纸制品业企业景气指数在 2016 年第一季度有明显的下降,但是从 2016 年第二季度开始造纸及纸制品业企业景气指数呈现出快速回升趋势,表明纸包装行业景气度上行,未来发展机遇广阔。

图表15 2016 年第二季度造纸及纸制品业企业景气指数快速回升



资料来源: Wind、平安证券研究所

2.2、2016 年上游原纸成本上涨，未来原纸价格上涨将有限

纸质包装行业上游主要包括造纸行业、油墨行业和其他辅助材料行业，其中造纸行业是纸包装行业最主要的上游。

1、2016 年原纸价格上涨

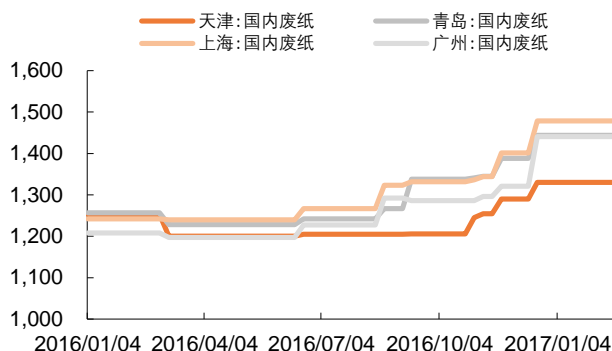
从 2016 年下半年开始，国内纸价开始出现明显上涨。这次涨势并非空穴来风，废纸、煤炭、运费等成本上涨是推动 2016 年底纸价涨价提速的主要原因。

废纸：由于国外造纸企业越来越多的使用废纸作为原料进行生产，2016 年以来，美废率先提价，2016 年 11 月 OCC 已达到 210 美元/吨左右。受美废影响，国废价格亦呈上涨趋势，截止到 2017 年 2 月 20 日，天津地区国内废纸价格较 2016 年最低点上涨约 10.83%，青岛地区国内废纸价格较 2016 年最低点上涨约 17.59%，上海地区国内废纸价格较 2016 年最低点上涨约 19.27%，广州地区国内废纸价格较 2016 年最低点上涨约 20.38%。

煤炭：受供给侧改革影响，煤炭作为过剩行业要去产能，使得产量减少价格上涨。目前，真正能为市场提供的煤炭产能是 28.6 亿吨，根本无法满足市场需求。所以，随着煤炭库存不断消耗，最终迎来了煤价价格的暴涨。截止到 2017 年 3 月 10 日，中国煤炭价格指数较 2016 年最低点上涨约 26.58%。

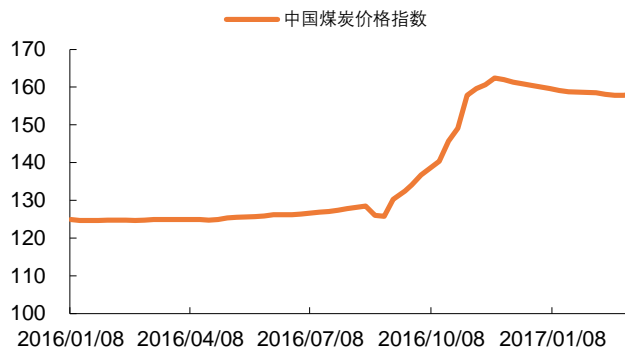
运费：2016 年 10 月起施行新修订的《超限运输车辆行驶公路管理规定》，致使全行业物流成本呈上升趋势，直接导致吨纸运输成本上升至少 200~300 元/吨，造纸企业为缓解成本压力提升纸价。

图表16 中国废纸价格上涨 (元/吨)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表17 中国煤炭价格指数上涨



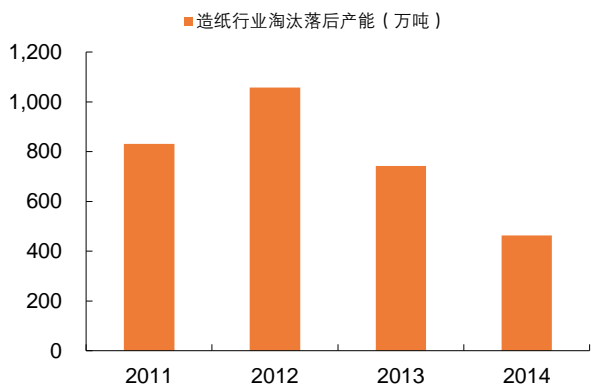
资料来源: Wind、平安证券研究所

面对环境污染、雾霾严重等问题, 2016年11月环境保护部发布《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》, 要求2017年加大造纸等8个行业的环保压力。环保压力加大会影响造纸供给, 随着废纸价格上扬、煤炭价格上涨、运费的增长以及环保重压, 造纸行业大量不合格的中小企业将面临淘汰与转型, 这直接影响了造纸供给并导致了原纸价格上涨。

2、从2017年3月起瓦楞纸价格下跌, 未来原纸价格继续上涨空间有限

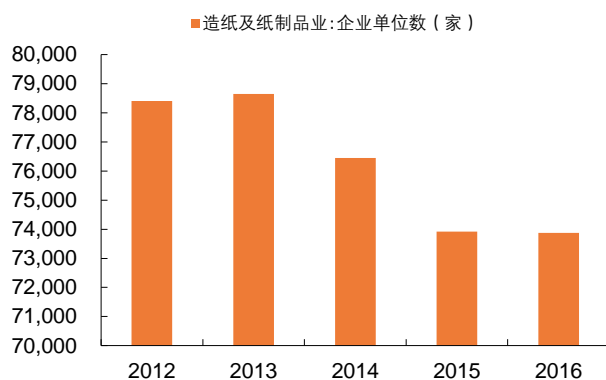
“十二五”期间, 造纸行业过剩产能已有所消化。2011~2014年造纸行业淘汰的落后产能分别为831万吨、1057万吨、742万吨、463.11万吨, 已完成“十二五”期间全国淘汰落后造纸产能1000万吨以上的目标。造纸企业数量从2012年的78399家减少至2016年的73878家, 造纸企业数量下降约5000家左右, 行业集中度得到大幅度提升。

图表18 2011~2014年造纸行业完成“十二五”期间淘汰落后产能1000万吨的目标



资料来源: 中国纸业网、平安证券研究所

图表19 2012~2016年造纸企业数量下降约5000家左右



资料来源: Wind、平安证券研究所

2017年3月中上旬, 原纸价格开始出现分化, 国内瓦楞纸价格开始回落, 且降幅相对明显。我们预计纸包装行业未来上游原纸价格上涨幅度有限, 主要原因有以下几点:

(1) 由于“十一五”、“十二五”期间造纸行业淘汰了大量落后产能, 行业集中度得到提高, 未来淘汰产能有限;

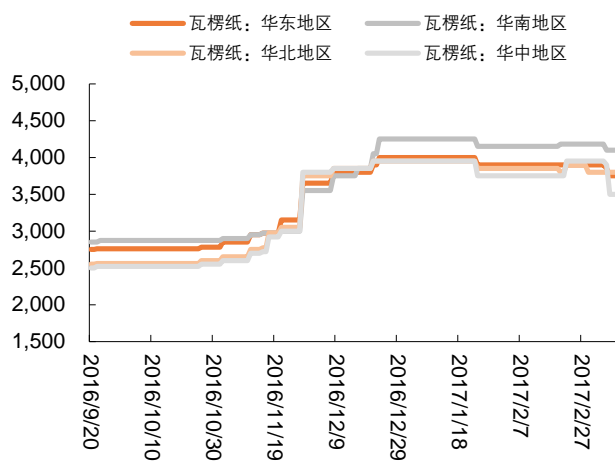
(2) 目前造纸业已经进入淡季，箱板纸、瓦楞纸价格达到阶段性高点，囤货量大于需求量，库存天数出现上升，预计未来纸价上扬可能性较小，有望缓解纸包装行业成本压力；

(3) 造纸上游成本上扬态势有所缓解，废纸价格维持稳定，煤炭价格开始回落，导致未来原纸价格较难继续大幅上扬；

(4) 前期纸价上扬会导致一些中小企业开工，形成价格压制并抑制纸价继续上扬；

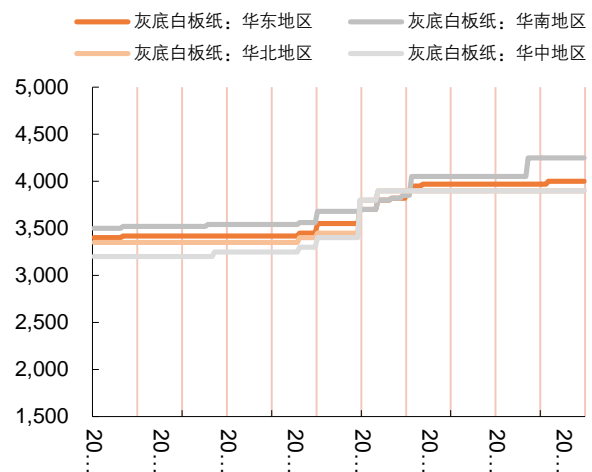
因此，我们预期未来纸价企稳回落将有利于下游纸包装企业盈利恢复。

图表20 瓦楞纸价格从2017年3月7日起开始下跌(元/吨)



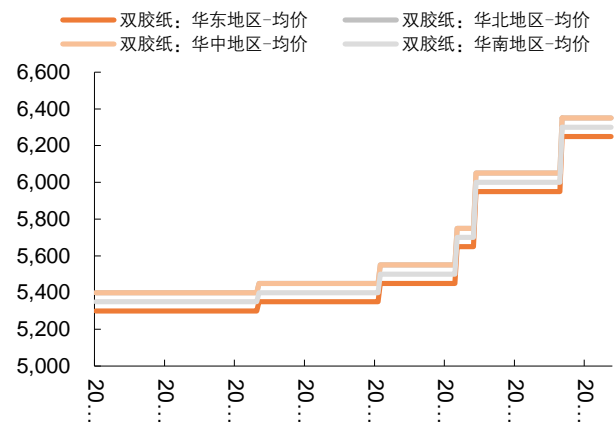
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表21 灰底白板纸价格上涨趋势放缓(元/吨)



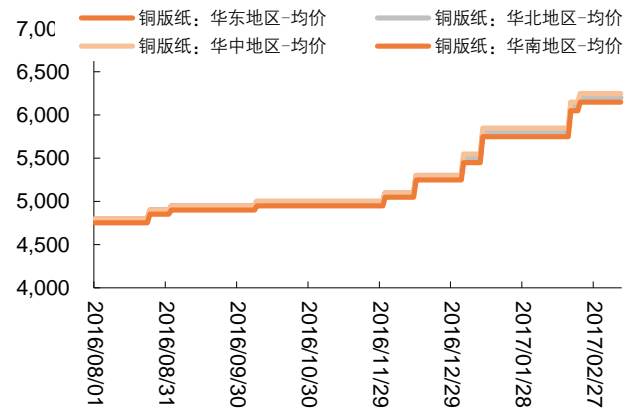
资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表22 双胶纸价格上涨趋势放缓(元/吨)



资料来源：百川资讯、平安证券研究所

图表23 铜版纸价格上涨趋势放缓(元/吨)

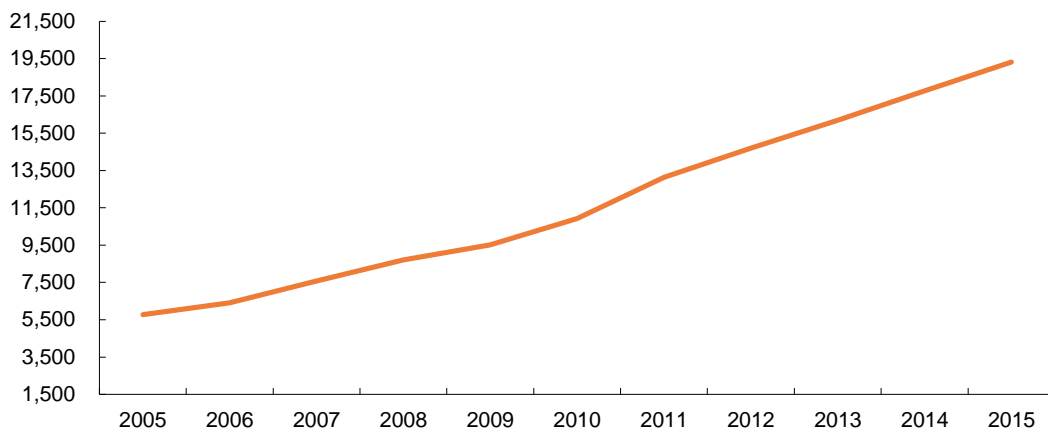


资料来源：百川资讯、平安证券研究所

2.3、居民消费水平提高，下游行业需求稳步增长

纸质包装行业下游主要包括消费电子行业、烟酒制造业、化妆品行业、奢侈品行业、医药行业等，随着我国经济的快速发展，我国居民年消费水平从 2005 年的 5771 元增长至 2015 年的 19308 元，居民购买力水平的提升以及消费观念的改变，将进一步拉动包装行业下游需求的稳步增长，纸包装行业产值有望保持稳定增长趋势。

图表24 中国居民年消费水平不断提高（元）

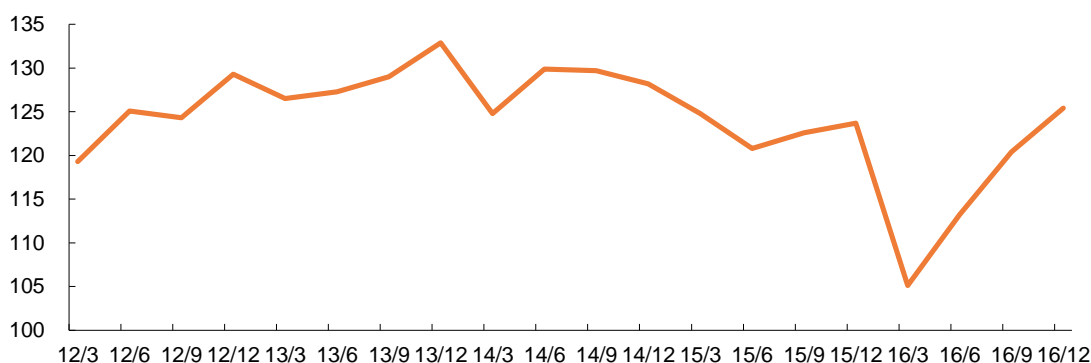


资料来源：Wind、平安证券研究所

（1）消费类电子景气度上行

公司主要的下游行业为消费类电子产品，下游行业景气度上升会拉动纸包装行业的需求。计算机、通信和其他电子设备制造业企业景气指数 2016 年第一季度仅为 105.10，计算机、通信和其他电子设备制造业企业景气指数在经历 2016 年第一季度的短暂下降后恢复增长，从 2016 年第二季度的 113.20 增长至 2016 年第四季度的 125.40。

图表25 下游计算机、通信和其他电子设备制造业企业景气指数不断增长

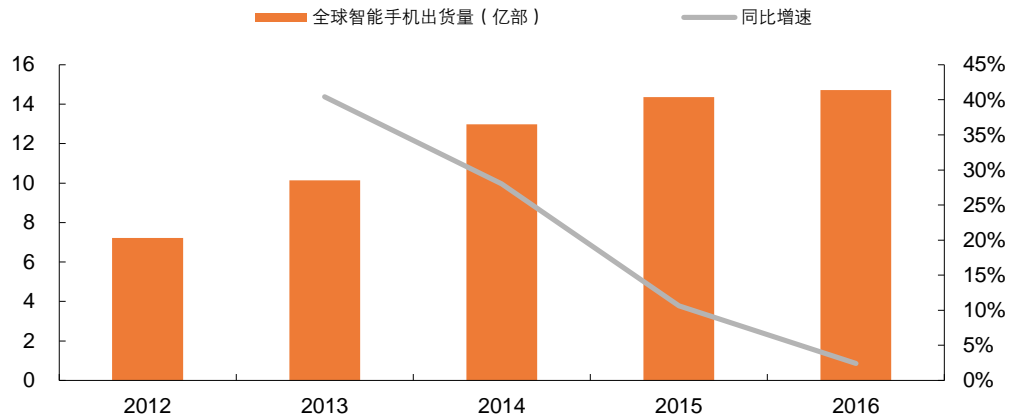


资料来源：Wind、平安证券研究所

2015 年全球智能手机出货量 14.36 亿部，相较于 2012 年的 7.22 亿部，年复合增长率达到 25.76%；2016 年前三季度全球智能手机出货量分别为 3.33 亿部、3.43 亿部、3.63 亿部，保持增长趋势，根

据 IDC 在 2017 年 2 月公布的 2016 年全球智能手机出货数据显示，2016 年度全球智能手机总出货量为 14.71 亿部，创下了整个市场的新纪录。

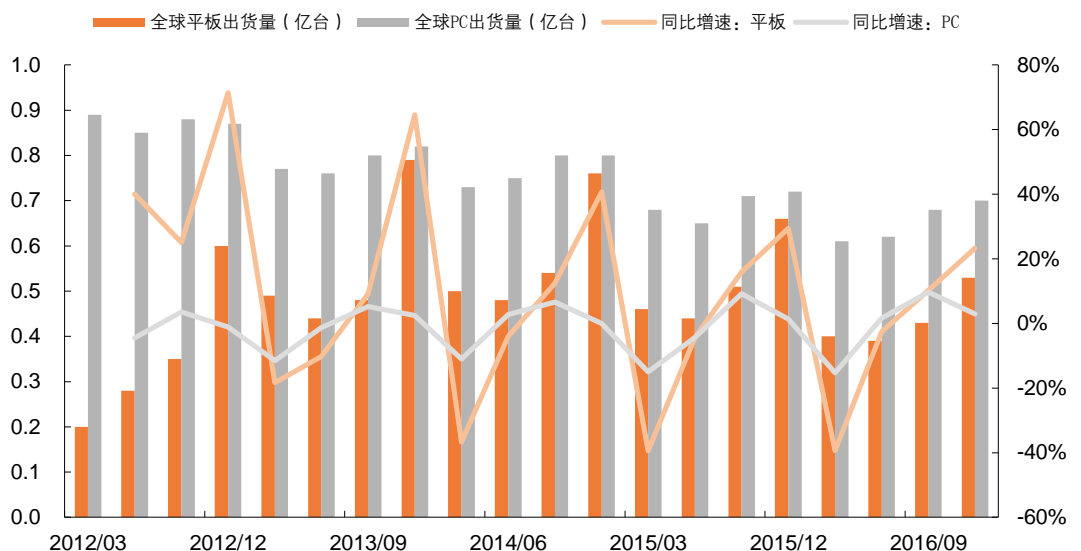
图表26 全球智能手机出货量不断增长（亿部）



资料来源：Wind、IDC、平安证券研究所

全球平板出货量在 2016 年第一季度虽然有明显下滑趋势，但从 2016 年第二季度开始全球平板出货量开始恢复增长，2016 年第四季度全球平板出货量为 0.53 亿台，未来平板需求将保持稳定。全球 PC 出货量在 2016 年第一季度短暂下滑后恢复增长趋势，2016 年第四季度全球 PC 出货量为 0.70 亿台，相较于 2016 年第三季度的 0.68 亿台增长了 0.02 亿台，环比增速为 2.94%。

图表27 全球平板、PC 出货量在 2016 年第一季度短暂下滑后恢复增长



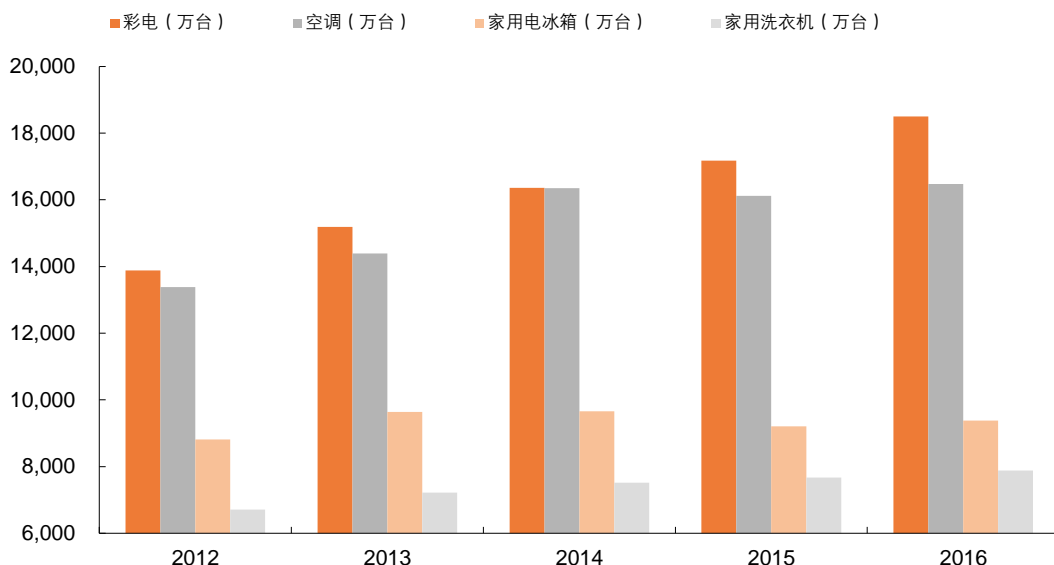
资料来源：Wind、平安证券研究所

(2) 中国家用电器保持稳定增长

中国家用电器产量保持增长趋势，彩电产量从 2012 年的 1.39 亿台增长至 2016 年的 1.85 亿台，年均增速达到 7.98%；空调产量从 2012 年的 1.34 亿台增长至 2016 年的 1.65 亿台，年均增速达到 5.34%；

家用电冰箱产量从 2012 年的 0.88 亿台增长至 2016 年的 0.94 亿台，年均增速达到 1.66%；家用洗衣机产量从 2012 年的 0.67 亿台增长至 2016 年的 0.79 亿台，年均增速达到 4.20%。

图表28 中国家用电器产量保持增长趋势

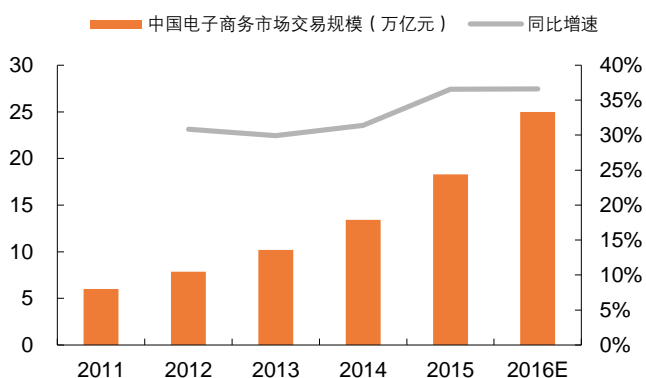


资料来源: Wind、平安证券研究所

(3) 中国电子商务迅速发展

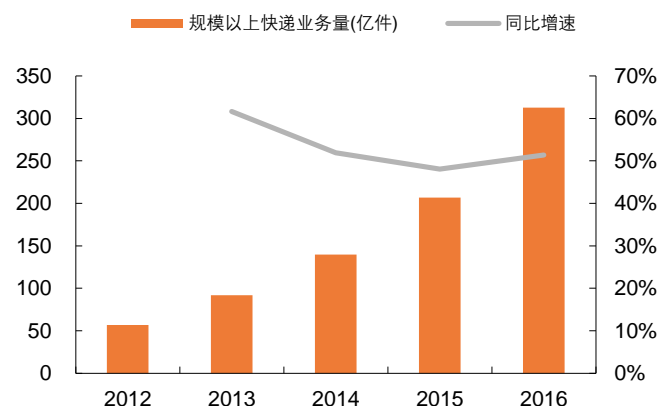
随着电子商务的兴起，网购成为新时代的主流。中国电子商务市场交易规模从 2011 年的 6 万亿元增长至 2015 年的 18.3 万亿元，年均增速达到 32.15%。根据中国电子商务研究中心数据显示，2016 年上半年中国电子商务市场交易规模达到 10.5 万亿元，我们预测 2016 年中国电子商务市场交易规模将达到 25 万亿元。中国规模以上快递业务量从 2012 年的 56.85 亿件增长至 2016 年的 312.83 亿件，年均增速达到 53.16%。

图表29 中国电子商务市场交易规模不断增长 (万亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

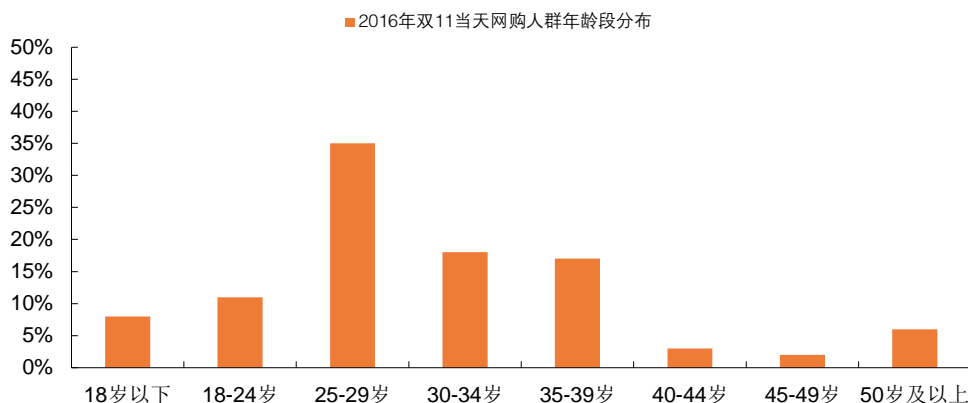
图表30 中国规模以上快递业务量不断增长 (亿件)



资料来源: Wind、平安证券研究所

网购消费拉动包装行业需求增长，网购群体趋于年轻化有望推动定制包装的发展。根据卧龙大数据统计的2016年双11当天网购人群年龄段分布显示，18~39岁的网购人群占比高达81%，其中25~29岁的年轻人群体占比达到35%，网购群体趋于年轻化。由于年轻人个性化需求强烈，会进一步推动定制包装的发展。

图表31 网购群体年轻化有望推动定制包装的发展

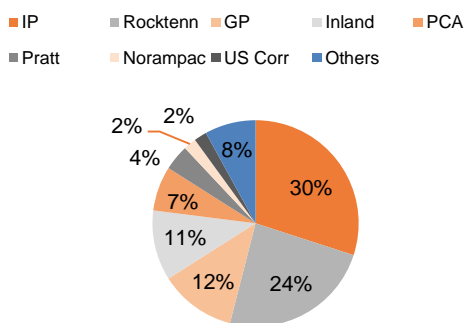


资料来源：卧龙大数据、平安证券研究所

2.4、上下游行业呈高度集中，加快纸包装行业提升集中度

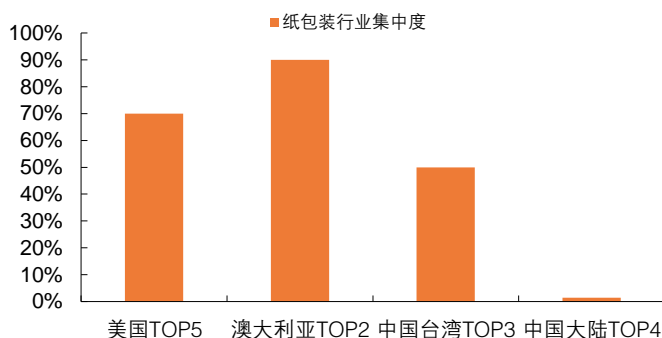
相对于国外成熟的纸包装行业市场，我国纸包装行业集中度较低。美国纸包装行业TOP5集中度大于70%，澳洲纸包装行业TOP2集中度达到了90%，中国台湾纸包装行业TOP3集中度为50%，但中国大陆纸包装行业TOP4集中度仅为1.5%。目前，我国纸包装行业中小企业居多，大量的重复建设导致同质化竞争严重，因此我国纸包装行业集中度较低，且中小企业盈利能力较弱。

图表32 美国纸包装行业集中度高



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

图表33 中国大陆纸包装行业集中度低



资料来源：中国包装网、中国产业研究网、平安证券研究所

目前我国面临着产能过剩问题，在供给侧改革背景下，我国纸包装行业有望被动去产能，兼并收购中小企业，提升行业集中度。同时，包装行业中小企业由于不具备竞争优势且运营成本较高，原纸上涨会加速中小企业出清。另外，由于上游造纸行业集中度较高，其议价能力较强，因此未来纸价下降空间有限将导致包装行业盈利下滑，包装小厂将面临亏损退出。

三、 国家政策助力，推动纸包装行业发展

3.1、包装行业转型升级，未来发展三大方向

包装行业是与国计民生密切相关的服务型制造业，在国民经济与社会发展中具有举足轻重的地位。包装行业在快速发展的同时仍然面临着大而不强的问题：行业自主创新能力弱，先进设备和关键技术进口依赖度高；绿色化生产方式与体系尚未有效形成；低档次、同质化产品生产企业重复建设问题突出等。为进一步提升我国包装行业的核心竞争力，巩固世界包装大国的地位，推动包装强国建设进程，国家颁布了一系列包装行业相关政策。

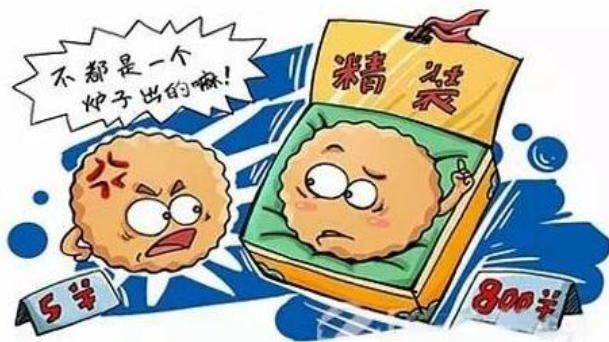
图表34 中国包装行业相关政策

时间	颁布机构	政策法规	相关内容及影响
2015年5月	国务院	《中国制造2025》	坚持“创新驱动、质量为先、绿色发展、结构优化、人才为本”的基本方针；坚持“市场主导、政府引导；立足当前、着眼长远；整体推进、重点突破；自主发展、开放合作”的基本原则，通过三步走实现制造强国的战略目标。
2016年11月	环境保护部	《关于实施工业污染源全面达标排放计划的通知》	到2017年底，钢铁、火电、水泥、煤炭、造纸、印染、污水处理厂、垃圾焚烧厂等8个行业达标计划实施取得明显成效，污染物排放标准体系和环境监管机制进一步完善，环境守法良好氛围基本形成。
2016年12月	工业和信息化部、财政部	《智能制造发展规划（2016-2020年）》	到2025年前，推进智能制造实施“两步走”战略：第一步，到2020年，智能制造发展基础和支撑能力明显增强，传统制造业重点领域基本实现数字化制造，有条件、有基础的重点产业智能转型取得明显进展；第二步，到2025年，智能制造支撑体系基本建立，重点产业初步实现智能转型。
2016年12月	中国包装联合会	《中国包装工业发展规划（2016-2020年）》	到“十三五”末，包装工业年收入达到2.5万亿元，包装产品贸易出口总额较“十二五”期间增长20%以上，全球市场占有率不低于20%。
2016年12月	工业和信息化部、商务部	《关于加快我国包装产业转型发展的指导意见》	到2020年，包装产业年主营业务收入达到2.5万亿元，形成15家以上年产值超过50亿元的企业或集团，上市公司和高新技术企业大幅增加。

资料来源：国务院、环境保护部、工业和信息化部、商务部、财政部、中国包装联合会、平安证券研究所

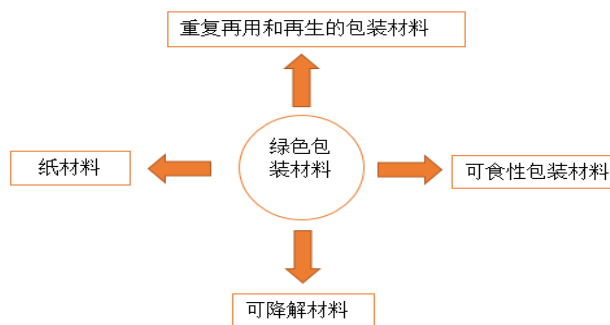
2016年12月，中国包装联合会在《中国包装工业发展规划（2016-2020年）》提到我国包装行业未来三大发展方向分别为绿色包装、智能包装和安全包装。在绿色包装方面，由于包装废弃物对环境的污染以及过度包装造成的资源浪费已经严重影响了社会的可持续发展，因此必须坚决反对过度包装，尽量使用绿色包装材料，努力实现由传统生产向绿色生产转变。其中绿色包装材料大体上可以分为重复再用和再生的包装材料，可食性包装材料、可降解材料和纸材料四大类。

图表35 绿色包装要求坚决反对过度包装



资料来源：印侠传媒、平安证券研究所

图表36 绿色包装材料分类



资料来源：MBA智库百科、平安证券研究所

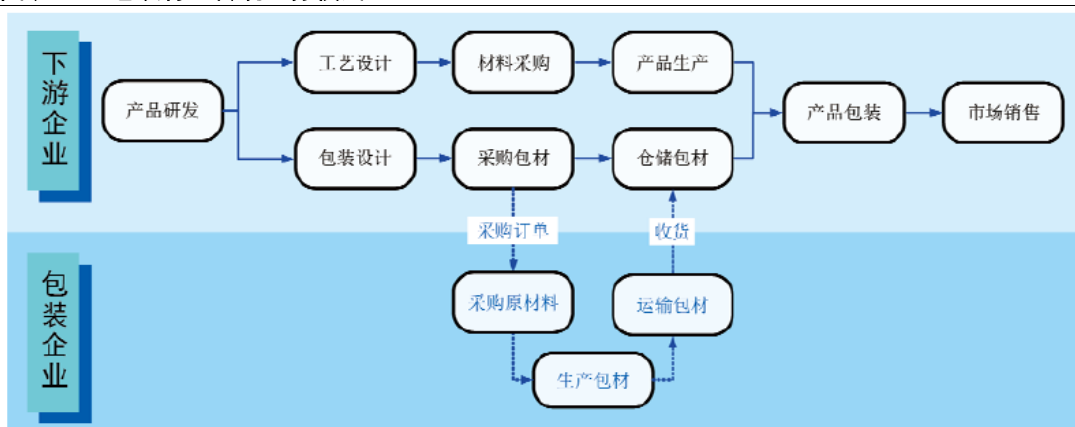
在智能包装方面，由于包装行业不仅属于传统制造业，而且又是服务型制造业，因此包装行业理应成为我国智能制造的主要力量。在《中国制造 2025》中，智能制造被定位为中国制造的主攻方向。2016 年 12 月，工信部发布的《智能制造发展规划（2016-2020）》中提出“到 2020 年传统制造业重点领域基本实现数字化制造”。《中国包装工业发展规划（2016-2020）》指出，到 2020 年，形成 48 个以上企业与行业级包装工业数据库或工业云服务平台，试点运行 10 个以上大型包装电子商务交易、公共服务、军民资源共享等平台。

在安全包装方面，随着消费者安全意识的普遍增强、包装内容物安全标准的不断提升以及军品包装的安全要求日益严格，发展安全包装，必须成为包装工业的自觉选择。《中国包装工业发展规划（2016-2020）》从大力研发包装防伪技术、包装保质技术和工业品包装防护技术等领域，明确了发展安全包装的主要技术攻关方向；从强化食品药品包装安全检测盒监管，建立包装储运安全实时监控平台、构建包装安全追溯管理网络等制支撑手段上，强化了安全包装的主体责任。《规划》指出，到 2020 年，实现 60% 以上的食品药品包装生产信息可查询、流向可追踪、责任可追溯、过期可召回。

3.2、行业高端需求增加，未来将向包装一体化发展

包装行业是典型的下游驱动型行业，在产业链中属于配套下游行业发展的行业。传统模式下包装行业与其下游行业关系的表现为包装产品的供给和需求，主要由下游客户对包装供应链进行管理和控制，并承担由此产生的多方面成本。随着经济全球化发展，印刷包装行业的下游客户注重集中发展核心业务，越来越趋于将非核心业务外包，以缩短和优化供应链。

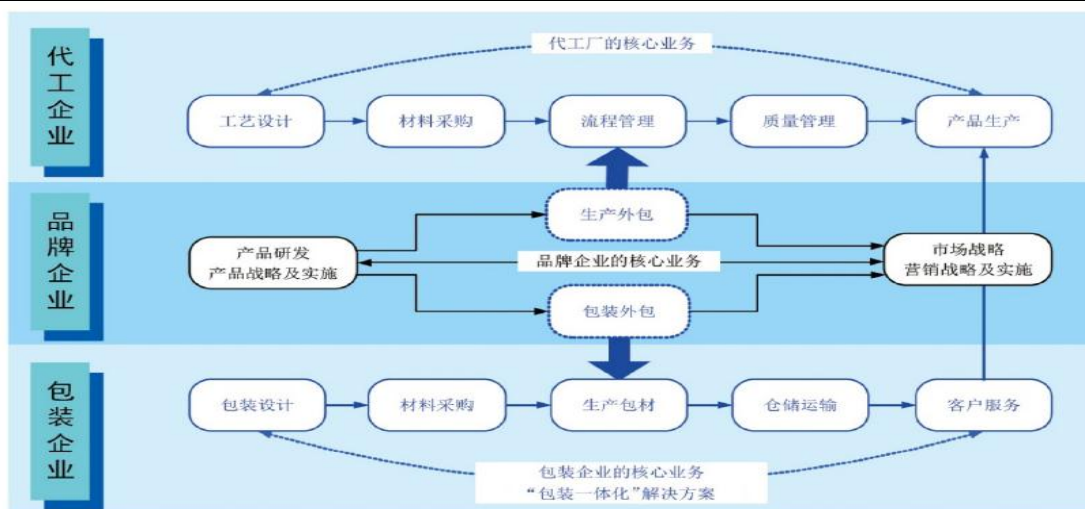
图表37 包装行业传统业务模式



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

包装整体解决方案，也称为包装一体化方案（IPS、TPS 或 CPS），是指为客户制造包装产品之外，还提供包装设计、第三方采购、物流配送、库存管理等一整套服务的运营模式。包装整体解决方案起源于美国并广泛应用于欧美发达地区，已成为全球包装行业的发展趋势。包装整体解决方案将包装供应商的关注点从产品本身转移到解决客户的实际问题上，将涵盖包装材料和包装供应链服务的整体解决方案作为产品销售给客户。包装整体解决方案业务模式将包装供应链的管理和控制权转移至单个包装供应商，有效地降低了下游客户在包装行业传统业务模式下的运营成本。

图表38 包装整体解决方案业务模式



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

受市场全球化、行业分工专业化、供应链价值优化等趋势的影响，纸质印刷包装行业广大的下游客户，特别是处于领先地位的高端企业，对包装供应商的包装整体解决方案服务能力的要求越来越高。为赢得高端品牌客户，国际领先的包装印刷企业纷纷结合自身的特点和优势，为客户提供包括研发、设计、采购、生产、JIT 供货等在内的一体化包装整体解决方案。2017 年 1 月，美国纸业包装巨头 WestRock 发布公告决定收购多功能包装解决方案国际公司（MPS）。

图表39 国际领先包装企业 WestRock 收购 MPS



资料来源：WestRock、平安证券研究所

四、 公司业务分析

4.1、 专注高端包装，聚焦包装整体解决方案

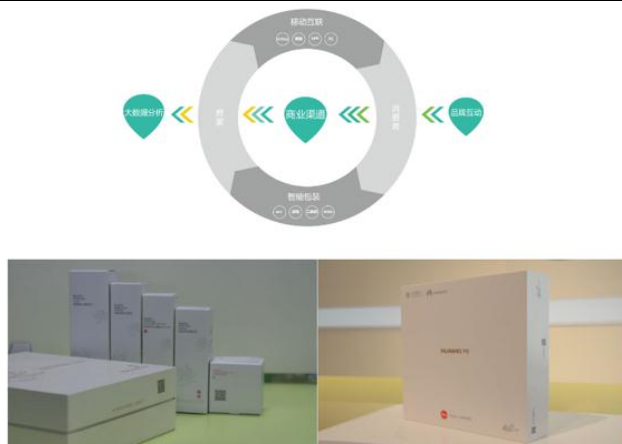
裕同科技为世界知名高端品牌客户提供相关产品包装服务，以彩盒（含精品盒）、说明书、纸箱、不干胶贴纸、缓冲材料包装等高端纸质印刷包装产品的生产为载体，专注于高端纸质包装产品的研发、设计、生产与销售。在智能包装方面，裕同科技通过创新思维在包装上加入了更多的新技术成分，使其既具有通用的包装基本功能，又具有一些特殊的功能。

图表40 公司专注于高端包装



资料来源：公司官网、平安证券研究所

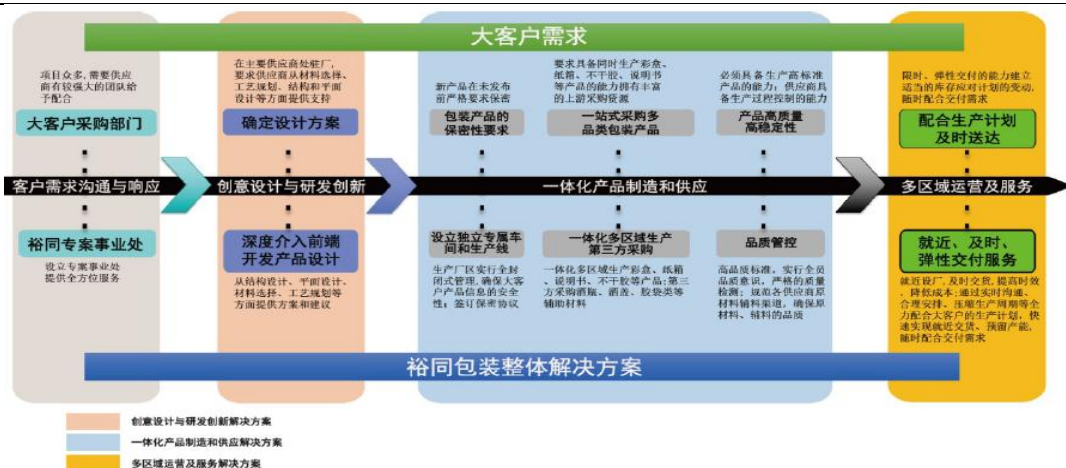
图表41 公司重视智能包装



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司在长期服务客户的基础上，致力于为高端品牌客户提供包装整体解决方案。从策划、设计、研发、生产到交付各环节为客户提供“服务一体化”、“产品一体化”和“布局一体化”的嵌入式整体解决方案。针对各业务领域、类型、各产品型号，模块化提供多种印刷包装产品，实现客户“一站式采购”。具体而言，公司为高端品牌客户提供的包装整体解决方案包括“创意设计与研发创新解决方案、一体化产品制造和供应解决方案、多区域运营及服务解决方案”。

图表42 裕同科技包装整体解决方案



大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

在第三方采购方面，裕同科技现已构建专业的第三方采购业务，根据客户需求采购辅助包装产品与自产包装产品统一组合交付，实现客户采购规模化和及时配送，精简客户采购流程，降低客户采购、装配和管理成本。

在集成供应链方面，裕同科技与核心供应商建立长期稳定的战略合作、信息共享平台、适时优化管理机制，以达成高效的内外集成供应链，实现对客户、供应商以及裕同科技三方多流域信息的有效控制、协调和及时响应。

在智能信息化方面，裕同科技拥有与供应商、客户系统的多维度高效智能信息化系统，利用物联网和数字化即时采集订单各环节的正确数据，清晰掌握产销及流程状态，进行信息、物流跟踪及智能防伪。

在生产自动化方面，裕同科技专设自动化研发部门，解决全域包装自动化，通过自主研发与引进自动化设备的智能信息化系统改造，实现多样化产品生产的快速自动切换，获得客户广泛认可。

4.2、拥有优质客户，共享消费红利

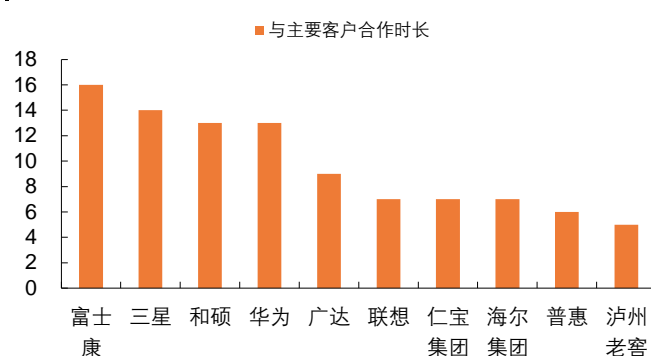
公司现已基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖，主要客户涵盖了该行业主要领域，包括移动智能终端、计算机、游戏机、终端通信设备等，且均为各自领域内全球首屈一指的知名企业。在移动智能终端领域，公司是华为、联想、三星、索尼认证的合格供应商并已保持多年业务合作，公司直接或间接通过仁宝、富士康、捷普、纬创资通、和硕、广达等知名代工生产商为终端客户提供产品和服务。公司在消费类电子行业的销售额占比保持稳定，同时，公司积极向烟酒、食品等领域拓展，现已与红塔集团、泸州老窖、古井贡、玫瑰琳凯、雀巢等国内外高端品牌食品、化妆品和烟酒制造商保持稳定合作。

图表43 公司拥有优质客户资源

领域	服务品牌
移动智能终端	HUAWEI, SAMSUNG, lenovo联想, SONY, MOTOROLA...
计算机	lenovo联想, hp, DELL...
游戏机	Nintendo, SONY...
通信终端产品	NETGEAR, HUAWEI...
食品和饮品	统一, 农夫山泉, 可口可乐...
香烟	贵州中烟工业有限责任公司, 福建中烟工业公司, 江西中烟工业有限责任公司...
电子制造服务业客户	FOXCONN, PEGATRON, JABIL, COMPAL, Wistron

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表44 公司与主要客户保持长期合作（年）

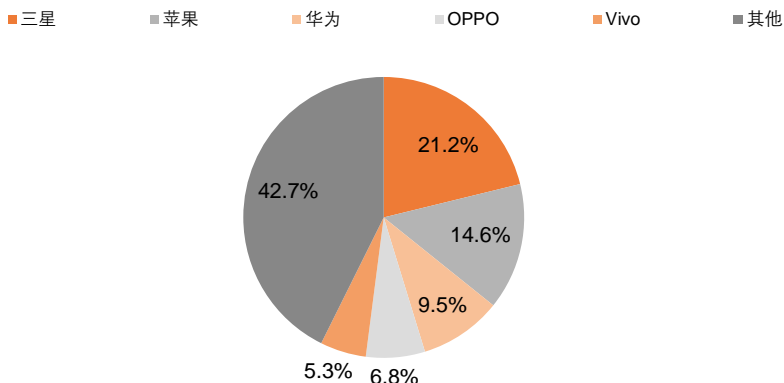


资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

1、消费类电子行业

公司拥有的高端消费类电子品牌客户的经营业绩及成长速度均超过其所处行业的平均水平，不但带动着公司业务的稳定发展，亦有力推动公司技术水平的不断提高。根据 IDC 在 2017 年 2 月公布的 2016 年全球智能手机出货数据来看，2016 年度全球智能手机市场的 TOP5 是三星、苹果、华为、OPPO 和 VIVO，其中三星、华为和苹果的市场份额合计达到 45.3%。同时，公司还积极拓展其他手机用户，如 OPPO、VIVO 等。

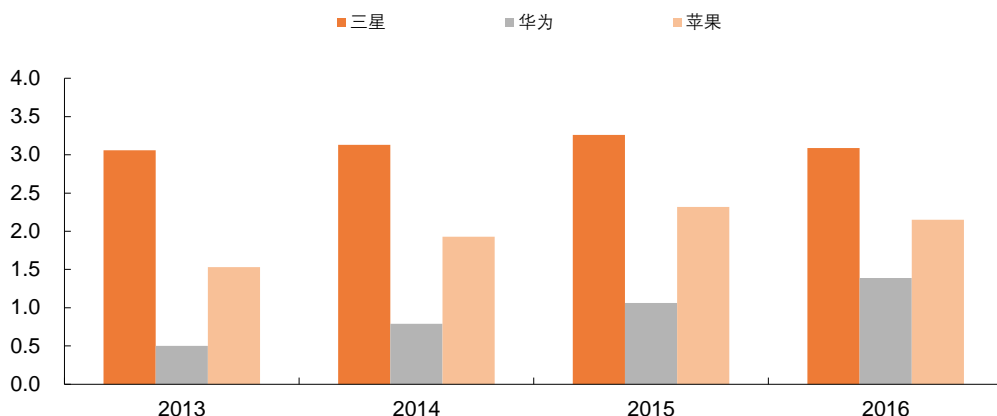
图表45 2016 年全球智能手机市场份额



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

三星的出货量从 2013 年的 3.06 亿台增长至 2015 年的 3.26 亿台，2016 年三星出货量略微下滑至 3.09 亿台；华为的出货量从 2013 年的 0.5 亿台增长至 2016 年的 1.39 亿台，年均增速达到 40.61%；苹果出货量从 2013 年的 1.53 亿台增长至 2015 年的 2.32 亿台，保持稳定增长，尽管 2016 年苹果出货量下跌至 2.15 亿台，但在 2017 年苹果将迎来 iPhone 发布 10 周年，我们预测 2017 年苹果的出货量将恢复增长。

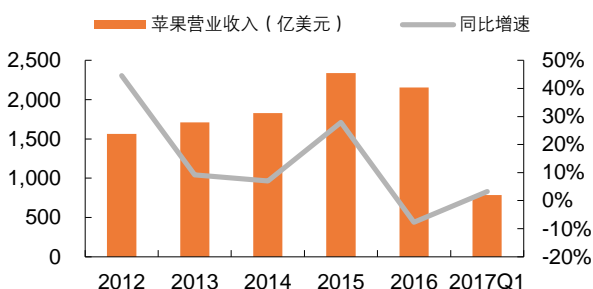
图表46 全球大部分智能手机企业出货量保持增长（亿台）



资料来源：Wind、平安证券研究所

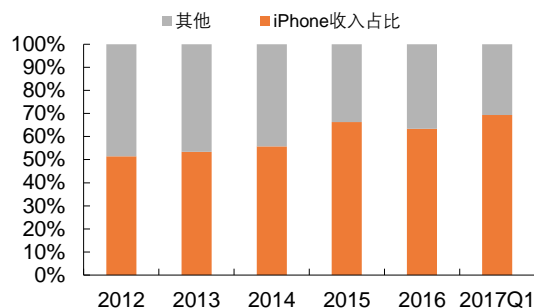
苹果是消费类电子产品的引导者,尽管苹果在 2016 的营业收入为 2156.39 亿美元,同比下降 7.73%,但由于 iPhone 7 的改进使苹果营业收入恢复增长,2017 年第一财季苹果营业收入为 783.51 亿美元,同比增长 3.27%。据产业链消息,苹果在 2017 年有望发布三款 iPhone 新机来帮助其扩大市场优势,并预计 iPhone 8 将由富士康、和硕科技和纬创共同组装。

图表47 苹果营业收入在 2016 年短暂下跌后恢复增长



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表48 iPhone 收入占苹果营业收入的比重提升

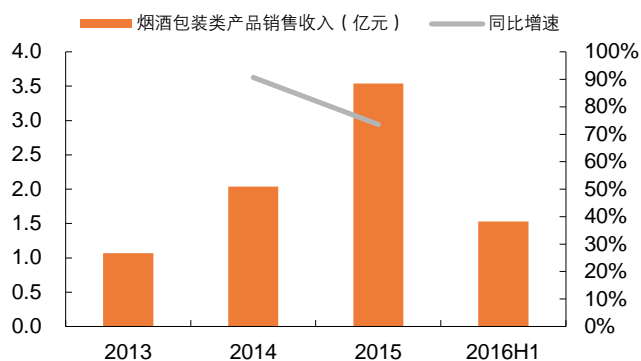


资料来源：Wind、平安证券研究所

2、烟酒及化妆品行业

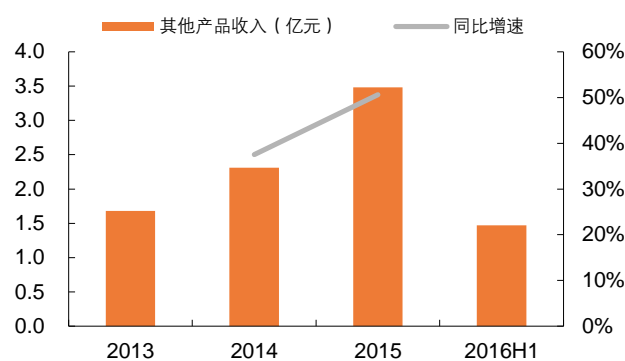
在消费类电子行业的基础上,公司近几年积极拓展烟酒、食品、化妆品、奢侈品等行业的包装需求,现已成功导入乐视、小米、努比亚、fitbit、泸州老窖、古井贡、劲酒、德芙、玫琳凯、无极限等客户。公司烟酒类包装产品的销售收入由 2013 年的 1.07 亿元增长到 2015 年的 3.54 亿元,随着合作深入和领先的竞争优势,未来这类客户带来的收入将不断提升,将平滑公司现有客户过于集中的问题。公司其他产品收入由 2013 年的 1.68 亿元增长到 2015 年的 3.48 亿元,主要来源于化妆品、日用品、鞋、家电等包装产品。

图表49 公司烟酒类包装产品销售收入在 2013~2015 年保持增长趋势



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

图表50 公司其他产品收入在 2013~2015 年保持增长趋势



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

4.3、上游造纸原材料上涨并未对公司造成重大不利影响

此次原材料上涨对公司造成的不利影响较小，主要有以下几方面原因：

(1) 公司主要用纸为白板纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸。2013~2016 年中期，这四种纸合计采购额占公司营业成本的比重分别为 38.58%、34.58%、28.95%、24.69%，呈逐年下降趋势；

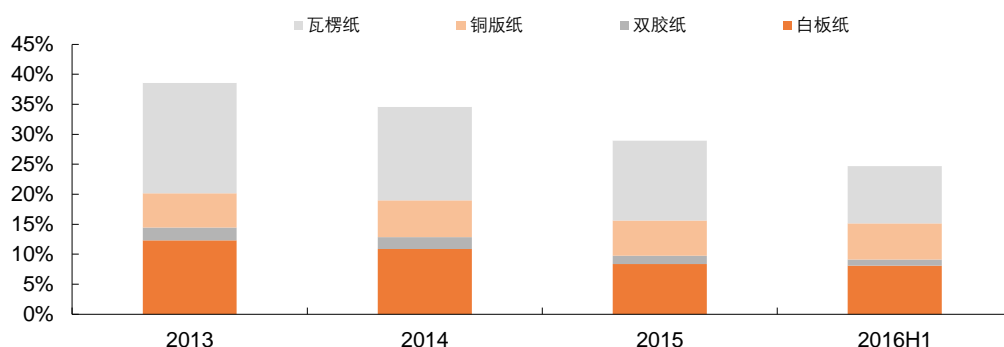
(2) 瓦楞纸在公司原材料成本中占比较大，但瓦楞纸产品占销售额的比重较小，且从 2017 年 3 月 7 日开始瓦楞纸价格开始出现下滑，预计未来瓦楞纸价格回落后将缓解公司成本压力。此外，白板纸、双胶纸和铜版纸价格虽然都出现了不同程度的上涨，但是相当于瓦楞纸箱产品来说，其原材料成本占比较小，而且我们预测未来三种原纸材料价格上涨空间有限，因此上游原材料价格上涨并未对公司造成重大不利影响；

(3) 公司由于大规模采购具有一定的溢价能力，采购的原材料价格会比市场平均价格低一些；

(4) 公司北美大客户用的主要原材料纸为终端品牌客户指定从国外采购的，而国外的这些材料基本没有涨价；

(5) 在经营战略方面，公司从多方面降低原材料纸价格波动的不利影响；试用新技术、新型材料，降低纸品价格对成本的影响；提高公司的集团规模采购，与供应商建立长期合作的价格协商机制。

图表51 上游四种原纸材料占公司营业成本的比重逐年下降



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

4.3、重视技术研发，提高产品设计品质

裕同科技提出并践行“坚持自主创新、保持技术领先”的战略，注重自主创新，目前已具备整合材料、设计、工艺、制造、检测等环节的系统性研发能力。公司已大规模运用的印刷及色彩技术、产品工艺技术、生产自动化和信息化技术等多项技术均处于行业领先水平。截至 2016 年 12 月，公司通过申请注册方式取得了 9 种商标，2014 年公司商标被评为“广东省著名商标”。公司目前已拥有 93 项实用新型专利、12 项发明专利和 7 项外观专利，并有多项专利正在申请中。

图表52 公司取得的商标及专利（部分）

序 号	商标名称	有效期限	注册证号	核定使用商品
1		2009/07/14-201 9/07/13	5108715	包装用纸袋或塑料袋（信封、小袋）； 纸板盒或纸盒；纸板制帽盒；包装纸； 书籍封皮；纸制或塑料制垃圾袋；笔盒； 不干胶纸；包装用粘胶纤维纸；文具盒 （全套）（截止）
2		2009/07/28-2019 /07/27	5108710	纸张加工；书籍装订；纸张处理；平版 印刷；印刷；胶印；丝网印刷；分色； 图样印刷；艺术品装帧（截止）
3		2010/11/14-2020 /11/13	7441844	广告；广告策划；组织商业或广告交易 会；进出口代理；替他人推销；人事管 理咨询；商业场所搬迁；计算机数据库 信息化；会计；自动售货机出租（截 止）
4		2010/10/28-2020 /10/27	7441887	纸张加工；书籍装订；纸张处理；平版 印刷；印刷；胶印；丝网印刷；分色； 图样印刷；艺术品装框（截止）
5		2010/11/14-2020 /11/13	7441850	广告；广告策划；组织商业或广告交易 会；进出口代理；替他人推销；人事管 理咨询；商业场所搬迁；计算机数据库 信息化；会计；自动售货机出租（截 止）
序 号	专利名称	申请号/专利号	专利类别	法律状态
1	抽屉式包 装盒	200720170502.4	实用新型	专利权维持
2	多层抽屉 式包装盒	200720170503.9	实用新型	专利权维持
3	弹立式香 烟包装盒	200720170504.3	实用新型	专利权维持
4	一种液晶 显示器包 装箱	201020196661.3	实用新型	专利权维持
5	一种液晶 显示器包	201020692865.6	实用新型	专利权维持

装
箱

6	一体化液晶显示器纸包装盒	201020196664.7	实用新型	专利权维持
7	电子产品纸包装箱	201120092638.4	实用新型	专利权维持

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

裕同科技设置了包装技术研究院，配备了具有印刷包装技术、互联网+包装、物联网和包装新材料研发方面的行业优秀人才队伍。在包装材料研发方面，公司 2015 年设立了“深圳 3D 印刷技术工程实验室”，开展了“智能缓释微胶囊”保鲜包装材料的研发，并初步完成了 UV 胶印油墨、微透镜 3D 印刷技术和 PLA 等新型环保印刷包装材料研发。

图表53 公司自主研发多项包装材料

名称	功能
智能缓释微胶囊保鲜包装材料	属新型功能性环保包装材料，可解决果蔬在储存和运输过程中保鲜效果不佳的现象，广泛应用于农副产品保鲜包装领域。
新型绿色环保 UV 系列油墨	UV 油墨无溶剂，干燥速度快，光泽好，色彩鲜艳，耐水、耐溶剂、耐磨性好，污染物排放几乎为零，是新型绿色环保印包材料的代表。
PLA 等生物可降解环保材料	100%从生物中提炼，废弃后可自行分解，有效契合客户对绿色包装的要求，减少不可降解包装材料对环境产生的污染。
纸浆模塑技术	具有原料来源丰富，可回收再用，减震效果好等优势，可用于电子产品等高价商品的内托包装中，能对产品起到良好的缓冲保护作用，且绿色环保。

资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司拥有完整的研发组织体系和较强竞争力的技术研发团队，核心研发成员拥有较强的专业知识和 10 多年行业工作经验，整体技术研发实力已经稳居国内全行业先进水平。在 3D 技术研发方面，公司已取得了微透镜 3D 印刷技术、3D 扫描与建模技术、表面精细整饰技术、3D 打印技术、彩色 3D 码多重防伪技术等一系列 3D 技术成果。

图表54 公司 3D 技术研发成果

名称	功能
微透镜 3D 印刷技术	通过在微阵列透镜片材下面印刷特殊的纹理获得裸眼 3D 效果的技术，360° 全角度范围内观察都是裸眼 3D 效果。
3D 扫描与建模技术	用 3D 扫描技术获得实物的 3D 数据，将 3D 数据上传至云服务器，构建庞大的 3D 数据库，为 3D 建模渲染、AR 增强现实、VR 虚拟现实等相关领域提供数据支持。
表面精细整饰技术	通过胶印光油使印品表面有凸起的感觉，利用光的衍射原理可以看到 3D 立体效果；特别适用于白卡纸、铜版纸、金银卡纸或透明材料。
3D 打印技术	利用软件分层离散和数控成型系统，通过 3D 分层打印及色彩管理

实现 3D 模型的全彩色三维输出，可用于文物复制、文化产品设计与开发等。

彩色 3D 码多重防伪技术 通过特定的彩色 3D 码高度信息，实现高度防伪功能；通过在彩色 3D 码中嵌入不可见的数字水印信息，实现水印防伪功能。

资料来源：公司官网、平安证券研究所

在产品的设计研发方面，公司设计中心有一支富有国际化视野和理念、多领域包装设计经验的团队，提供从品牌策划、包装设计、工艺研发至包装生产的全域服务，注重发掘包装设计的文化内涵。公司设计团队的思想始终处于设计界的前沿，坚信高质量的设计和经济可行性兼而有之。公司先后获得德国红点奖两项、Pentwards 银奖两项、联合国“世界之星”奖三项、德国 IF 大奖两项、中国包装之星金奖等奖项。

图表55 公司多次获得设计相关奖项



资料来源：公司官网、平安证券研究所

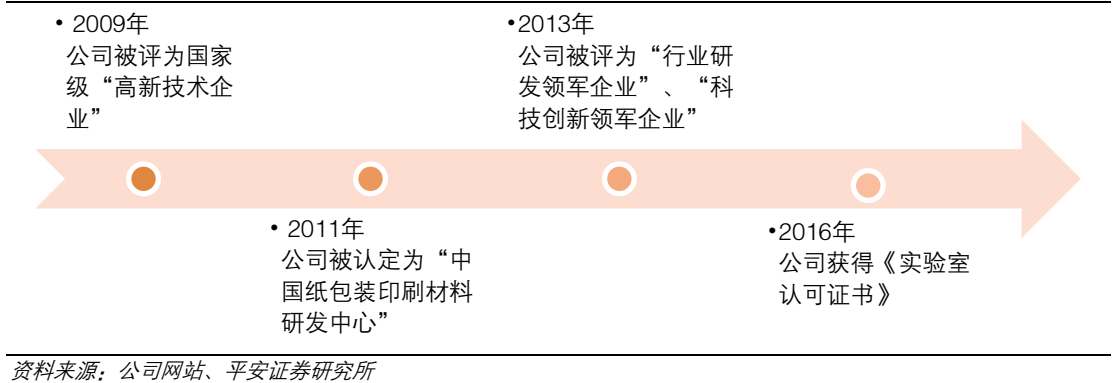
图表56 2016 年公司凭泸州老窖包装获得 IF 大奖



资料来源：公司官网、平安证券研究所

公司于 2009 年首次被评为国家级“高新技术企业”，于 2012 年通过复审，2015 年再次通过认证；子公司苏州裕同及烟台裕同于 2011 年被评为国家级“高新技术企业”，并于 2014 年通过复审；2011 年，公司被中国包装联合会认定为“中国纸包装印刷材料研发中心”；2013 年，公司被深圳市包装行业协会评选为“行业研发领军企业”、“科技创新领军企业”等；2016 年，公司获得中国合格评定国家认可委员会颁发的《实验室认可证书》；同时公司还参与多项国家标准及行业标准的起草。

图表57 公司所获认证及荣誉



为满足高端品牌客户严格的质量要求，公司始终秉持高质量的产品战略，对产品质量实施严格的管控。公司通过了包括 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系等七大体系在内的一整套完善的质量控制体系，使质量管理更加系统化、规范化。经过多年的践行及积累，产品质量在业界享有较高的声誉，在高端品牌客户群中也有良好的口碑，成为持续赢得高端品牌客户长期信赖的很重要因素。公司连续几年被多家客户如三星、华为等授予优秀供应商称号。

图表58 公司拥有一系列国际认证保障产品质量



4.4、布局全球，着手“互联网+包装”

裕同科技在国内外重点城市及全球多点布局，为客户提供完善的就近交货与服务，更好地提供一体化包装印刷整体解决方案。裕同科技拥有多家子公司，在我国印刷包装行业仍处于“碎片化”的格局下，公司的一体化多点布局策略具有明显的先发优势，不但可为客户提供及时、快捷和个性化服务，并且大大降低了采购、生产、物流和库存成本，提高公司利润率。

图表59 公司拥有多家子公司展开全面布局（部分）

子公司名称	地区	主营业务
香港裕同	香港	主要从事消费类电子产品纸质印刷包装贸易，主要产品包括包装盒、说明书、纸箱等
苏州裕同	苏州	主营业务为纸质包装产品的设计、生产与销售
珠海裕同	珠海	包装装潢印刷品、其他印刷品、包装材料销售等
亳州裕同	亳州	包装装潢印刷品、其他印刷品；纸箱、酒盒生产销售
泸州包装	泸州	纸箱、纸盒、包装盒的研发、生产和销售；包装设计
云创网印	北京	技术推广服务；软件开发；包装服务（不含气体包装）等

资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

在全球布局上，裕同科技主要围绕着合作空间广阔的优质客户需求，加大在国内重点工业城市及海外地区投资布局以满足客户的需求。目前裕同科技在深圳、苏州、武汉、合肥等国内多个重点工业城市和越南北宁省设立了生产基地，在香港设立了营销服务中心，并积极筹划在台湾成立设计及技术服务中心，在美国设立营销及技术服务中心。未来公司会居于国外布局的需求，着手外延式发展实现跨区域销售，适时增设国外生产和服务基地。

图表60 公司布局全球及国内重点城市



资料来源：公司网站、平安证券研究所

2009年香港裕同收购苏州永承，加强了公司的不干胶贴纸的生产销售能力，拓宽了公司的印刷包装服务范围，提高了公司的印刷包装整体解决方案能力。2013年深圳裕同收购泸州包装，泸州包装为泸州酒业集中发展区招商引资的入驻企业，收购时核心资产为纸板项目在建工程，收购泸州包装有利于公司加速泸州老窖纸质包装生产业务的开展。2016年公司收购云创文化，该公司是以互联网云印刷为商业模式的公司，收购云创有利于加速公司互联网业务布局。

图表61 裕同科技通过外延式收购打造多方位业务



资料来源：公司招股说明书、平安证券研究所

云创文化团队具有多年的行业沉淀，汇集了来自各大知名互联网企业的精英，铸就了其工匠精神。云创文化以印刷产业为依托，以打造中国最大的文创商品价值链为目标，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与印刷包装及其关联产业的结合，加速传统营销能力的创新升级，以信息流带动物质流，促进 O2O 商业模式的健康发展，将线下的商务机会与互联网结合，让互联网成为线下交易的平台。

五、 财务分析

5.1、可比公司简介

我们选取了 A 股 4 家包装企业作为公司的可比公司来分析公司的财务指标，4 家可比公司分别为合兴包装、美盈森、新通联和劲嘉股份。

合兴包装（002228）：

厦门合兴包装印刷有限公司成立于 1993 年，2007 年公司完成股份制改制工作，同年成都合兴包装印刷有限公司成立，2008 年合兴包装 A 股在深圳证券交易所成功上市，2012 年公司继续对外扩张，子公司增至 32 家，基本实现全国布局。公司作为国内包装行业的领导者，专注于纸箱包装行业 20 多年。合兴主要从事中高档瓦楞纸箱、纸板及缓冲包装材料的研发与设计、生产、销售及服务。公司的瓦楞纸箱以其优越的使用性能和良好的加工性能，逐渐取代了传统的木箱等运输包装容器，成为现代包装运输的主要载体。公司的产品依靠卓越的质量水平及先进的工业设计理念，不仅实现保护商品、便于仓储、装卸运输的功能，还起到美化商品、宣传商品的作用，同时能够减少损耗及包装空间，属于绿色环保产品。合兴通过整体包装解决方案，从包装设计、选材、测试、制造到包装产品的库存管理、第三方采购及产品包装作业，将客户产品包装全过程整合起来，给客户“一站式”的提供各种需要的包装物及服务，并使成本、质量、时间满足客户的需求，整体性解决包装各环节的问题，使包装流程更优化、包装工作更简洁、有效。2016 年，公司制定了打造“百亿制造、千亿服务的包装产业资源整合及共享平台”的战略目标，全面实行产业升级。公司计划未来 3 年在提升现有产能利用率、加快整合并购实现百亿产值的基础上，重点实施智能包装集成服务（IPS）、包装产业供应链云平台（PSCP）项目。

美盈森（002303）：

美盈森集团股份有限公司成立于 2000 年，2009 年 11 月公司在深圳证券交易所挂牌上市。2010 年公司作为国内唯一一家企业，代表中国参加中、日、韩三国亚洲运输包装标准技术专家委员会会议，参与《运输包装指南》标准的起草并已将该标准转化为国际标准，2013 年公司作为主办方举办了中、日、韩三国亚洲运输包装标准技术专家委员会会议。美盈森是一家从事瓦楞包装产品生产与销售的企业，包装一体化整体服务能力居全国第一位。公司自设立以来，坚持以市场为驱动、以顾客需求为导向，不断创新业务服务模式，于行业内率先采用“包装一体化”的服务模式，主要从事轻型包装产品、重型包装产品、电子标签及 RFID 产品的研发、生产与销售，并为客户提供包装产品设计、包装方案优化、包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及现场辅助包装作业等包装一体化服务。作为包装一体化服务供应商，公司兼具设计服务提供商、生产商、采购服务商与物流服务商的特点，从成本与效率两方面，为客户提供包装产品与服务。公司及下属子公司的主要产品包括纸箱、精品盒、标签及其他印刷品。公司通过了 ISO9001、ISO14001 和 OHSAS18001 认证，具有危险品包装生产资格。公司为包装行业内少数军品包装定点生产企业之一，并与多家国内外知名企业建立了良好的业务合作关系，客户包括世界 500 强电子通讯企业 IBM、艾默生、三星、思科以及领先的 EMS 企业富士康、捷普、纬创资通、伟创力等。

新通联（603022）：

新通联包装股份有限公司是专业物流包装“一站式”方案提供者。公司成立于 1992 年，2013 年被中国检验、检疫协会评为“全国诚信企业”，2014 年被国家工商总局评为全国“守合同，重信用”企业，2015 年 5 月公司成功在上海证券交易所 A 股市场上市，公司连续多年获得中国包装 50 强企业、上海名牌企业等称号。公司的主要业务为从事轻型包装产品与重型包装产品的生产与销售，并为客户提供包装产品研发设计、整体包装方案优化、第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理以及辅助包装作业等包装一体化服务。公司是上海地区众多包装企业中最早树立“整体包装解决方案”经营理念的包装供应商之一。公司通过整合公司内外部资源，陆续完善和建立了包装设计部门、国内领先的包装测试中心、供应商库存管理系统等服务于“整体包装解决方案”所需的业务平台，致力于为客户提供整体包装方案优化与包装材料选择、产品研发与设计、产品测试与质量检测、产品生产制造、第三方采购、JIT 模式物流与配送、客户现场辅助包装作业等一系列服务，融入了与客户包装环节相关的全过程。近年来，公司致力于绿色包装产品的研发技术、生产制造与销售，利用其可

再生，可循环利用的特性，减少对森林的砍伐，有效的保护了森林资源与环境。公司积极推进业务与市场开拓，力争实现打造国内领先的专业化“整体包装解决方案”产品与服务供应商的目标。

劲嘉股份（002191）：

深圳劲嘉集团股份有限公司成立于 1996 年，1997 年正式投产。2007 年公司成功在 A 股中小企业板上市，是中国首家上市烟包印刷企业。公司是中国卷烟包装领军企业，在行业率先推出创意设计和包装整体解决方案，成功研发了镭射全息转移防伪纸和转移膜等新型材料，突破运用于包装印刷领域。公司主营业务定位为高端包装印刷品和包装材料的研究生产，主要产品是高技术和高附加值的烟标、高端知名消费品牌包装及相关镭射包装材料镭射膜和镭射纸。公司已形成了从行业标准制定、包装材料镭射膜、镭射纸到烟标印制包装的完整产业链，具有我国最大连线复合转移凹印机群，同时还引进了系列德国海德堡速霸印刷机群、日本高精度全自动模切机群等包装印刷设备，具备了生产规模上的优势，能快速满足不同卷烟客户对烟标生产的需求。公司与国内 80% 的省中烟公司长期保持战略合作关系，烟包销售量位居行业前列，其他社会型产品也占有较大市场份额。公司荣誉多项荣誉称号：中国包装龙头企业、外商投资先进技术企业、全国诚信印刷企业、深圳市高新技术企业、深圳市工业百强企业。

5.2、盈利能力分析

公司 2013~2016 年前三季度销售毛利率分别为 30.73%、33.53%、31.02%、33.49%，公司毛利率水平处于行业上游水平，主要原因包括以下几点：

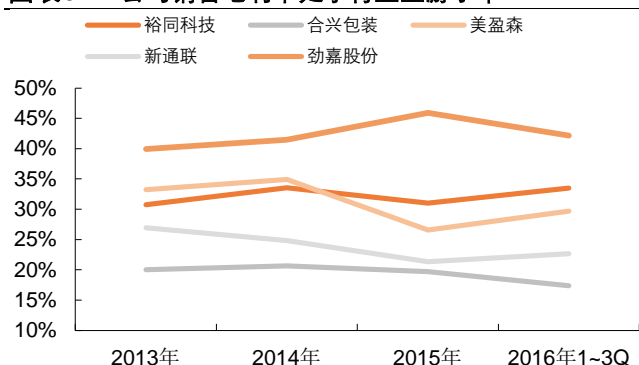
（1）公司定位于高端品牌包装解决方案提供商，主要针对国际知名品牌企业提供纸质印刷包装整体解决方案，目前公司已基本实现参与全客户包装产品的设计和工程开发，为客户提供更高的产品附加值及用户体验；

（2）公司主要做彩盒销售，如果单从同类产品比较来看，企业之间差别不大；

（3）公司内部运营管理水平、自动化、信息化程度相对比较领先。

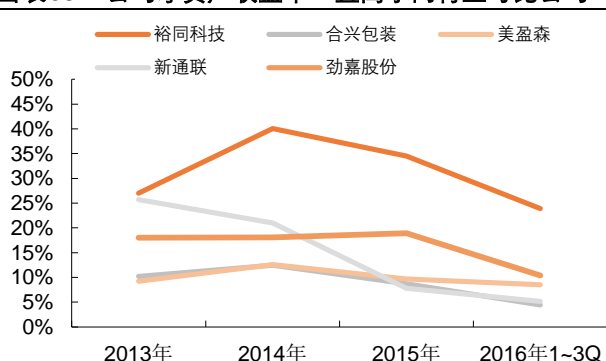
同时，公司 2013~2016 年前三季度净资产收益率分别为 27.03%、40.06%、34.47%、23.9%，公司净资产收益率水平一直保持行业领先水平，主要与公司销售净利率和总资产周转率都处于行业上游水平有关。

图表62 公司销售毛利率处于行业上游水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表63 公司净资产收益率一直高于同行业可比公司

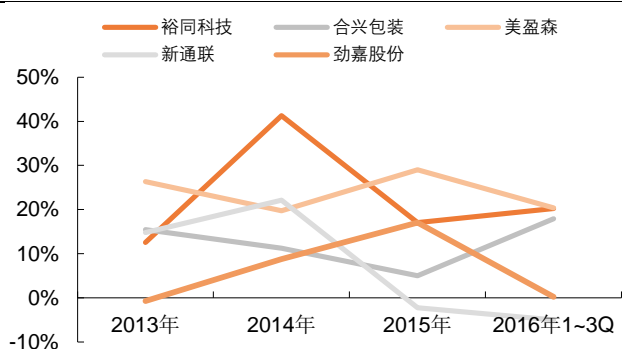


资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.3、成长能力分析

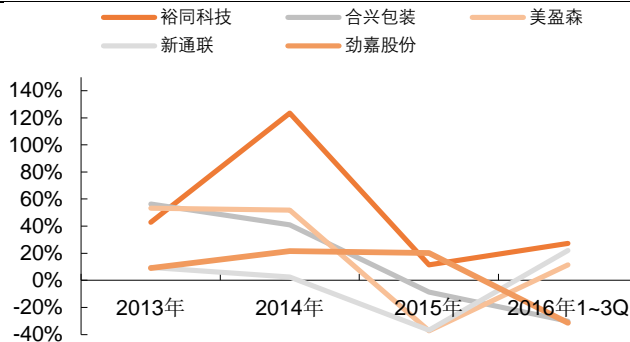
公司 2013~2016 年前三季度营业收入增长率分别为 12.52%、41.29%、17.03%、20.25%，公司营业收入增速位于行业较高水平，其中单价较高的高端彩盒销售收入是公司营业收入增长的主要来源。公司 2013~2016 年前三季度扣非后归属于母公司股东的净利润增速分别为 42.91%、123.34%、11.34%、27.28%，由于公司彩盒销售业务占公司营业收入比重逐渐加大，导致公司扣非后归属于母公司股东的净利润保持持续增长态势。相比较同行业可比公司，公司扣非后归属于母公司股东的净利润增速处于行业领先水平。

图表64 公司营业收入增速在 2015 年短暂下滑后恢复增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表65 公司扣非后归属于母公司股东净利润增速在 2015 年短暂下滑后恢复增长

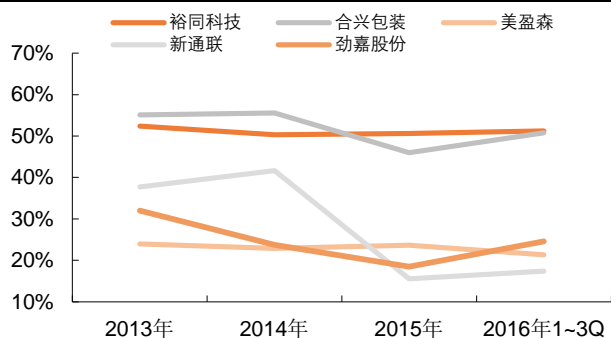


资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.4、资本结构分析

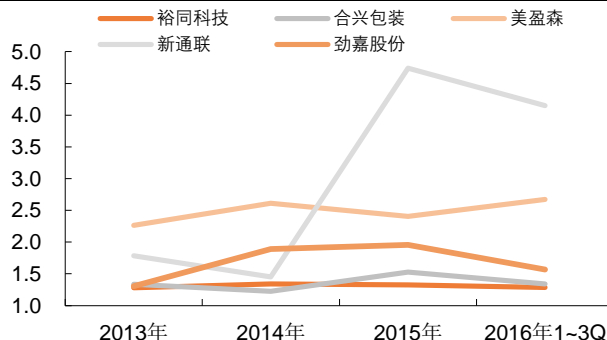
公司 2013~2016 年前三季度资产负债率分别为 52.40%、50.28%、50.64%、51.21%，公司资产负债率水平保持在 50%左右，2016 年 12 月公司成功上市有望进一步降低负债水平。公司 2013~2016 年前三季度流动比率分别为 1.28、1.34、1.33、1.28，处于行业较低水平，但公司成功上市将增强融资能力，能较好地改善公司负债水平，因此公司短期内不存在偿债风险。

图表66 公司资产负债率处于行业较高水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表67 公司流动比率处于行业较低水平

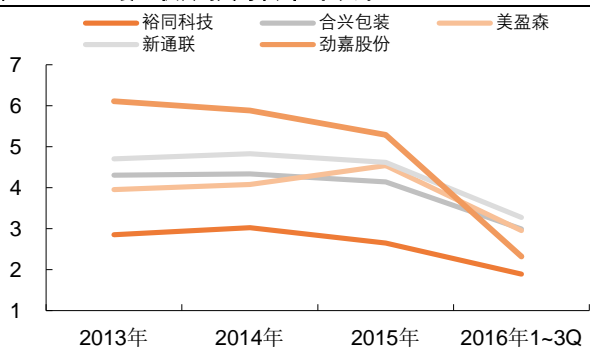


资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.5、营运能力分析

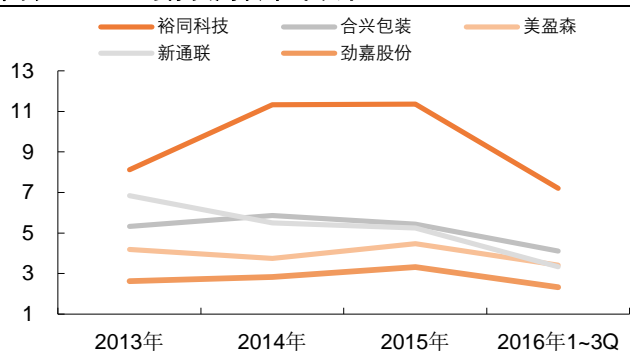
公司 2013~2016 年前三季度应收账款周转率分别为 2.85 次、3.02 次、2.65 次、1.89 次，公司应收账款周转率处于行业较低水平，并从 2014 年开始呈逐年下降趋势，主要原因是公司的应收账款具有较为稳定的回款周期，应收账款余额随着营业收入的增长而持续增加。公司 2013~2015 年存货周转率分别为 8.12 次、11.33 次、11.36 次，存货周转率不断上升反映出公司资产周转能力不断增强。2016 年第三季度公司存货周转率为 7.2 次，公司的存货周转率处于行业较高水平，这主要得益于公司内部供应链高效集成，准确地将供应商、客户的信息相互整合，这在一定程度上体现了公司持续提高的内部管理水平和整体解决方案的服务能力。

图表68 公司应收账款周转率（次）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表69 公司存货周转率（次）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

六、 盈利预测与投资评级

6.1、盈利预测假设

根据上文分析，对公司进行盈利预测，相关假设如下：

(1)、彩盒业务预测：

公司未来收入和利润贡献最大的业务为彩盒业务，我们预测公司 2016~2018 年彩盒业务营业收入分别同比增长 30%、30%、25%，销售毛利率分别为 34.0%、34.3%、34.5%；

(2)、纸箱业务预测：

我们预测公司 2016~2018 年纸箱业务营业收入分别同比增长 25%、20%、20%，销售毛利率分别为 26%、26%、26%；

(3)、说明书业务预测：

我们预测公司 2016~2018 年说明书业务营业收入分别同比增长 20%、20%、15%，销售毛利率分别为 30%、30%、30%；

(4)、不干胶贴纸业务预测：

我们预测公司 2016~2018 年不干胶贴纸收入分别同比增长 20%、20%、15%，销售毛利率分别为 33%、34%、34%；

(5)、其他产品业务预测：

我们预测公司其他产品营业收入分别同比增长 20%、10%、10%，销售毛利率分别为 18%、18%、18%；

(6)、所得税率：2016~2018 年所得税率水平为 18%、17%、17%；

(7)、三项费率：2016~2018 年三项费率分别为 12.2%、11.9%、11.6%左右。

图表70 公司盈利预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,665	4,290	5,537	7,049	8,655
YoY(%)	41.3	17.0	29.1	27.3	22.8
净利润(百万元)	562.0	658	874	1,169	1,472
YoY(%)	99.8	17.1	32.8	33.7	25.9
毛利率(%)	33.5	31.0	31.9	32.4	32.6
净利率(%)	15.3	15.3	15.8	16.6	17.0
ROE(%)	34.0	30.3	19.4	20.6	20.6
EPS(摊薄/元)	1.41	1.65	2.19	2.92	3.68

资料来源：Wind、平安证券研究所

6.2、投资建议

通过分析，我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 55.37 亿元、70.49 亿元、86.55 亿元，分别同比增长 29.1%、27.3%、22.8%，归属于上市公司股东的净利润分别为 8.74 亿元、11.69 亿元、14.72 亿元，分别同比增长 32.8%、33.7%、25.9%，按照最新股本摊薄后的每股收益分别为 2.19 元、2.92 元、3.68 元，考虑到公司在纸包装行业中的综合竞争优势以及公司未来业绩持续快速增长，我们首次覆盖，给予公司“推荐”投资评级。

七、风险提示

7.1、行业经营环境变化的风险

公司凭借先进的管理理念和稳步经营，并借助近年纸包装行业高速增长的市场容量，公司经营业绩取得了高速增长。但未来一旦市场环境发生波动，市场容量出现萎缩的情况，将可能对公司的经营业绩造成重大不利影响。

7.2、行业竞争加剧的风险

公司是业内少数提供包装整体解决方案服务的企业，与公司产生直接竞争的为应用包装一体化服务模式并主要服务消费类电子产品的企业。公司主要竞争对手包括当纳利（中国）、美盈森、合兴包装等，竞争对手均为国内外知名企业，年销售额在几亿到几十亿人民币，具有很强的综合服务实力。上述竞争对手实力的增强以及市场份额的扩大，将对提升公司的市场份额及营业收入造成不利影响。

7.3、主要原材料价格波动的风险

如果未来国际国内市场纸张价格波动频繁且幅度加大，且公司无法及时调整销售规模及提升产品附

加值，则公司主要原材料价格将发生波动，进而影响公司生产成本，造成公司产品毛利率波动的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	2785	4739	6302	7893
现金	644	1876	2810	3594
应收账款	1759	2320	2873	3503
其他应收款	27	50	48	73
预付账款	41	66	70	96
存货	275	373	446	555
其他流动资产	38	54	54	71
非流动资产	1622	1835	2101	2344
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1126	1321	1546	1744
无形资产	134	155	174	197
其他非流动资产	362	359	381	403
资产总计	4408	6574	8403	10238
流动负债	2098	3401	2605	2985
短期借款	1148	2096	1148	1148
应付账款	581	874	966	1284
其他流动负债	369	431	491	553
非流动负债	134	122	107	88
长期借款	102	91	75	57
其他非流动负债	31	31	31	31
负债合计	2232	3523	2711	3073
少数股东权益	6	7	8	9
股本	360	400	400	400
资本公积	0	1431	1431	1431
留存收益	1836	2711	3881	5354
归属母公司股东权益	2169	3044	5684	7156
负债和股东权益	4408	6574	8403	10238

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	423	628	805	1156
净利润	659	875	1170	1473
折旧摊销	128	158	176	213
财务费用	-25	-29	-61	-102
投资损失	0	-6	-6	-6
营运资金变动	-410	-375	-479	-428
其他经营现金流	72	6	6	6
投资活动现金流	-566	-371	-442	-456
资本支出	577	213	266	243
长期投资	-15	0	0	0
其他投资现金流	-1128	-583	-708	-699
筹资活动现金流	178	25	1519	85
短期借款	347	0	0	0
长期借款	102	-12	-15	-19
普通股增加	210	40	0	0
资本公积增加	0	1431	0	0
其他筹资现金流	-482	-879	63	104
现金净增加额	71	283	1882	785

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4290	5537	7049	8655
营业成本	2959	3769	4768	5830
营业税金及附加	24	31	39	48
营业费用	172	222	283	347
管理费用	374	483	615	755
财务费用	-25	-29	-61	-102
资产减值损失	17	22	27	34
公允价值变动收益	-6	-6	-6	-6
投资净收益	-0	6	6	6
营业利润	763	1041	1379	1744
营业外收入	44	40	44	44
营业外支出	13	13	13	13
利润总额	794	1068	1410	1775
所得税	136	193	240	302
净利润	659	875	1170	1473
少数股东损益	0	1	1	1
归属母公司净利润	658	874	1169	1472
EBITDA	979	1290	1616	1964
EPS (元)	1.65	2.19	2.92	3.68

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	17.0	29.1	27.3	22.8
营业利润(%)	10.8	36.3	32.5	26.5
归属于母公司净利润(%)	17.1	32.8	33.7	25.9
获利能力				
毛利率(%)	31.0	31.9	32.4	32.6
净利率(%)	15.3	15.8	16.6	17.0
ROE(%)	30.3	19.4	20.6	20.6
ROIC(%)	20.4	13.7	17.2	17.3
偿债能力				
资产负债率(%)	50.6	53.6	32.3	30.0
净负债比率(%)	28.5	7.4	-27.4	-33.0
流动比率	1.3	1.4	2.4	2.6
速动比率	1.2	1.3	2.2	2.5
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
应付账款周转率	5.2	5.2	5.2	5.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.65	2.19	2.92	3.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.57	2.01	2.89
每股净资产(最新摊薄)	5.42	7.61	14.21	17.89
估值比率				
P/E	46.97	35.35	26.44	21.00
P/B	14.48	10.32	5.52	4.39
EV/EBITDA	1.65	2.19	2.92	3.68

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033