

通产丽星 (002243.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

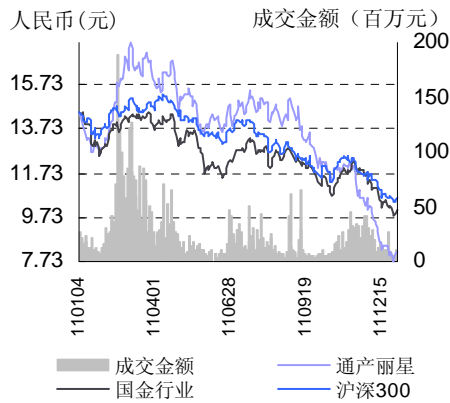
公司研究

市价(人民币): 8.18元
目标(人民币): 11.00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)	251.59
总市值(百万元)	2,111.00
年内股价最高最低(元)	17.65/7.73
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.263	0.375	0.405	0.521	0.699
每股净资产(元)	2.03	2.29	2.69	3.21	3.91
每股经营性现金流(元)	0.41	0.31	0.46	0.52	0.61
市盈率(倍)	47.71	38.11	20.22	15.69	11.71
行业优化市盈率(倍)	42.71	38.21	31.53	31.53	31.53
净利润增长率(%)	43.23%	42.57%	7.96%	28.85%	34.07%
净资产收益率(%)	12.94%	16.39%	15.03%	16.23%	17.87%
总股本(百万股)	258.07	258.07	258.07	258.07	258.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **背靠国际大牌的化妆品包装龙头:** 公司主营化妆品包装业务, 覆盖了超过85%国际一线化妆品品牌, 通过提供一体化服务策略, 公司与客户之间形成了较强的粘性, 获得较高且稳定的盈利能力, 具有类消费特征。
- **化妆品包装复合增速 15%, 高盈利可保持:** 我国化妆品行业销售额从 2000 年 132 亿元提高到 2011 年 1100 亿元, 年复合增速 21.3%, 下游需求的高速增长有力地推动了包装需求, 我们预计未来五年化妆品包装需求复合增速 15%左右, 行业龙头增速将超过行业平均水平。化妆品包装业具有较高的行业壁垒, 同时包装成本占下游比例较小, 化妆品公司对包装产品的价格敏感度不高, 使得化妆品类包装公司能够顺利将成本向下游转移, 从而保持较高的盈利水平。
- **公司不断强化自身优势, 将延续高增长势头:** 公司坚持一体化发展方向, 致力于为客户提供整体包装解决方案。通过收购、合资方式向上游拓展设计研发能力, 向下游则着力为客户提供更全面、专业的物流配送及化妆品灌装服务, 通过不断整合供应链, 提高竞争力。我们认为公司未来业绩增长具有较强的确定性, 一方面现有客户的自然增长及新客户的开发可使公司保持 20%以上增速, 另外我们认为随着公司苏州项目投产, 产能制约因素消失, 公司可大力开拓二线品牌及向食品等非化妆品领域扩张, 公司在 2013 年有望迎来超越历史增速的增长, 我们看好公司发展潜力。

盈利预测

- 我们预计通产丽星 2011-2013 年, EPS 分别为 0.41 元、0.52 元、0.7 元, 增速分别为 7.97%、28.85%、34.07%。

估值和投资建议

- 我们认为我国化妆品行业仍将保持高速增长, 公司作为国内化妆品包装的龙头企业将继续分享行业盛宴。公司客户多是国际大牌化妆品公司, 对价格敏感度不高, 公司有望保持稳定且较高的盈利性, 具有类消费特征。我们建议“买入”, 给予公司未来 6-12 个月 11 元目标价位, 相当于 21.2x12PE。

风险

- 经济波动风险, 市场开拓风险、成本上升风险。

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

内容目录

公司概况:背靠国际大牌的化妆品包装龙头	4
化妆品行业: 千亿市场,年复合增速 21%.....	6
“美丽经济” 高速增长.....	6
化妆品包装直接受益行业高增长	9
客户质量造就高盈利	10
它山之石	10
依傍巨人, 具有类消费属性.....	11
行业具有壁垒, 盈利力有望保持	13
公司未来的增长来自哪里?	15
以史为鉴	15
直接客户销售增长.....	15
潜在客户开发	16
非包装业务或许存在惊喜	17
产能有保障, 但根本性解决需待苏州基地投产	17
竞争分析: 与自己赛跑	18
对手是谁	18
公司竞争力高于同行	19
盈利预测及估值.....	20
附录: 三张报表预测摘要	23

图表目录

图表 1: 软管产品	4
图表 2: 吹塑及注塑类产品.....	4
图表 3: 公司收入结构—按产品	5
图表 4: 公司收入结构—按区域	5
图表 5: 2010 年公司毛利构成.....	5
图表 6: 公司股权结构	6
图表 7: 日化行业年复合增速 17%.....	6
图表 8: 00-10 年化妆品销售额年复合增速 21%	6
图表 9: 化妆品销售额增速 VS 社会消费品零售增速	7
图表 10: 城镇居民可支配收入 (元)	8
图表 11: 城镇居民人均消费性支出	8
图表 12: 我国家庭的收入分配及预测	8
图表 13: 我国各收入水平人群支出结构 (2009)	8
图表 14: 化妆品人均消费额比较	9

图表 15: 化妆品包装结构	9
图表 16: 人均 GDP 与包装需求相关性	10
图表 17: 我国化妆品塑料包装规模	10
图表 18: APTAR 收入结构	11
图表 19: AMCOR 收入结构	11
图表 20: APTAR 主营收入及增速	11
图表 21: AMCOR 营业收入及增速	11
图表 22: 盈利能力比较	11
图表 23: 股价涨幅比较	11
图表 24: 公司客户	12
图表 25: 公司前五大客户销售额	12
图表 26: 公司重点客户占收入比 (2010 年)	12
图表 27: 包装企业毛利率比较	13
图表 28: 包装企业净利率比较	13
图表 29: 公司与客户毛利率比较	13
图表 30: 公司成本结构	13
图表 31: 化妆品包装企业盈利图谱	14
图表 32: 公司研发费用	15
图表 33: 公司专利增长趋势	15
图表 34: 公司收入稳定增长	15
图表 35: 公司净利润及增速	15
图表 36: 公司部分客户销售增长%	16
图表 37: 公司重点客户分布及未来发展规划	16
图表 38: 安利中国销售额 (亿元—RMB)	17
图表 39: 花王公司销售额 (百万美元)	17
图表 40: 公司化妆品包装业务产能分布	18
图表 41: 中粮包装收入	18
图表 42: 中粮包装收入结构	18
图表 43: 公司主要竞争对手	19
图表 44: 公司与竞争对手比较	20
图表 45: 公司营业/管理/财务费用预测	20
图表 46: 包装类公司估值比较	21
图表 46: 公司分业务收入预测	22

公司概况:背靠国际大牌的化妆品包装龙头

- 公司主营化妆品塑料包装的生产与销售，是国内最大的化妆品包装企业。公司产品及业务范围包括软管、吹塑、注塑以及罐装业务。
 - 软管产品主要指洗发露、眼霜、精华素、防晒霜、及润肤液等化妆品的复合软管包装，软管产品收入占公司主营收入 51%。
 - 吹塑产品主要是指日用化妆品如沐浴液、洗发露、口香糖等包装瓶，吹塑产品占公司主营收入 15.3%。
 - 注塑产品主要指面霜、唇膏、粉饼等高档化妆品包装罐。此外，软管和吹瓶产品的盖子亦为注塑产品。注塑产品占公司主营收入 18.4%。

图表1: 软管产品



来源：国金证券研究所、招股书

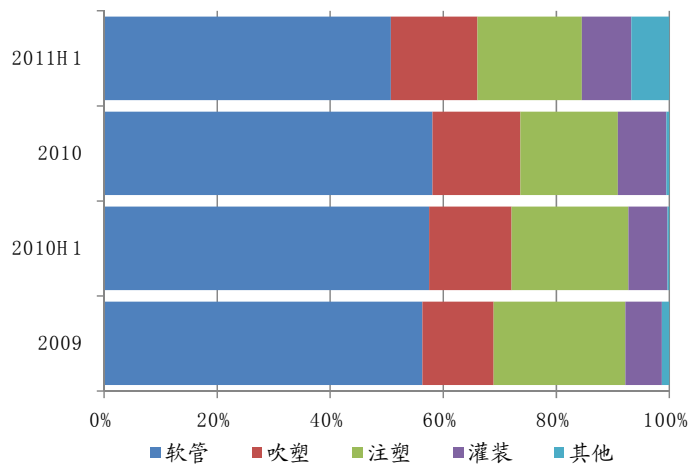
图表2: 吹塑及注塑类产品



来源：国金证券研究所、招股书

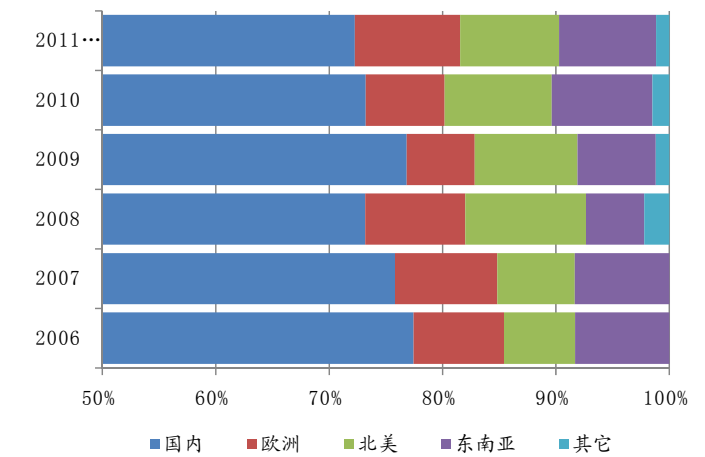
- 凭借先进的管理、良好的产品质量、优良的服务，公司已成为众多国际知名品牌在中国内地的首选供应商以及全球供应链的合作伙伴。
 - 公司现有客户包括：宝洁、联合利华、箭牌、欧莱雅、雅诗兰黛、玫琳凯、雅芳、资生堂等国际化妆品知名企业。
 - 公司产品全球销售，其中国内销售额约占公司收入 72%。

图表3: 公司收入结构—按产品

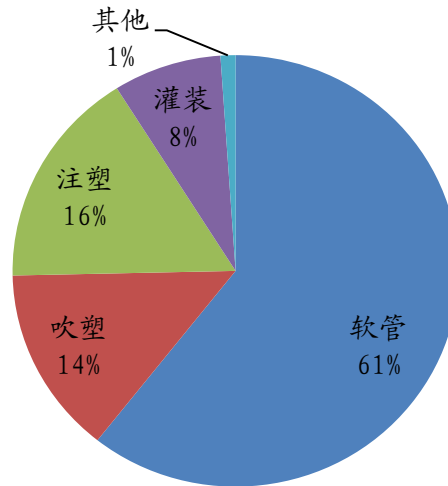


来源: 国金证券研究所、公司年报

图表4: 公司收入结构—按区域



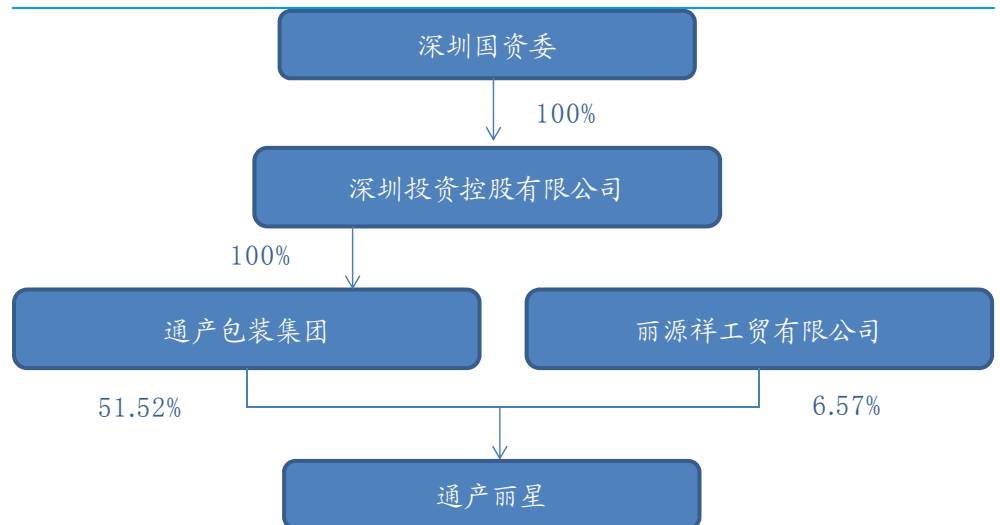
图表5: 2010年公司毛利构成



来源: 国金证券研究所、公司年报

- 公司是国有企业，第一大股东为深圳通产包装有限公司，实际控制人为深圳市国资委；第二大股东为深圳丽源祥工贸有限公司（丽源祥股东是公司高管、中层管理人员和重要技术人员），因此公司发展不存在动力问题。

图表6: 公司股权结构



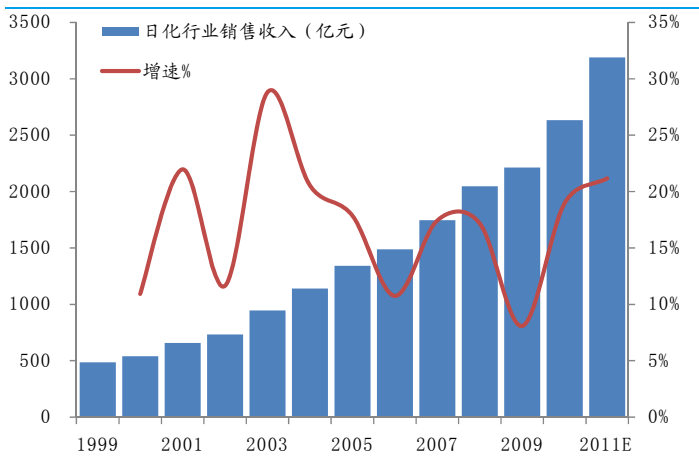
来源: 国金证券研究所、招股书

化妆品行业: 千亿市场, 年复合增速 21%

“美丽经济”高速增长

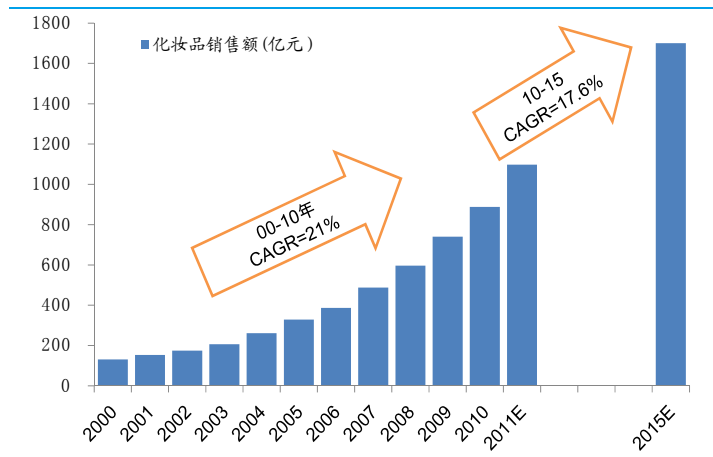
- 近十年, 在经济快速发展的推动下, 我国已成为全球第三大化妆品消费大国。2000~2011 年我国日化行业销售额由 540 亿元提高到 3200 亿元, 年均复合增速 17%。其中化妆品行业销售额从 2000 年 132 亿元提高到 2011 年 1100 亿元, 年复合增速 21.3% (注: 数据来源 WIND, 据中国商业联合会统计, 2009 年中国大陆化妆品消费额 1400 亿元, 成为仅次于美国和日本的全全球第三大化妆品销售市场)。
- 中国大约有 3300 家化妆品生产商, 其中 600 至 700 家为外资企业 (包括香港和台湾公司, 100 家左右为大型跨国企业), 其余均为国内大中型国有企业或民营企业。
- 美国、法国、日本等国家的大型化妆品企业, 如宝洁、联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、雅芳、安利、资生堂、香奈儿等均已在中国设立生产基地, 这些公司的产品被众多中国消费者青睐和推崇, 占据了大约 70-80% 的市场份额, 中国也是国际大牌化妆品公司重点销售市场。
- 我国化妆品行业已逐渐融入世界大市场, “中国制造”的化妆品已经出口到 150 多个国家和地区, 出口金额超百亿元。

图表7: 日化行业年复合增速 17%

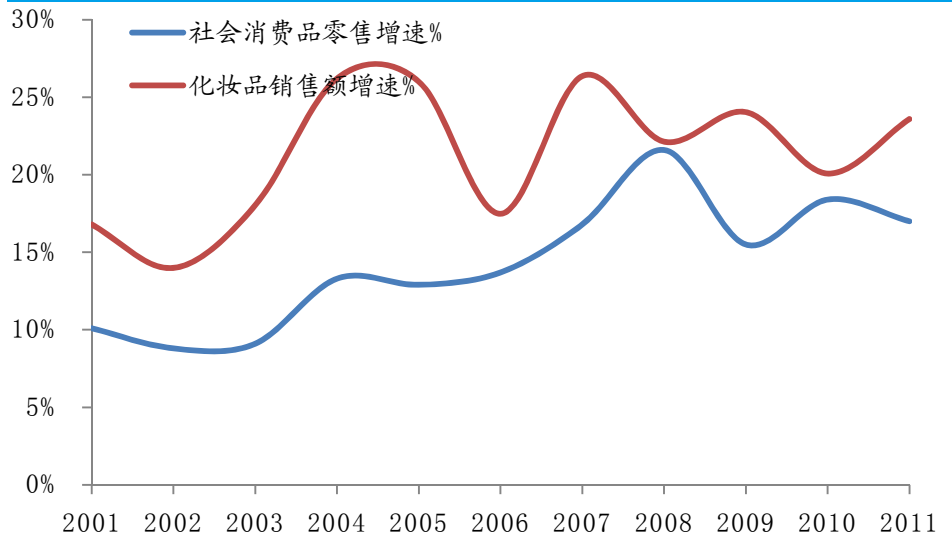


来源: 国金证券研究所、WIND

图表8: 00-10 年化妆品销售额年复合增速 21%



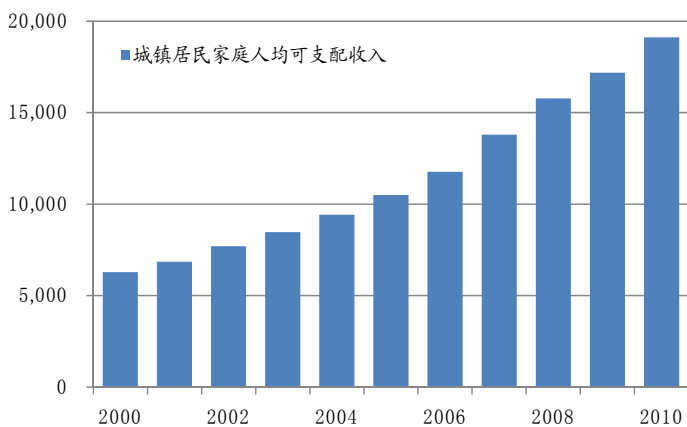
图表9: 化妆品销售额增速 VS 社会消费品零售增速



来源: 国金证券研究所、WIND

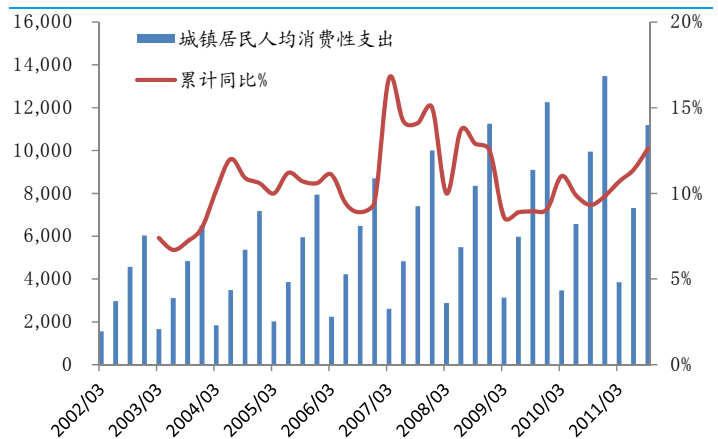
- 我们预计随着我国经济转型、中产阶级的崛起以及居民可支配收入的提高，未来五-十年我国化妆品行业仍可维持 15%-20% 增速。
 - 经济转型以扩大内需为立足点。目前我国经济构成，消费占比仅有 35%，远远低于发达国家 55%-75% 的水平，我们认为在出口受阻，投资难以为继的大背景下，中国经济增长方式转变已成为必然趋势，政府将继续加大收入分配、财税改革、社会保障制度建设，我国消费有望在未来五-十年内高速增长，十二五末我国 GDP 中的消费份额可从目前 35% 的低点上升到 40% 至 45%。
 - 收入倍增计划，可选消费增长较快。日本在 60 年代推行国民收入倍增计划，该计划的执行对消费产生了强大的刺激作用，在计划实施的 15 年时间内，日本形成 1 亿人口的中产阶级，同期家庭在文教娱乐方面的花费翻了近 4 倍，化妆品美容用品销售额复合增速 13%。
 - 我国“十二五”规划纲要已指出，加快城乡居民收入增长，且提出具体的量化指标，即增长 7% 以上，按照此速度，10 年内居民可支配收入将翻番，如能成功施行，将引爆内需消费。同时在消费结构上，食品饮料、衣着服饰等必需消费品占支出比重将下降，而化妆品等可选消费品将逐渐上升。

图表10: 城镇居民可支配收入(元)



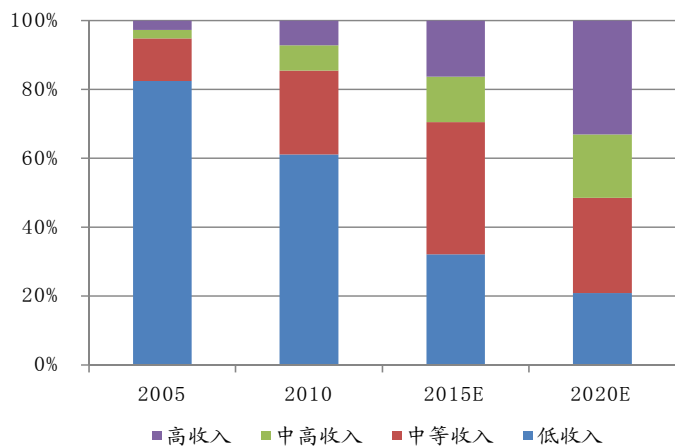
来源: 国金证券研究所、WIND

图表11: 城镇居民人均消费性支出



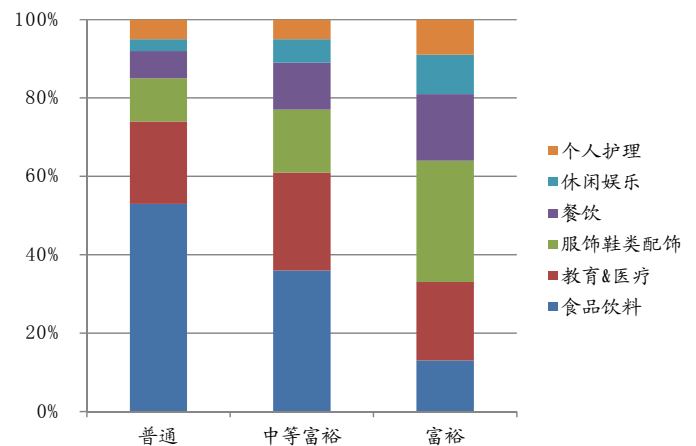
- 中产阶级崛起, 消费升级, 化妆品消费潜力大。根据摩根斯坦利的预测, 2010 年中国人均年收入超过 15000 美元的城市家庭数量占比为 7%, 这一比例在 2015 年将达到 16%, 2020 年将达到三分之一左右。在消费结构上, 富裕阶层(家庭年收入 25 万以上)在化妆品等个人护理方面支出较中等富裕阶层翻了一番多。

图表12: 我国家庭的收入分配及预测



来源: 国金证券研究所、欧睿资讯、摩根斯坦利
说明: 以美元年收入 5000、10000、15000 分档

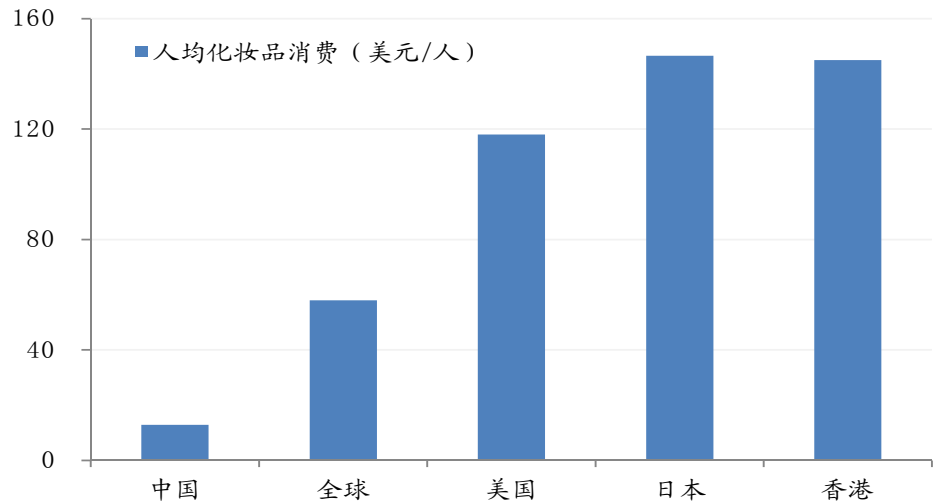
图表13: 我国各收入水平人群支出结构(2009)



来源: 国金证券研究所、欧睿资讯、摩根斯坦利
说明: “富裕”指的是家庭年收入超过 25 万元; “普通富裕”指的是家庭年收入介于 9.6 万和 25 万之间的消费者, “普通”指的是: 家庭年收入 7200 元以上的四线城市消费者, 9600 元以上的三线城市消费者, 14400 元以上的二线城市消费者, 19200 元以上的一线城市消费者。

- 人均消费水平低, 市场潜力大。
 - 我国居民人均化妆品消费支出 13 美元, 如果剔除消费量较小的农村人口, 城镇人口化妆品消费也仅 25 美元左右, 不到日本、香港的 1/5, 是全球人均消费的 2/5。

图表14: 化妆品人均消费额比较

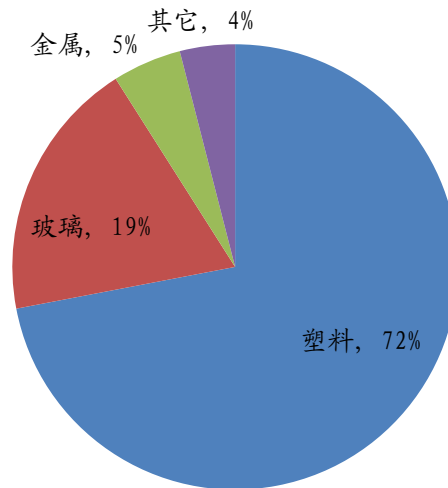


来源: 国金证券研究所

化妆品包装直接受益行业高增长

- 化妆品作为一种时尚消费品，除了有效的广告宣传和醒目的柜台陈列等方面外，包装是一个重要的环节。化妆品包装不仅要有盛放、保护产品的功能，还必须能够传递产品信息，增强商品的视觉冲击，吸引消费者。
- 保护性、功能性和装饰性“三性一体”是化妆品包装的要求及发展方向。目前，塑料、玻璃、金属三种材料是当前主要使用的化妆品包装材料，纸盒则常用作化妆品的外包装。
- 塑料容器是化妆品包装的“当家花旦”，占据主导地位。塑料包装的优势是重量轻、强度大和不易破碎，而且塑料易于着色、可塑性强，可制成各种造型的瓶型，并兼具玻璃产品的透明特性且价格较低，这些特点使塑料在化妆品包装材料中的竞争中立于不败之地，被广泛应用于护肤品、沐浴露、洗发露等产品。

图表15: 化妆品包装结构

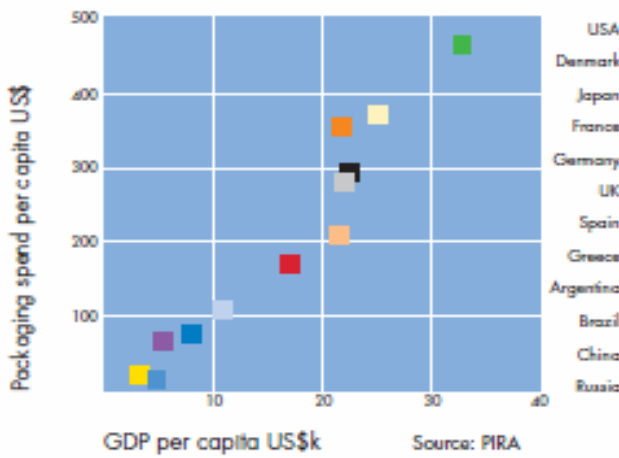


来源: 国金证券研究所、招股书

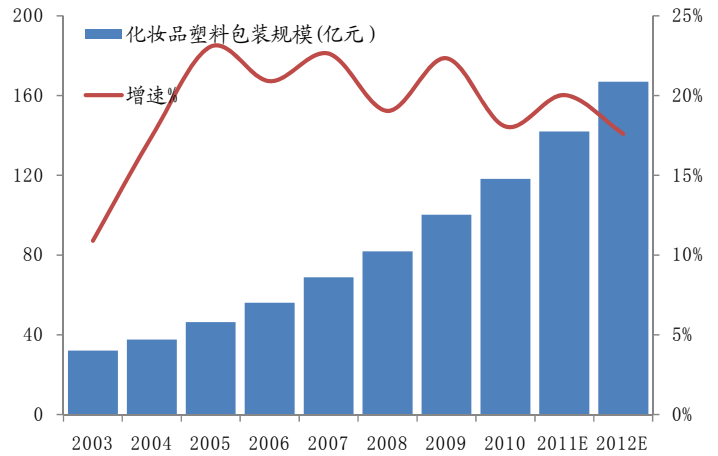
- 我们认为化妆品行业高速稳定的增长将有力地推动包装市场的发展，若国内化妆品需求不发生明显变化，则包装需求增长趋势则可维持。根据上文

预测的化妆品行业增速，我们预计未来五年化妆品塑料包装增速有望保持15%左右。

图表16: 人均GDP与包装需求相关性



图表17: 我国化妆品塑料包装规模



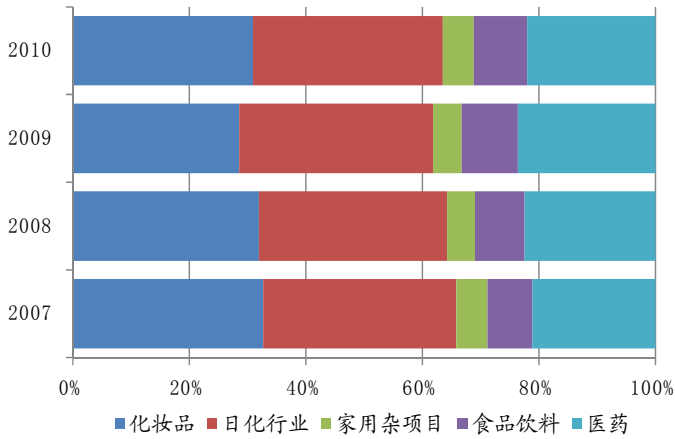
来源: 国金证券研究所、PIRA、招股书

客户质量造就高盈利

它山之石

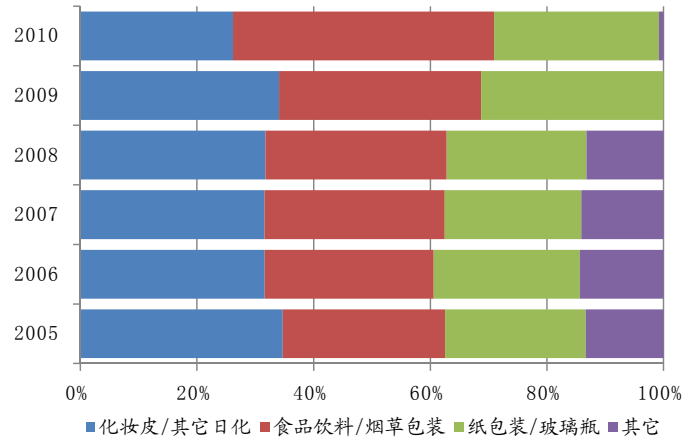
- 包装行业主要为其它行业及企业提供服务，下游行业及企业的盈利能力直接决定了包装行业的盈利水平。化妆品公司由于拥有较高的盈利能力，对包装物价格敏感度低，同时由于化妆品公司对包装要求高，日化包装行业具有较高的行业准入门槛，参与者少，直接造成了化妆品类包装公司拥有较高的盈利水平。
 - 大型化妆品公司在选择供应商方面条件苛刻，如宝洁、欧莱雅等企业一般只重点选择少数几家企业，这些企业一般不会对供应商过分压价，以确保自身产品质量不出现问题。
- 我们选择 APTAR 与 AMCOR 进行比较。
 - APTAR 主营日化产品包装，日化行业占收入比例 63.5%；AMCOR 是综合性类包装公司，日化占比 26.2%。
 - 95-10 年，APTAR 营业收入复合增速达 9.2%；AMCOR 只有 3.9%，而且 APTAR 增长的稳定性明显好于 AMCOR。
 - 而从盈利能力看，95-10 年期间 APTAR 毛利率 31%-38%、净利率 6%-9%、ROE 为 11%-16%；同期 AMCOR 公司毛利率仅 16%-18%、净利率 2%-4%、ROE 为 6%-10%。

图表18: APTAR 收入结构

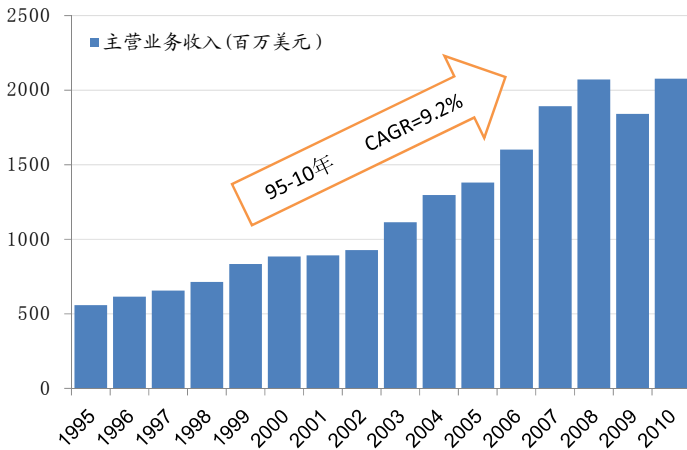


来源: 国金证券研究所、彭博

图表19: AMCOR 收入结构

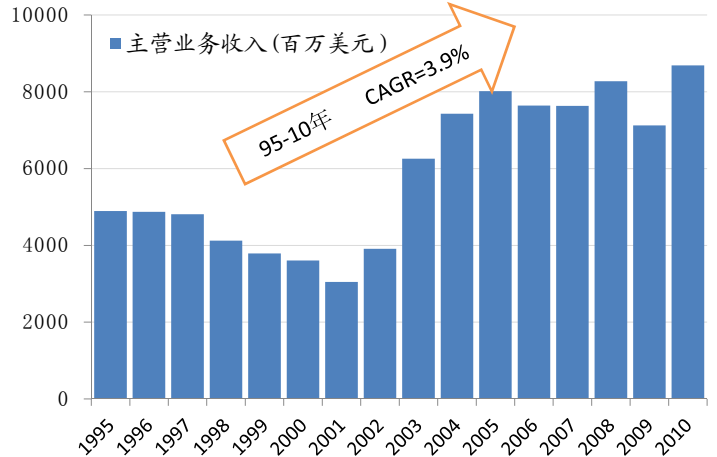


图表20: APTAR 主营收入及增速

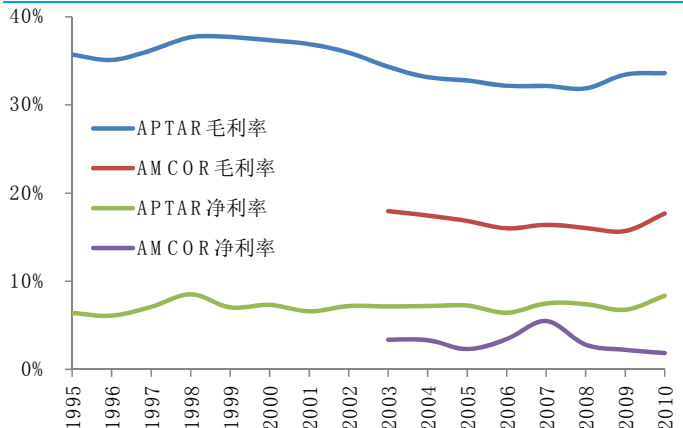


来源: 国金证券研究所、彭博

图表21: AMCOR 营业收入及增速

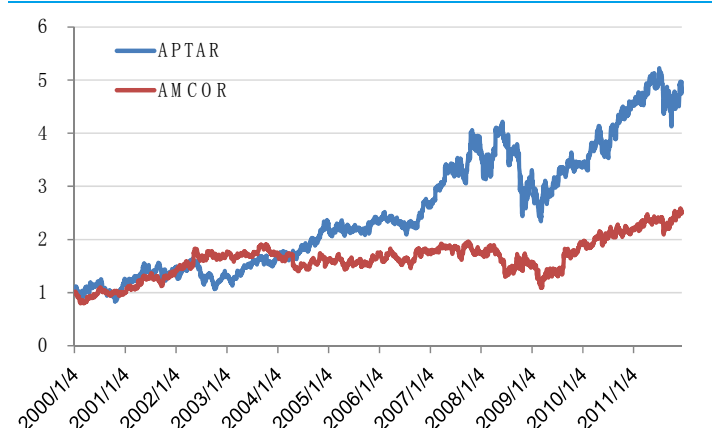


图表22: 盈利能力比较



来源: 国金证券研究所、彭博

图表23: 股价涨幅比较



依傍巨人，具有类消费属性

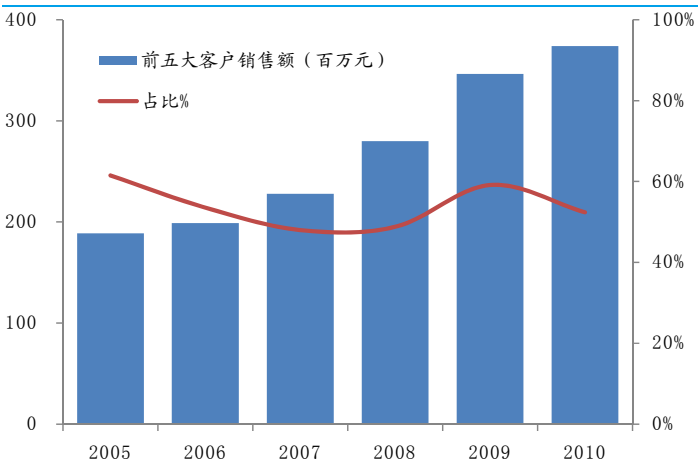
- 公司客户几乎都为全球顶尖的化妆品及食品公司，覆盖超过 85%以上的一线化妆品品牌，重点客户包括宝洁、箭牌、欧莱雅、联合利华、雅芳、玫琳凯、雅斯兰黛、妮维雅、资生堂等。
- 前五名客户占公司营业收入比重超过 50%以上，在 2009 年占比接近 60%。过去四年，前五大客户合计销售额年增速 10%-25%之间，如果剔除雅芳的影响（雅芳由于业务下滑，包装需求减少），其它四家客户增速普遍为 15%-30%。
- 公司凭借卓越的研发能力、完善的销售网络，快速响应终端客户需求，提供贴身周到的服务，已与全球知名化妆品公司形成了稳定的合作关系，奠定了公司顶级化妆品牌第一包装商的地位。同时，优质客户群亦为公司长期持续稳定的发展奠定了坚实的基础。
- 公司先后荣获宝洁“全球化妆品最佳供应商奖”和“年度最佳业务合作伙伴奖”；欧莱雅“亚太区最佳供应商奖”；雅芳“供应链战略合作供应商资生堂“最佳供应商奖”等殊荣。

图表24：公司客户



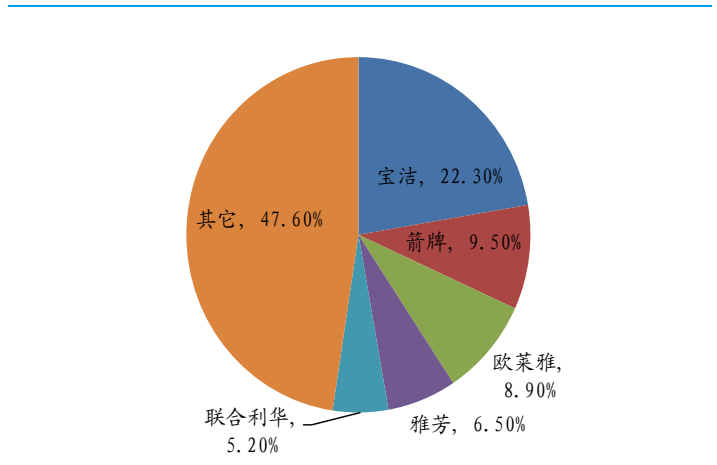
来源：国金证券研究所、公司网站

图表25：公司前五大客户销售额



来源：国金证券研究所、公司财报

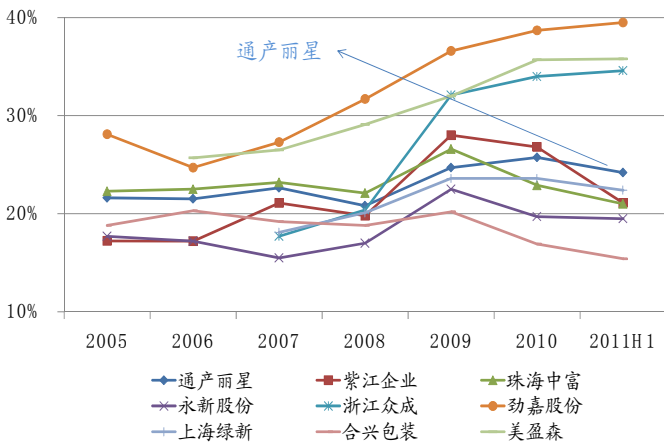
图表26：公司重点客户占收入比 (2010年)



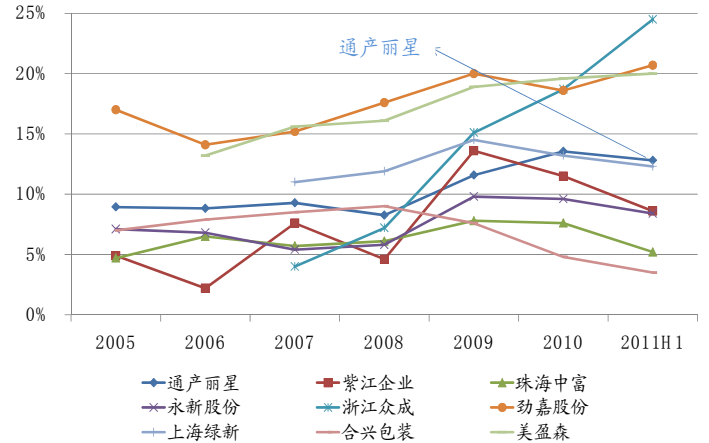
- 优质客户群铸就了公司稳定且较高的盈利水平。

- 国际大牌化妆品公司因拥有较高的盈利水平（以宝洁、欧莱雅为例，两家企业毛利率分别为 50%、70%），同时此类公司对包装需求高，对包装产品的价格敏感度不是很高，使得化妆品类包装公司能够获得稳定且较高的毛利率。
- 公司 05-10 年毛利率 21%-26%、净利率 9%-14%，在包装类公司中处于较高水平。
- 公司 2011 年 Q3 季度毛利率下滑主要因人工成本上升影响，我们预计随着 PE、PP 等原材料价格的下跌，公司明年毛利率将趋于改善，但幅度可能有限（2012 年人工成本继续上升的可能性较大），未来毛利率的改善一方面依靠向下游转移成本；另一方面主要靠新产品的研发及高毛利产品的推出。

图表27: 包装企业毛利率比较

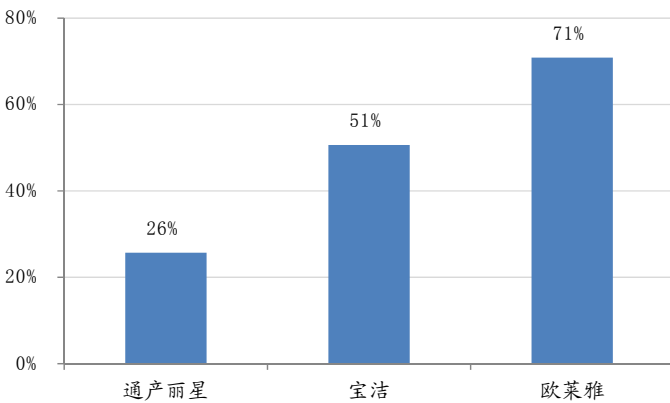


图表28: 包装企业净利率比较



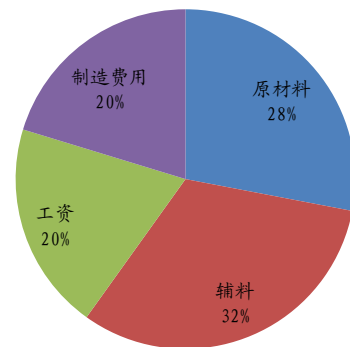
来源: 国金证券研究所、公司报告

图表29: 公司与客户毛利率比较



来源: 国金证券研究所、公司报告

图表30: 公司成本结构

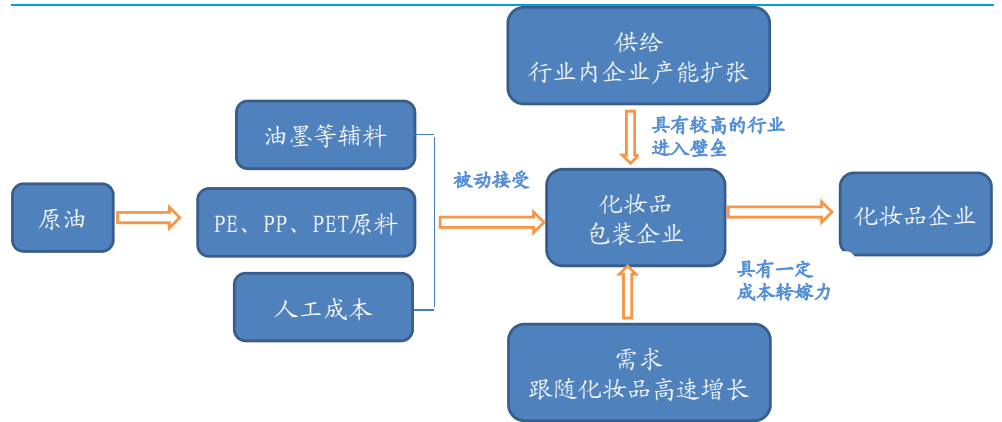


行业具有壁垒，盈能力有望保持

- 行业壁垒和成本转嫁能力决定了化妆品包装企业的盈利能力。
 - 转嫁能力: 化妆品公司上游是 PE、PP 等化工产品，原料成本和原油价格走势相关，基本处于被动接受的地位，因此能否向下游传导是化妆品行业盈利的关键。当产品占下游行业成本越低，提供的附件值越高，越有利于成本传导。化妆品价格尤其是国际大牌价格普遍较高，外包装占其成本很小，客户对价格敏感度不是很高，因此化妆品包装价格传导较为顺利。
 - 供求关系与行业壁垒: 包装行业下游需求高速增长，若行业有较高进入壁垒时，供给受限，则可维持较高的盈利水平。反之，若行业门槛

低，供给不受控制，一旦行业景气，企业产能扩张冲动难以遏制，供需关系就会失衡，则高盈利水平无法持续。我们认为化妆品包装行业具有较高门槛，高盈利可保持。

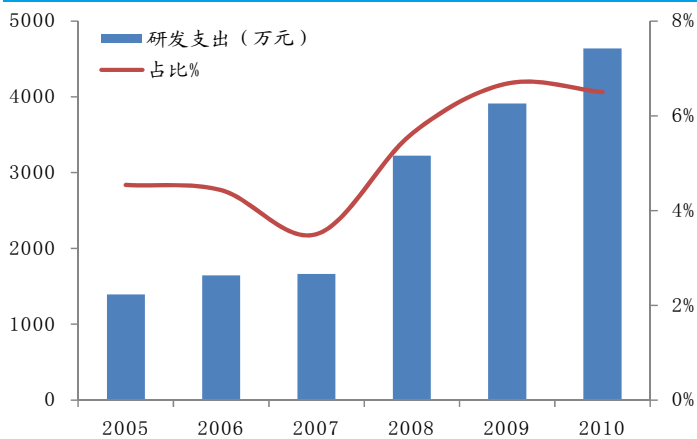
图表31：化妆品包装企业盈利图谱



来源：国金证券研究所

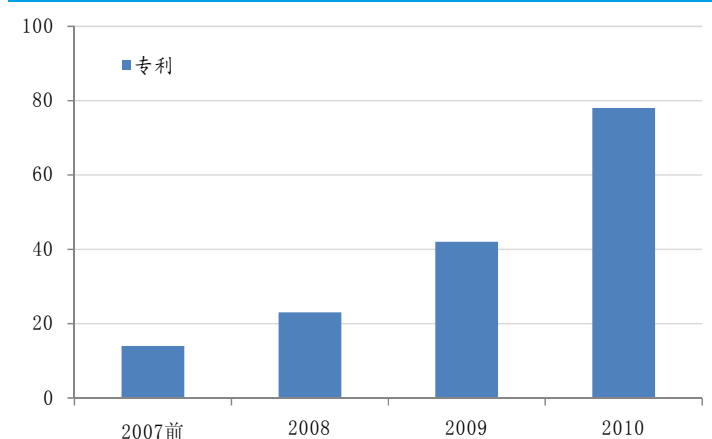
- 化妆品塑料包装行业壁垒主要来自四个方面：1) 下游高市场集中度所带来的严格资质认证及规模要求；2) 研发能力；3) 领先企业所具有的规模、渠道优势以及与客户良好的关系；4) 供货及时性。
 - 资格认证：目前外资企业占据我国化妆品市场份额 80%左右，前十大企业市场份额近 60%，包括宝洁、欧莱雅等国际大牌化妆品公司对供应商资格审核非常严格，认证过程往往历时数月或数年，合作过程要经历订单从小到大过程的严格验证与考核，符合客户要求者方有机会取得大批量订单。
 - 研发能力：化妆品行业日新月异，产品推陈出新速度很快，因此包装公司的研发能力已成为各公司的核心竞争力。成功的企业往往是那些能够开发出新颖设计和创新性包装的公司，他们主要靠产品而不是价格与同行竞争。塑料包装设计的核心环节在于模具的开发和制造，磨具的制造工艺决定了包装物能否准确将客户的品牌理念转化为成品。
 - 先发优势：化妆品包装龙头企业通过一体化服务模式，参与客户产品设计及物流供应强化与下游的合作关系，与客户间形成较强的粘性，构筑了较强的壁垒。
 - 供货及时性：化妆品跨国公司需要严格控制原材料和产成品的库存，因此包装企业能否在客户附近区域设立生产基地，加强配套能力及快速反映速度，缩短供货期是包装企业能否获得订单的关键因素之一。

图表32: 公司研发费用



来源: 国金证券研究所、公司报告

图表33: 公司专利增长趋势

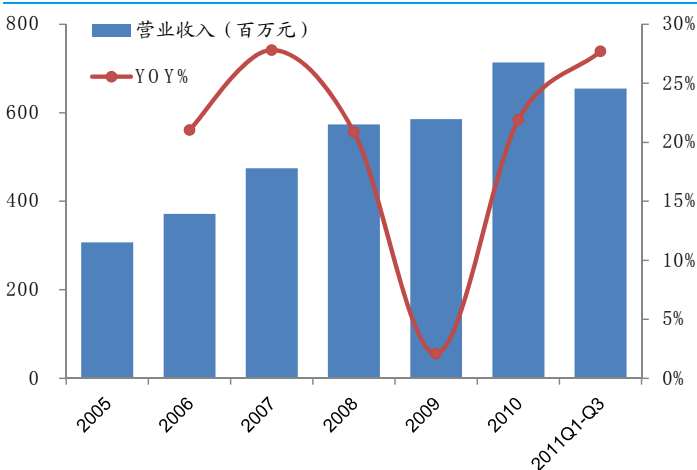


公司未来的增长来自哪里?

以史为鉴

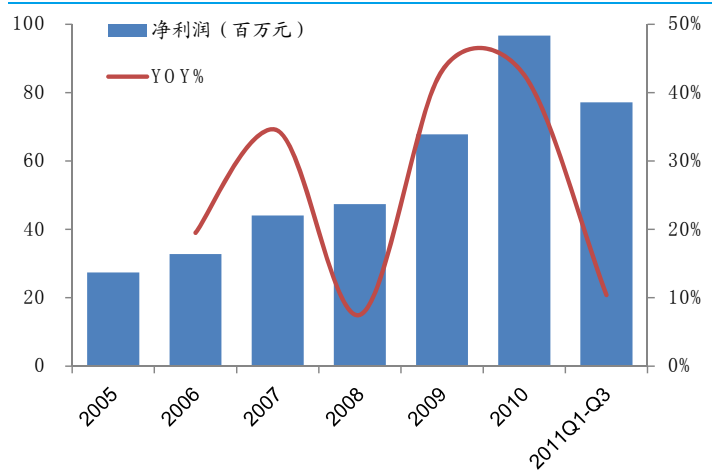
- 公司 2005-2010 年期间, 年营业收入增速 21%-28% (2009 年除外), 五年复合增速 18.4%; 净利润增速 20%-43% (2008 年略低, 7.5%)。2011 年前三季度营业收入及净利润增速分别为 27.7%、10.4%, 收入延续高增长, 但净利润由于原料成本及人工成本上涨的影响, 增速较低。目前原料价格已下跌, 预计公司明年利润增速有望回升。
- 公司客户大多是国际大牌化妆品公司, 公司与客户之间已形成较强的粘性, 可与下游客户共同成长。同时在维护好现有客户关系的基础上, 公司积极开发其它客户, 并把业务范围向食品等其它领域延伸 (目前公司已经成为箭牌木糖醇口香糖塑料包装最主要供应商), 不断提升服务外延及合作地位。我们认为公司将会把软管包装领域的优势不断向注塑、吹瓶业务复制, 公司未来收入高增长具有较强的确定性。

图表34: 公司收入稳定增长



来源: 国金证券研究所

图表35: 公司净利润及增速



直接客户销售增长

- 现有客户销售高速增长是通产丽星增长的根本动力。过去五年公司重点客户在中国的销售额基本保持着 15%~30% 的年均增长速度 (宝洁、联合利华因数据来源问题, 只统计了全球数据, 但据了解两家企业在中国销售额增速基本保持 15%-25%)。

- 我们预计在国内经济增长模式转向消费驱动及消费升级的助推下，国际大牌化妆品及食品公司有望凭借品牌优势，不断扩大在中国的市场份额，增速将超过行业增速。通产丽星依靠与客户之间紧密的合作关系，将直接受益下游需求高增长；此外，公司通过不断加强研发能力、创新力度及提升服务水平，提高在客户中的份额，我们预计公司仅依靠现有客户即可实现 20% 左右增长。

图表36: 公司部分客户销售增长%

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR (2005-2010)
欧莱雅 (中国) /亿人民币	34	42	54	70	82	93	22.3%
宝洁 (全球) /百万美元	68222	72441	79257	76694	78938	82559	3.9%
联合利华 (全球) /百万美元	37168	38401	39642	40523	39823	44262	3.6%
雅思兰黛 (亚太) /百万美元	870	983	1193	1299	1510	1761	15.1%
资生堂 (亚太及大洋洲) /百万美元	542	706	1024	1115	1163	1468	22.0%

来源: 国金证券研究所

说明: 资生堂亚太及大洋洲收入不包括日本区域

说

图表37: 公司重点客户分布及未来发展规划

公司名称	生产基地	产品及品牌	投产时间	规模	备注
联合利华	合肥工业园	力士、旁氏、清扬等品牌日化产品, 以及立顿茶叶	第一阶段: 2002 第二阶段: 2012	2010年工业总产值120.9亿元	全球最大生产基地
	天津空港经济区	洗液产品及牙膏、沐浴露	2012年底	10万吨	
宝洁	江苏太仓港港口开发区	美尚、健康两大品类	2012年下半年		亚洲大生产基地
	天津西青厂	洗发水、护肤产品	1998		
	广州浪奇宝洁	洗衣粉	1994		
	天津	个人清洁用品	1993		
	成都	洗衣粉	1993		
	北京	洗衣粉	1993		
	广州	洗涤用品	1992		
	广州黄埔	跨品类	1991		
	广州	纸品	1990		
	广州宝洁	洗发水	1988		
欧莱雅	湖北宜昌天美工厂	小护士和卡尼尔品牌护肤产品;	扩建工程: 2013		扩建项目为唇膏、指甲油、睫毛膏等彩妆产品
	上海美科工厂	面霜、眼霜、爽肤水及身体护理系列; 羽西彩妆产品	2004收购羽西		
	苏州尚美工厂	彩妆和染发剂	1999/2004	2.3亿件	
雅芳	广州	化妆品、护肤品	1990		
	广州从化太平工业区	化妆品、护肤品	1998		
玫琳凯	杭州	化妆品	1995	0.7亿支	
	亚太生产中心 (杭州)	化妆品	2006	年产量1.8亿支	
箭牌	广州工厂	绿箭、益达牌口香糖	1993		全球产量最大的口香糖工厂
	番禺工厂	泡泡糖、棒棒糖等	2004		
	上海工厂	食品添加剂、压片糖、胶基糖果、休闲食品	2001		
	永和工厂	大大泡泡糖、棒棒糖和瑞士糖之外, 浇注棒棒糖和彩虹糖	2012		全球供应链系统中最先进的工厂之一
资生堂	北京	欧珀莱、思魅欧珀莱	1993		与北京丽源公司合资
	上海	泊美、UNO、水之印等品牌	1998		与华东CITIC合资成立

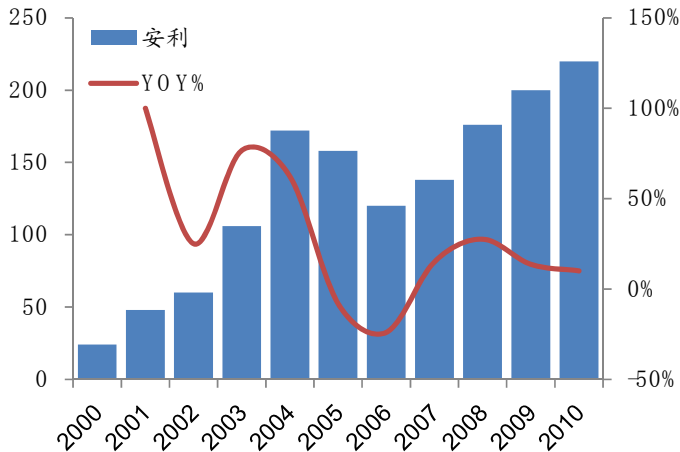
来源: 国金证券研究所

潜在客户开发

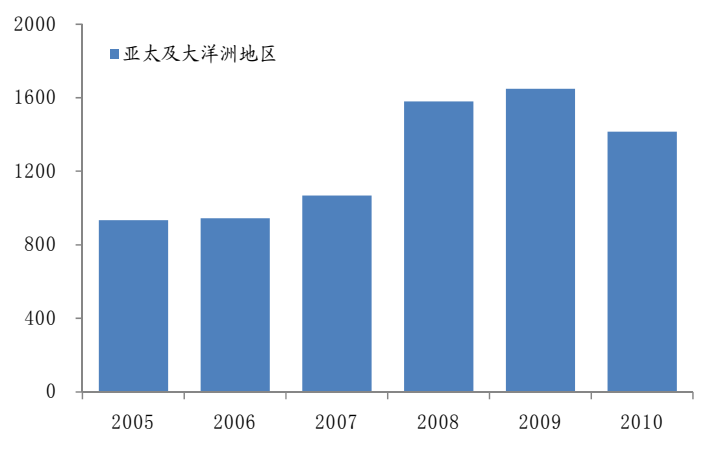
- 公司在化妆品、食品包装领域已建立了较强的品牌效应，积攒了良好的市场口碑，在高档包装领域具有较强的影响力。但公司过去几年受产能制约，主要以满足现有大客户为主，对二线品牌及其它领域一直未做重点开发，2009-2010 年大客户方面只开发了妮维雅。我们认为随着公司产能的逐步释放，公司将加大市场拓展力度，发展空间及潜力非常大，我们看好公司客户开拓前景。目前一线品牌中如安利、不凡帝范梅勒糖果、花王、强生都有与公司合作的可能性。

- 安利是美国最大的直销企业，主要经营日用消费品，涵盖了营养保健食品、美容化妆品、个人护理用品、家居护理用品等系列，2010 年在中国市场销售额达到 220 亿元。
- 不凡帝范梅勒是全球最大的糖果生产企业之一，专业从事各种糖果和胶姆糖的生产和销售。不凡帝范梅勒公司拥有数十个品牌近百个产品，包括“阿尔卑斯”、“比巴卜”、“曼妥思”等。不凡帝范梅勒糖果（中国）是国内最大的糖果生产公司之一，年产量 10 万吨。（来源网络）

图表38：安利中国销售额（亿元—RMB）



图表39：花王公司销售额（百万美元）



来源：国金证券研究所

非包装业务或许存在惊喜

- 公司 2010 年收购京信通进军注塑模具研发领域，同时计划以合资方式设立深圳丽琦模具公司进入吹塑模具业，公司今后将拥有公司本部（软管）、京信通（注塑）、丽琦（吹塑）三大模具研发基地，弥补公司在注塑和吹塑模具研发上的不足，进一步强化公司在模具研发上的优势，使公司公司业务领域更均衡。
- 此外，公司还以合资方式进军印刷标签和锂电池铝塑复合膜业务，可在提升盈利的同时强化一体化服务能力。

产能有保障，但根本性解决需待苏州基地投产

- 公司化妆品包装业务拥有三大重点生产基地：上海、广州增城、深圳龙岗。目前公司已基本处于满产状态，2012 年主要通过技改等方式增加产能。
 - 上海基地土地面积约 2.5 万平方米，建筑面积 2.1 万平方米，产值 2.5 亿元，重点客户包括欧莱雅、联合利华、玫琳凯及资生堂等。
 - 广州基地土地总面积 7 万多平方米，一期建筑面积 4.4 万平方米，产值近 3 亿产值，重点客户包括广州宝洁、箭牌、雅芳等。目前二期项目正在设计中。
 - 深圳坂田基地，2.5 亿产值，出口为主。重点客户包括宝洁国内单及出口单，雅斯兰黛出口单等。
- 2011 年 6 月 8 日，公司公告苏州子公司竞得吴江 WJ-G-2011-046 号地块，土地面积 98753.1 平方米，我们预计苏州项目一期将于 2013 年初投产。苏州项目投产后，困扰公司多年的产能问题将得到彻底缓解，公司亦可大力开拓二线品牌以及向其它领域延伸如食品包装等。

图表40: 公司化妆品包装业务产能分布

	建筑面积 (平方米)	产值 (亿元)	重点客户	备注
上海	21000	2.5	欧莱雅、联合利华、玫琳凯、资生堂	技改方式增加产能
广州增城一期	44300	3	宝洁、箭牌、雅芳	技改方式增加产能; 同时准备开建二期
深圳龙岗	25000	2.5	宝洁、雅斯兰黛、雅芳	技改方式增加产能
苏州吴江	98753		宝洁、欧莱雅等	一期预计产值3亿元, 2013年投产

来源: 国金证券研究所、公司网站
说明: 吴江是土地面积

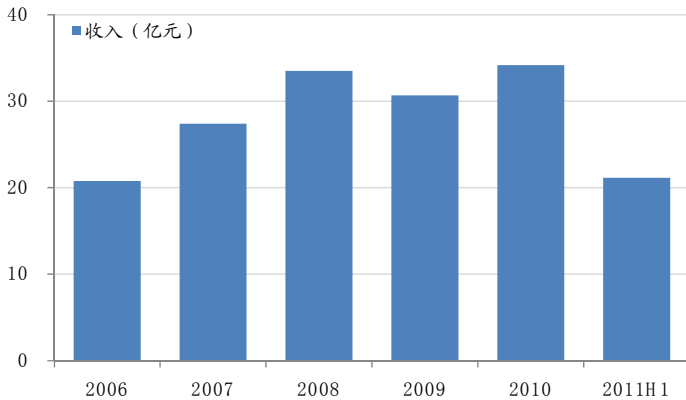
说

竞争分析: 与自己赛跑

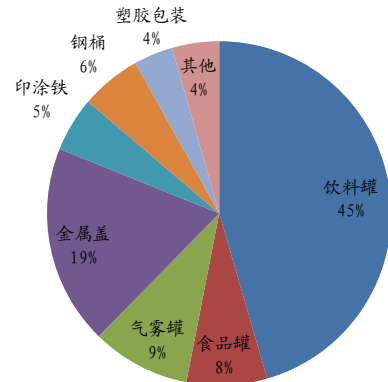
对手是谁

- 中国化妆品及护理品市场两位数的增长速度吸引了全球包装企业的目光, 部分世界大型包装公司已经在中国建立了生产基地, 如 ALCAN、REXAM 等。
- 目前通产丽星的竞争对手包括中山环亚、群欣包装、雷盛德魁、西博尔等企业。但无论是从品牌覆盖广度还是深度来说, 通产丽星都是绝对的龙头老大, 可能的潜在竞争对手是中粮包装。
- 中粮包装是中粮集团的子公司, 也是中国最具影响力的专业化包装集团之一, 主营金属罐包装, 近年来开始向塑料包装领域拓展。2010 年并购上海品冠, 当年塑料包装业务实现 1.25 亿收入。

图表41: 中粮包装收入



图表42: 中粮包装收入结构



来源: 国金证券研究所

图表43: 公司主要竞争对手

公司	简介	产品	工厂分布	主要客户	销售收入
中山环亚塑料包装	港资企业	吹塑等塑料包装产品	广东中山市	宝洁、雅芳、安利等	2009年: 25347万元
广州群欣包装公司	台资企业	软管等化妆品包装	台北、广州、上海	雅芳、联合利华、丝宝集团、雅诗兰黛、妮维雅、羽西、自然美、强生、旁氏、自然美、玫琳凯、丁家宜、高安等	2006年销售额近2亿元
雷盛德奎 (Rexam)	英国上市公司, 世界大型消费品包装生产商之一, 全球用有超过100家生产工厂	饮料包装及消费品包装	深圳2个、天津1个、上海地区6个	欧莱雅、宝洁等	2006年所有包装物销售额3.25亿元
兴中集团	台资企业	高级化妆品容器、药品包装容器	苏州藤兴工业、上海富祥塑料、淮安工厂	欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、雅芳、资生堂、高丝	2009年亚洲销售额2000万美元
西博尔 (中山)	全球著名包装企业Alcan在中国子公司	软管等化妆品包装	中山	欧莱雅、雅诗兰黛、宝洁、丝宝	
烟台西蒙西	隶属中国通用技术集团	吹塑、注塑、软管三大系列, 主要用于医药、食品、化妆品、日化等行业	山东烟台和广东中山设有两个生产基地, 年软管生产能力近2亿支	宝洁、雅芳、索芙特、东洋之花、联合利华、KOSE	
三荣塑胶	台湾独资企业	化妆品、医药、食品类等系列包材	浙江、广州、宜昌, 总生产能力1.8亿支	欧莱雅、雅芳、伊莉莎白雅顿、日本KOSE等	

来源: 国金证券研究所

公司竞争力高于同行

- 公司拥有先进的服务理念、完善的供应链、强大的研发能力, 同时具有客户及区位优势, 是业内不多见的可提供一体化服务的供应商。
 - 先进的服务理念: 公司始终致力于为客户提供“最好的产品、最快的速度 and 最低的成本”, 凭借精湛的技术与优良的管理, 快速整合资源, 在较短时间内完成产品设计、生产、配送等所有工作, 满足客户对产品质量及交货期的要求。
 - 完善的产业链: 公司很早就开始一体化发展, 向上游致力于整体包装解决方案的设计研发, 向下游着力为客户提供更全面、专业的物流配送及化妆品灌装服务。通过不断整合供应链, 提高了服务效率, 节约了供货时间。
 - 强大的研发能力: 公司的研发投入占当年主营业务收入占比达 6%以上, 在业内属于较高水平, 同时具有软管、吹塑、注塑三大模具研发能力。依托领先的研发实力, 公司已成功转型成为包装解决方案供应商, 可为客户提供从设计到生产再到罐装的一体化服务。
 - 客户及区位优势: 公司已初步完成了对长三角、珠三角两大化妆品厂商集中的区域市场的战略布局, 大大缩短了运输距离, 提高了对客户的快速反映能力。依靠强大的竞争力, 公司已基本覆盖超过 85%的一线品牌, 并与这些企业建立了良好的长期稳定的合作关系, 为公司长期稳定发展奠定了坚实的基础。

图表44: 公司与竞争对手比较

公司	优势	劣势
通产丽星	国内领先品牌优势: 优质的客户资源; CAD/CAM、热流道、CNC电脑加工等高新技术的使用, 强大的技术研发能力, 获得多项国家专利; 具有自行研发制造模具能力; 能够为客户提高一揽子解决方案; 未来苏州生产基地投产形成合理的地域布局	产品应用领域有待拓宽
西博尔(中山)	法国西博尔技术支持, 技术专家常驻中山保证产品质量和服务品质	客户市场集中在欧洲, 市场拓展能力不足
群欣	生产和市场布局, 拓展能力较强; 产品质量控制严格, 技术设备较为先进, 能够配合客户要求, 研发借重各领域人才的配合	产品结构单一, 不能为客户提供一揽子解决方案
上海万臣	软管印刷技术先进, 通过自动检测装置和自动剔除装置对产品进行100%的检验, 确保产品的稳定性	产品单一, 产能很小市场拓展能力弱, 研发和创新能力不强
烟台西蒙西	引进先进的联动生产设备, 控制技术较为先进, 产品品质较优, 提供全程跟踪服务	产品单一, 市场拓展能力不强, 过分依赖外部引进, 产品研发能力不够
三荣塑胶	地理布局合理, 拥有先进的进口设备, 拥有固定品牌客户, 企业形象信誉较好, 模具、材料研发较强	市场开拓能力较弱, 销售不大

来源: 国金证券研究所

盈利预测及估值

- 公司各产品销售收入、毛利率预测见销售预测表。
 - 毛利率假设: 2012 年原材料成本下降, 但人工成本仍会上升, 所以毛利率改善幅度有限。
- 费用预测及税费假设如下表:

图表45: 公司营业/管理/财务费用预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用率/销售收入	4.05%	5.22%	4.59%	4.00%	4.00%	4.00%
营业费用率/销售收入	6.82%	6.51%	6.36%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税率%	8.61%	6.43%	10.68%	11.00%	11.00%	11.00%

来源: 国金证券研究所

- EPS: 2011 年 0.41 元、2012 年 0.52 元、2013 年 0.7 元。
 - 根据上面假设, 我们预计公司 2011-2013 年营业收入为 9.12 亿元、11.18 亿元、14.74 亿元, 分别同比增长 27.7%、22.6%、31.9%
 - 2011-2013 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.04 亿元、1.35 亿元、1.8 亿元; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.41 元、0.52 元、0.7 元。
 - 我们认为我国化妆品行业仍将保持高速增长, 公司作为国内化妆品包装的龙头企业将继续分享行业盛宴。公司客户多是国际大牌化妆品公司, 对价格敏感度不高, 公司有望保持稳定且较高的盈利性, 具有类

消费特征。我们建议“买入”，给予公司未来 6-12 个月 11 元目标价位，相当于 21.2x12PE。

图表46：包装类公司估值比较

	EPS			PE			股价
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011.12.27
永新股份	0.81	1	1.26	17.8	14.4	11.4	14.4
浙江众成	0.66	0.84	1.2	24.8	19.5	13.7	16.4
紫江企业	0.46	0.54	0.69	8.7	7.4	5.8	4.01
珠海中富	0.12	0.15	0.32	28.8	23.0	10.8	3.45
劲嘉股份	0.56	0.68	0.83	16.9	13.9	11.4	9.48
上海绿新	0.66	0.9	1.23	23.6	17.3	12.7	15.57
美盈森	0.88	1.31	2.29	22.7	15.3	8.7	19.98
合兴包装	0.24	0.34	0.48	24.2	17.1	12.1	5.81
平均				20.9	16.0	10.8	

来源：国金证券研究所、朝阳永续

图表47: 公司分业务收入预测

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
软管						
销售收入 (百万元)	336.83	329.96	414.95	481.25	586.25	756.50
增长率 (YOY)		-2.04%	25.76%	15.98%	21.82%	29.04%
毛利率	22.10%	26.00%	26.90%	23.6%	24.0%	23.8%
销售成本 (百万元)	262.39	244.17	303.33	367.66	445.55	576.45
增长率 (YOY)		-6.94%	24.23%	21.21%	21.18%	29.38%
毛利 (百万元)	74.44	85.79	111.62	113.59	140.70	180.05
增长率 (YOY)		15.25%	30.11%	1.76%	23.87%	27.97%
占总销售额比重	58.71%	56.34%	58.11%	52.77%	52.44%	51.31%
占主营业务利润比重	62.26%	59.29%	60.67%	51.80%	51.60%	50.68%
吹塑						
销售收入 (百万元)	75.99	73.79	110.98	141.75	178.20	246.00
增长率 (YOY)		-2.90%	50.40%	27.72%	25.71%	38.05%
毛利率	21.10%	26.00%	23.22%	21.8%	23.9%	22.5%
销售成本 (百万元)	59.96	54.60	85.21	110.86	135.66	190.55
增长率 (YOY)		-8.94%	56.05%	30.11%	22.37%	40.46%
毛利 (百万元)	16.03	19.19	25.78	30.89	42.54	55.45
增长率 (YOY)		19.70%	34.32%	19.83%	37.73%	30.36%
占总销售额比重	13.25%	12.60%	15.54%	15.54%	15.94%	16.69%
占主营业务利润比重	13.41%	13.26%	14.01%	14.08%	15.60%	15.61%
注塑						
销售收入 (百万元)	133.91	136.44	123.06	148.00	176.00	235.75
增长率 (YOY)		1.89%	-9.81%	20.27%	18.92%	33.95%
毛利率	18.91%	21.05%	24.51%	22.12%	22.60%	22.93%
销售成本 (百万元)	108.58	107.72	92.90	115.26	136.22	181.70
增长率 (YOY)		-0.79%	-13.76%	24.07%	18.19%	33.38%
毛利 (百万元)	25.33	28.72	30.16	32.74	39.78	54.05
增长率 (YOY)		13.40%	5.02%	8.56%	21.48%	35.89%
占总销售额比重	23.34%	23.30%	17.23%	16.23%	15.74%	15.99%
占主营业务利润比重	21.19%	19.85%	16.39%	14.93%	14.59%	15.21%
罐装						
销售收入 (百万元)	24.11	37.79	61.40	91.00	120.00	170.00
增长率 (YOY)		56.77%	62.48%	48.21%	31.87%	41.67%
毛利率	11.51%	20.37%	23.52%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	21.33	30.09	46.96	66.43	87.60	124.10
增长率 (YOY)		41.08%	56.04%	41.47%	31.87%	41.67%
毛利 (百万元)	2.77	7.70	14.44	24.57	32.40	45.90
增长率 (YOY)		177.45%	87.63%	70.12%	31.87%	41.67%
占总销售额比重	4.20%	6.45%	8.60%	9.98%	10.73%	11.53%
占主营业务利润比重	2.32%	5.32%	7.85%	11.20%	11.88%	12.92%
其它						
销售收入 (百万元)	2.92	7.70	3.65	50.00	57.50	66.13
增长率 (YOY)		163.70%	-52.60%	1269.86%	15.00%	15.00%
毛利率	33.60%	42.90%	54.60%	35.00%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	1.94	4.40	1.66	32.50	40.25	46.29
增长率 (YOY)		126.76%	-62.31%	1861.26%	23.85%	15.00%
毛利 (百万元)	0.98	3.30	1.99	17.50	17.25	19.84
增长率 (YOY)		236.69%	-39.67%	778.12%	-1.43%	15.00%
占总销售额比重	0.51%	1.31%	0.51%	5.48%	5.14%	4.48%
占主营业务利润比重	0.82%	2.28%	1.08%	7.98%	6.33%	5.58%
销售总收入 (百万元)	573.75	585.68	714.04	912.00	1117.95	1474.38
销售总成本 (百万元)	454.20	440.98	530.05	692.71	845.29	1119.09
毛利 (百万元)	119.55	144.70	183.99	219.29	272.66	355.29
平均毛利率	20.84%	24.71%	25.77%	24.04%	24.39%	24.10%

来源: 国金证券研究所

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)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	574	586	714	912	1,118	1,474	货币资金	217	133	110	270	230	206
增长率		2.1%	21.9%	27.7%	22.6%	31.9%	应收款项	104	105	165	206	267	353
主营业务成本	-454	-441	-530	-693	-845	-1,119	存货	68	54	83	95	116	153
%销售收入	79.2%	75.3%	74.3%	76.0%	75.6%	75.9%	其他流动资产	37	37	38	71	87	114
毛利	119	145	184	219	273	355	流动资产	426	329	395	642	700	825
%销售收入	20.8%	24.7%	25.7%	24.0%	24.4%	24.1%	%总资产	60.9%	50.1%	49.2%	61.6%	63.1%	64.7%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-3	-4	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	256	309	387	383	394	436
营业费用	-23	-31	-33	-36	-45	-59	%总资产	36.7%	47.0%	48.2%	36.8%	35.5%	34.1%
%销售收入	4.1%	5.2%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	16	18	18	14	14	13
管理费用	-39	-38	-45	-55	-67	-88	非流动资产	273	328	408	400	409	451
%销售收入	6.8%	6.5%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	39.1%	49.9%	50.8%	38.4%	36.9%	35.3%
息税前利润 (EBIT)	55	74	104	126	158	204	资产总计	699	657	803	1,042	1,109	1,276
%销售收入	9.6%	12.7%	14.6%	13.8%	14.1%	13.8%	短期借款	30	25	90	186	80	0
财务费用	-7	-4	-4	-5	-4	2	应付款项	149	77	86	123	151	199
%销售收入	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%	0.3%	-0.1%	其他流动负债	38	26	34	36	43	57
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0	流动负债	217	127	210	345	274	257
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	3	6	3	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	220	133	213	345	274	258
营业利润	47	69	99	121	155	206	普通股股东权益	479	524	590	694	829	1,009
营业利润率	8.2%	11.8%	13.9%	13.2%	13.8%	14.0%	少数股东权益	0	0	0	3	6	9
营业外收支	5	3	9	0	0	0	负债股东权益合计	699	657	803	1,042	1,109	1,276
税前利润	52	72	108	121	155	206	比率分析						
利润率	9.0%	12.4%	15.2%	13.2%	13.8%	14.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-4	-5	-12	-13	-17	-23	每股指标						
所得税率	8.6%	6.4%	10.7%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.294	0.263	0.375	0.405	0.521	0.699
净利润	47	68	97	107	138	183	每股净资产	2.970	2.031	2.286	2.691	3.212	3.911
少数股东损益	0	0	0	3	3	3	每股经营现金净流	0.160	0.406	0.312	0.458	0.517	0.610
归属于母公司的净利润	47	68	97	104	135	180	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	8.3%	11.6%	13.5%	11.4%	12.0%	12.2%	回报率						
							净资产收益率	9.89%	12.94%	16.39%	15.03%	16.23%	17.87%
							总资产收益率	6.77%	10.32%	12.04%	10.02%	12.13%	14.13%
							投入资本收益率	9.89%	12.67%	13.65%	12.68%	15.37%	17.83%
							增长率						
							主营业务收入增长率	20.85%	2.08%	21.91%	27.72%	22.58%	31.88%
							EBIT增长率	-0.62%	34.97%	39.76%	21.04%	25.65%	29.16%
							净利润增长率	7.50%	43.23%	42.57%	7.96%	28.85%	34.07%
							总资产增长率	60.76%	-6.03%	22.25%	29.73%	6.41%	15.06%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	54.3	62.0	63.6	70.0	75.0	75.0
							存货周转天数	48.1	50.3	47.0	50.0	50.0	50.0
							应付账款周转天数	57.7	49.5	39.9	40.0	40.0	40.0
							固定资产周转天数	162.9	189.1	196.5	143.7	117.4	99.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-39.02%	-20.57%	-3.32%	-12.07%	-17.96%	-20.09%
							EBIT利息保障倍数	7.5	18.6	24.7	24.5	44.4	-110.7
							资产负债率	31.48%	20.21%	26.55%	33.07%	24.71%	20.19%

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
强买	0	0	1	3	12
买入	0	0	0	2	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.33	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-07	买入	10.30	12.00 ~ 14.00
2 2010-08-12	买入	11.80	N/A

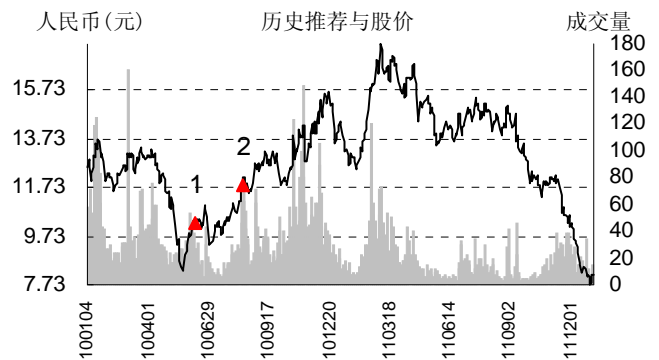
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B