国金证券 SINOLINK SECURITIES

东风股份 (601515.SH)　包装印刷行业

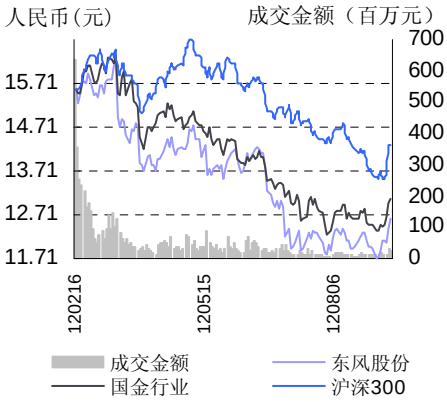
评级：买入　维持评级　　**公司研究**

市价（人民币）：12.63 元
目标（人民币）：17.40 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)	56.00
总市值(百万元)	70.22
年内股价最高最低(元)	16.16/11.71
沪深 300 指数	2311.89
上证指数	2120.55



进可攻，退可守的一体化烟标龙头

公司基本情况(人民币)

项　目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.914	0.982	1.161	1.335	1.491
每股净资产(元)	1.47	2.33	3.26	4.59	6.08
每股经营性现金流(元)	1.03	0.72	1.38	1.29	1.54
市盈率(倍)	N/A	N/A	10.88	9.46	8.47
行业优化市盈率(倍)	41.86	12.09	9.79	9.79	9.79
净利润增长率(%)	0.28%	7.48%	18.20%	15.06%	11.66%
净资产收益率(%)	69.04%	46.82%	35.64%	29.08%	24.51%
总股本(百万股)	500.00	500.00	556.00	556.00	556.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **烟标行业增长稳健，行业整合蕴含机会：**烟标印刷业是伴随着卷烟行业发展起来的，2010 年国内烟标印刷业市场规模近 285 亿元，2007 年至 2010 年复合增长率达到 8.4%，高于卷烟行业同期增速。目前国内烟标业 70%左右的市场份额被烟厂下属的配套烟标企业所拥有，在政府大力推进烟草业做大做强、主辅分离的背景下，烟标龙头企业有望借烟草业“三产”剥离之机，通过收购兼并实现快速发展。
- **原料成本下行，提供盈利弹性：**烟标成本主要是原纸、基膜等直接材料，其中原纸成本占公司成本 40%左右，基膜占 10%。我们预计由于后市大规模产能释放，白卡纸行业景气将持续下行，供给过剩导致原料成本下行对烟标行业盈利构成利好。2011 年国内白卡纸消费量约 460 万吨，而 2012Q4-2013H1 将有 260 万吨新产能释放，占国内市场容量近 57%，同时由于国内经济增速的下行也导致国内白卡纸消费疲软，行业供求关系趋于恶化。
- **拥有全产业链优势，有望借助招投标政策&烟草业“三产”剥离，通过内生及外延方式实现跨越式发展：**公司是国内烟标业少数拥有全产业链优势的企业之一，得益于一体化优势公司拥有较强的盈利力。公司收入主要来自延边烟草/贵州中烟两大区域市场，目前公司正借助烟草招投标政策，打入广东、云南、湖南等传统卷烟大省份，已取得显著成效。同时我们认为公司已具有较好的平台，在政府推动烟草业“三产”剥离的背景下，公司有望通过外延的方式实现快速增长。

盈利预测及投资建议

- 我们预计 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 6.45 亿元、7.42 亿元、8.29 亿元，分别增长 18.2%、15.1%、11.7%；实现全面摊薄 EPS 分别为 1.16 元、1.34 元、1.49 元。
- 公司承诺未来三年每年分红 35%，股息收益有保证。同时公司目前目前估值也具有一定优势，我们给予公司“买入”评级，目标价 17.4 元，相当于 2012 年 15 倍 PE。

风险

- 招投标政策导致行业恶性竞争；控烟政策导致烟草产量下滑；新市场开拓不力，原料价格反弹。

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

敬请参阅最后一页特别声明

内容目录

拥有一体化优势的烟标领先企业 4
烟标稳定增长，结构升级是亮点 4
烟草产量增速相对较慢 4
“控烟”与财政依赖，结构化升级是必然出路 6
烟标业集中度低，“三产”剥离提供外延扩张良机 8
原料成本趋于下行，提供盈利弹性 9
原纸与基膜占公司成本 50% 9
白卡纸行业景气将持续下行 10
盈利能力强劲的烟标龙头 12
一体化优势铸就高盈利力 12
收入稳健，有望借“三产”剥离之风，实现跨越发展 13
高壁垒行业，招投标政策为公司打开新市场提供契机 15
募投项目扩张产能&拓展上游 17
盈利预测及估值 18
附录：三张报表预测摘要 20

图表目录

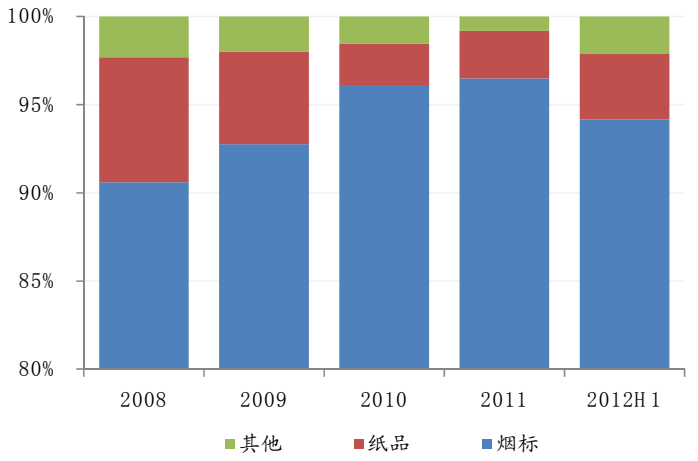
图表 1：公司主营收入结构 4
图表 2：公司营业利润结构 4
图表 3：公司股权结构及子公司 4
图表 4：公司市场占有率 4
图表 5：中国卷烟产量(万箱) 5
图表 6：烟草业固定资产投资额及增速 5
图表 7：罗瑞拉德营业收入及增速% 5
图表 8：烟草业利税总额保持快速增长 6
图表 9：烟草业税收是国家财政收入稳定来源 6
图表 10：烟草结构调整来自重点品牌销量及销售额的验证 7
图表 11：卷烟结构调整-单箱利税额变化 7
图表 12：2011 年重点品牌销售情况 8
图表 13：烟标行业市场容量（亿元） 8
图表 14：烟标行业市场份额（2010 年） 8
图表 15：烟草业结构调整是驱动烟标快速增长主要驱动力 9
图表 16：东风股份成本结构 10
图表 17：白卡纸消费量及增速（万吨） 11
图表 18：白卡纸新增产能（万吨） 11

图表 19: 白卡纸供求关系测算 11
图表 20: 白卡纸价格走势（元/吨） 11
图表 21: 白卡纸产能统计（万吨） 12
图表 22: 东风股份主营业务 12
图表 23: 东风股份分产品毛利率 13
图表 24: 烟标产业链 13
图表 25: 烟草包装企业毛利率比较 13
图表 26: 东风股份营业收入 14
图表 27: 东风股份净利润 14
图表 28: 东风股份收入区域结构 14
图表 29: 公司前五大客户 14
图表 30: 公司产品主要集中于前三类烟 14
图表 31: 公司销量及价格 14
图表 32: 劲嘉股份并购史 15
图表 33: 烟草招投标政策 16
图表 34: 公司销售网络 16
图表 35: 公司客户名单（蓝色） 16
图表 36: 公司重点区域市场拓展规划 17
图表 37: 公司各区域市场增速 17
图表 38: 招投标政策给东风股份提供契机 17
图表 39: 公司募投项目 18
图表 40: 公司营业/管理/所得税率预测 18
图表 41: 可比公司估值 18
图表 42: 公司收入分产品预测表 19

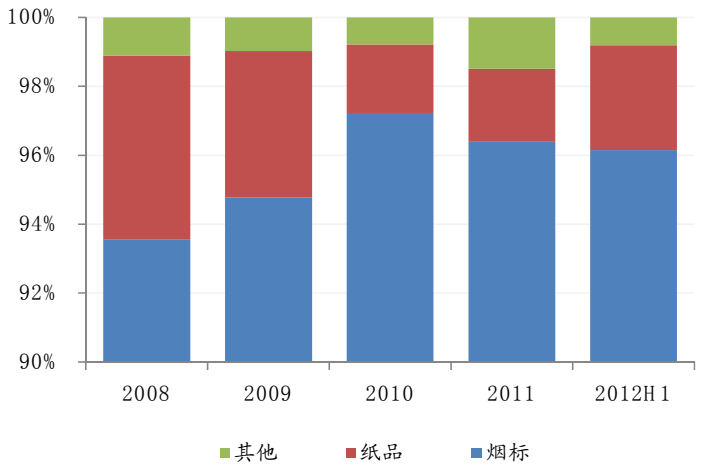
拥有一体化优势的烟标领先企业

- 东风股份是国内领先的烟标生产企业，市场份额 4%，仅落后于 A 股上市的劲嘉股份及港股上市的澳科控股，但公司产业链较劲嘉股份、澳科控股等竞争对手更长、更完整。
- 公司具体业务包括烟标设计与印刷，镭射膜、转移纸、油墨等原材料的研发、制造与印刷。
  - 公司与子公司延边长白山、贵州西牛王主营烟标生产与印刷。
  - 子公司鑫瑞纸品主营转移纸、镭射膜、电化铝等，属于产业链上游，与上海绿新、万顺股份主营产品类似，目前产品几乎全部对内销售。
- 公司虽然受卷烟业整体增速较慢的制约，但由于盈利能力强且受经济下滑影响小，拥有较强的防御性。同时国内烟草业“三产”剥离给行业提供整合机遇，公司有望借助外延扩张实现快速增长。

图表1：公司主营收入结构

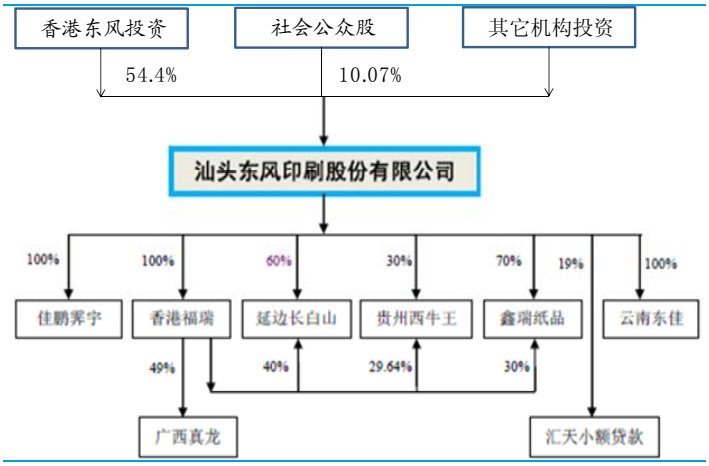


图表2：公司营业利润结构

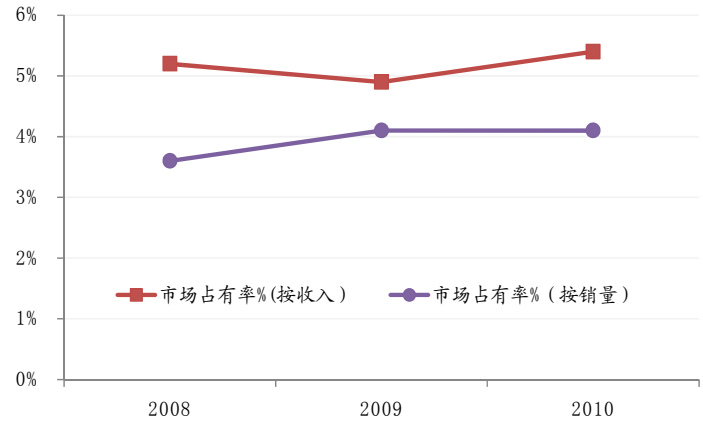


来源：公司报表、国金证券研究所

图表3：公司股权结构及子公司



图表4：公司市场占有率



来源：公司招股书、国金证券研究所

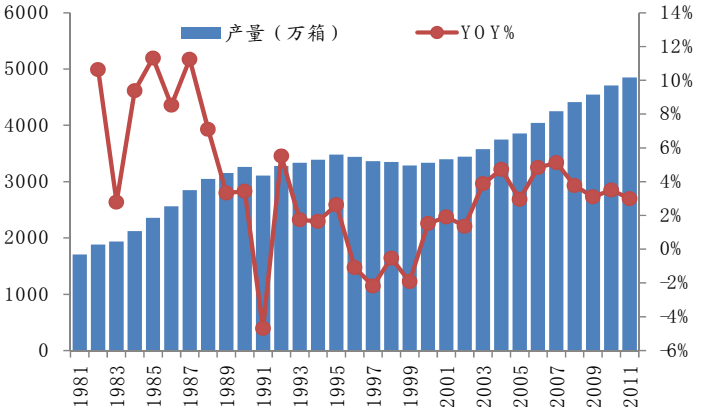
烟标稳定增长，结构升级是亮点

烟草产量增速相对较慢

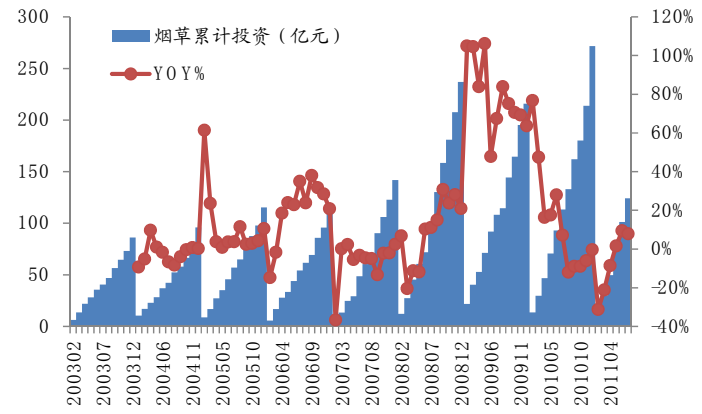
- 我国是世界第一烟草大国，目前吸烟人口约占世界总吸烟人口的四分之一，烟叶生产量占世界总量的 35%，烟文化影响深远。

- 我国虽然于2006年1月实施《烟草控制框架公约》，同时《国家“十二五”纲要》中也提出全面推行公共场所禁烟的内容，但由于存在立法与执法的双重尴尬，烟草行业的总体规模无论从销量还是销售收入方面近几年仍呈现稳定增长态势。
- 过去十年我国烟草产量复合增速 3.9%，2011 年卷烟产量达到 4995 万箱，增长 3.6%。烟草作为政府的纳税大户，已形成比较强势的利益共同体，在政府内部拥有较强的话语权，我们预计短期内国内烟草产量仍有望维持 3%左右速度增长。

图表5：中国卷烟产量(万箱)



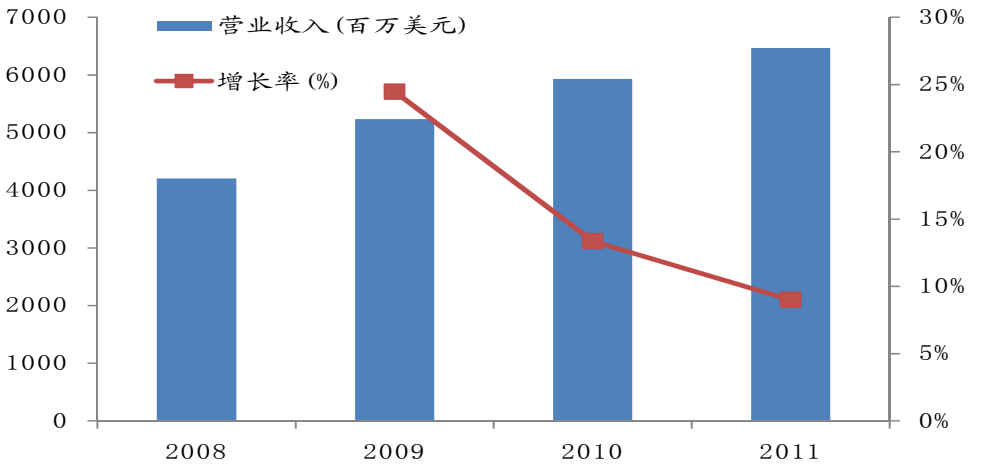
图表6：烟草业固定资产投资额及增速



来源：烟草在线、WIND、国金证券研究所

- **控烟政策看上去很美。**从美国控烟历史看，控烟的过程是漫长的。由于重重阻力，在控烟提出 30 年后，也就是 90 年代至 2000 年之后，控烟效果才有突破性的显现，但即便如此美国大型烟草企业仍能保持稳定的增长。
  - 1965 年，美国公共卫生署长公布了一份报告，阐明了吸烟对人身体的坏处后，香烟以及其他烟草制品的盒子上开始加上健康警示，提醒人们吸烟会损害人的身体，由此开始了美国长达半个世纪的控烟运动，
  - 由于反对声不断，直到 90 年代中期，美国控烟运动才取得突破。目前美国的烟民占人口总数的比例人数从六十年代的大约 45%下降到 20%上下。
  - 在美国整个控烟过程中，美国大型烟草企业仍在不断的发展壮大，保持较快的收入增长率。以市场主要在美国本土的罗瑞拉德烟草公司为例，08-11 年其年复合增长率依然达到 15.4%。

图表7：罗瑞拉德营业收入及增速%

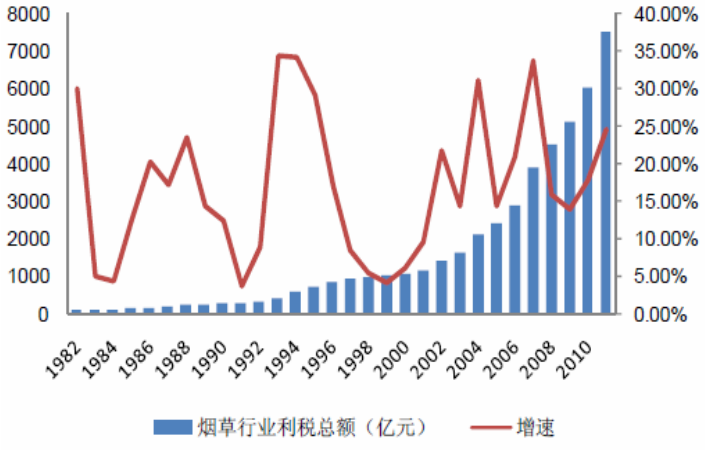


来源：网络、国金证券研究所

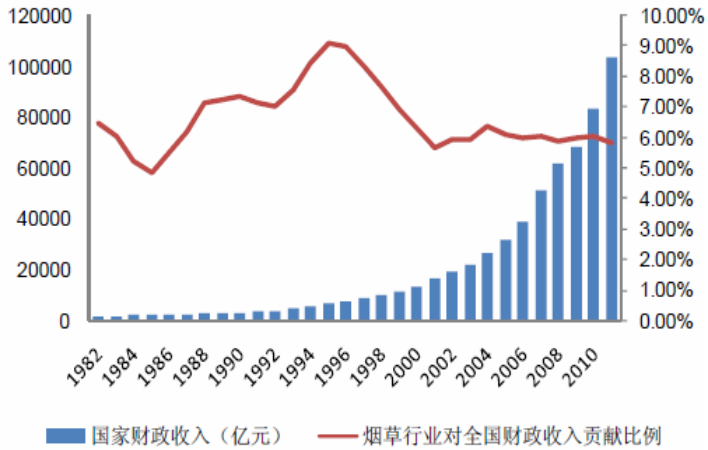
“控烟”与财政依赖，结构化升级是必然出路

- 我国烟草行业是国家垄断行业，烟草行业利润 80%上缴国家财政，国家财政是烟草业丰厚利润的主要受益方。近十年来烟草行业上缴利润占全国财政收入稳定在 6%左右，是国家财政收入的主要来源之一。
  - 2011 年烟草行业共实现工商利税 7529.6 亿元，同比增长 22.5%；上缴国家财政 6001.2 亿元，同比增长 22.8%，占全国财政总收入 5.78%。
- 政府一方面在控烟的压力下限制烟厂卷烟产量的增长，但同时又对烟草业有税收上的要求。在此背景下，各大烟厂纷纷加快产品结构的调整，减少低档烟的产量，增加高档烟的比重。
  - 2010 年底国家烟草专卖局下发通知，规定自 2011 年 1 月 1 日起，不得生产与进口烟盒标焦油量在 12 毫克／支以上的卷烟产品。否则将被判定为不合格产品。本次调整，是自 2009 年国家烟草专卖局限定烟盒标焦油量在 13 毫克/支后，再一次降低卷烟盒标焦油最高限量。

图表8：烟草业利税总额保持快速增长



图表9：烟草业税收是国家财政收入稳定来源



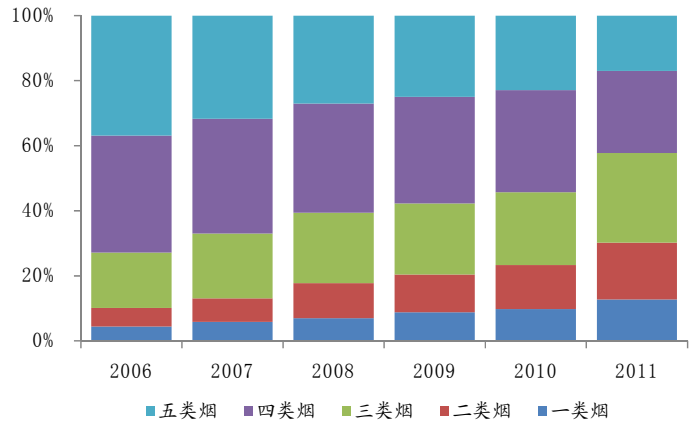
来源：WIND、国金证券研究所

- 此外，为了解决烟草业大而不强、行业分散的局面，国家持续推进烟草业整合，国家烟草专卖局也提出实施名牌战略，培育大品牌。在此推动下，卷烟企业的品牌不断地进行整合，有力促进了行业的持续健康发展。我们认为烟草企业整合、大品牌战略、以及企业产品结构调整有望推动国内中高档品牌卷烟未来两年以 10%-20%速度增长。
  - 企业整合。近年来政府一直大力推动烟草企业跨省整合，着力培育重点品牌。2006 年国家烟草专卖局提出培育 10 多个重点骨干企业和 10 多个名优卷烟品牌战略。目前国内烟草企业已从上世纪末的 180 家，整合到现在 30 家左右，大多数省份都完成了省内联合重组，跨省重组又成了新的趋势。在烟草业“十二五”规划中，明确表示将继续推进卷烟工业企业跨省联合重组。
  - 大品牌战略。2008 年国家烟草局提出了“20+10”个全国性卷烟重点骨干品牌目标，2010 又公布了被简称为“532”、“461”的行业品牌发展战略蓝图，即争取用五年或更长一段时间，着力培育 2 个年产量在 500 万箱、3 个 300 万箱、5 个 200 万箱以上的品牌；培育 12 个销售收入超过 400 亿元的品牌，其中 6 个超过 600 亿元、1 个超过 1000 亿元，强烈推动品牌做大做强，优化卷烟产品结构，推动烟草产业结构优化升级。
  - “卷烟上水平”取得了重大突破，各品牌卷烟纷纷发力，向“532”、“461”冲击。2011 年红塔山、白沙、双喜三个品牌销量均突破 300 万箱，云烟突破 200 万箱；中华批发销售收入突破 1000

亿元，云烟突破 600 亿元，芙蓉王、双喜、利群、红塔山等四个品超过 500 亿元，白沙、玉溪、黄鹤楼三个品牌达到 400 亿元。

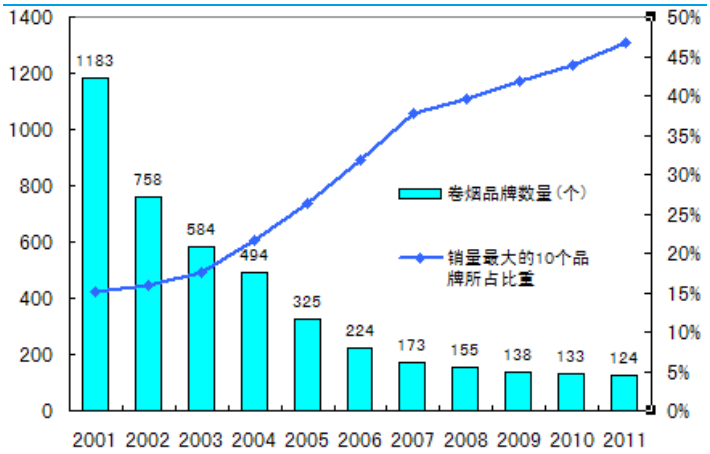
- 根据烟草统计数据看，客观真实地反映了卷烟消费结构提升的现状，高端品牌分享着市场快速成长的果实，2010-2015 将是高端品牌历史上最好的发展时期。

图表 4：烟草结构变化



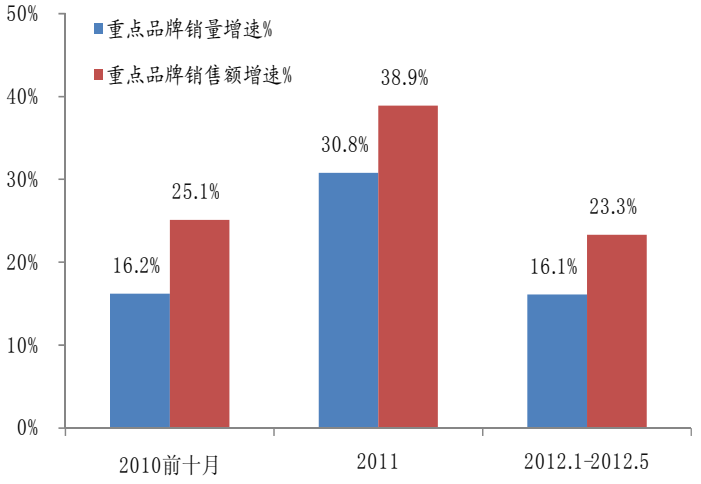
来源：烟草在线、国金证券研究所

图表 5：卷烟品牌趋于集中



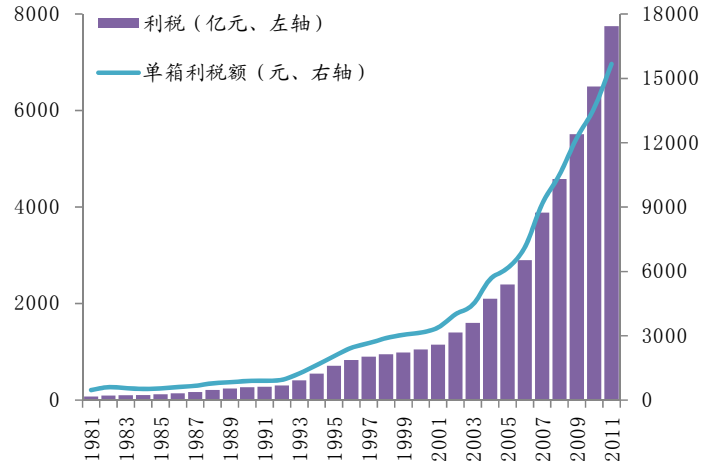
来源：国金证券研究所

图表10：烟草结构调整来自重点品牌销量及销售额的验证



来源：烟草在线、国金证券研究所

图表11：卷烟结构调整-单箱利税额变化



图表12：2011 年重点品牌销售情况

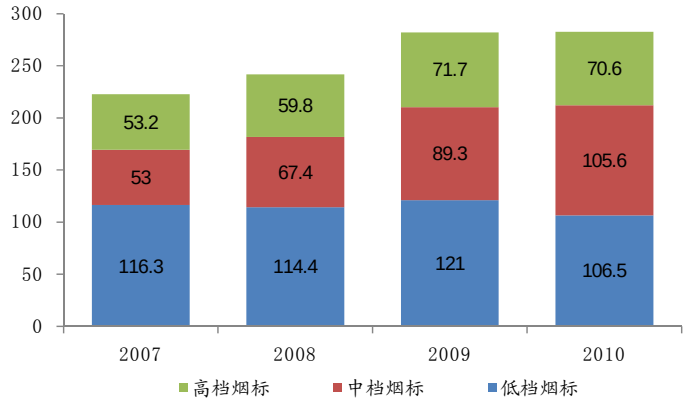
销量前五位品牌	增量前五位品牌		增幅前五位品牌	
	品牌	增量（万箱）	品牌	增幅（%）
红塔山	双喜	102.1	黄金叶	499.3%
双喜	泰山	80.5	好猫	381.5%
云烟	黄金叶	71.3	贵烟	283.8%
白沙	云烟	58.1	泰山	253.3%
利群	轿子	44.6	苏烟	111.7%
销售收入前五位品牌	增额前五位品牌		增幅前五位品牌	
	品牌	增额（亿元）	品牌	增幅（%）
中华	中华	249.7	黄金叶	507.7%
云烟	双喜	247.9	贵烟	293.6%
芙蓉王	云烟	174.8	好猫	195.4%
双喜	芙蓉王	162	泰山	161.1%
利群	黄鹤楼	152.4	娇子	75.6%

来源：烟草在线、国金证券研究所

烟标业集中度低，“三产”剥离提供外延扩张良机

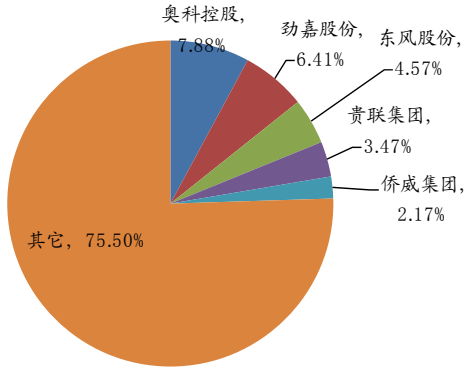
- 烟标印刷行业是伴随着卷烟行业发展起来的，市场规模保持稳定增长态势。2010 年国内烟标印刷业市场规模近 285 亿元，2007 年至 2010 年复合增长率达到 8.4%，高于卷烟行业同期增速。
  - 烟标增速高于卷烟产量主要源于近几年我国卷烟行业结构性调整，中高档卷烟产量保持较快增长。而高档卷烟对烟标的防伪技术、烟标设计、烟标质量的要求显著高于其他烟标产品，产品价格较高。
  - 2010 年烟标市场规模略有下降主要由于 2009 年卷烟分类标准及税收标准调整，部分高档卷烟调整为中档，高档卷烟生产指标有所调整。
- 因烟草业增速较慢，烟标行业的内生性增长空间有限，但受益于烟草结构的调整，预计未来 2 年龙头企业收入增速可保持 10%左右。

图表13：烟标行业市场容量（亿元）

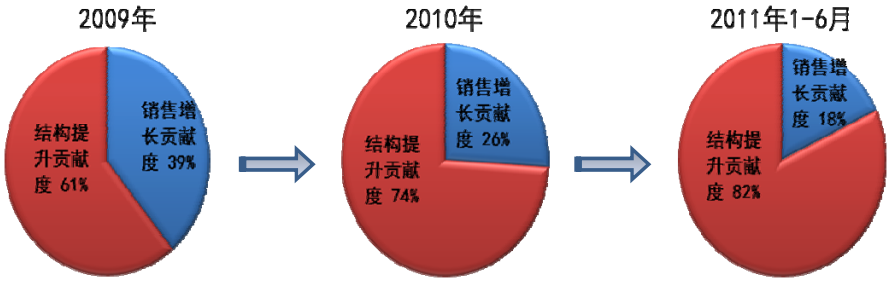


来源：公司招股书、国金证券研究所

图表14：烟标行业市场份额（2010 年）



图表15：烟草业结构调整是驱动烟标快速增长主要驱动力



来源：公司资料、国金证券研究所

- 未来烟标业最大的看点是行业的整合，目前烟标行业集中度非常低，前五家企业合计市场份额仅约 25%左右，国内烟标业 70%左右的市场份额仍被烟厂下属的配套烟标企业所拥有。在政府大力推进烟草业做大做强的背景下，烟草业主辅分离已形成趋势，因此烟标龙头企业可通过收购兼并实现快速发展。
  - 烟草行业的多元化投资始于上世纪 90 年代，遵循着扩张—瘦身—再上路的路径。06 年之后，各地烟草公司开始剥离清理旗下资产的行动。
  - 2005 年 10 月国资委等三部门联合提出《关于进一步规范国有大中型企业主辅分离辅业改制的通知》，启动了国有企业主辅分离的进程。
  - 2008 年 10 月国资委出台了《关于规范国有企业职工持股、投资的意见》，继续强调国有大中型企业主辅分离辅业改制。
  - 2011 年底国家烟草局内部文件要求 2012 年 6 月 30 号之前职工持股从三产企业里退出。
- 虽然目前烟草业职工持股退出以及“三产”剥离进度相对较为缓慢，但是长期来看烟草企业职工股退出和烟草非烟资产剥离的政策趋势是不可逆转的。我们认为在政府换届后进度或许将加快， 在此背景下，我们认为卷烟企业附属的中小型烟标厂将越来越多的成为重组标的，龙头企业将获得千载难逢的快速发展良机。
- 而从另外角度看，随着国家烟草总局持续推进“大企业、大品牌战略”，国内卷烟企业及品牌数量迅速减少，品牌集中度的上升对烟标供应商有了更高的要求，高质量、大批量的供应需求也客观上驱动烟标龙头企业做大做强。
  - 卷烟企业对于烟标的印刷要求更为严格，除了对套印精度、模切规格、印刷的污染性、印刷后的运输与储藏等各个方面的严格要求以外，还要求烟标能适应高速的卷烟包装机。
  - 所有这些都对于烟标企业的资金实力、技术水平、质量控制、服务能力、开发创新能力等方面提出了更高的要求，众多中小烟标企业将逐渐无法适应这种“高质量、大批量”的要求，进而导致市场份额逐渐被大型烟标企业逐渐抢食。

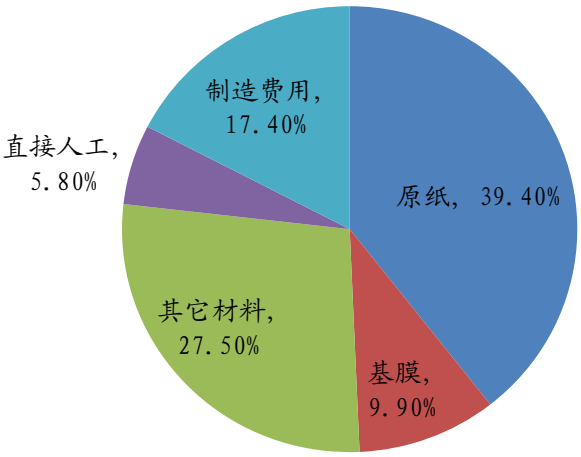
原料成本趋于下行，提供盈利弹性

原纸与基膜占公司成本 50%

- 公司成本结构中，直接材料占近八成，包括原纸和基模等。其中，原纸成本占公司成本 40%左右，基膜占近 10%。
- 烟标用原纸主要是白卡纸。白卡纸是统称，其可细分为烟卡、社会卡、扑克牌纸三大类，其中烟卡主要是用于卷烟业包装，目前国内消费量约 80-90 万吨，供应商主要包括博汇纸业、太阳纸业、宁波中华以及部分进口产品。而社会卡主要用于食品、医药、化妆品、玩具等产品的包装，消费量最大，占白卡纸比重约 75%-80%。

- 烟卡、社会卡由同样的设备生产，主要由企业根据市场需求进行调节。烟卡、社会卡在原料配比及工艺上有稍许区别，同时二者的客户结构不同也导致烟卡价格的稳定性要强于普通社会白卡纸，但二者价格趋势基本相同，一般来说烟卡价格比社会卡价格高 300-500 元/吨不等。

图表16：东风股份成本结构

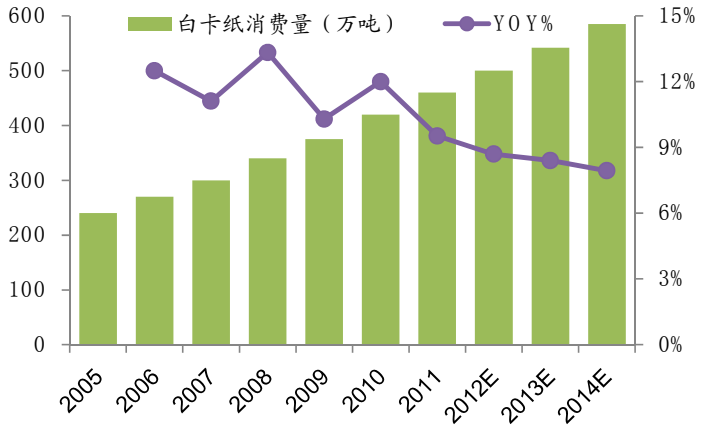


来源：公司招股书、国金证券研究所

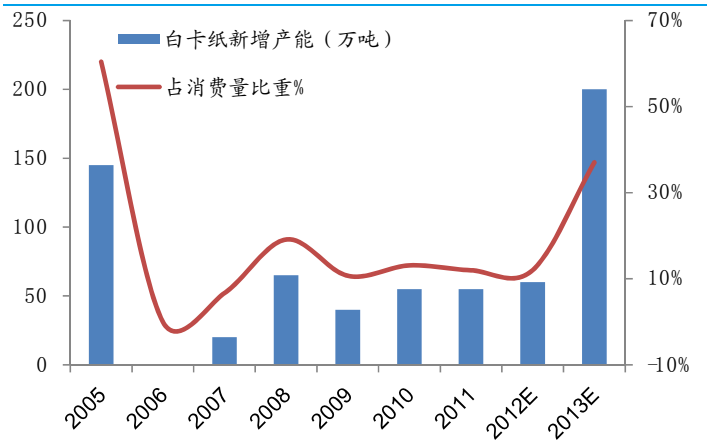
白卡纸行业景气将持续下行

- 根据我们统计的数据，截至 2011 年国内白卡纸消费量约 460 万吨，过去五年复合增速 11.2%。考虑国内经济增速的下行，预计国内白卡纸未来三年消费增速有所下滑。
- 而由于白卡纸过去几年相对较强的盈利性，导致各大纸企疯狂扩张产能，我们判断未来三年白卡纸供求关系将趋于恶化，其价格将不可避免地重蹈铜版纸的覆辙。
  - 目前比较确定的白卡纸在建项目包括：太阳纸业 70 万吨，预计 2012 年 10 月份投产；博汇纸业 100 万吨，投产期 2013Q1；APP 广西金桂 100 万吨，投产期 2013Q1。
  - 此外，拟建的项目包括：APP 宁波中华 100 万吨；中国纸业珠海项目 100 万吨；亚太森博扩建项目 100 万吨；ST 甘化 50 万吨。
- **价格下行概率大。**目前白卡纸已由去年中期近 7300 元/吨一路下跌，虽然今年年初有所反弹，但由于需求在经济的拖累下难有起色，价格反弹乏力。目前白卡纸价格为 6000-6200 元/吨，烟卡价格高一些，约 6400-6500 元/吨，我们预计后市随着新产能的释放，白卡纸/烟卡价格仍有下跌空间。
- 烟标行业利润对原材料成本的波动具有一定敏感性，由于烟草企业普遍盈利性较强，而且对产品质量重视程度高，对包装物价格相对不敏感。在成本下行的背景下，烟标企业基本能锁定利润，因此原料成本的下滑将增强烟标企业的盈利能力。

图表17：白卡纸消费量及增速（万吨）

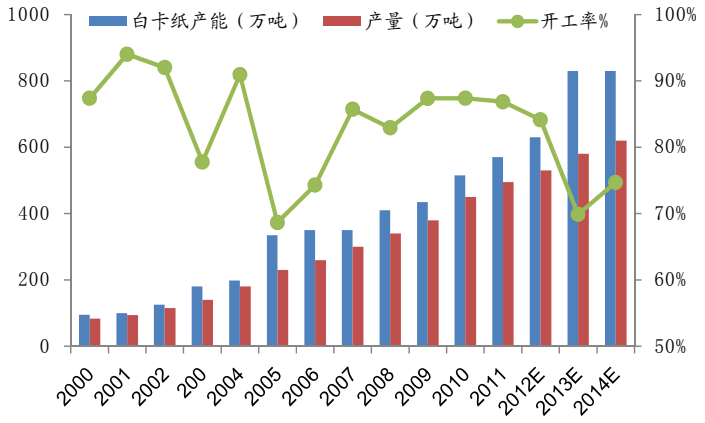


图表18：白卡纸新增产能（万吨）

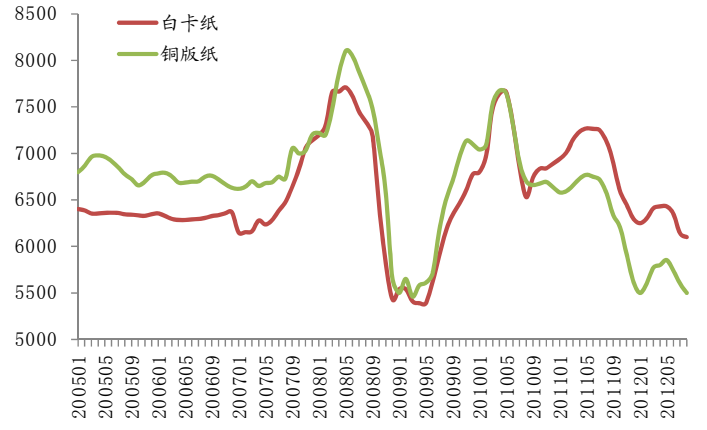


来源：国金证券研究所

图表19：白卡纸供求关系测算



图表20：白卡纸价格走势（元/吨）



来源：国金证券研究所

图表21：白卡纸产能统计（万吨）

企业名称	合计产能（万吨）	地区	产品种类	纸机设备	产能	纸机供应商	投产时间
现有产能:							
中华纸业	144	浙江宁波	白卡纸	亚洲浆纸	90	METSO	2004.12
			白卡/铜版卡	#2	27	VOITH	1995
			白卡/铜卡	#3	27	VOITH	1997.5
万国太阳	85	山东	白卡纸	#17	20		2001.9
			白卡纸	#18	25	METSO	2003.1
			白卡纸/食品卡	#22	40	METSO	2008.8
博汇纸业	70	山东	白卡纸	#1	30	VOITH	2003.6
			白卡纸	#2	40	METSO	20010.2
玖龙纸业	50	东莞	白卡纸/灰底白纸板	#27	60	METSO	2011Q2
		天津	白卡纸/灰底白纸板	#34	55	METSO	2011Q4
晨鸣纸业	40	山东	白卡纸	#4	40	METSO	2005.1
华丰纸业	35	广东	白卡纸/灰底白纸板		30	METSO	2009.12
红塔仁恒纸业	25	珠海	白卡纸	#1	6		1994.12
			白卡纸	#2	19	VOITH	1999.12
美利纸业	30	宁夏	白卡纸		30		2008.1
新乡新亚	20	河南	白卡纸		20		2007.12
亚太森博	17	山东	白卡纸/食品卡		17	VOITH	2002.5
华金集团	24	山东	涂布白卡纸		24	PMP	2011.1
恒兴纸业	15	河南	白卡纸		15		2005.3
APP金奉源	11	上海	食品级白卡		11		2004.9
拍马纸业	8	湖北	白卡纸		8		2003.1
美时纸业	5	广西南宁	白卡纸		5		
合计产能（万吨）	579						
在建项目							
万国太阳	60	山东	白卡纸	#26	60	METSO	2012.10
APP金桂	100	广西	白卡纸		100	METSO	2012Q1
博汇纸业	100	盐城	白卡纸		100	VOITH	2012Q1

来源：国金证券研究所

盈利能力强劲的烟标龙头

一体化优势铸就高盈利力

- 公司是国内烟标印刷行业少数拥有全产业链优势的企业之一，拥有从烟标图文设计、印刷流程设计、油墨生产、纸品生产、印刷、检测的一体化产业链。公司生产烟标用转移纸、镭射膜几乎都由公司自身生产，而劲嘉股份等竞争对手仍需外购以满足生产。
  - 子公司鑫瑞纸品主营纸品业务（与上海绿新、万顺股份业务相同），属于产业链上游，2011 年销售额 4.59 亿元，实现净利润 1.31 亿元。

图表22：东风股份主营业务

	主营业务	产业链位置	可比公司
鑫瑞纸品	转移纸、镭射膜、高档纸与纸板	中间产品	上海绿新/万顺股份
母公司/西牛王印务/延边长白山/广西真龙（参股）	烟标印刷、油墨等	最终产品	劲嘉股份/澳科控股

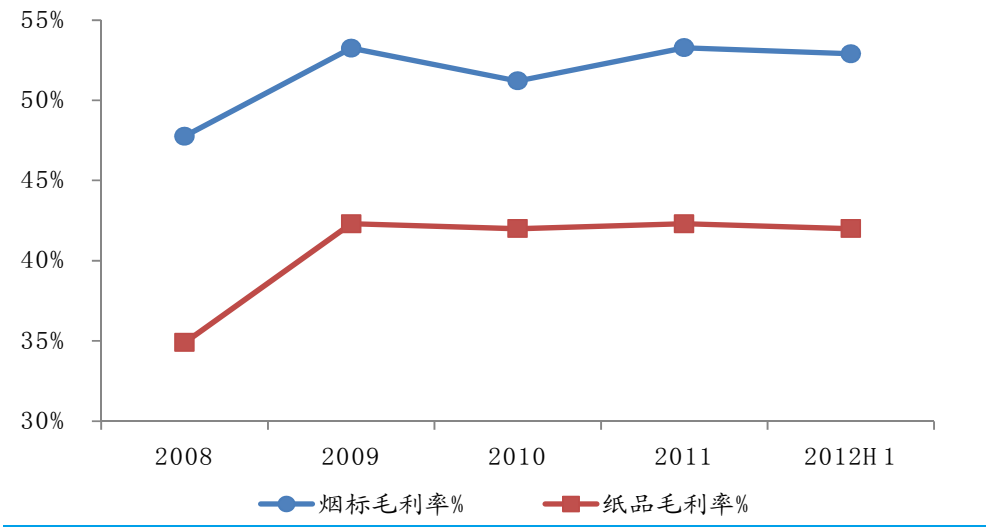
来源：国金证券研究所

- 通过整合上游使得公司能够将产业链条附加值保留在公司内部，同时全产业链优势使得企业在采购与供应流程上更加稳定与快捷，增强了掌控力，同时也增强公司盈利的稳定性。
- 得益于全产业链优势，公司最近三年毛利率始终维持在 50%以上，比劲嘉股份高 12 个百分点，也远远高于行业平均水平。我们认为随着烟用白卡纸

以及 PET 膜价格的下跌，公司毛利率仍有提升空间，此也将显著增强公司盈利力。

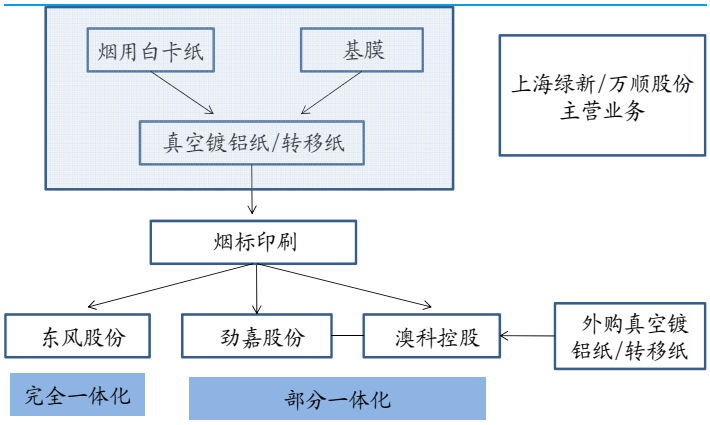
- 主营产业链上游真空镀铝纸/转移纸的上海绿新/万顺股份毛利率约 20%左右。
- 公司竞争对手劲嘉股份/澳科控股毛利率 30%-40%之间。

图表23：东风股份分产品毛利率



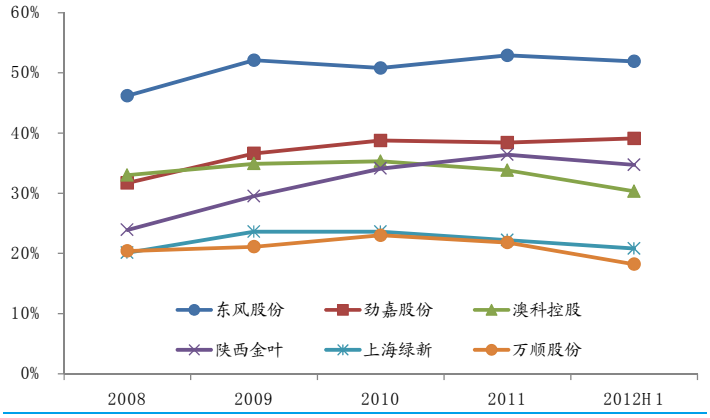
来源：国金证券研究所

图表24：烟标产业链



来源：国金证券研究所

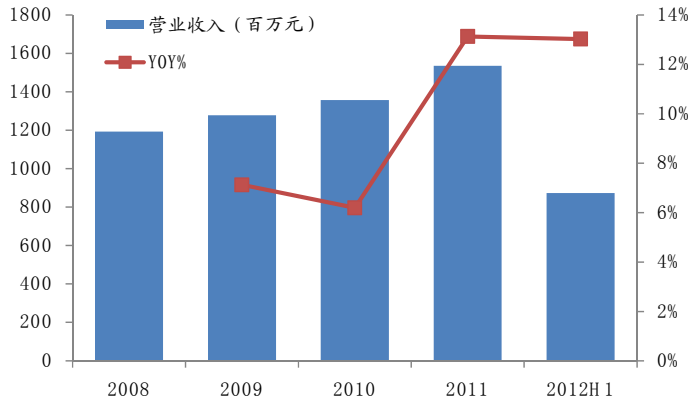
图表25：烟草包装企业毛利率比较



收入稳健，有望借“三产”剥离之风，实现跨越式发展

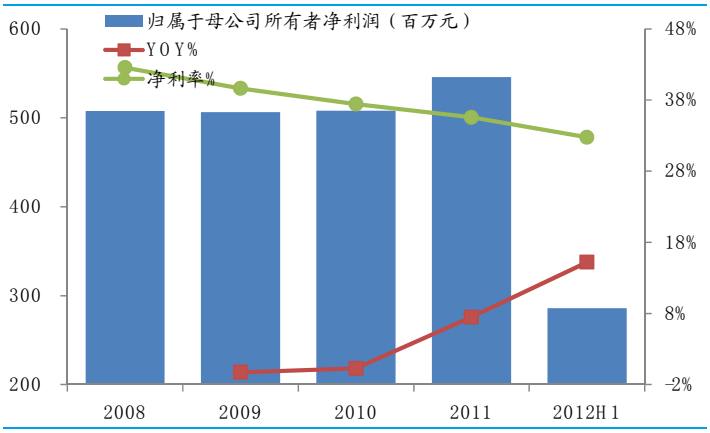
- 受烟草业整体增速较慢的制约，公司收入较为稳健，但增速相对较慢。2008-2011 年公司收入复合增速 8.8%，2011 年公司营业收入 15.35 亿元，增长 13.1%。
  - 吉林延边烟草/贵州中烟是公司最大的两大客户，占公司收入比重约 57%，而前五大客户占公司收入比重 75%。
  - 在结构上，公司主要服务中高端卷烟，中高端烟标占比近八成，比市场平均水平高出较多。
- 过去几年受所得税变化等因素的影响，公司净利润基本维持 5 亿元左右。随着这些因素的消失，公司净利润增速也将恢复到收入同步，同时由于成本的下行，我们预计 2012-2013 年公司净利润增长将略快于收入的增速。

图表26：东风股份营业收入

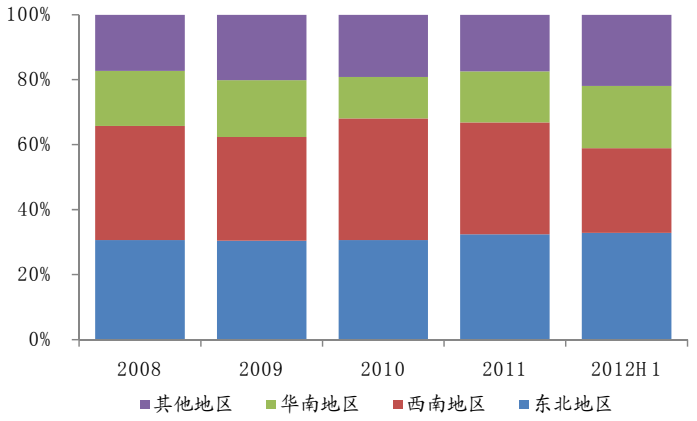


来源：国金证券研究所

图表27：东风股份净利润



图表28：东风股份收入区域结构

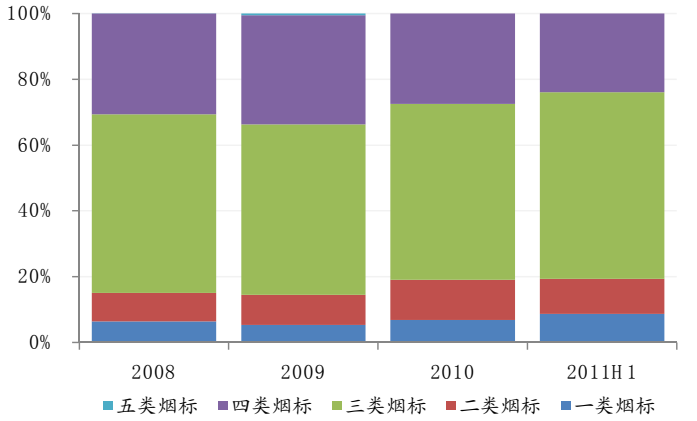


来源：国金证券研究所

图表29：公司前五大客户

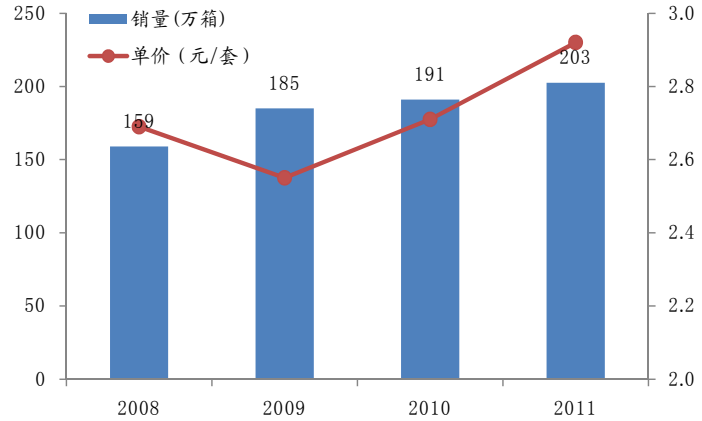
	2008	2009		2010	2011
延边烟草	356.23	384.03	延边烟草	410.89	486.11
贵州中烟	330.86	324.64	贵州中烟	397.24	392.67
安徽中烟	103.37	110.97	云南中烟	108.14	117.10
广西真龙	98.73	90.63	安徽中烟	80.78	72.68
云南中烟	80.55	83.39	深圳烟草	66.08	83.03
前五占公司收入比重%	81.3%	77.8%		78.3%	75.0%

图表30：公司产品主要集中于前三类烟



来源：国金证券研究所

图表31：公司销量及价格



来源：国金证券研究所

- 澳科、劲嘉股份在上市后进行了多次收购兼并，实现了市场份额的快速扩大。我们认为目前东风股份已具有较好的平台，同时公司拥有较好的现金流，有能力对中小烟标企业进行并购重组。我们认为在政府推动烟草业“三产”剥离的背景下，公司有望通过外延的方式实现快速增长。

图表32：劲嘉股份并购史

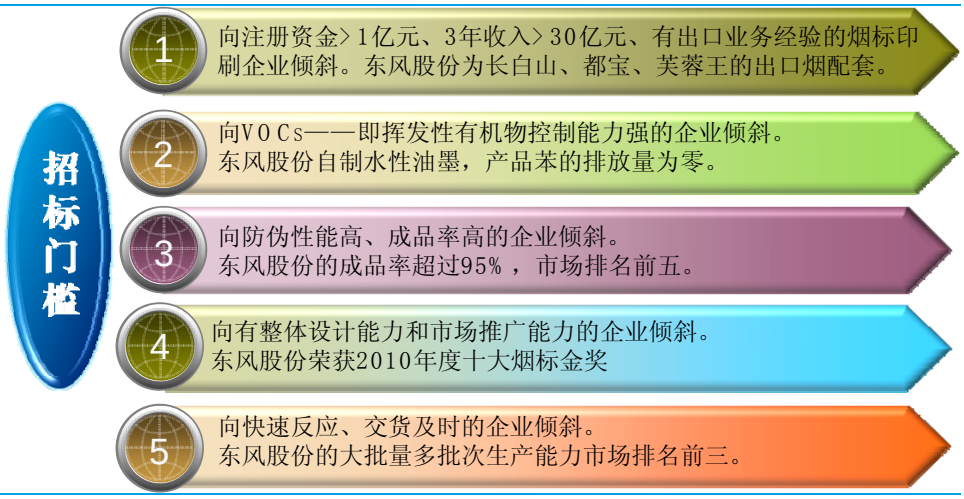
收购对象	销量（万大箱）	主要客户	收购股份	支付金额（百万元）	时间	备注
湖州天外绿色包装印刷	49	浙江中烟、武汉烟草、厦门烟草、湖南中烟	29%	118.32	2008.3	
湖州天外绿色包装印刷	49	浙江中烟、武汉烟草、厦门烟草、湖南中烟	24.05%	101.96	2009.5	增持股份
安徽安泰包装材料	62	安徽中烟	49%	325.75	2008.9	
江西丰彩丽	10	江西中烟工业、云南红塔集团	52%	120	2011.12	拟收购
佳信控股		山东中烟	100%	70.25	2012.6	间接持有青岛嘉泽包装30%股份，青岛嘉泽是烟辅材料供应商，2011年销售额5亿元

来源：国金证券研究所

高壁垒行业，招投标政策为公司打开新市场提供契机

- **烟标行业具有较高的壁垒。**
  - 营销网络、客户服务能力以及信誉是进入烟标行业的重要壁垒。烟标生产企业需要拥有从设计、产品打样、小试、中试到大批量生产能力，并能为卷烟企业生产工艺提供配套解决方案的服务，因此对于烟标供应商的选择，卷烟企业是相当慎重的。一旦选择确定供应商，一般不会更换，以避免因变更供应商而引起品质问题。
  - 技术壁垒。烟标作为卷烟品牌的载体，在外观和防伪设计、包装材料选择、印刷工艺应用等方面均有别于一般包装产品。技术壁垒一：防伪技术。烟标设计中大量采用复杂的网点层次、专色的精美标识图案，从而增加了烟标印刷与技术处理的难度。目前烟标防伪已由单一防伪技术向集设计、材料、印刷、技术于一体的综合防伪方向转变，提高了行业准入门槛。技术壁垒二：产品品质的一致性。烟标生产批量较大、生产周期长，保证产品批次间品质的一致性是一项技术难点，对承印材料的印刷适应性、油墨的特性、网纹辊的特性、印刷设备的速度、印刷压力和张力的控制、操作人员的水平以及生产环境的湿度都有较高要求。
- 烟草行业的高门槛尤其是烟标企业与烟草企业之间长期合作关系，使得新进入者很难打开市场，即便是现有的烟标企业进入新的区域市场也具有一定难度，而招投标政策则提供这种可能性。
  - 国家烟草总局推行“原料保障上水平”规划，要求 2011 年开始各地中烟公司要拿出不低于 70%的原辅料项目进行公开招标。
- 公开招标的推行对于行业内实力较强的上市公司是个利好：一方面，招标的门槛较高，对竞标企业的规模、实力设置了硬性规定；另一方面，竞标所带来的价格压力并不大，烟标成本在烟草售价中所占的比例仅为2%~5%不等，在竞标中烟草企业并不以价格作为唯一评判依据，相反更为关注企业的信誉，产品质量及稳定性；因此公开招投标政策为东风等龙头企业提供进入新区域市场的机遇，进而依靠强大的设计能力，稳定的质量水平及优质的服务获得客户信赖，获得大批量的订单。

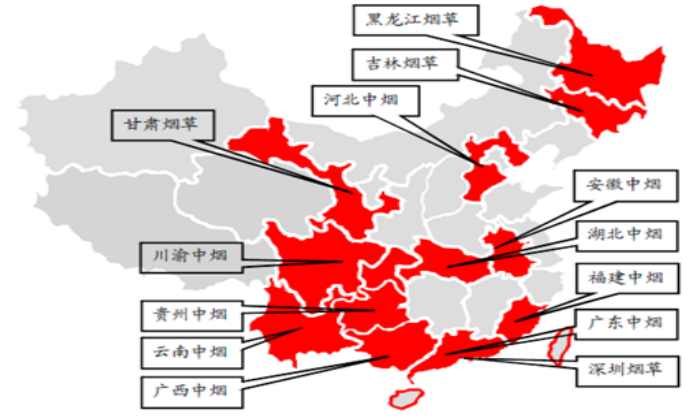
图表33：烟草招投标政策



来源：国金证券研究所

- 东风股份目前是云南、吉林、湖北、广东、贵州、广西等 13 家中烟公司的合格供应商，全国 30 个全国性卷烟重点骨干品牌，公司服务的品牌有 16 个（2011 年新增芙蓉王）。
- 公司 2011 年制订拓展业务的中长期规划，公司计划首先从华南本部做起再辐射全国。2011 年以来已取得显著成效，公司广西、广东、深圳的业务开拓有了显著增长；同时公司 2011 年新增了湖南、河南中烟客户。
- 未来两年，公司将继续借助招投标政策，重点开发浙江、福建、湖北、川渝等市场，我们相信凭借公司实力有望在这些传统卷烟大省分一杯羹。

图表34：公司销售网络



来源：国金证券研究所

图表35：公司客户名单（蓝色）

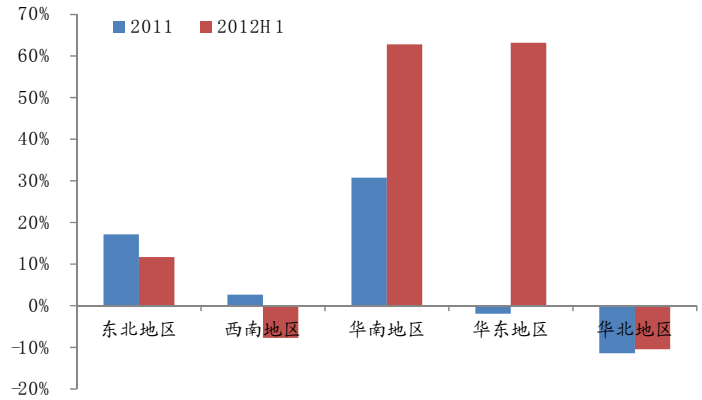
中华	云烟	芙蓉王	玉溪	白沙
红塔山	苏烟	利群	红河	黄鹤楼
七匹狼	黄山	南京	双喜	红双喜
红梅	娇子	黄果树	真龙	帝豪
泰山	钻石	金圣	好猫	兰州
长白山	中南海	都宝	金桥	贵烟

图表36：公司重点区域市场拓展规划

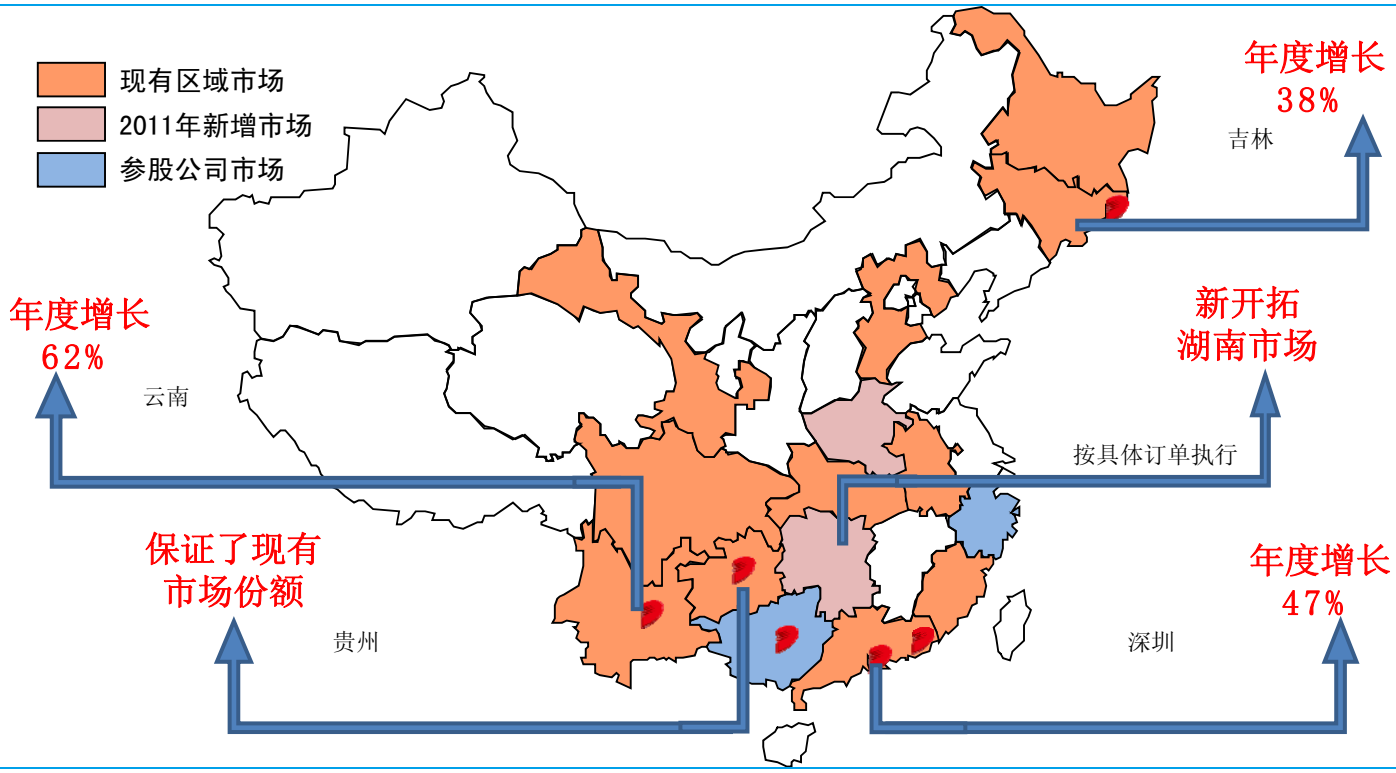
	重点拓展市场	重点拓展品牌	同行融合
2012	云南、湖南、黑龙江	云烟、芙蓉王	广东地区印务企业
2013	云南、湖南、湖北、福建、浙江	红塔山、云烟、芙蓉王、黄鹤楼、七匹狼、利群	贵州地区印务企业
2014	云南、河南、川渝、浙江	红塔山、帝豪、红旗渠、黄金叶、娇子、利群	河南地区印务企业

来源：国金证券研究所

图表37：公司各区域市场增速



图表38：招投标政策给东风股份提供契机



来源：国金证券研究所

募投项目扩张产能&拓展上游

- 公司上市募集资金净额 6.928 亿元，共投向四个项目，包括本部技术改造、延边长白山技改及扩产、子公司鑫瑞纸品高档防伪包装材料基地和深圳创意中心项目。
- 项目建成后，可缓解公司目前存在的产能瓶颈。公司在东三省以及贵州市场的市场份额将得到有效保证，同时也有利于公司继续拓展云烟、广东中烟、湖南中烟等新市场。
- 子公司鑫瑞纸品、佳鹏雯宇扩产的主要目的是继续完善产业链，向印刷前端延伸，提高创意设计能力，同时增强成本控制，提高盈利的稳定性。

图表39：公司募投项目

	主要内容	增加产能	投资额(百万元)	投产时间
汕头东风印刷技改	解决后工序产能，对落户产能进行更新替换	4%	100.08	2013
子公司延边长白山技改及扩产项目	扩充产能，拓展东北市场	20万大箱	260	2013H2
子公司鑫瑞纸品高档防伪包装材料	PET膜项目，实现原膜——镭射膜——纸品完全一体化产业链	现有产能2万吨 一期项目增加3万吨 二期项目增加1.5万吨	350	2014
子公司佳鹏雯宇深圳创意设计中心项目	提高创意设计能力，奠定多元化发展基础		60	2013

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，毛利率上升。
- 费用预测及税费假设如下表：

图表40：公司营业/管理/所得税率预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售费用率%	2.4%	2.1%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用率%	6.4%	5.8%	9.2%	9.5%	9.5%	9.5%
所得税率%	11.1%	13.1%	12.2%	15.0%	15.0%	15.0%

来源：公司财报、国金证券研究所

- EPS：**2012 年 1.16 元、2013 年 1.34 元、2014 年 1.49 元。**
  - 根据上面假设，我们预计公司 2012-2014 年营业收入为 17.37 亿元、19.54 亿元、21.86 亿元，分别同比增长 13.1%、12.5%、11.1%。
  - 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 6.45 亿元、7.42 亿元、8.29 亿元，分别增长 18.2%、15.1%、11.7%；实现全面摊薄 EPS 分别为 **1.16 元、1.34 元、1.49 元。**
- 公司承诺未来三年每年分红 35%，股息收益有保证。同时公司目前目前估值也具有一定优势，我们给予公司“买入”评级，目标价 17.4 元，相当于 2012 年 15 倍 PE。

图表41：可比公司估值

股票代码	股票名称	EPS 2011	EPS 2012E	EPS 2013E	PE 2011	PE 2012E	PE 2013E	股价(12.9.11)	每股净资产	市净率	投资评级
002191	劲嘉股份	0.61	0.78	0.86	16.4	12.8	11.6	10.0	3.7	2.72	买入
002565	上海绿新	0.68	0.51	0.62	12.2	16.2	13.3	8.3	2.7	3.07	增持
300057	万顺股份	0.20	0.44	0.59	38.3	17.4	13.0	7.7	3.3	2.34	NA
600356	恒丰纸业	0.56	0.75	0.88	12.3	9.2	7.8	6.9	5.7	1.20	买入
000812	陕西金叶	0.16	0.17	0.2	25.8	24.2	20.6	4.1	1.5	2.69	NA
平均		0.44	0.53	0.63	16.7	13.9	11.7	7.4	3.4	2.4	

来源：国金证券研究所

图表42：公司收入分产品预测表

项　目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
烟标						
平均售价（元/套）	2.55	2.71	2.92	2.94	2.93	2.93
增长率（YOY）		*6.27%*	*7.75%*	*0.68%*	*-0.34%*	*0.00%*
销售数量（万套）	46,127.45	47,766.79	49,510.62	55,782.31	62,689.42	69,585.26
增长率（YOY）		*3.55%*	*3.65%*	*12.67%*	*12.38%*	*11.00%*
销售收入（百万元）	1,176.25	1,294.48	1,445.71	1,640.00	1,836.80	2,038.85
增长率（YOY）		*10.05%*	*11.68%*	*13.44%*	*12.00%*	*11.00%*
毛利率	53.24%	51.20%	53.28%	54.85%	55.38%	55.54%
销售成本（百万元）	549.97	631.68	675.48	740.40	819.57	906.56
增长率（YOY）		*14.86%*	*6.93%*	*9.61%*	*10.69%*	*10.61%*
毛利（百万元）	626.28	662.80	770.23	899.60	1,017.23	1,132.29
增长率（YOY）		*5.83%*	*16.21%*	*16.80%*	*13.08%*	*11.31%*
占总销售额比重	92.04%	95.39%	94.17%	94.42%	92.13%	88.42%
占主营业务利润比重	94.00%	96.22%	94.90%	96.11%	94.63%	92.62%
纸品						
销售收入（百万元）	66.38	32.22	40.15	50.00	100.00	200.00
增长率（YOY）		*-51.46%*	*24.61%*	*24.53%*	*100.00%*	*100.00%*
毛利率	42.30%	41.95%	42.27%	42.00%	40.00%	35.00%
销售成本（百万元）	38.30	18.70	23.18	29.00	60.00	130.00
增长率（YOY）		*-51.17%*	*23.93%*	*25.12%*	*106.90%*	*116.67%*
毛利（百万元）	28.08	13.52	16.97	21.00	40.00	70.00
增长率（YOY）		*-51.86%*	*25.56%*	*23.74%*	*90.48%*	*75.00%*
占总销售额比重	5.19%	2.37%	2.62%	2.88%	5.02%	8.67%
占主营业务利润比重	4.21%	1.96%	2.09%	2.24%	3.72%	5.73%
其它						
销售收入（百万元）	25.35	20.77	31.69	40.00	50.00	60.00
增长率（YOY）		*-18.07%*	*52.58%*	*26.22%*	*25.00%*	*20.00%*
毛利率	25.45%	25.81%	37.50%	25.00%	25.00%	25.00%
销售成本（百万元）	18.90	15.41	19.81	30.00	37.50	45.00
增长率（YOY）		*-18.46%*	*28.53%*	*51.47%*	*25.00%*	*20.00%*
毛利（百万元）	6.45	5.36	11.88	10.00	12.50	15.00
增长率（YOY）		*-16.91%*	*121.68%*	*-15.85%*	*25.00%*	*20.00%*
占总销售额比重	1.98%	1.53%	2.06%	2.30%	2.51%	2.60%
占主营业务利润比重	0.97%	0.78%	1.46%	1.07%	1.16%	1.23%
其它业务收入						
销售收入（百万元）	10.00	9.60	17.67	7.00	7.00	7.00
增长率（YOY）		*-4.00%*	*84.06%*	*-60.38%*	*0.00%*	*0.00%*
毛利率	54.80%	74.65%	71.14%	77.58%	75.00%	75.00%
销售成本（百万元）	4.52	2.43	5.10	1.57	1.75	1.75
增长率（YOY）		*-46.16%*	*109.55%*	*-69.22%*	*11.51%*	*0.00%*
毛利（百万元）	5.48	7.17	12.57	5.43	5.25	5.25
增长率（YOY）		*30.77%*	*75.41%*	*-56.80%*	*-3.33%*	*0.00%*
占总销售额比重	0.78%	0.71%	1.15%	0.40%	0.35%	0.30%
占主营业务利润比重	0.82%	1.04%	1.55%	0.58%	0.49%	0.43%
销售总收入（百万元）	**1277.98**	**1357.07**	**1535.22**	**1737.00**	**1993.80**	**2305.85**
销售总成本（百万元）	**611.69**	**668.22**	**723.57**	**800.97**	**918.82**	**1083.31**
毛利（百万元）	**666.29**	**688.85**	**811.65**	**936.03**	**1074.98**	**1222.54**
平均毛利率	**52.14%**	**50.76%**	**52.87%**	**53.89%**	**53.92%**	**53.02%**

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）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**1,278**	**1,357**	**1,535**	**1,737**	**1,954**	**2,186**
增长率		*6.2%*	*13.1%*	*13.1%*	*12.5%*	*11.9%*
主营业务成本	-612	-668	-724	-801	-893	-1,003
%销售收入	*47.9%*	*49.2%*	*47.1%*	*46.1%*	*45.7%*	*45.9%*
毛利	666	689	812	936	1,060	1,183
%销售收入	*52.1%*	*50.8%*	*52.9%*	*53.9%*	*54.3%*	*54.1%*
营业税金及附加	0	-1	-17	-9	-10	-11
%销售收入	*0.0%*	*0.1%*	*1.1%*	*0.5%*	*0.5%*	*0.5%*
营业费用	-31	-28	-43	-43	-49	-55
%销售收入	*2.4%*	*2.1%*	*2.8%*	*2.5%*	*2.5%*	*2.5%*
管理费用	-81	-79	-141	-165	-186	-208
%销售收入	*6.4%*	*5.8%*	*9.2%*	*9.5%*	*9.5%*	*9.5%*
息税前利润（EBIT）	554	581	610	719	816	909
%销售收入	*43.4%*	*42.8%*	*39.7%*	*41.4%*	*41.8%*	*41.6%*
财务费用	-10	-21	-17	0	19	29
%销售收入	*0.8%*	*1.6%*	*1.1%*	*0.0%*	*-1.0%*	*-1.3%*
资产减值损失	3	-6	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	71	56	65	65	65	65
%税前利润	*11.6%*	*9.3%*	*10.1%*	*8.3%*	*7.2%*	*6.5%*
营业利润	619	610	656	784	900	1,003
营业利润率	*48.4%*	*45.0%*	*42.7%*	*45.2%*	*46.1%*	*45.9%*
营业外收支	-7	-3	-11	0	0	0
税前利润	**612**	**607**	**645**	**784**	**900**	**1,003**
利润率	*47.9%*	*44.7%*	*42.0%*	*45.2%*	*46.1%*	*45.9%*
所得税	-68	-80	-79	-118	-135	-150
所得税率	*11.1%*	*13.1%*	*12.2%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	544	527	566	667	765	853
少数股东损益	37	19	20	21	23	24
归属于母公司的净	**506**	**508**	**546**	**645**	**742**	**829**
净利率	*39.6%*	*37.4%*	*35.6%*	*37.1%*	*38.0%*	*37.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	544	527	566	667	765	853
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	60	75	77	68	81	136
非经营收益	-60	-37	-50	-50	-65	-65
营运资金变动	-21	-48	-234	81	-64	-69
经营活动现金净流	**523**	**517**	**360**	**765**	**718**	**855**
资本开支	-111	-88	-50	-33	-379	-340
投资	-191	401	-12	-1	0	0
其他	87	-174	3	65	65	65
投资活动现金净流	**-216**	**139**	**-59**	**31**	**-314**	**-275**
股权募资	0	215	0	0	0	0
债权募资	63	175	-148	-262	0	1
其他	-348	-1,090	-185	-10	0	0
筹资活动现金净流	**-285**	**-700**	**-333**	**-272**	**0**	**1**
现金净流量	**22**	**-44**	**-33**	**525**	**404**	**581**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	254	210	177	702	1,106	1,687
应收款项	184	289	447	490	551	617
存货	250	287	441	373	416	467
其他流动资产	147	92	97	94	103	114
流动资产	835	877	1,162	1,659	2,176	2,885
%总资产	*54.4%*	*57.3%*	*62.5%*	*71.7%*	*69.5%*	*71.4%*
长期投资	159	148	161	162	161	161
固定资产	505	473	442	407	708	914
%总资产	*32.9%*	*30.9%*	*23.8%*	*17.6%*	*22.6%*	*22.6%*
无形资产	30	29	88	85	83	81
非流动资产	699	655	697	656	953	1,157
%总资产	*45.6%*	*42.7%*	*37.5%*	*28.3%*	*30.5%*	*28.6%*
资产总计	**1,533**	**1,532**	**1,859**	**2,315**	**3,130**	**4,042**
短期借款	235	410	262	0	0	0
应付款项	221	290	342	387	432	485
其他流动负债	57	45	35	41	46	52
流动负债	513	745	639	428	478	537
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**513**	**745**	**639**	**428**	**478**	**538**
普通股股东权益	974	736	1,166	1,810	2,553	3,382
少数股东权益	47	51	55	76	99	123
负债股东权益合计	**1,533**	**1,532**	**1,859**	**2,315**	**3,130**	**4,042**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.911	0.914	0.982	1.161	1.335	1.491
每股净资产	14.978	1.471	2.332	3.256	4.591	6.082
每股经营现金净流	8.044	1.034	0.719	1.377	1.291	1.538
每股股利	0.000	0.000	0.360	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	52.02%	69.04%	46.82%	35.64%	29.08%	24.51%
总资产收益率	33.03%	33.16%	29.36%	27.87%	23.72%	20.51%
投入资本收益率	39.25%	42.14%	36.11%	32.39%	26.17%	22.05%
增长率						
主营业务收入增长率	7.12%	6.19%	13.13%	13.14%	12.48%	11.88%
EBIT增长率	24.16%	4.75%	5.05%	17.83%	13.54%	11.40%
净利润增长率	-0.26%	0.28%	7.48%	18.20%	15.06%	11.66%
总资产增长率	9.97%	-0.10%	21.39%	24.51%	35.18%	29.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.2	54.1	66.7	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	137.1	146.7	183.6	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	47.9	43.9	53.8	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	139.3	127.1	104.4	78.4	88.5	148.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.16%	25.47%	5.98%	-37.84%	-42.15%	-48.44%
EBIT利息保障倍数	53.6	27.6	35.4	-1,462.0	-43.6	-31.5
资产负债率	33.44%	48.62%	34.34%	18.51%	15.28%	13.31%

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
买入	0	1	2	2	2
增持	0	1	1	1	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0**	**1.50**	**1.40**	**1.38**	**1.50**

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

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：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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为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

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B