

强烈推荐-A (首次)

裕同科技 002831.SZ

目标估值: 91 元
 当前股价: 72.31 元
 2017 年 03 月 05 日

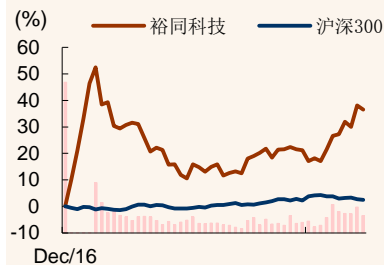
与你一同, 与众不同

基础数据

上证综指	3218
总股本(万股)	40001
已上市流通股(万股)	4001
总市值(亿元)	289
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	
资产负债率	51.2%
主要股东	吴兰兰
主要股东持股比例	52.75%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	97	97
相对表现	19	93	85



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

研究助理

兰飞
 021-68407413
 lanfei@cmschina.com.cn

公司高端品牌包装整体解决方案提供商, 未来有望通过巩固消费类电子高端客户, 以及拓展多领域包装业务, 实现持续稳定增长, 预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 2.19、2.95、3.71 元, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”投资评级。

- **国内高端纸质包装龙头企业。**公司主营高端纸质包装印刷产品, 面向消费类电子行业和烟酒行业, 其中消费类电子行业客户对公司收入及利润贡献达 80% 以上。目前, 公司已基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖, 主要客户包括华为、联想、三星、索尼等国内外知名品牌企业, 并为富士康、和硕、广达等知名代工厂商提供产品和服务。
- **产品稳定性、弹性供货能力构筑极强竞争壁垒。**消费电子类产品具有一定季节性消费特点, 高端品牌客户对供应商产品品质一致性和稳定性要求非常高。而公司与大客户多数均合作 5 年以上, 且通过多年持续强化内外部集成化的供应链管理, 已形成具有自身特点的信息化系统和弹性生产方式, 目前良品率基本稳定在 98% 以上, 完全具备对于高端品牌客户订单的及时响应能力。
- **2017 年新一代智能手机放量预期值得期待。**《2016 年度手机在网用户分析报告》显示, 苹果以 19.24% 的在网用户数市场份额名列第一; 据赛诺数据统计, 17 年 1 月苹果手机销售额仍名列同业第一。而今年恰逢苹果十周年创新叠加换机需求, 预计 2017 将再迎苹果大年, 有望带动以富士康、广达、和硕为代表的主要代工厂以及其供应商销售增长。
- **未来多领域包装业务有望形成新增长极, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。**我们认为公司具有业内领先的产品质量体系 and 供货能力, 构筑极强竞争壁垒, 看好公司在巩固消费电子业务的基础上, 持续开拓烟酒、高端化妆品、保健品等多领域包装的发展方向, 预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 2.19、2.95、3.71 元, 业绩同比分别增长 33%、35%、26%。参考行业可比公司 2017 年平均 29 倍的估值水平, 考虑到公司大包装业务的战略布局以及互联网包装等新业务的发展前景, 首次覆盖给予 91 元目标价以及“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示: 纸张等原材料价格波动风险; 客户集中风险**

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3665	4290	5500	7148	8936
同比增长	41%	17%	28%	30%	25%
营业利润(百万元)	689	763	1044	1408	1779
同比增长	88%	11%	37%	35%	26%
净利润(百万元)	562	658	874	1178	1485
同比增长	100%	17%	33%	35%	26%
每股收益(元)	3.75	1.83	2.19	2.95	3.71
PE	19.3	39.5	33.1	24.6	19.5
PB	6.6	12.0	6.8	5.6	4.6

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一 国内领先的高端品牌包装整体解决方案提供商.....	5
1.1 股权结构：实际控制人为王华君与吴兰兰夫妇.....	5
1.2 消费电子包装业务是主要收入、利润来源.....	7
二、消费电子纸质包装领域：因为专业 所以卓越.....	9
2.1 消费电子行业发展带动 3C 包装市场扩容.....	10
2.2 新一代智能手机放量预期值得期待.....	12
2.3 效率领先，技术为王，构筑公司核心竞争力.....	14
2.4 客户挖潜和开拓是公司 3C 包装业务增长点.....	17
三 多领域高端包装业务延伸.....	19
3.1 下游消费品包装横向拓展.....	19
3.2 拥抱“互联网+”，探索中小企业定制包装市场.....	21
四 投资建议.....	22
4.1 募投项目突破产能瓶颈.....	22
4.2 盈利预测与估值.....	24
五 风险因素.....	25

图表目录

图 1：主要产品包装对象及功能示意图.....	5
图 2：发行后的股权结构.....	6
图 3：公司主要客户情况.....	7
图 4：近年来公司收入规模持续扩张.....	8
图 5：近年来公司利润持续较好增长.....	8
图 6：近年来公司盈利能力稳步提升.....	8
图 7：近年来公司费用控制整体稳定.....	8
图 8：彩盒是公司主要收入产品构成.....	9
图 9：消费类电子行业是公司主要收入来源.....	9
图 10：近年来公司出口收入占比持续 60%以上.....	9
图 11：全球消费电子市场规模持续扩张.....	10
图 12：2006-2016 年全球智能手机出货量复合增速 34%.....	10
图 13：2011 年主要智能手机品牌商.....	10

图 14: 2016 年主要智能手机品牌商	10
图 15: 中国消费电子市场规模快速发展	11
图 16: 近年国内手机产量增长明显加速	11
图 17: 近年来公司市场份额持续提升	11
图 18: 国内纸包装行业集中度仍有较大提升空间	11
图 19: 2016 年苹果手机在网用户占比第一	12
图 20: 公司名列苹果全球前 200 大供应商之内	13
图 21: 富士康、和硕、广达是公司重要客户-1H16	13
图 22: 苹果 17 年第一财季(16 年第 4 季度)营收增长 3.3%	14
图 23: iPhone 收入占苹果总收入比例回升至 69%	14
图 24: 传统包装产品业务模式	15
图 25: 包装整体解决方案业务模式	15
图 26: 以苹果为例的销售季节性特征显著	16
图 27: 公司主要客户合作年限均在 5 年以上	16
图 28: 大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图	16
图 29: 公司全球多区域运营布局	17
图 30: 公司消费类电子业务稳定发展	18
图 31: 近年公司实现了优于主要客户的收入增长	18
图 32: 近年公司实现了优于主要客户的利润增长	18
图 33: 裕同研究院研发实力国内领先	19
图 34: 公司 2013-2015 年烟酒包装收入及增速	20
图 35: 2013-2015 年公司其他业务收入及增速	20
图 36: 公司主要包装产品示例	20
图 37: 裕同盒酷	21
图 38: 阳光印网	22
图 39: 2011-1H16 分产品产能利用率	23
图 40: 2015 年产能及募投项目达产后总产能	23
表 1: 本次发行前后股东结构	5
表 2: 实际控制人控制的其他企业基本情况	6
表 3: 2016 年中国印刷企业 100 强前十名销售收入	11

表 4: 2017 年 1 月苹果手机销售额排名市场第一	12
表 5: 公司主要竞争对手简介	17
表 6: 募投项目投资额	23
表 7: 公司未来三年盈利简表	24
表 8: 行业可比公司平均估值在 2017 年 29X.....	24
附: 财务预测表	26

一 国内领先的高端品牌包装整体解决方案提供商

公司前身深圳市裕同包装设计有限公司成立于 2002 年。作为高端品牌包装整体解决方案提供商，公司为客户提供“创意设计 with 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”。公司专注于消费类电子产品纸质包装，基本实现了消费类电子行业客户的全面覆盖。与此同时，公司积极追求业务多元化，开拓了高档烟酒、化妆品及奢侈品等行业的包装业务。

图 1：主要产品包装对象及功能示意图



资料来源：招股说明书；招商证券

1.1 股权结构：实际控制人为王华君与吴兰兰夫妇

本次发行前，公司总股本为 36,000 万股，本次公开发行 4,001 万股普通股股票，发行后总股本为 40,001 万股。控股股东吴兰兰持有 21,099.87 万股公司股票，占发行后公司总股本的 52.75%。公司实际控制人为王华君、吴兰兰，王华君任公司董事长、总裁，吴兰兰任公司副董事长、副总裁，两者系夫妻关系，并分别持有公司裕同电子 51% 及 49% 股权。本次公开发行后，王华君、吴兰兰仍为公司实际控制人。

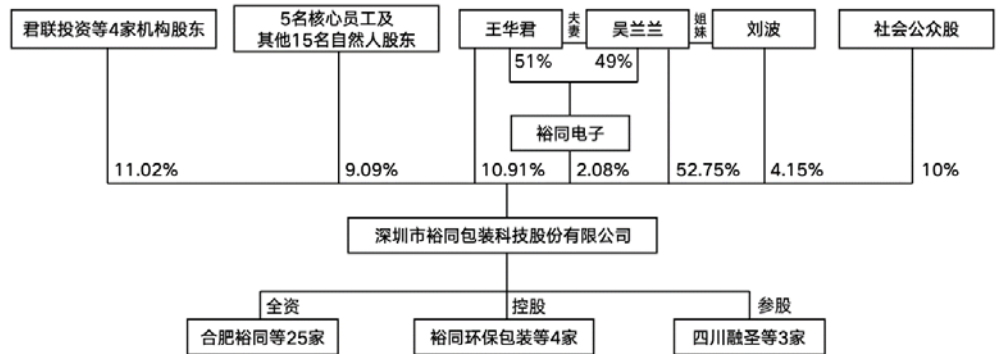
表 1：本次发行前后股东结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量 (万股)	持股比例
吴兰兰	21,099.87	58.61%	21,099.87	52.75%
王华君	4,365.00	12.13%	4,365.00	10.91%
鸿富锦公司	1,793.16	4.98%	1,793.16	4.48%
君联创投	1,774.80	4.93%	1,774.80	4.44%
刘波	1,658.70	4.61%	1,658.70	4.15%

孙嫚均	1,634.76	4.54%	1,634.76	4.09%
裕同电子	833.49	2.32%	833.49	2.08%
海捷津杉	626.09	1.74%	626.09	1.57%
罗鸣	554.76	1.54%	554.76	1.39%
徐金洲	349.20	0.97%	349.20	0.87%
其他	1,310.17	3.63%	1,310.17	3.28%
社会公众股	0.00	0.00%	4,001.00	10.00%
合计	36,000.00	100.00%	40,001.00	100.00%

资料来源：招股说明书，招商证券

图 2：发行后的股权结构



资料来源：招股说明书，招商证券

公司实际控制人除持有公司股权外，还持有观海农业、裕同投资、裕同电子、福来特电子、江西裕同等 12 家公司的股权，具体情况如下：

表 2：实际控制人控制的其他企业基本情况

序号	公司名称	注册资本	持股比例		主营业务
			王华君	吴兰兰	
1	观海农业	1,000 万元	81.00%	19.00%	农业生物技术开发
2	裕同投资	3,000 万元	51.00%	49.00%	投资兴办实业
3	裕同电子	9,960 万元	51.00%	49.00%	生产销售电子产品
4	福来特电子	300 万元	90.00%	10.00%	投资兴办实业
5	江西裕同	500 万元	51.00%	49.00%	投资兴办实业
6	前海君爵	8,000 万元	11.25%	88.75%	股权投资管理
7	澜明湖大酒店	200 万元	通过江西裕同间接持股 51%	通过江西裕同间接持股 49%	酒店、餐饮服务
8	裕同机器	721.952 万元	通过江西裕同间接持股 51%	通过江西裕同间接持股 49%	生产制革机械及转鼓、木制品
9	香港裕同电子	1 万港元	通过裕同电子间接持股 51%	通过裕同电子间接持股 49%	
10	知昊技术	100 万元	通过前海君爵间接持股 7.875%	通过前海君爵间接持股 62.125%	研发、生产屏蔽盖

11	三亚吕仕达	2,500 万元	通过前海君爵间接持股 6.75%	通过前海君爵间接持股 53.25%	房地产开发经营与项目投资
12	君合置业	5,000 万元	通过前海君爵间接持股 11.25%	通过前海君爵间接持股 88.75%	房地产开发经营与项目投资

资料来源：招股说明书；招商证券

1.2 消费电子包装业务是主要收入、利润来源

公司主营高端纸质包装印刷产品，产品覆盖彩盒、说明书、纸箱、不干胶贴纸等，主要面向消费类电子行业和烟酒行业，其中消费类电子行业客户对公司收入及利润的贡献达 80%以上。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、通信终端产品等，且均为各自领域内全球首屈一指的知名企业。

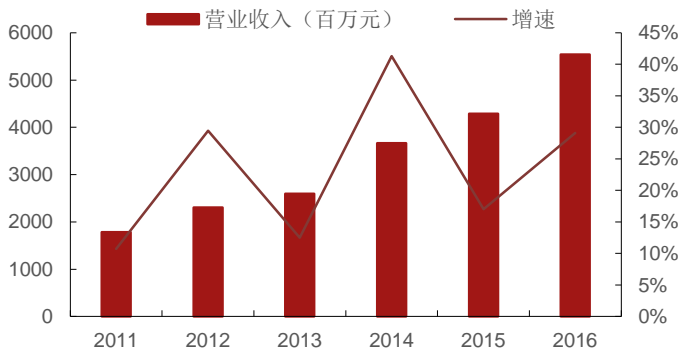
图 3：公司主要客户情况

	领域	服务品牌
终端客户	移动智能终端	
	计算机	
	游戏机	
	通信终端产品	
	食品和饮品	
	香烟	
电子制造服务业客户		

资料来源：招股说明书，招商证券

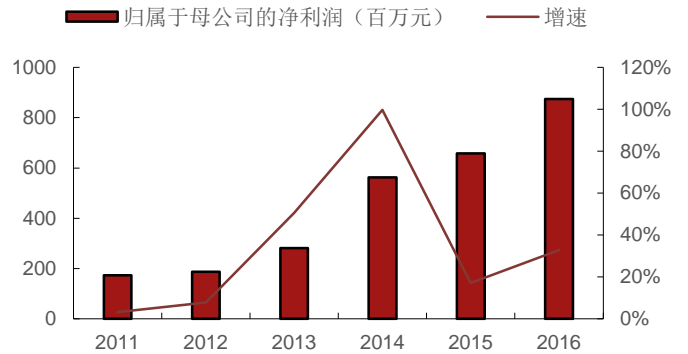
近年来公司经营规模稳步扩张。2011-2016 年公司营业收入、净利润复合增长率分别达 25.5%、38.2%；2016 年实现营业收入、净利润分别升至 55.37、8.74 亿元，分别同比增长 29.1%、32.9%。增长原因主要因中国纸质包装行业高速发展，行业下游消费类电子市场繁荣；同时，公司致力高品质产品和整体解决方案服务，注重技术创新和产品研发，扩大经营规模形成全国布局，赢得客户和市场认可。

图 4：近年来公司收入规模持续扩张



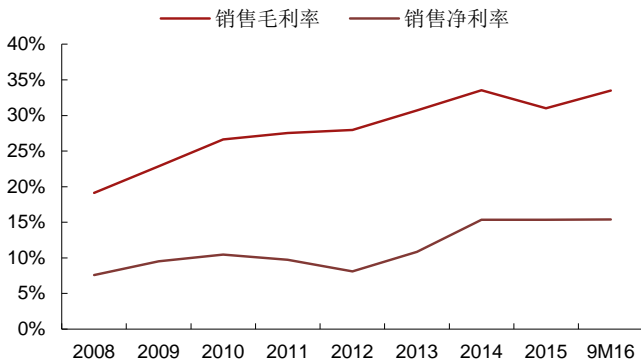
资料来源：公司资料；招商证券

图 5：近年来公司利润持续较好增长



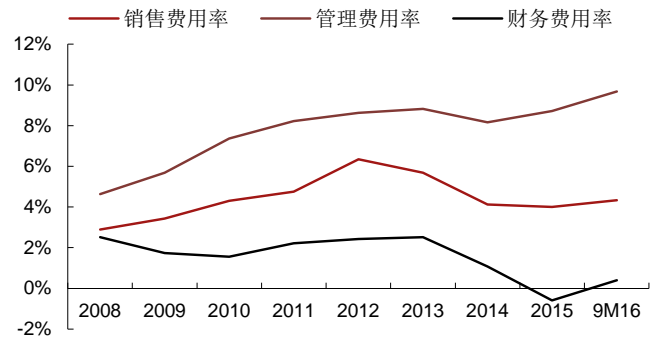
资料来源：公司资料；招商证券

图 6：近年来公司盈利能力稳步提升



资料来源：公司资料；招商证券

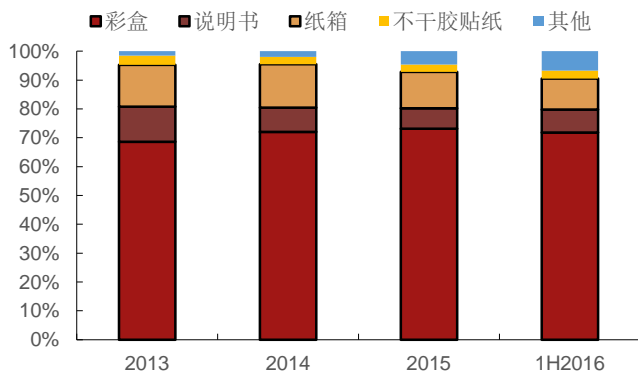
图 7：近年来公司费用控制整体稳定



资料来源：公司资料；招商证券

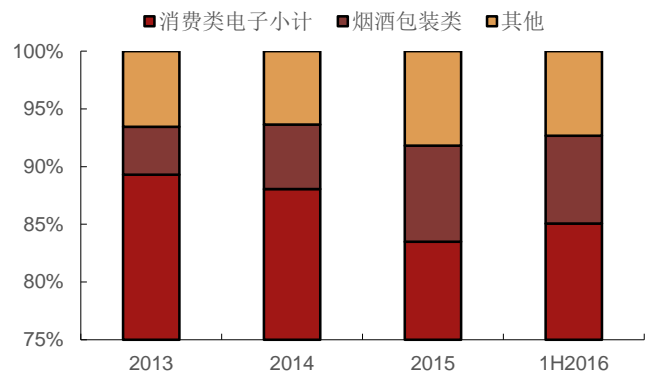
分产品来看，彩盒是公司收入的主要产品构成；消费类电子行业贡献收入 80% 以上。彩盒产品占公司主营收入贡献七成左右，且总体呈现上升趋势，由 2013 年的 68.66% 增加至 2016 年上半年的 71.81%。彩盒产品盈利能力和成长性良好，近四年毛利率均达到 30% 以上，2013 年到 2014 年实现增长，自 2015 年起逐渐趋于稳定。彩盒毛利率较为平稳且处于较高水平的主要因素包括：1) 高端产品销售增加。公司为高档电子产品包装盒（属于彩盒）的销售增长较快，此类产品毛利率较高；2) 产品成本的降低。公司通过自动化、信息化改造，提高生产效率，降低生产成本。2013~2015、1H16 消费类电子行业占公司收入比例分别为 89.29%、88.05%、83.48%、85.06%，为公司主要收入来源。

图 8：彩盒是公司主要收入产品构成



资料来源：招股说明书；招商证券

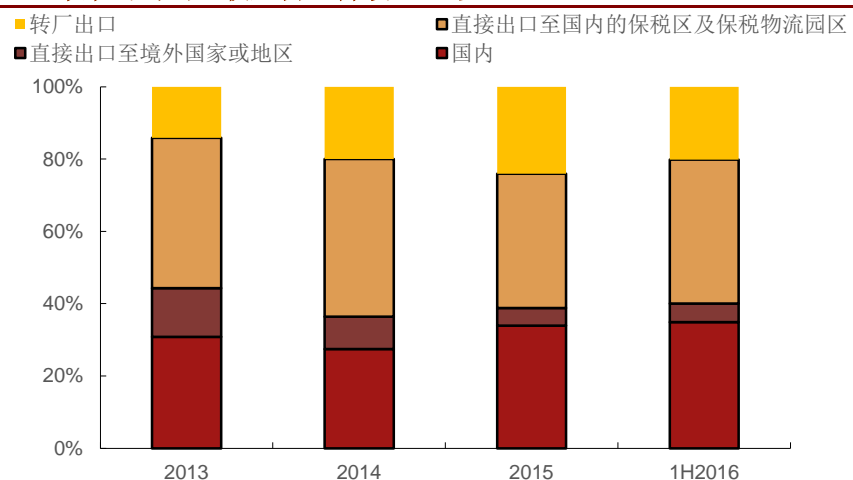
图 9：消费类电子行业是公司主要收入来源



资料来源：招股说明书；招商证券

分地区来看，出口收入占比公司总收入 60%以上。2013~2015、1H16 公司出口收入占比分别为 69.14%、72.56%、66.09%、65.11%。其中外销可分成直接出口和转厂出口，包括直接出口到国内保税区及保税物流园区、直接出口至境外国家或地区。随着近年来公司持续开拓内销客户，国内华为、泸州老窖等客户的销售贡献，出口收入占比自 2015 年来有所下降。

图 10：近年来公司出口收入占比持续 60%以上



资料来源：招股说明书；招商证券

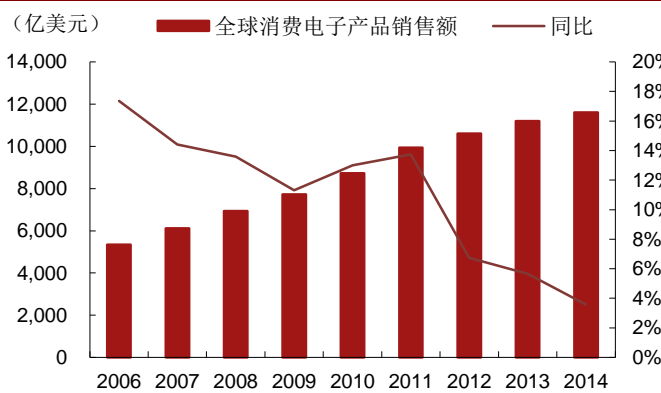
二、消费电子纸质包装领域：因为专业 所以卓越

公司营业收入 80%以上的客户为消费类电子制造商，主要客户有富士康、三星、联想、华为等跨国公司。近年来，国内消费电子行业的快速发展，带动 3C 包装市场迅速扩容，公司凭借自身管理效率、先进技术、市场布局等优势，在深挖现有大客户的同时，积极拓展消费电子领域新客户，提升市场竞争力。而今年市场预期较高的新一代智能手机的推出在即，我们认为以公司为代表的 3C 包装龙头企业有望显著受益。

2.1 消费电子行业发展带动 3C 包装市场扩容

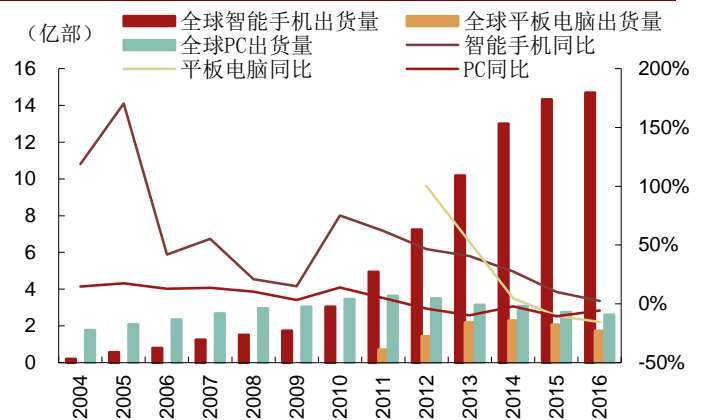
全球消费电子行业持续稳定发展，其中移动通讯市场相对强劲。随着全球视频、无线、移动等新技术以及互联网的不断发展，以智能手机、平板电脑等为代表的新兴产品持续涌现，加速了消费电子产品与互联网的融合，使近年来消费电子产品已经成为现代人生活的重要组成部分，带动全球消费电子产品的销售规模持续扩张。其中，手机、数码产品等是消费电子行业增长最快的品类，而平板电脑、智能电器、数字电视等产品已逐步走向成熟，但由于近年来发展中国家需求放缓、以及智能手机等电子产品的价格的快速下滑，近年来全球消费电子行业整体销售增长态势趋于平稳。GFK 预计，2017 年线下智能手机市场仍能保持 8.3%左右的稳定增长态势，高于线上约 3.6%的增长预期。

图 11：全球消费电子市场规模持续扩张



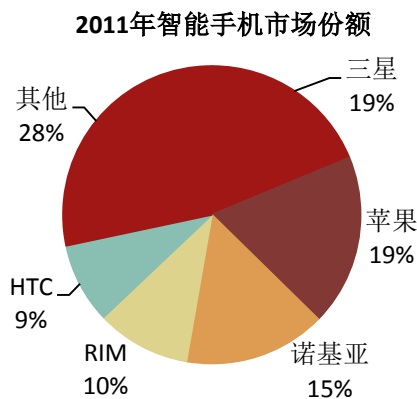
资料来源：美国消费电子协会；GFK；招商证券

图 12：2006-2016 年全球智能手机出货量复合增速 34%



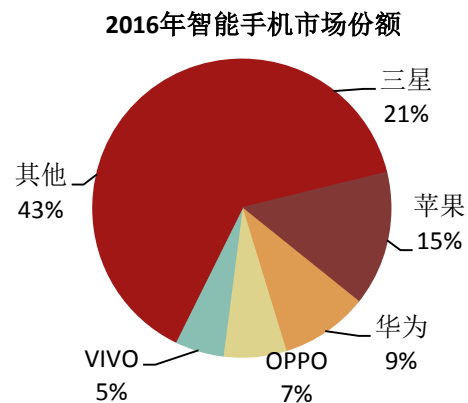
资料来源：IDC；招商证券

图 13：2011 年主要智能手机品牌商



资料来源：IDC；招商证券

图 14：2016 年主要智能手机品牌商

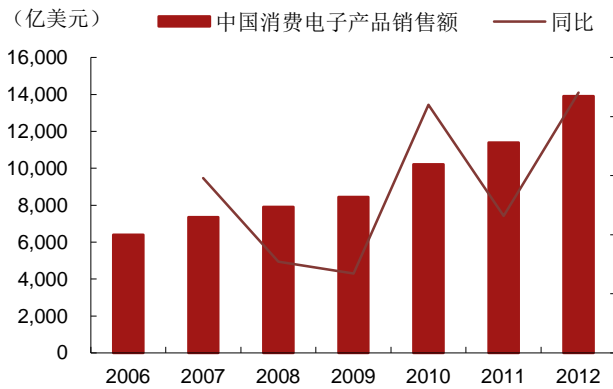


资料来源：IDC；招商证券

品牌商、代工厂商行业集中度提升，公司受益于国内大型代工厂商订单持续增长。随着全球消费电子行业的展，品牌集中度和代工厂商集中度越来越高。目前来看，全球消费电子高端品牌大多集中在北美、欧洲、日韩等一些发达国家和地区，代工厂商主要集中在中国、东南亚地区。由于我国具备良好的产业基础和成本优势，市场规模持续增长，已发展成为世界最主要的消费类电子产品的生产基地。据工信部统计，2009 年至 2014

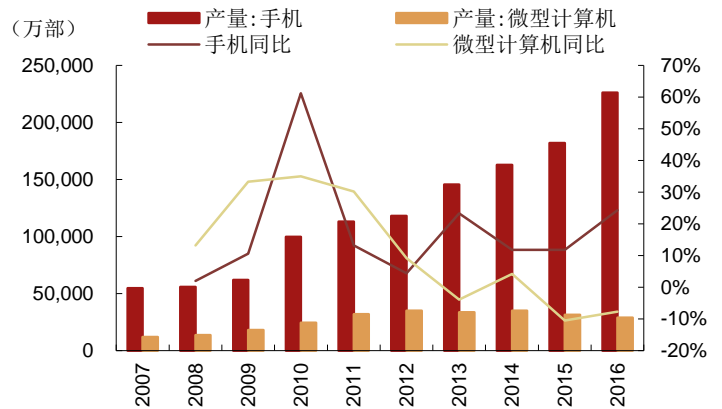
年中国消费类电子市场的复合增长率达到 15%以上，且随着中国消费电子产业将逐步成长为规模大、自主配套能力成熟的产业，未来中国消费电子产业销售增速有望保持稳定。而在消费类电子市场持续增长的同时，也促使富士康、华为、和硕、广达等市场的主要参与者对裕同科技的订单持续增长，带动公司业务规模的不断提升。

图 15: 中国消费电子市场规模快速发展



资料来源: GFK; 招商证券

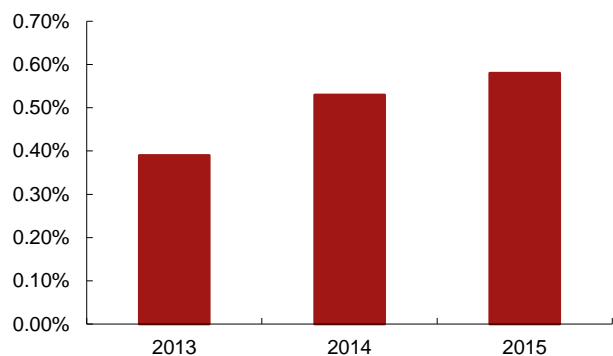
图 16: 近年国内手机产量增长明显加速



资料来源: WIND; 招商证券

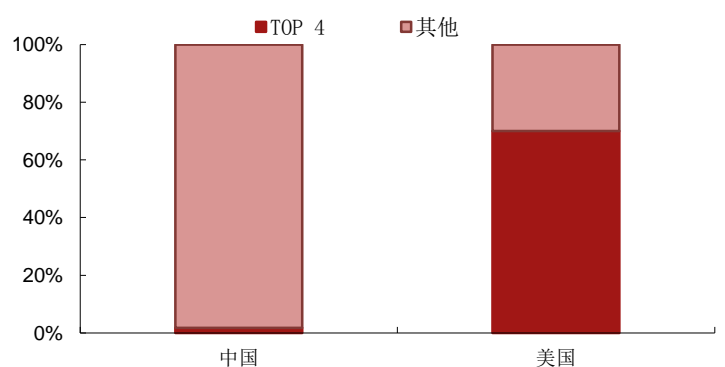
国内包装行业市场集中度仍有进一步提升空间。纵向来看，国内市场集中度提升过程已经开始，公司自成立以来，业务规模持续扩大，积累了三星、富士康、华为、和硕、广达等世界级的客户资源，公司在纸质印刷包装领域市场份额由 2013 年的 0.39% 升至 2015 年的 0.58%。另一方面，横向比较来看，与欧美等发达国家相比，目前我国纸包装行业集中度很低，未来仍有较大提升空间。对比成熟市场，我国纸包装行业产业集中度差距非常明显，前十大企业的总份额不超过 5%，而根据世界包装组织的统计，美国前四大企业市场份额达 70% 以上。

图 17: 近年来公司市场份额持续提升



资料来源: 招股说明书; 招商证券

图 18: 国内纸包装行业集中度仍有较大提升空间



资料来源: 招股说明书; 招商证券

表 3: 2016 年中国印刷企业 100 强前十名销售收入

排名	企业名称	销售收入 (万元)	占我国纸质印刷包装行业市场份额
1	深圳市裕同包装科技股份有限公司	428,963.06	0.58%
2	上海紫江企业集团股份有限公司	298,656.93	0.40%

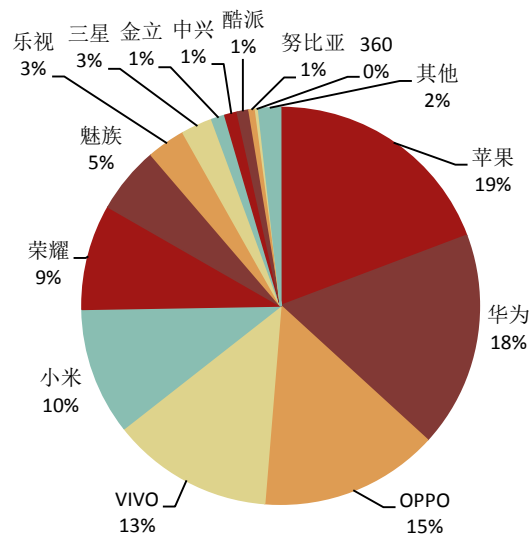
3	厦门合兴包装印刷股份有限公司	285,247.40	0.39%
4	上海界龙集团有限公司	271,081.00	0.37%
5	四川省宜宾普什集团 3D 有限公司	247,853.00	0.34%
6	鹤山雅图仕印刷有限公司	244,225.00	0.33%
7	康美包（苏州）有限公司	228,557.00	0.31%
8	四川宜宾丽彩集团有限公司	211,816.00	0.29%
9	鸿兴印刷集团有限公司	202,982.00	0.27%
10	昇兴集团股份有限公司	196,277.00	0.27%
	其他	71,343,489.89	96.46%

注：销售收入系根据企业 2015 年产品销售收入统计口径
资料来源：招股说明书

2.2 新一代智能手机放量预期值得期待

苹果手机在网用户占比、整体销售额仍名列第一。运营商世界网发表的《2016 年度手机在网用户分析报告》显示，苹果、华为、OPPO、vivo、小米占据了手机品牌在网用户数的前五名；其中，苹果以 19.24% 的市场份额名列第一。近年来，虽然苹果手机销量份额有所下滑，但由于其高客单价、品牌效应显著等特点，销售额仍名列同业第一，且其用户换机周期长，也进一步增强了用户消费粘性。

图 19：2016 年苹果手机在网用户占比第一



资料来源：运营商世界网；招商证券

表 4：2017 年 1 月苹果手机销售额排名市场第一

厂商	销量（万台）		厂商	销售额（亿元）	
	2017 年 1 月	份额		2017 年 1 月	份额
OPPO	835	17.1%	Apple	269	29.40%
vivo	728	14.9%	OPPO	162.4	17.70%
Apple	521	10.7%	vivo	131.6	14.40%
HUAWEI	472	9.7%	HUAWEI	108.9	11.90%
HONOR	441	9.0%	HONOR	56.5	6.20%
MI	316	6.5%	MI	38.7	4.20%
Meizu	231	4.7%	Samsung	30.7	3.30%

Gionee	159	3.2%	Meizu	19.9	2.20%
Samsung	122	2.5%	Gionee	20.2	2.20%
lephone	100	2.1%	Le	11.3	1.20%
其他		19.6%	其他		7.3%

资料来源：赛诺数据；招商证券

据《2016 苹果供应商全球名录大全》(<http://www.caa2014.com/news/show-3114.html>)，苹果 2016 年在全球有 766 家供应商，其中中国大陆地区的供应商有 346 家，高居全球第一，日本和美国分别为 126 家和 69 家，位居第二和第三，中国台湾地区有 41 家，位居第四。一方面，在苹果 18 家总装工厂中，其中 16 家为台资工厂，包括富士康 7 家、广达 3 家、和硕 2 家，而富士康、广达、和硕均为裕同科技主要客户（合计收入占比约 40%）；另一方面，公开资料表明，公司名列苹果前 200 家供应商名单之内，涉及相关产品包装印刷业务。

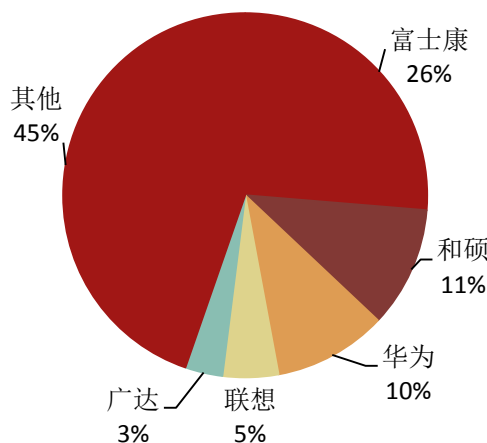
图 20：公司名列苹果全球前 200 大供应商之内

138	夏普	日本	中国广东东莞，江苏无锡，日本三重县龟山市，越南平阳省	集成电路
139	德赛电池	深圳	中国广东惠州	电池
140	深圳市富诚达科技	深圳	深圳	机构件
141	深圳市裕同包装科技	深圳	深圳，江苏苏州，四川成都，河南许昌	包装印刷
142	新日兴	台湾	台湾新北市	枢纽
143	新普科技	台湾	中国江苏苏州	电池
144	SK海力士	韩国	中国重庆，江苏无锡，韩国忠清北道清州市，京畿道利川市	存储器

注：按公司英文名称字母顺序排序

资料来源：中国铝业协会网站；招商证券

图 21：富士康、和硕、广达是公司重要客户-1H16

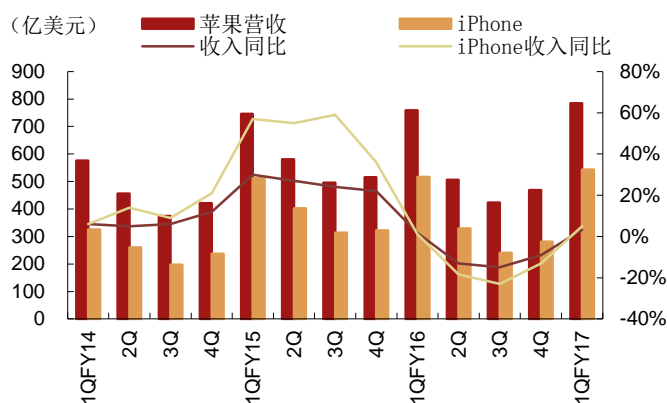


资料来源：招股说明书；招商证券

苹果引领高端市场，十周年创新叠加换机需求，17年将迎苹果大年。苹果已成为零部件创新的风向标，尽管 IP6S 遭遇创新低谷（仅增加 Force Touch），但在 IP7 上已有所改善（双摄、防水、亮黑、立体声及数字音频等），带来 16Q4 手机销量超预期和整体 ASP 提升（从 691 美金提升至 695 美金，旺销的 IP7 PLUS 均价提升了 20 美金），且展望 17Q1 收入同比好于 16Q1。而 17 年下半年更值得期待，据产业链信息，苹果下半年有望发布 3 款手机，尤其以 5 寸十周年纪念版迎来大幅创新，包括 AMOLED/双面 2.5D 玻璃+不锈钢中框/无线充电/前后双摄+生物识别+Home 键升级/高保真音频/更高等级防水/双电芯/等等，较多零部件迎来 ASP 明显提升，望带来数百美金的手 机 ASP 提升，帮助苹果打开更高端市场。招商证券电子团队认为，在去年较低基数下，一季度苹果销量将有同比增长，而全年有望实现近 20% 销量增长。

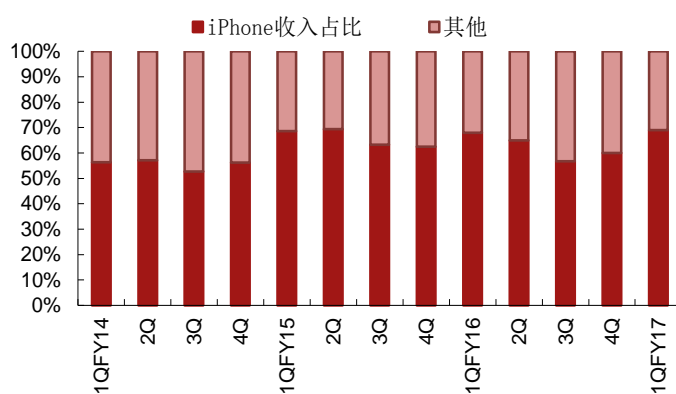
而从需求端看，高客单价、高品牌效应的特点使苹果客户的品牌粘性较强，而前几代智能机创新不多进一步延长了自 iPhone 6 以来的换机周期，我们认为，iPhone 8 的技术创新有望掀起新一轮换机潮，进一步帮助苹果继续保持甚至是扩大优势。

图 22: 苹果 17 年第一财季(16 年第 4 季度)营收增长 3.3%



资料来源: WIND; 招商证券

图 23: iPhone 收入占苹果总收入比例回升至 69%

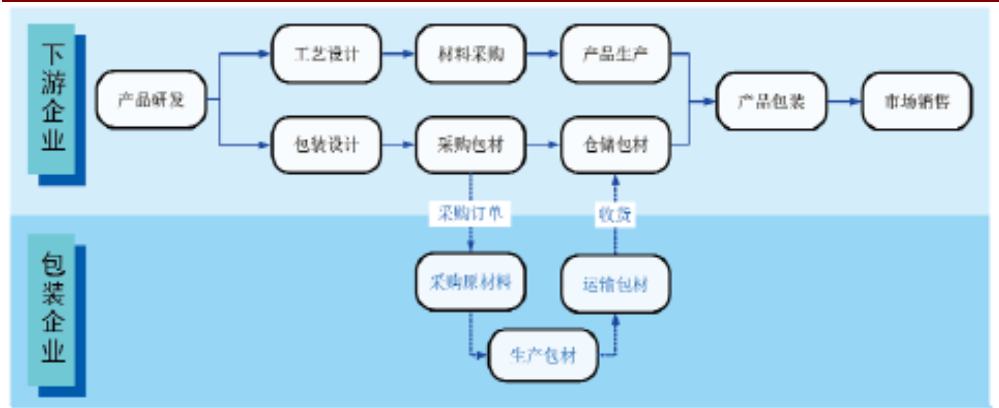


资料来源: WIND; 招商证券

2.3 效率领先，技术为王，构筑公司核心竞争力

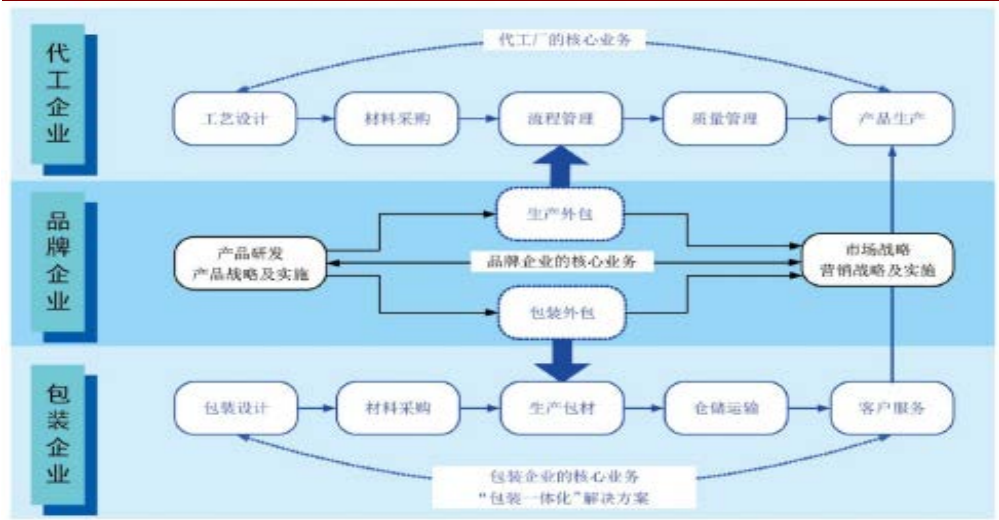
包装印刷行业商业模式升级促使龙头企业持续创新。印刷包装行业是传统制造业，长期以来，以销售包装产品作为主要业务模式。而随着我国消费电子包装产业的快速发展，包装印刷商业模式也逐步发生变化：从简单的采供关系到“包装印刷整体解决方案提供商”，即包装商除了为客户制造包装产品之外，还提供包装设计、第三方采购、物流配送、库存管理等整套服务，以公司为代表的优秀包装企业商业模式也纷纷升级。

图 24：传统包装产品业务模式



资料来源：招股说明书；招商证券

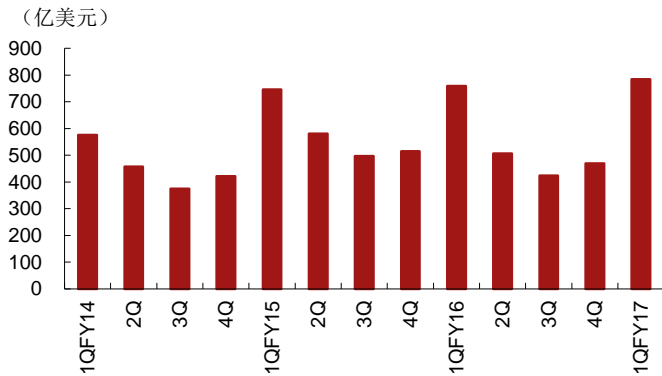
图 15：包装整体解决方案业务模式



资料来源：招股说明书；招商证券

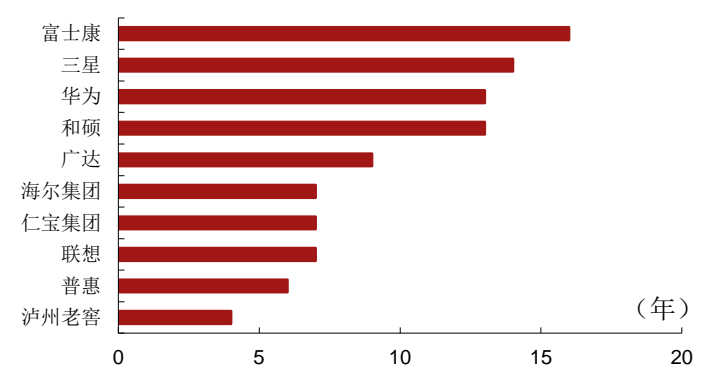
产品稳定性、强大的弹性供货能力是公司核心竞争优势。消费电子类产品具有一定季节性消费特点，一般新品推出期对供应商的订单需求也迅速增加，但按高端品牌客户对供应商的严格考核要求，以季度进行考核，无论在旺季还是淡季，对产品品质一致性和稳定性能力要求非常高，需要拥有大规模产能和交付能力的供应商才能满足其持续稳定供货的需求。公司定位于“高端印刷包装方案商”，强调高产品品质、高技术含量、高服务水平，发展至今积累了高效的运营管理经验，现有大客户多数与公司均保持了超过 5 年以上的合作关系，通过持续强化内外部集成化的供应链管理，公司将供应商、客户的信息相互整合，同时借力自成体系的信息化系统和弹性生产方式，目前良品率基本稳定在 98% 以上，完全具备对于高端品牌客户订单的及时响应能力。

图 26：以苹果为例的销售季节性特征显著



资料来源：WIND；招商证券

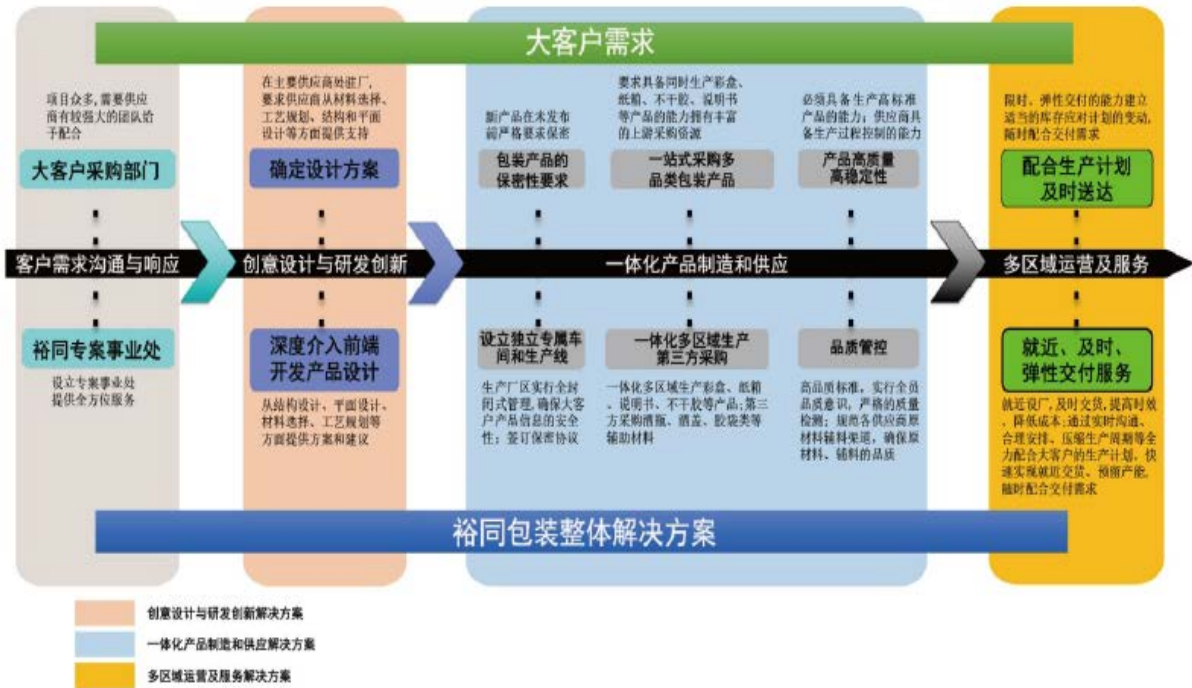
图 27：公司主要客户合作年限均在 5 年以上



注：泸州老窖是烟酒品类的新开发客户

资料来源：招股说明书；招商证券

图 28：大客户需求及裕同包装整体解决方案示意图



资料来源：招股说明书；招商证券

全球多区域布局彰显国际化服务优势。为贴近客户，提高对客户的响应速度，并最大限度的降低物流成本，公司已在深圳、苏州、烟台、许昌、武汉、成都、合肥、廊坊等国内重点工业城市均设有完善的生产服务基地，上述城市人口密集、消费能力旺盛，且消费类电子产品制造企业云集。同时，公司已在香港设立了营销服务中心，在越南北宁省建立了生产服务基地，并积极筹划在台湾成立设计及技术服务中心，在美国和欧洲等地设立营销及技术服务中心，进一步提升为客户提供整体解决方案的全球化服务能力。

我们看好以公司为代表的具备产品、技术、市场和服务优势的领先企业，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”，未来有望通过提升自身市场份额、品类延伸等方式实现超越行业的持续快速发展。

图 29：公司全球多区域运营布局



资料来源：公司网站；招商证券

表 5：公司主要竞争对手简介

企业名称	2015 年销售收入 (亿元)	企业简介
当纳利 (中国)	-	美国当纳利集团在中国区域的业务分支, 当纳利集团为世界最大的印刷企业之一, 于 1994 年进入中国, 主要从事图书、杂志等产品的印刷, 在包装领域主要为消费类电子产品制造商提供纸质印刷包装产品
美盈森	20.16	成立于 2000 年, 注册资本 7.152 亿元, 于 2009 年 11 月于深圳证券交易所中小板上市, 主要从事瓦楞包装产品的生产与销售
力嘉包装 (深圳) 有限公司	-	成立于 1986 年, 系香港力嘉集团 (中国) 有限公司在深圳的独资企业, 注册资本为 1.529 亿港元, 主要生产经营纸板、纸箱、彩盒、彩咭、说明书、礼品盒、手挽袋、标签纸、记事本、相簿、信封等各种纸品印刷及包装产品
合兴包装	28.52	成立于 1993 年, 2008 年于深圳证券交易所中小板上市, 注册资本 3.475 亿元, 主要从事中高档瓦楞纸箱的研发与设计、生产、销售及服务

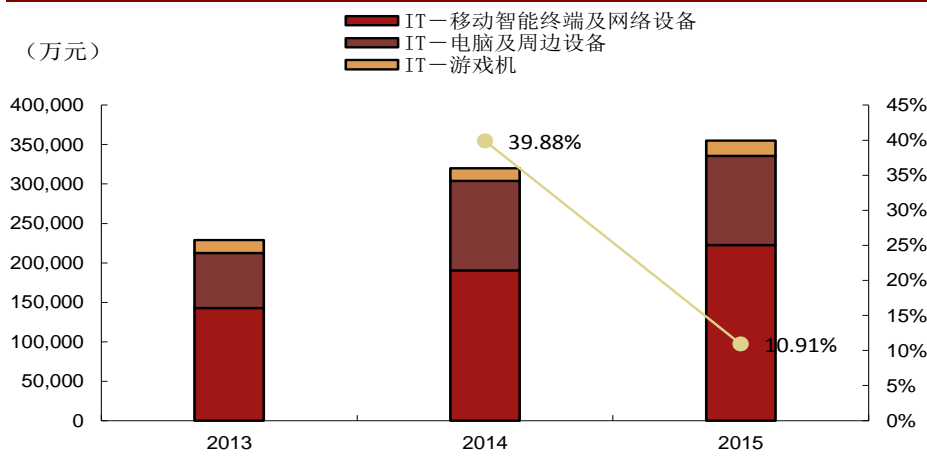
资料来源：招股说明书；招商证券

2.4 客户挖潜和开拓是公司 3C 包装业务增长点

公司长期专注于消费电子类包装物产品的生产, 2013 年至 2016 年一期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的收入占当期主营业务收入的比例分别为 89.29%、88.05%、83.48%和 85.06%, 实现销售收入分

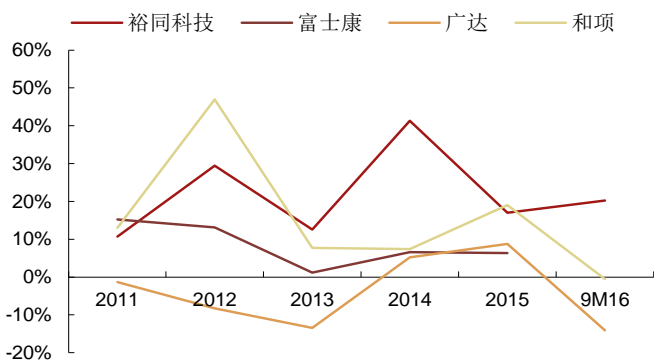
别为 22.88 亿元、32.00 亿元、35.49 亿元和 17.07 亿元。公司通过加大客户的二次开发能力，在合作方式、合作项目、产品品类上不断增加合作的维度，深度参与并主导客户包装设计方案，持续提升自身在现有客户的供应商份额，近年来实现了优于主要客户的收入、利润增长；同时积极拓展国内新兴的消费电子产品新客户，保障未来持续稳定发展。

图 30：公司消费类电子业务稳定发展



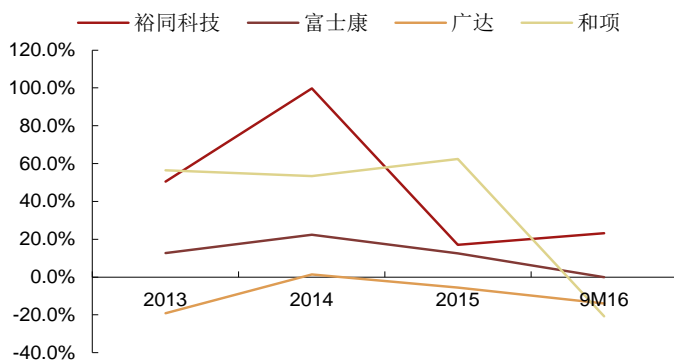
资料来源：公司资料；招商证券

图 2：近年公司实现了优于主要客户的收入增长



资料来源：WIND；招商证券

图 3：近年公司实现了优于主要客户的利润增长



资料来源：WIND；招商证券

产学研深度融合，为公司发展后劲积蓄力量。公司积极开展与上下游企业、科研院所的合作。产业方面，公司与海德堡公司、北大方正公司等达成合作，开发技术、拓展市场的同时，有利于客户率先应用先进技术，达到“共赢”目的。学研方面，公司与华南理工大学、北京印刷学院、北京大学研究生院等高校及科研院所建立长期稳定的合作关系，采取“实验田+研究基地”的模式，将研发领域的资源优势及技术力量，配合公司生产的实验场所，推动“智能制造”和技术改进。

“坚持自主创新，保持技术领先”核心战略。公司设立了集团研发中心、印刷技术中心、包装技术中心和包装科技研究院等各类研发部门，并拥有丰硕的具有自主知识产权的研发成果，累计有上百项行业领先技术，为公司的持续发展提供丰富的创造力和强大的技

术支持。裕同研究院作为集团高新技术研发和产品创新的研究机构，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培养队伍，不断引进并吸收国内外先进技术，积极自主创新，大规模运用混合加网技术、色彩自动控制技术、超细线折光压纹技术等多项行业领先技术，并与国内高校及科研院所建立长期稳定的产学研合作关系。

图 33：裕同研究院研发实力国内领先



资料来源：公司网站；招商证券

三 多领域高端包装业务延伸

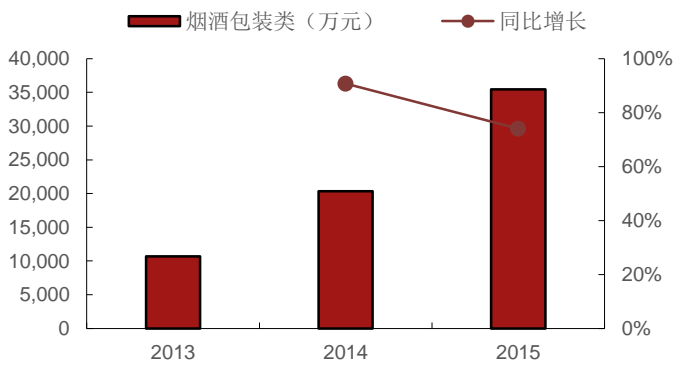
纸质包装行业发展空间广阔，公司在消费类电子包装产品快速发展的同时，积极开拓烟酒类、保健品、高端化妆品等包装产品市场；同时积极布局互联网包装业务，为广大中小微企业提供个性化定制方案。我们看好公司在外包装领域的战略布局，在多行业包装以及互联网领域的布局未来将逐步形成新的收入增长动力，保障公司实现长期稳定持续发展。

3.1 下游消费品包装横向拓展

公司主营纸质包装。纸质包装是世界上用量最大的包装材料，2014 年全球纸质包装产值达到了 2,150 亿美元，并将保持年均 6% 的增长。2020 年，全球纸质包装产值预计将达到 3,050 亿美元。纸质包装也是我国包装工业产值最大的子行业，中国包装工业的总体产值从 2005 年的 4,017 亿元增长至 2015 年的 16,900 亿元，年复合增长率约 15.45%。受到出口和内需的拉动，纸质包装行业的规模发展迅速。

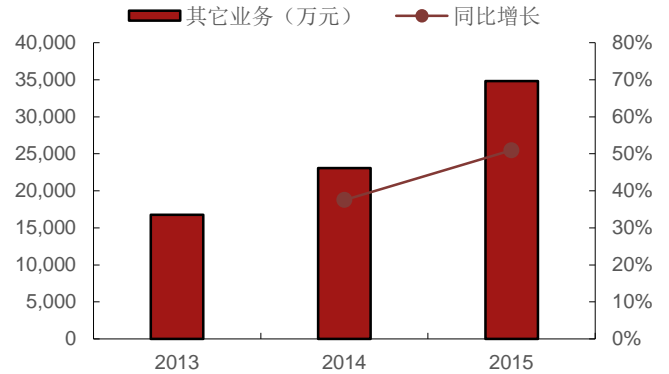
公司在消费类电子包装产品快速发展的同时，积极开拓烟酒类、保健品、高端化妆品等包装产品市场，增加收入来源。烟酒类包装产品的销售收入由 2013 年的 10,672.19 万元增加到 2015 年的 35,424.93 万元。其他收入包括化妆品、日用品、鞋、家电等包装产品，保持稳定增长。

图 34: 公司 2013-2015 年烟酒包装收入及增速



资料来源: 招股说明书; 招商证券

图 35: 2013-2015 年公司其他业务收入及增速



资料来源: 招股说明书; 招商证券

图 36: 公司主要包装产品示例



IT电子包装

IT类为华为、联想、三星、索尼、任天堂、戴尔、惠普等国内外高端品牌商提供服务。



烟酒包装

烟类与红塔集团、福建中烟、江西中烟等长期合作。酒类与泸州老窖、古井贡酒建立了战略合作并开拓了新的商业模式。



高端礼盒



彩盒

资料来源: 公司网站; 招商证券

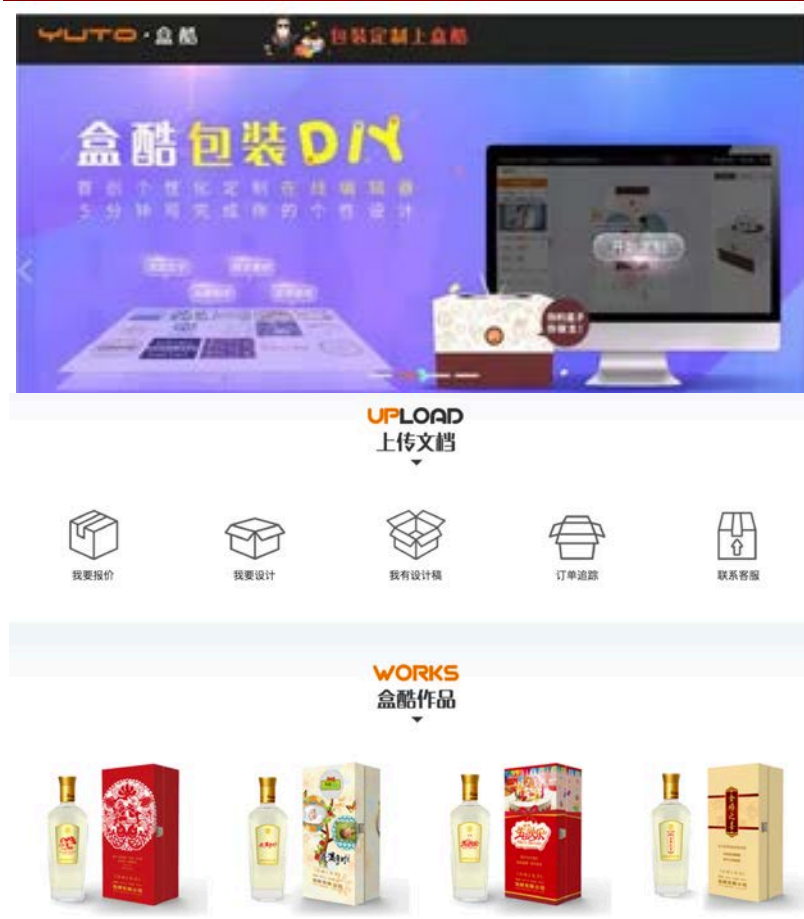
3.2 拥抱“互联网+”，探索中小企业定制包装市场

2016 年公司全资收购深圳云创文化科技有限公司（以下简称“云创文化”），云创文化以互联网云印刷为商业模式，公司此举开启了“互联网+包装”的业务布局，探索基于个性化印刷需求以及互联网电商模式的云印刷和云包装平台。

优秀业务团队&技术能力打造“互联网+包装”平台。据了解，云创文化团队汇集了同时具备包装印刷行业经验和互联网思维的优秀人才，已形成了强大的软件开发实力，发布了全国首款自主开发的基于互联网的包装设计平台——裕同·盒酷，可满足中小微客户的包装设计需求。

作为全国首家基于互联网的包装在线编辑器，裕同·盒酷 DIY 平台的用户可以在线自主选择行业经典盒型以及海量设计素材，全程在线完成设计，目前主要行业包括烘焙包装、果蔬包装、定制酒装、电商物流包装等，后续还将上线化妆品包装和 3C 电子包装等业务。

图 4：裕同盒酷



资料来源：裕同盒酷；招商证券

目前国内互联网包装模式较成熟的是阳光印网。作为中国最大的印刷和定制品电商平台，阳光印网（www.98ep.com）是一站式网上印刷平台，网站自建系统包含印前、印刷、物流、支付等多个环节的在线服务，为企业用户提供超过 1500 个品类的定制品采购服

务，涵盖：商务印刷、纸箱包装印刷、泛印刷品、礼品、市场营销物品、耗材、仓储物流用品等 7 个大类。阳光印网供应链已整合了 6000 余家供应厂商，为 30 万的中小企业和招商银行、天猫、京东等 1000 家集团客户提供企采服务，服务范围可覆盖全国 300 多个城市 and 1500 多个县乡镇。目前，阳光印网平台日均订单已超过 5000 份，纸箱单月销售额突破 1 亿元，2016 年双十一阳光印网出货 6500 万件，占天猫双十一总包裹量的 10%；且预计 2017 年营收或将达 35 亿元。

图 5：阳光印网



资料来源：阳光印网；招商证券

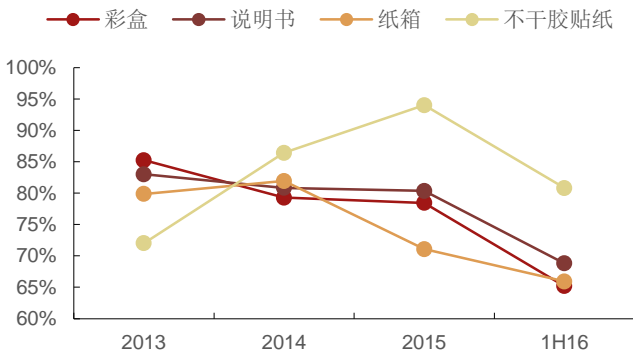
四 投资建议

我们认为公司具有业内领先的产品质量体系和供货能力，构筑极强竞争壁垒，看好公司在巩固消费电子业务的基础上，持续开拓烟酒、高端化妆品、奢侈品等多领域包装的发展方向。

4.1 募投资项目突破产能瓶颈

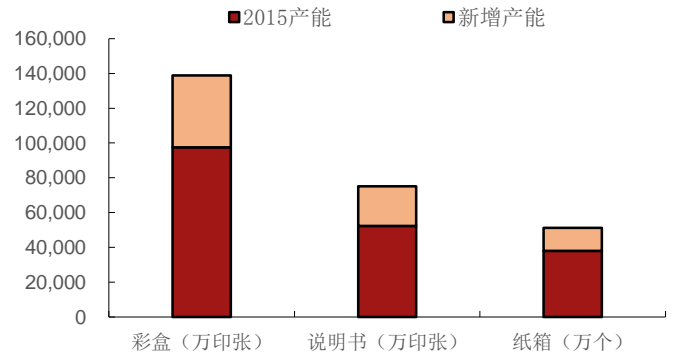
虽然近年来公司持续投资新建生产厂房和购置机器设备，但产能利用率维持在 70%，主要原因有三：一是由于下游产品销售的季节性及周期性，公司产能需参照客户高峰期进行配置，因而降低了产能利用率；二是受产品保密性要求持续增加的影响，大客户要求设立专属车间和产线，在客户审核期间产生一定的产能闲置；再者，近年公司新增的投资项目在短时间内拉高了产能，受新客户开发及新产品产能爬坡期影响，短期内产能利用率有所降低。

图 39: 2011-1H16 分产品产能利用率



资料来源: 招股说明书; 招商证券

图 40: 2015 年产能及募投项目达产后总产能



资料来源: 招股说明书; 招商证券

2014 年彩盒、说明书和纸箱产品的产能利用率较以前年度有所下降，一方面原因是深圳、成都及泸州等厂区新购置设备短时间内拉高了产能，另一方面新客户导入和新产品良率爬坡等原因导致产能利用率降低。2015 年彩盒和说明书产能利用率与 2014 年基本持平。2015 年纸箱产能因当期新增产能，利用率较 2014 年略有下降，但仍处于较高水平，主要原因包括：1) 2015 年纸箱产量因客户需求的原因略有减少；2) 新购置设备未产生效益。

表 6: 募投项目投资额

序号	项目名称 富士康	项目总投资额			募集资金 使用额
		建筑投资金 额	铺底流动 资金	小计	
1	产能扩建项目	109,221.95	8,030.90	117,252.83	111,299.09
	(1) 高端印刷包装产品生产 基地项目	31,376.43	2,705.97	34,082.40	28,128.66
	(2) 苏州昆迅包装技术有 限公司包装说明书、包装 箱、包装彩盒生产项目	17,395.99	1,405.01	18,801.00	18,801.00
	(3) 裕同(武汉)高档印 刷包装产业园项目	41,733.39	2,918.50	44,651.88	44,651.88
	(4) 亳州市裕同印刷包装 有限公司高档印刷包装项 目	18,716.14	1,001.42	19,717.55	19,717.55
2	信息化系统升级改造项目	4,603.00	-	4,603.00	4,603.00
3	裕同印刷包装工程技术研 发中心	5,917.25	150	6,067.25	6,067.25
4	补充流动资金	-	-	-	16,950.55

资料来源: 招股说明书; 招商证券

本次募集资金计划分别在昆山、亳州、龙岗及武汉建设 4 个标准化生产基地，项目达产后共可增加彩盒产能 41,289 万印张/年，增加说明书产能 22,855 万印张/年，增加纸箱产能 13,352 万个/年，分别占 2015 年产能的 42.33%，43.74%和 35.19%，贡献年均销售收入 17.14 亿元，占 2015 年总收入的 39.96%。募投项目的实施将有效缩短供货周期，满足客户日益提升的产品需求。再者，募投项目落地白酒大省安徽，将有助于公

司进一步打开国内酒包市场。此外，扩产现有业务的产能，不仅可以降低生产成本，实现规模经济，提高公司整体利润水平，还将优化公司产品结构，效提升公司产品的技术含量和附加值。

4.2 盈利预测与估值

假设未来三年公司消费类电子业务通过做强现有业务、以及延伸多品类包装形式，进一步提升高端大客户的供应商份额，同时拓展烟酒、其他包装等多领域新客户，带动营业收入持续较好增长。我们判断未来公司有望通过提升信息化水平、经营效率带来毛利率平稳提升，销售费用率随业务拓展平衡略升，预计公司2016~2018年EPS分别为2.19、2.95、3.71元，业绩同比分别增长33%、35%、26%。

表 7：公司未来三年盈利简表

单位：百万元	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2306	2594	3665	4290	5500	7148	8936
营业成本	1661	1797	2436	2959	3675	4765	5942
营业税金及附加	9	15	24	24	31	40	50
营业费用	146	148	151	172	225	300	375
管理费用	199	229	299	374	480	624	780
财务费用	56	65	40	(25)	35	0	(1)
资产减值损失	7	3	14	17	10	10	10
公允价值变动收益	0	15	(18)	(6)	10	0	0
投资收益	0	15	6	(0)	(9)	0	0
营业利润	228	368	689	763	1044	1408	1779
营业外收入	17	13	13	44	20	20	20
营业外支出	8	15	16	13	7	7	7
利润总额	237	366	686	794	1057	1421	1792
所得税	50	85	124	136	182	243	306
净利润	187	281	562	659	875	1179	1486
少数股东损益	0	0	(0)	0	1	1	1
归属于母公司净利润	187	281	562	658	874	1178	1485
EPS（元）	1.25	1.88	3.75	1.83	2.19	2.95	3.71

资料来源：公司资料；招商证券

我们认为公司具有业内领先的产品质量体系 and 供货能力，构筑极强竞争壁垒，看好公司在巩固现有消费电子包装高端大客户的基础上，持续开拓新领域包装业务的发展方向，参考行业可比公司 2017 年平均 29 倍的估值水平，考虑到公司大包装业务的战略布局以及互联网包装等新业务的发展前景，首次覆盖给予公司 91 元目标价以及“强烈推荐-A”评级。

表 8：行业可比公司平均估值在 2017 年 29X

公司	股价	EPS			PE			PB	ROE
	2017/3/3	15	16E	17E	15	16E	17E	(MRQ)	(TTM)
奥瑞金	8.72	0.43	0.52	0.59	20.3	16.8	14.8	7.1	23.01
美盈森	9.57	0.14	0.25	0.37	68.4	38.3	25.9	15.1	12.57
劲嘉股份	10.06	0.55	0.54	0.60	18.3	18.6	16.8	6.9	18.07
昇兴股份	20.57	0.21	0.30	0.37	98.0	68.6	55.6	10.8	12.29
合兴包装	5.24	0.11	0.10	0.12	47.6	52.4	43.7	7.3	12.44

东风股份	11.98	0.67	0.56	0.68	17.9	21.4	17.6	7.3	26.82
丽鹏股份	7.69	0.14	0.19	0.25	54.9	40.5	30.8	4.1	2.34
平均					46.5	36.7	29.3	8.4	15.4

资料来源：Wind；招商证券

五 风险因素

未来我们认为公司主要的风险存在于原材料价格波动以及客户集中风险两个方面。

白板纸、双胶纸、铜版纸、瓦楞纸等为公司的主要原材料。2013~2015、1H16 主要原材料采购额占公司营业成本的比重分别为 38.58%、34.58%、28.95%和 24.69%。一方面，公司对技术研发和新产品开发的力度以及包装一体化服务带来的包装产品增值平滑了原材料价格波动的影响。另一方面，多年来，公司提高集团采购规模，并与多家国内外供应商建立了共同发展、协同促进的紧密合作关系，签订稳定价格和长期供货合同等，能够保证原材料的稳定供应。

2013~2015、1H16 公司对前五名客户合计的销售收入占当期营业收入的比例分别为 66.45%、70.09%、62.93%和 55.33%。公司来自主要客户的销售额占营业收入的比重相对较高，存在一定客户集中的风险。但公司客户集中度较高也是由其所处行业特征及公司自身战略所决定的：1) 主要客户为消费类电子行业知名企业，其所处的细分市场集中度较高，在既定产能下公司优先选择优质客户开展合作，并基于大客户服务策略与优质客户合作不断深化；2) 从下游品牌终端厂商的角度，为维护其品牌竞争力并保守产品机密，往往会构建相对封闭的供应链条，以减少被竞争对手抄袭和模仿的风险，这决定了包装企业具有主要为某几家下游客户配套的特点。

参考报告：

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2223	2785	3436	4252	5361
现金	480	644	738	747	981
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	24	21	27	35	43
应收款项	1401	1759	2231	2899	3624
其它应收款	33	27	35	45	57
存货	234	275	332	430	536
其他	53	59	73	95	119
非流动资产	1098	1622	2078	2483	2843
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	613	1126	1603	2026	2402
无形资产	120	134	121	109	98
其他	366	362	355	349	344
资产总计	3322	4408	5514	6736	8204
流动负债	1661	2098	1121	1402	1706
短期借款	800	1148	0	0	0
应付账款	561	581	722	936	1167
预收账款	4	7	9	12	15
其他	295	362	390	455	525
长期负债	9	134	134	134	134
长期借款	0	102	102	102	102
其他	9	31	31	31	31
负债合计	1670	2232	1255	1536	1840
股本	150	360	400	400	400
资本公积金	(38)	(26)	1323	1323	1323
留存收益	1538	1836	2530	3469	4632
少数股东权益	2	6	7	8	8
归属于母公司所有者权益	1649	2169	4253	5192	6355
负债及权益合计	3322	4408	5514	6736	8204

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	462	423	696	862	1169
净利润	562	658	874	1178	1485
折旧摊销	120	128	150	202	249
财务费用	39	23	35	0	(1)
投资收益	(6)	0	(1)	0	0
营运资金变动	(246)	(379)	(378)	(536)	(582)
其它	(8)	(6)	15	17	18
投资活动现金流	(422)	(566)	(614)	(614)	(614)
资本支出	(430)	(577)	(614)	(614)	(614)
其他投资	8	11	0	0	0
筹资活动现金流	47	178	12	(239)	(321)
借款变动	169	63	(1162)	0	0
普通股增加	0	210	40	0	0
资本公积增加	0	12	1349	0	0
股利分配	(69)	(150)	(180)	(239)	(322)
其他	(53)	42	(34)	(0)	1
现金净增加额	87	35	94	9	234

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3665	4290	5500	7148	8936
营业成本	2436	2959	3675	4765	5942
营业税金及附加	24	24	31	40	50
营业费用	151	172	225	300	375
管理费用	299	374	480	624	780
财务费用	40	(25)	35	0	(1)
资产减值损失	14	17	10	10	10
公允价值变动收益	(18)	(6)	10	0	0
投资收益	6	(0)	(9)	0	0
营业利润	689	763	1044	1408	1779
营业外收入	13	44	20	20	20
营业外支出	16	13	7	7	7
利润总额	686	794	1057	1421	1792
所得税	124	136	182	243	306
净利润	562	659	875	1179	1486
少数股东损益	(0)	0	1	1	1
归属于母公司净利润	562	658	874	1178	1485
EPS (元)	3.75	1.83	2.19	2.95	3.71

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	41%	17%	28%	30%	25%
营业利润	88%	11%	37%	35%	26%
净利润	100%	17%	33%	35%	26%
获利能力					
毛利率	33.5%	31.0%	33.2%	33.3%	33.5%
净利率	15.3%	15.3%	15.9%	16.5%	16.6%
ROE	34.1%	30.3%	20.6%	22.7%	23.4%
ROIC	24.3%	17.8%	20.5%	22.0%	22.8%
偿债能力					
资产负债率	50.3%	50.6%	22.8%	22.8%	22.4%
净负债比率	24.1%	28.7%	1.9%	1.5%	1.2%
流动比率	1.3	1.3	3.1	3.0	3.1
速动比率	1.2	1.2	2.8	2.7	2.8
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
存货周转率	11.6	11.6	12.1	12.5	12.3
应收帐款周转率	3.1	2.7	2.8	2.8	2.7
应付帐款周转率	5.1	5.2	5.6	5.8	5.7
每股资料 (元)					
每股收益	3.75	1.83	2.19	2.95	3.71
每股经营现金	3.08	1.18	1.74	2.15	2.92
每股净资产	11.00	6.03	10.63	12.98	15.89
每股股利	1.00	0.50	0.60	0.81	1.02
估值比率					
PE	19.3	39.5	33.1	24.6	19.5
PB	6.6	12.0	6.8	5.6	4.6
EV/EBITDA	31.2	30.1	20.5	15.7	12.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑恺，毕业于同济大学计算机科学与技术专业和复旦大学经济学（硕士），9 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师。

濮冬燕，经济学硕士，2009 年至今任造纸轻工行业分析师，2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

李宏鹏，经济学硕士，5 年证券从业经验，招商证券造纸轻工行业分析师。2016 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业最佳分析师第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。