

鸿海模式践行者，与下游共成长

- **消费电子行业方兴未艾，国内高成长将延续。**国内电脑、家庭多媒体等消费电子国内市场渗透率尚为 20%，对比欧美发达国家具有较大的发展潜力，此外，国内电子产品出口因国际需求企稳自 09 年 5 月开始逐月反弹，12 月创出新高，未来随国际经营环境的转暖有望保持，也顺应了国内出口升级的趋势，国内外消费电子供需好转的背景下，未来电子产品包装的需求将维持在高位，公司扩张产能恰逢其时。
- **公司经营模式参照台湾鸿海，2011 年是公司蜕变之年。**公司仿效台湾鸿海的发展模式：选对客户，才能在未来快速发展。台湾鸿海通过为下游客户提供电子制造服务（EMS），很快成为国际盈利最高的制造外包厂商，其成功经验在于精选优质的客户，这些客户因消费电子集中度提升，其成长领先于行业，也带来鸿海的成功。我们判断美盈森发展过程中，也参照了这种模式，通过为 IBM，艾默生，三星等定制服务，建立其强大经营壁垒，并维持了稳定的订单渠道。2010 年公司借助上市快速扩张迎合客户的需求，2011~2012 年产能达产后将是公司蜕变之年。
- **公司盈利模式可复制，与下游的共生之道具有强壁垒。**我们认为公司仿效鸿海模式具有可复制的属性，已有客户就是自己最有力的宣传广告，与新的客户建立起合作关系后公司将对其协调出最优包装方案，定制化并节约包材，运费，并建立供应商库存仓库（VMI）提供下游客户零库存服务，这种与下游客户共生的经营模式具有较强的壁垒，一旦建立起这样的渠道被其他同行替换的机会成本很高，因此被淘汰可能很小。
- **首次评级增持，目标价格 33 元。**我们认为公司 2010 年是公司产能达产年，2011 年是蜕变之年，产能顺利投产和布点成功将引发盈利呈现快速增长，我们估计公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.67 元，0.76 元和 1.32 元，我们认为公司经营模式较一般印刷包装企业更有盈利壁垒，因此我们给予公司一定的溢价水平，以劲嘉股份和合兴包装为参照，给予公司 2011 年 25 倍 PE，目标价为 33 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

造纸、轻工行业高级分析师

8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持（首次）

股价 27.25

目标价格（12 个月） 33 元

总股本/A 股（万股） 17880 / 17880

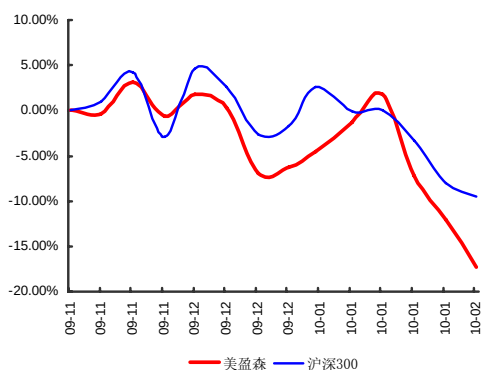
A 股市值（亿元） 49

国家/地区 中国

行业 造纸轻工

报告日期 2010 年 2 月 7 日

股价表现



财务预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	633.63	750.68	946.16	2082.78
同比%	39.40%	18.47%	26.04%	120.13%
归属母公司净利	101.98	123.25	135.41	235.77
同比%	43.79%	20.86%	9.87%	74.11%
毛利率%	29.11%	29.70%	26.62%	24.16%
ROE%	36.79%	9.57%	9.60%	14.53%
EPS	0.76	0.69	0.76	1.32
PE	36.24	29.99	27.29	15.67

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一 消费电子市场方兴未艾.....	3
1.1 2010 年全球市场消费电子预计增长 6%.....	3
1.2 大部分消费电子国内渗透率不到 20%：国内市场大有可为	3
1.3 结论：消费电子包装仍高速发展	4
二 公司复制台湾鸿海模式：精选客户，并重逐量.....	5
2.1 复制鸿海（富士康）模式：与强手奔跑，收入与盈利同比增长.....	7
2.2 经营壁垒确保随客户共成长，电子制造出口升级提供源动力	8
三 盈利预测与估值	10
3.1 核心假设与敏感性分析	10
3.1.1 营业收入 2011~2012 年快速增长	10
3.1.2 毛利率或将走低	10
3.1.3 敏感性分析：毛利率波动影响更大	11
3.2 三表预测	12
附录一：公司与一流客户合作迅猛发展.....	14
附录二：鸿海（富士康）模式	15
分析师承诺	17
投资评级说明	17

一 消费电子市场方兴未艾

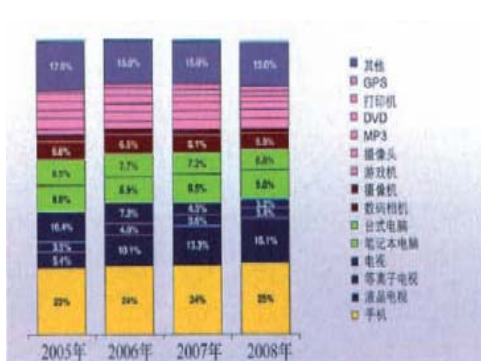
深圳美盈森公司成立于 2000 年 5 月 17 日，依托瓦楞包装产品的生产与销售，为富士康，IBM 等客户提供定制化的包装产品设计、快速的物流配送、专业的供应商库存管理等包装一体化服务，我们判断公司的经营模式和下游客户形成了较强的共生性，具有很强的经营壁垒，因此，我们认为与其分析公司产能投放进程，不如着力于公司下游客户的增长潜力，也即是分析消费电子的市场发展更为关键。

此外，我们认为公司的盈利模式主要来自通过与下游客户共同扩张而带来销量的增长，而单位产品一般维持稳定或略有下滑，因此，下游客户的消费电子产品市场渗透率成为一个较为关键的指标。

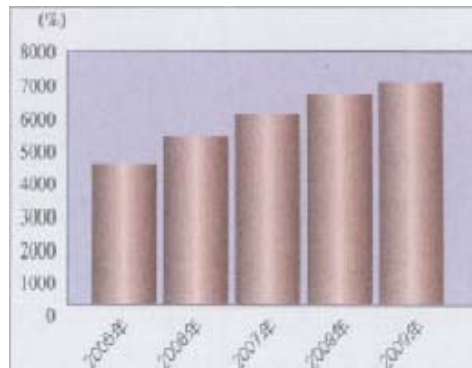
1.1 2010 年全球市场消费电子预计增长 6%

美盈森公司主要生产包装网络设备、电脑、手机、打印机、家庭多媒体等消费电子产品的瓦楞纸箱，因此以上各类产品未来的发展趋势成为公司是否能取得更多订单的核心要素。从捷孚凯咨询公司（GFK）的预测来看，2010 年市场增长较为乐观，可以超过 2009 年水平，达到 6%，其中亚太地区，尤其是中国增速将高于国际水平。

图 1：各大消费电子产品占比



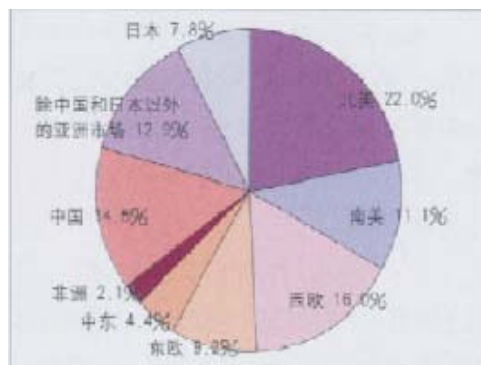
消费电子 2009 年全球销售额达到 6822 亿美元



资料来源：GFK，东方证券研究所

1.2 大部分消费电子国内渗透率不到 20%：国内市场大有可为

根据捷孚凯的统计，2009 年中国消费电子零售总额接近 790 亿左右，比 2008 年有 4% 的增长，总消费量占比全球达到 15% 的水平，其中手机和笔记本都有很高的增长。可以断言，中国电子消费支撑了 2009 年全球市场。此外，捷孚凯预计 2010 年国内电子市场消费将较 2009 年有更大的期待。

图 2：中国 2009 年消费电子全球占比 15%


资料来源：东方证券研究所

尽管当前国内市场成长性很快，但我们认为当前的国内市场容量仍有望支持这一消费高速发展。我们的论据之一来自于电子产品更新换代迅速，且单位产品价格不高，容易吸引到市场关注，存量更换需求较大；此外，当前中国本地市场仍不饱和，渗透率较低，特别在电脑和家庭多媒体方面尤为明显，因此增量增长效应依旧显著。

表 1：美国人均拥有近一台电脑

年代	2004	2005	2006	2007	2008	2009E
总拥有量/亿台	2.2	2.35	2.48	2.62	2.73	2.82
人均个人电脑拥有量/台	0.75	0.79	0.83	0.87	0.90	0.92

资料来源：东方证券研究所

表 1：从百户家庭拥有量来看，消费类电子国内渗透率还不高

项 目	1990	1995	1999	2000	2006	2007	2008
彩色电视机 (台)	59.04	89.79	111.57	116.6	137.43	137.79	132.89
组合音响 (套)		10.52	19.66	22.2	29.05	30.2	27.43
照相机 (架)	19.22	30.56	38.11	38.4	47.99	45.06	39.11
空调器 (台)	0.34	8.09	24.48	30.8	87.79	95.08	100.28
家用电脑 (台)			5.91	9.7	47.2	53.77	59.26
健身器材 (套)			3.83	3.5	5	4.39	3.95
移动电话 (部)			7.14	19.5	152.88	165.18	172.02

资料来源：东方证券研究所

1.3 结论：消费电子包装仍高速发展

综上所述，我们认为消费电子产业未来发展看中国，据 GFK 的统计，2009 年的市场如此低迷过程中，中国的消费电子市场仅仅衰退了一个季度，第二季度开始又重拾上升轨道，2009 年全年预计增长 4%，展望 2010 年，GFK 对于中国消费电子市场更有信心。

从长期来看，我们判断国内电脑，家用媒体设备以及无线通讯等市场需求还未达到饱和，尤其是电脑渗透率仅为 20%，与发达国家存在很大的差距，国内消费电子市场方兴未艾。

所以作为国内消费电子的包装提供商，美盈森仍将享受下游快速增长带来的需求，整个消费电子行业包装行业仍大有可为。

图 3：中国 2009 年消费电子销售额逐季提升



资料来源：GFK，东方证券研究所

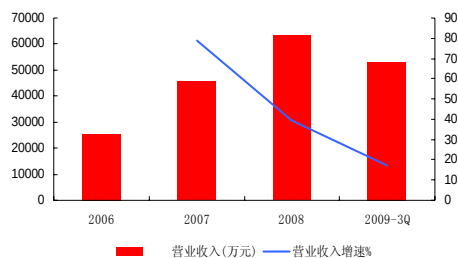
二 公司复制台湾鸿海模式：精选客户，并重逐量

公司主要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设计、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。公司生产轻型包装产品、重型包装产品，并为客户提供包装产品设计、包装方案优化、客户包装材料第三方采购与包装产品物流配送、供应商库存管理及客户现场辅助包装作业等服务。

我们在调研中了解到，公司已与下游客户形成了一定的共生关系，为公司客户节约包装成本，降低产品运费，并通过设立供应商库存仓库（VMI）为客户实现包装物零库存管理和快速反映包装服务，这些服务为客户提供了相当的便利并节约了其生产成本，这也解释了为何公司盈利能力在包装企业中首屈一指的原因。

我们从分析公司发展历史中注意到，尽管公司是一家为 EMS（电子制造服务）制造商提供包装产品的公司，但公司在长期与富士康（台湾鸿海在中国大陆的精密制造工厂）等国际先进 EMS 厂商共同成长的过程中，公司也从其客户身上学习到了他们成功的经验，并贯彻于自身发展，**台湾鸿海的主要经验就是精选客户，才能迅猛发展**，公司把这一理念运用自己的成长过程中，所服务的客户均是 TMT 行业中的龙头企业，如 IBM，艾默生，三星等等，并取得了超出行业平均水平的成绩。

图 4：公司历年收入快速增长



资料来源：东方证券研究所

公司在包装上市公司中盈利处于上游

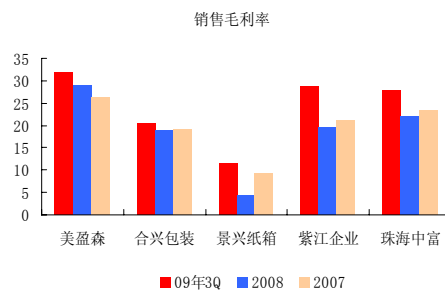
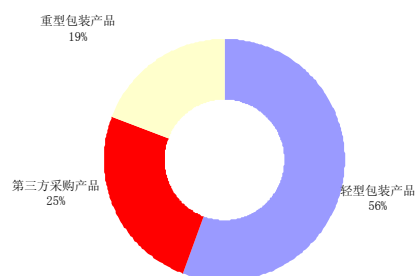
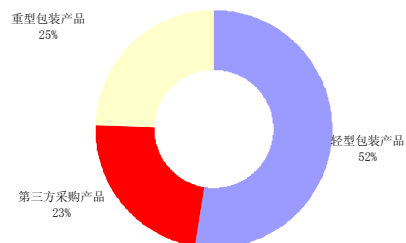


图 5：主营收入分拆，轻型包装占大头



主营利润分拆，各部分利润贡献均衡



资料来源：东方证券研究所

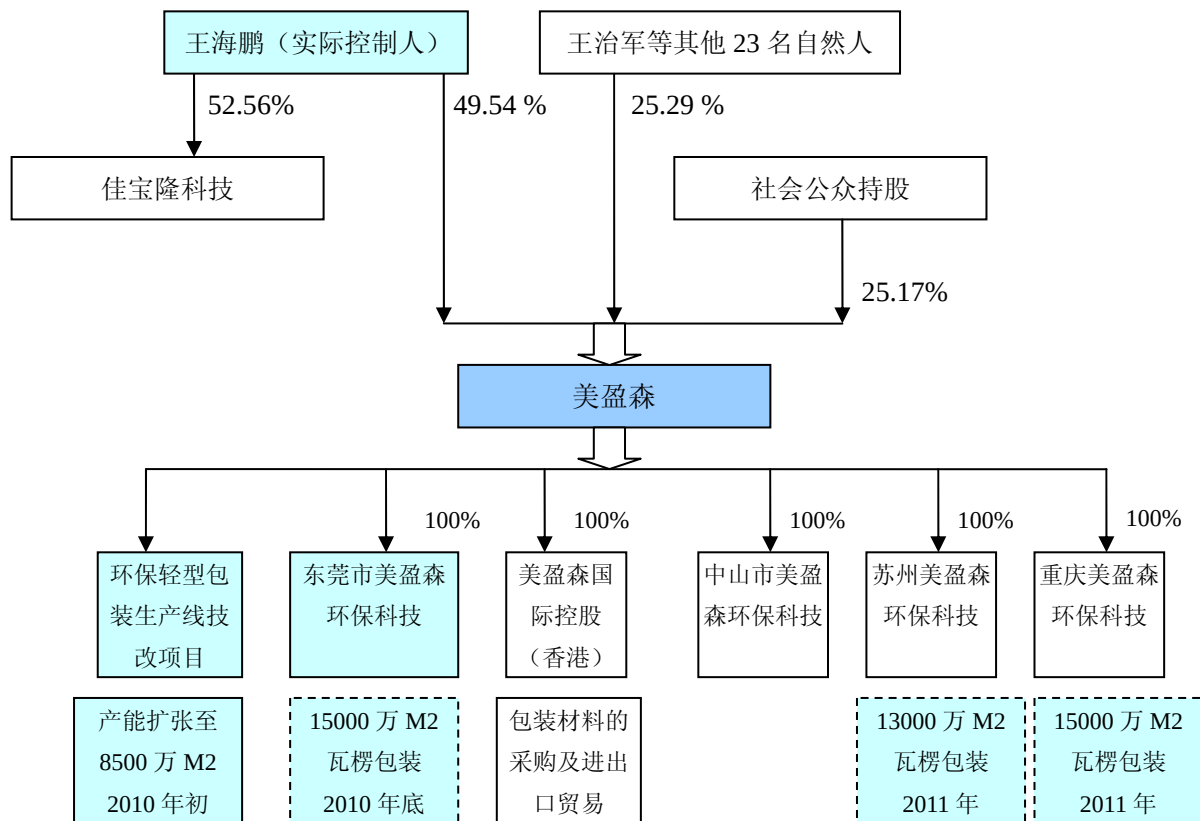
图 6：公司主要产品之轻型包装



重型包装



资料来源：东方证券研究所

图 7：公司股权和产能结构图：


* 蓝色底虚线框表示未来新增产能及达产时间

数据来源：公司数据，东方证券研究所

2.1 复制鸿海（富士康）模式：与强手奔跑，收入与盈利同比增长

我们判断公司的壁垒，一言以蔽之：选对客户，才能在未来赢家通吃的时代超速发展。

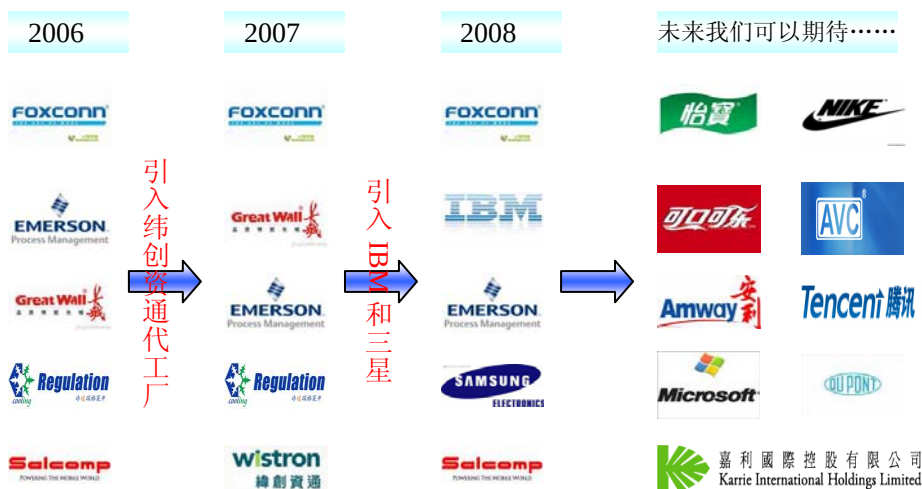
由于是定制包装，需要在客户周围设立库存仓库，投入初期巨大，后期不断的人员和设计服务投入也较多，如果客户实力不强，则投资未来风险很大，因此如何进入高端客户对于消费电子业包装而言有不言而喻的意义，当前公司客户包括世界 500 强电子通讯企业 IBM、艾默生、三星、思科以及领先的 EMS 企业富士康、捷普、伟创资通、伟创力等。公司之所以能得到如此大型国际国内 IT 巨头的青睐源自公司独特的经营理念和定制化的服务。

这种理念我们认为公司或许也学自自身最大的客户富士康集团。富士康集团是台湾鸿海企业集团在大陆主要制造基地发展而来。鸿海主要代工生产各类计算机、通讯及消费性电子等相关领域产品的零组机构件，其成功践行了“代工是生产别人不能做的产品，而不是生产别人不想做的产品”这种代工行业最高层次的理念，其掌舵人郭台铭凭借模具为龙头的技术基础，做到了 EMS 业内厂中排名第五而赢利居然第一。**其做大做强最关键一步，是选客户。**郭台铭甚至不惜以“四流人才、三流管理、二流设备”来突出鸿海的“一流客户”。他认为只有紧跟一流企业才能迅猛发展。现在 IBM、

康柏、英特尔、索尼、惠普、戴尔、思科、诺基亚、摩托罗拉等著名的 IT 业公司均是鸿海的客户。在未来赢家通吃的时代，强大客户的客户才能为公司带来持续和稳定增长的订单。

美盈森通过和富士康等国际 EMS 先进企业的合作，也耳濡目染到这样的发展模式，历史上，公司的发展史就是一部不断开发大客户的进程，未来和大客户合作的趋势会越来越明显，参见附录一。

图 8：每年公司都在引入大客户，贯彻了只与强手奔跑的战略



资料来源：东方证券研究所

2.2 经营壁垒确保随客户共成长，电子制造出口升级提供源动力

我们认为公司经营壁垒较为显著，与下游客户的长期共生关系降低了新进入者侵蚀公司毛利的可能性，因为这些 IT 巨头而言，重新选择包装供应商往往意味着新一轮的筛选和供应商培训，往往需要三年左右，才能使得新手能够完全适应公司的产品和包装需求，并能及时保质保量供货，对客户而言，更换供应商时间成本和机会成本巨大，这有效屏蔽了公司新的竞争对手。

公司的经营壁垒体现为对客户的定制化服务，通过技术手段在保证质量的前提下节约单位产品包装成本，并减少了单位产品的运费，此外，公司通过设立供应商库存仓库（VMI）的形式对客户进行现场化服务，这种服务减少了客户库存，并使得公司融入客户工作，对其需求能够快速反应。这种模式使得一旦进入后，其他的包装供应商很难再进行竞争。

表 2：公司拟投资的 VMI 地点，一旦进入，其他包装公司很难进入

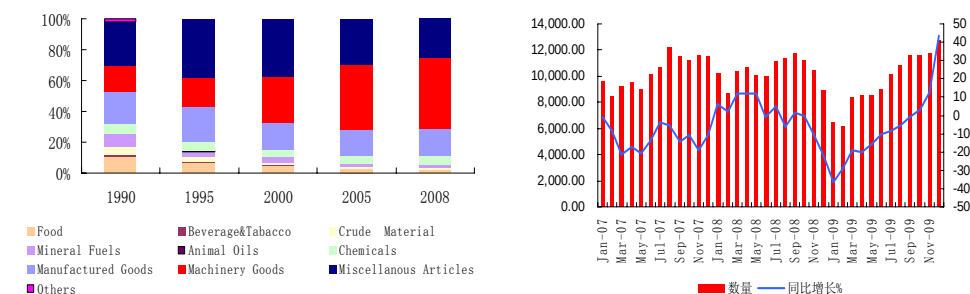
序号	拟租赁地址	服务客户	拟租赁面积（平方米）
1	深圳市龙华街道清湖社区	鸿富锦精密、群康科技、富准精密	6,000
2	深圳市福田保税区市花路	长城国际、杜邦	5,000
3	深圳市福永塘尾艾默生工业园	艾默生网络、新美亚电子	2,000
4	深圳市沙井新桥芙蓉工业城	芬兰赛尔康	2,000

5	广东省中山火炬高新技术产业园	纬创资通、腾讯科技	3,500
6	广州开发区东区东鹏大道	捷普电子	1,500
7	深圳平湖镇富民工业区	麦克维尔、协调电子	1,000
8	东莞市大岭山镇横岗	新锋电子、佳汇电子	2,500
9	深圳市宝石中路长城电脑工业园	长城计算机、恩斯迈电子	1,000
10	深圳市科技园	国际商业机器、环旭电子	2,000
11	广东佛山市伦教镇顺达路	顺达电脑、普立华	3,000
12	深圳市龙岗区坪地大工业区	日立环球	2,000
13	惠州市陈江五一村协昌工业园	惠州三星	6,500
14	广东省中山市东区中山五路	中山东域	1,000
15	广州市环市东路	乐采商贸、旭丽电子	1,000

资料来源：东方证券研究所

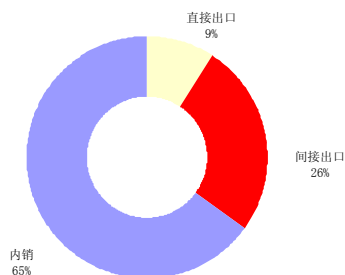
此外，我们注意到公司客户主要产品销售针对国外，公司直接出口和间接出口的比例达到 1/3 以上，由于出口产品均为电子产品，技术含量高，因此，被国际上反倾销的可能较小，而且此类产品为国家重点鼓励的出口升级产业产品，利用国内劳动力进行组装，出口潜力仍较大。

图 9：中国机电和制造业出口占比提升迅速 近期消费电子产品出口反弹迅速



资料来源：东方证券研究所

图 10：公司产品间接出口达到 1/3，受益于出口产品升级



资料来源：东方证券研究所

三 盈利预测与估值

我们预计企业未来三年均处于新建项目的达产期，因此其盈利将呈现逐年增长之势。我们了解到企业在上市前已经开始着手部分项目的先期投入工作，因此募集项目达产理应提前完成。

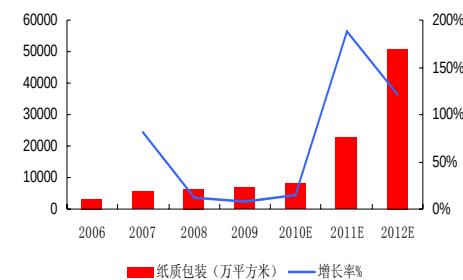
3.1 核心假设与敏感性分析

我们认为公司未来盈利和收入将较快增长，主要核心假设是公司通过与下游客户一同扩张布点，收入增长继续攀升，但由于 2010~2012 年公司布点和新产能过程中，往往导致新产能盈利情况较差，有可能拖累公司整体毛利率水平。

3.1.1 营业收入 2011~2012 年快速增长

正如上文所言，2010~2011 年是公司快速扩张的新一代征，公司利用募集和超募资金在东莞、苏州以及重庆新增产能为 4.3 亿平方米，对于目前仅有 0.85 亿平方米产能的美盈森而言，意味着将来收入增速将极大的提升，但也是一个巨大的考验，公司能否在产能扩张过程中，保障管理和人才的跟进。据调研了解，公司已经于两年前开始考察新建项目，并作为先期的部署和人才储备，以适应公司的快速扩张。

图 11：公司未来产能增长带动收入增长



资料来源：东方证券研究所

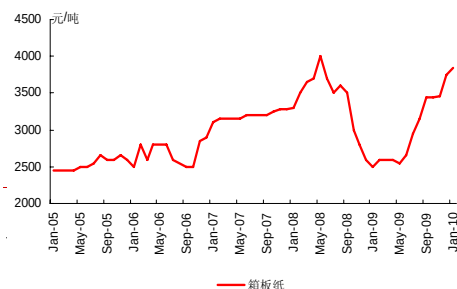
3.1.2 毛利率或将走低

尽管我们预计公司收入和产能在 2011~2012 年将有较快速度的增长，但未来快速扩张中毛利率或将下滑，这主要基于以下几点考虑。

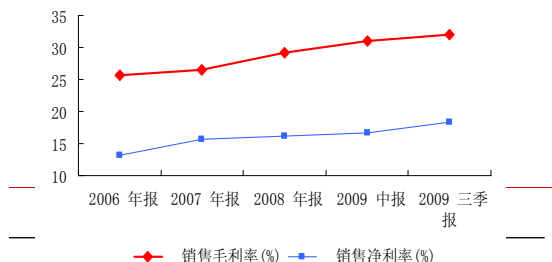
1、当前公司主要成本处于高位，并有可能短期内继续上行。

我们注意到公司主要成本来自箱板纸和瓦楞纸，占比达到公司总成本 77% 以上，而从四季度到今年年初，箱板纸价格出现了一波恢复性的上涨，A 级箱板纸达到 3850 元，由于我们预测未来废纸价格仍走高，因此公司未来成本对盈利的有一定影响。

图 12：主要成本接近历史高点



公司毛利率和箱板纸价格负相关



资料来源：东方证券研究所

2、公司主要产能处于达产阶段，产能利用不足，固定资产折旧导致公司毛利率下滑。

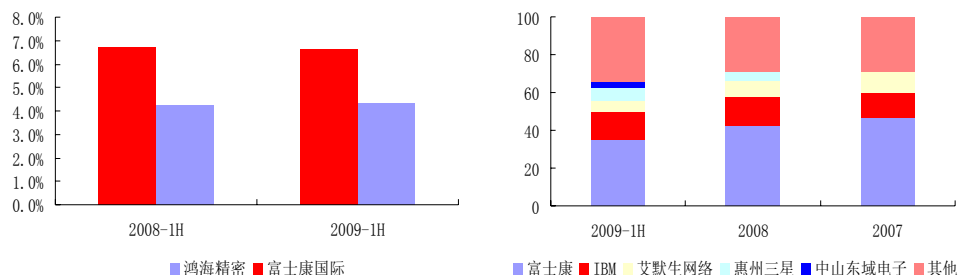
公司主要产能均在 2010~2011 年建设，达产是一个逐步过程，因此未来产能利用率的水平将维持在低位，而建设完成后的折旧，以及 VMI 仓库的设立都将摊薄公司当年盈利，经公司自己测算，产能利用率为 61%时是一个盈亏平衡点，我们认为公司逐步达产过程中，新增产能的毛利率水平不会太高。

3、下游客户毛利率水平较低，导致压价风险存在。

我们也了解到公司主要客户富士康（鸿海）等厂商毛利率均不到 8%，他们的模式在于通过大量增加营业收入以提升盈利，实现盈利和收入同比例增长。这类公司对自身质量和成本控制达到了近乎苛刻的水平，因此，我们预计未来美盈森在于客户共生发展的过程中，有一定的可能被客户要求降低单位售价，导致毛利率有走低的可能性。

图 13：公司主要客户毛利率为 4~6%

富士康是公司主要客户，占比达到 1/3



资料来源：东方证券研究所

3.1.3 敏感性分析：毛利率波动影响更大

我们根据公司 2011 年产能达产的预测，特别针对 2011 年盈利情况作了敏感性分析，得到的结果如下：

表 3 敏感性测试

		公司订单情况（万平方米）				
		25,270	26,600	28,000	29,400	30,870
毛利	21	1.07	1.11	1.16	1.20	1.24
率	22	1.15	1.19	1.24	1.28	1.33
水	23	1.22	1.27	1.32	1.37	1.42
平	24	1.29	1.34	1.40	1.45	1.51
	25	1.36	1.42	1.48	1.54	1.60

资料来源：东方证券研究所

3.2 三表预测

我们估计公司 2009~2011 年 EPS 分别为 0.67 元, 0.76 元和 1.32 元, 我们认为公司经营模式较一般印刷包装企业更有盈利壁垒, 因此我们给予公司一定的溢价水平, 以劲嘉股份和合兴包装为参照, 给予公司 2011 年 25 倍 PE, 目标价为 33 元。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	254.06	454.53	633.63	750.68	946.16	2082.78
增长率(%)	N/A	78.90%	39.40%	18.47%	26.04%	120.13%
归属母公司股东净利润	33.47	70.92	101.98	123.25	135.41	235.77
增长率(%)	N/A	111.87%	43.79%	20.86%	9.87%	74.11%
每股收益(EPS)	0.25	0.53	0.76	0.69	0.76	1.32
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.09	0.10	0.18
销售毛利率	25.65%	26.47%	29.11%	29.70%	26.62%	24.16%
销售净利率	13.18%	15.60%	16.09%	16.42%	14.31%	11.32%
净资产收益率(ROE)	32.09%	40.47%	36.79%	9.57%	9.60%	14.53%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	67.43%	58.40%	43.72%	32.84%	18.43%
市盈率(P/E)	110.40	52.11	36.24	29.99	27.29	15.67
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.003	0.004	0.006

报表预测

利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	254.06	454.53	633.63	750.68	946.16	2082.78
减: 营业成本	188.90	334.22	449.21	527.74	694.26	1579.59
营业税金及附加	0.38	1.14	1.60	1.90	2.40	5.28
营业费用	12.11	23.09	34.25	44.29	55.82	118.72
管理费用	12.05	16.70	25.25	32.28	41.63	93.72
财务费用	0.11	-0.10	-0.65	-2.36	-9.10	6.25
资产减值损失	1.11	2.32	2.07	1.83	1.83	1.83
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	39.40	77.16	121.89	144.99	159.31	277.38
加: 其他非经营损益	-0.05	-0.37	2.15	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.35	76.79	124.04	144.99	159.31	277.38
减: 所得税	5.88	5.86	22.07	21.75	23.90	41.61
净利润	33.47	70.92	101.98	123.25	135.41	235.77
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	33.47	70.92	101.98	123.25	135.41	235.77
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	8.24	51.12	134.39	1124.55	836.03	784.14

应收和预付款项	79.97	136.45	147.64	173.64	237.36	663.71
存货	61.88	60.05	52.48	79.45	94.11	221.81
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	49.83	63.49	58.34	147.48	1013.92	1304.32
无形资产和开发支出	0.00	0.00	57.60	51.70	45.81	39.91
其他非流动资产	4.86	4.61	0.26	0.13	0.00	0.00
资产总计	204.78	315.72	450.72	1576.95	2227.23	3013.89
短期借款	0.00	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	100.47	140.49	173.40	288.82	367.22	991.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	450.00	400.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	100.47	140.49	173.50	288.82	817.22	1391.69
股本	10.00	133.80	133.80	178.80	178.80	178.80
资本公积	0.00	0.07	0.07	855.07	855.07	855.07
留存收益	94.31	41.36	143.35	254.27	376.14	588.33
归属母公司股东权益	104.31	175.23	277.22	1288.14	1410.01	1622.20
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	104.31	175.23	277.22	1288.14	1410.01	1622.20
负债和股东权益合计	204.78	315.72	450.72	1576.95	2227.23	3013.89
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	14.34	72.27	136.50	200.23	153.24	427.94
投资性现金净流量	-12.23	-38.04	-60.38	-100.00	-887.31	-400.00
筹资性现金净流量	0.00	0.00	0.10	889.93	445.56	-79.83
现金流量净额	2.04	33.79	75.37	990.16	-288.52	-51.89

附录一：公司与一流客户合作迅猛发展

近年来国内外电子通讯行业发展速度较快，公司适当调整了客户结构，将公司资源倾斜于电子通讯与机电行业。电子通讯与机电行业由于其自身产品单位价值较高，对包装产品品质与规格有较高要求，相应公司对其包装产品销售价格也较高。销售对象结构优化导致了公司营业收入增长与盈利能力的增强。以下为报告期内公司产品销售对象情况。

- 1) 公司与华润怡宝（深圳）有限公司的合作。华润怡宝是中国饮用水市场的领先品牌，在华南地区市场占有率连续多年稳居首位，2007年销量达到108万吨。目前华润怡宝拟向公司采购瓦楞包装产品共计1,000万件（套）。
- 2) 公司与广东太古可口可乐有限公司的合作；可口可乐公司是全球最大饮料公司，拥有全球48%的市场份额；2009年3月公司与广东太古可口可乐有限公司签订了购销合同，随着初期打样及试产阶段的完成，未来可口可乐将为公司带来较多的订单。
- 3) 公司与安利（中国）日用品有限公司达成合作意向。安利（中国）日用品有限公司是美国安利公司在中国投资设立的企业，为消费者提供纽崔莱营养保健食品、雅姿美容化妆品、个人护理用品、家居护理用品、皇后锅具等五大类产品，2007年销售额达138亿元人民币。公司经历了严格的供应商筛选过程成为安利的主要供应商，目前已开始进行打样及小批量生产。
- 4) 公司与全球最大的电脑软件提供商美国微软公司达成初步合作意向并签订初步协议，如通过其包装产品测试，公司将得以向美国微软公司提供包装产品及相关服务。
- 5) 公司与嘉利国际控股公司达成合作意向。嘉利国际控股公司为全球主要个人电脑及服务器外壳生产商之一，现公司已通过其认证并将陆续提供产品与服务。
- 6) 公司与AVC公司达成合作意向。AVC公司为全球五大散热器制造厂商之一，近年来占据全球四分之一的CPU散热器出货量，是Intel、AMD等世界主要CPU生产制造商的指定生产厂商。
- 7) 公司与美国全包通有限公司达成合作意向，负责全球最大体育用品制造商耐克公司在中国生产基地的产品包装，并已通过其对公司包装样品的认证。
- 8) 公司与优仪半导体设备（深圳）有限公司达成合作意向，并已通过其对公司包装样品的认证。优仪半导体设备（深圳）有限公司是美国优仪公司在中国设立的全资子公司。美国优仪公司在全球数据光存储领域内所用直流电源产品的占有量超过90%，服务对象包括AT&T、通用电器、IBM、Intel、3M、摩托罗拉等世界知名企业。目前公司已经向优仪半导体设备（深圳）有限公司提供包装产品服务。
- 9) 公司与佛山普立华科技有限公司洽谈包装一体化协议。普立华科技是全球最大的数码相机EMS生产商之一，年产出高档数码相机近2,000万台，若协议顺利执行，公司将为其提供包装产品与服务。
- 10) 公司与腾讯科技亚太有限公司、鑫茂科技等著名公司已建立合作关系，当前公司仅能满足其部分包装产品需求，若募集资金投资项目投产，公司对该两位客户的销售额有望进一步上升。
- 11) 美国杜邦公司拟在邻近公司地区进行投资用于太阳能发光板的开发生产，目前公司已积极与其洽谈合作事宜。鉴于公司与美国杜邦公司良好的合作关系，未来公司对其业务量有望进一步增加。
- 12) 公司客户伟创力收购了飞煌与旭电，上述三家企业收购合并前皆为全球前十大 EMS 企业，公司目前正在洽谈为飞煌与旭电提供包装服务的事宜。

附录二：鸿海（富士康）模式

鸿海公司成立于1974年，1995年公司营业额突破台币100亿元，1999年首度以GDR方式在伦敦挂牌上市，同年被亚洲最具影响力杂志《Asia Money》评为台湾管理最好的公司，自2001年起至今，连续四年被评为台湾民营制造业营收第一名，并自2002年起连续三年被评为中国大陆出口厂商第一名。鸿海以各类精密模具研发、开模、制造基础，主营计算机、通讯及消费性电子等相关领域产品的零组机构件及系统开发、制造、销售。以恢宏的企业家眼光布局全球制造基地，落实知识产权的掌握，鸿海企业集团在国内、美国、日本至今共取得超过11,000件专利权，此为多年研发成果的具体展现。鸿海企业集团秉承“爱心、信心、决心”和“融合、责任、进步”的企业文化，致力于“二地研究发展、三区设计制造、全球组装交货”的经营实践，努力以更好的业绩回报社会。2003年，《福布斯》杂志公布的全球四百大企业中，鸿海精密是七家上榜的台湾公司营收排名最高者，居291名。鸿海近几年快速发展，成为台湾民营企业的龙头，其主要原因是得益于积极主动投资大陆。

“鸿海”于1977年赴大陆投资，现今“鸿海”已成为大陆台商的第二大出口商，“鸿海”大陆厂的成本竞争优势、研发技术不断提高，获利更是逐年提升。据悉，鸿海连续五年来销售成长62%，成绩骄人，而其中公司大陆厂的生产占了相当重要部分。

鸿海企业集团大陆主要制造基地富士康集团系台湾鸿海集团投资大陆发展而来，主要生产计算机、网络通讯、消费电子等高科技关键零组件与系统产品。在中国大陆深圳、昆山、杭州、天津等地设有36家全资子公司。

目前，“鸿海”生产重心已经移至大陆，设立于1996年的深圳龙华科技工业园，占地1500亩，员工3.3万，建成后为“鸿海”开始大规模生产个人计算机硬设备奠定了基础。

位于深圳的富士康集团是鸿海在大陆的公司，早在七八年前，就排外商投资的第六位，同样名不见经传。2001年富士康出口额达24亿美元，占深圳当年出口总值的6.2%，在“中国出口200强”排名中高居第二，而与他并肩的是东方国际、中国石化、普天信息、摩托罗拉（中国）这些大名鼎鼎的公司。有趣的是，郭台铭虽然对自己及鸿海不事张扬，却总爱张扬“山西”二字，“总裁我是山西人，未来世界是3C（山西的谐音）（3C就是电脑Computer、通讯Communication、消费性数码电子Consumer-electronics）。”类似宏论鸿海内外耳熟能详。

鸿海自1988年移师大陆创办富士康以来的十多年来，年均增长率均超过60%，其它年份也在60%左右，如2001年50%多，2002年70%多。2003年突破3000亿台币大关已经山头旌旗在望。

鸿海精密历史发展

1974年鸿海以30万台币、十来个员工草创时，生产的产品是黑白电视机旋钮，由于旋钮与他后来生产的连接器一样，模具开得好不好直接影响产品品质，所以从1977年开始，好不容易蓄积起第一笔资金的郭台铭，面临三个选择：一是到日本买进模具设备，盖自己的模具厂。二是买地建厂，不用再租借厂房；三是在原料面临涨价的情况下，买原料囤积居奇。面对金钱游戏的诱惑，几经挣扎，郭台铭决定选择前者。而就在模具厂盖好半年后，郭台铭原先想购买的那块土地已涨了3倍，原料也水涨船高。许多同仁不理解：“到外买（模具）反而比较便宜，为什么还要自己做呢？”如果求近利，他还可以把模具厂卖掉，回去买地。但是一心想打出江山的郭台铭，始终没有回头。1980年鸿海模具厂开始出现业绩，后来鸿海陆续建立电镀部门与冲压厂，迅速拉开与同业的距离。进入80年代，PC工业起飞，黑白电视衰退。拥有模具技术的鸿海驾轻就熟，很快切入个人电脑连接器领域，从此建立起连接器霸主地位。

鸿海以模具起家，郭台铭总爱对外强调他做的是“机械”而非“电子”。在富士康集团，鸿海精密

模具有限公司英文名称为“FOX-cavity”，饶有趣味地以“狐穴”喻精密模具大家能够理解；而其内部代号或简称竟是一本正经的“核心”。

一位IT之腕说：“代工是生产别人不能做的产品，而不是生产别人不想做的产品”郭台铭凭借模具为龙头的技术基础，成功地做到了“在我的领域内，没有竞争对手。”这就是为什么会在EMS厂中排名第五而赢利居第一的原因。但鸿海做大的最关键一步，是选客户。郭台铭甚至不惜以“四流人才、三流管理、二流设备”来突出鸿海的“一流客户”。郭台铭在30岁时即发誓只与世界一流大厂做生意，紧跟一流高手才能迅猛发展。现在IBM、康柏、英特尔、索尼、惠普、戴尔、思科、诺基亚、摩托罗拉等著名的IT业公司均是鸿海的客户。鸿海早已具备电脑等整机生产能力，但郭台铭却没有自己的“品牌梦”。各大公司不用担心会突然冒出一个“鸿海牌”来和自己竞争，更加放心地拓展与鸿海的合作。鸿海没有自己的品牌，然而每一个品牌都有鸿海！换言之，任何一个名牌都可能因失误而重挫倒下，如果鸿海遭遇类似命运，只能有一个前提，每一个至少大多数名牌都已重挫倒下。

分析师承诺

郑 恺：造纸轻工行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn