

东港股份 (002117.SZ) 包装印刷行业

评级：买入 维持评级

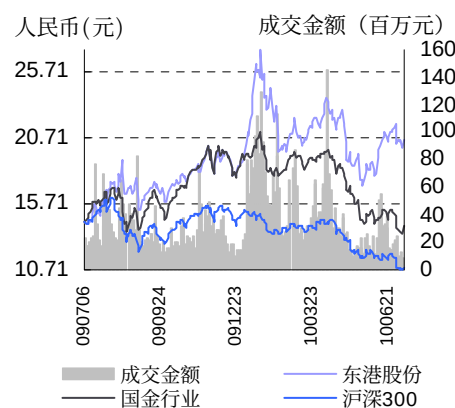
公司研究

市价 (人民币) : 20.60 元
 目标 (人民币) : 23.65-24.84 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)	110.00
总市值(百万元)	2,266.00
年内股价最高最低(元)	27.45/14.23
沪深 300 指数	2562.90
中小板指数	5221.30



新业务带来增长

公司基本情况 (人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.538	0.673	0.810	1.056	1.417
每股净资产(元)	4.81	5.21	5.75	6.53	7.68
每股经营性现金流(元)	1.05	1.01	1.09	2.00	2.34
市盈率(倍)	17.20	29.38	25.43	19.51	14.54
行业优化市盈率(倍)	24.53	45.10	45.10	45.10	45.10
净利润增长率(%)	5.52%	25.12%	20.35%	30.39%	34.15%
净资产收益率(%)	11.19%	12.92%	14.09%	16.16%	18.44%
总股本(百万股)	110.00	110.00	110.00	110.00	110.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **原有业务提供安全边际，新业务带来业绩增长弹性，这是我们推荐公司的逻辑：**我们预计公司未来三年销售收入、净利润翻番，销售收入年均复合增长率 25%，净利润年均复合增长率 28%。
- **高端的商业票据印刷是公司原有主要业务，**公司是国内最大的高端票据印刷企业，主要产品为福利彩票、银行票据、财税票据，该业务具有较高的门槛使得公司收入、盈利比较稳定。逐步拓展的业务包括直邮、智能标签和 IC 卡业务，新业务提高了公司的增长速度。
- **我们看好公司计划推进的银行 IC 卡业务：**EMV 迁移是必然趋势，这将带来 IC 卡行业爆发增长。公司长期与银行的业务往来使得在未来获得 IC 卡订单方面具有一定优势，我们相信公司能够较快切入这一行业，这给公司带来较大的业绩弹性。
- **直邮和智能标签符合行业发展的趋势，公司在这两块业务具有先发优势：**公司直邮和智能标签在国内市场潜力巨大，未来前景看好，我们期待行业的爆发，这也是公司的潜在增长点。

投资建议

- 我们认为公司的票据印刷具有较强的壁垒，公司目前的强势地位使得公司能够获得较为稳定的高盈利能力。新增的业务前景光明，尤其是 IC 卡业务我们认为市场已经进入高速增长期。安全边际和弹性并存，我们建议“买入”。

估值

- 我们给予公司未来 6-12 个月 23.65-24.84 元目标价位，相当于 34x10PE 和 26x10PE。(EPS 采用的假设增发 2000 万股摊薄后的)

风险

- 公司增发项目未能按时建成将给公司带来一定的负面冲击。
- IC 卡市场的推进进程快慢对公司业绩的弹性影响较大，如果推进低于预期将影响公司的业绩，如果推进高于预期公司存在业绩上调的弹性

万友林 分析师 SAC 执业编号：S1130209030266
 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号：S1130208120262
 (8621)61038265
 chengb@gjzq.com.cn

内容目录

我们的投资逻辑.....	4
看得到的亮点——IC 卡	4
政策导向、国家战略，银行 IC 卡化大势所趋.....	4
中国 IC 卡市场刚起步，爆发式增长的出卡量推动市场高速增长	6
借助银行合作优势制卡商将分享行业盛宴	7
潜在亮点——智能标签	8
与传统标签相比，智能标签优势明显	8
受益于政策推动，RFID 规模快速增长	8
公司将受益于 RFID 规模的扩张	9
潜在亮点——直邮	10
直邮是最有效的营销方式	10
美国是直邮使用最为活跃的国家	10
我国直邮市场发展潜力巨大.....	11
稳健的主业——票据印刷	12
行业具有一定的进入壁垒	12
国内票据行业规模稳定增长.....	13
行业竞争格局	14
公司简介——业务结构逐渐拓展.....	14
国内最大的票据印刷龙头	14
新业务拓展符合行业方向	15
新业务带来公司未来的增长.....	16
盈利预测与估值.....	16
盈利预测假设	16
绝对估值	20
相对估值	20
附录：三张报表预测摘要	21

图表目录

图表 1：银行卡 IC 化.....	4
图表 2：政策成为推动银行 IC 卡发展的重要因素.....	5
图表 3：全球 EMV 迁移状况	5
图表 4：国内 IC 银行卡市场估算.....	6
图表 5：IC 卡成本结构	6
图表 6：银行 IC 卡产业结构	7
图表 7：中国银行 IC 卡制造环节主要企业情况	8

图表 8：RFID 与条形码的比较	8
图表 9：我国颁布的推动 RFID 发展的相关政策法规	9
图表 10：RFID 实施推广进程	9
图表 11：我国 RFID 市场规模增长情况	9
图表 12：智能标签生产流程图	9
图表 13：直邮是最有效的营销方式	10
图表 14：2005 年全球直复营销市场比较	10
图表 15：美国直邮广告在各行业的行销推广支出中的比例	11
图表 16：全球 DM 市场发展现状	11
图表 17：国内部分直邮客户及具体产品	12
图表 18：公司票据印刷品主要用途	12
图表 19：商业票据行业内不同产品毛利率比较	12
图表 20：对于不同种类的商业票据印刷企业的资质要求	13
图表 21：公司股权结构	15
图表 22：公司业务变化	15
图表 23：加拿大 MOORE 公司业务情况	16
图表 24：计划增发的项目情况	16
图表 25：票据印刷在公司销售和主营利润的比重	16
图表 26：公司销售收入增长率	16
图表 27：不同纸种金额占比	17
图表 28：我们对票据印刷的毛利率假设	17
图表 29：智能卡量、价、毛利率的假设	17
图表 30：恒宝股份相关产品毛利率	17
图表 31：期间费用率及所得税率假设	18
图表 32：销售预测表	19
图表 33：DCF 估值	20
图表 34：估值比较	20

我们的投资逻辑

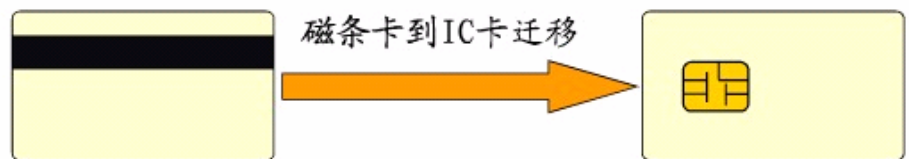
- 从上市以来，公司主要的业务是票据印刷，近年来在基础业务的基础上不断加强业务的扩展
- 稳健的票据印刷主业提供安全边际
- 新业务的开展以及良好的市场前景带来未来增长的良好预期

看得到的亮点——IC 卡

政策导向、国家战略，银行 IC 卡化大势所趋

- EMV 迁移是按照 EMV 标准（由世界三大国际组织——Euro-pay、MasterCard(万事达)和 VISA 于 1993 年创立），在发卡、业务流程、安全控管、受理市场、信息转接等各个环节从磁条卡向 IC 卡迁移。

图表1：银行卡 IC 化



来源：国金证券研究所

- 银行卡 IC 化将极大提高用户用卡安全性，极大延展银行卡的功能，成为未来银行卡大势所趋。
 - IC 卡相对于磁条卡的优点在于可存储密钥、数字证书、指纹等用户信息，安全性大大提高，芯片卡容量更大，一卡多用；缺点在于 IC 卡成本高于磁条卡。
 - 防止金融犯罪成为推动银行卡 IC 化的重要因素。随着 ePOS 等刷卡消费以及网上银行的普及，银行与持卡人对用卡安全有着迫切需求。IC 卡拥有更高的加密级别，成为解决用卡安全最佳方案。
 - 银行卡 IC 化将降低银行营业网点业务成本。IC 卡相比磁卡拥有更大的存储容量，能够容纳更多的信息，这将提高银行营业网点业务效率。

图表2：政策成为推动银行IC卡发展的重要因素

时间	颁发行业标准	主要内容	颁布机构
2005年3月	《中国金融集成电路（IC）卡规范（2.0版）》	该标准定义了银行接触式IC卡电子钱包/存折应用，金融IC卡借/贷记应用标准，但对非接触式领域和小额支付领域缺乏应用标准。	中国人民银行
2008年	《中国金融集成电路（IC）卡检测规范》	指导金融IC卡卡片、终端及个人化的检测工作。	中国人民银行
2009年	《银行卡销售点（POS）终端规范》、《银行卡自动柜员机（ATM）终端规范》及《银行卡联网联合技术规范》等标准	对POS、ATM终端和银行卡联网联合技术设定标准	中国人民银行
2010年5月	《中国金融集成电路（IC）卡规范》（PBOC2.0标准）	该《规范》在05年版本基础上，增加小额支付业务，集兼容性、实用性和可操作性于一体，且具有较好的前瞻性。	中国人民银行

来源：国金证券研究所整理

图表3：全球EMV迁移状况



来源：国金证券研究所整理，来源金邦达网站

- 国有银行对央行政策的支持，使得我国银行IC卡市场发展获得高速成长。特别是工行的积极介入！
 - 工商银行与中国银行本身就拥有大额的发卡量，因此，工行与中行试水成功意味着其银行卡IC化将进入实质阶段，这两个银行的IC化进程将直接带动市场增长。

- 在央行和中国银联的推动下，到 2010 年 3 月银联标准芯片卡已突破 600 万张。工商银行和交通银行目前已在全国发行符合人民银行《中国金融集成电路（IC）卡规范》（JR/T 0025-2005）（业内简称 PBOC2.0 标准）的银联标准芯片卡；其中工商银行 2009 年已开始率先全面推广 IC 卡，截止 2010 年 5 月底，所发行的 IC 卡超过 550 万张，其中 IC 信用卡 538 万张，为国内推行 IC 卡最快、规模最大的银行。
- 农业银行、中国银行、建设银行、光大银行、鄞州银行、长沙银行等商业银行也已实现区域发卡；随着中信银行、招商银行、深圳发展银行等商业银行加紧推进发卡系统的升级和改造，预计 2010 年将会有更多银行发行银联标准芯片卡。

中国 IC 卡市场刚起步，爆发式增长的出卡量推动市场高速增长

- 中国银行卡 IC 化依然处在初步阶段，但是进度会加快。根据《中国经营报》的报道，央行拟定商业银行发行 IC 卡时间表为：国有商业银行应在 2010 年年底全面发行金融 IC 卡；全国性股份制商业银行应在 2012 年年底全面发行金融 IC 卡；自 2015 年 1 月 1 日起，所有新发行的银行卡应为金融 IC 卡
- 我们认为未来银行 IC 卡需求量快速增长，未来三年市场 IC 卡量年增长率均超过 100%。
- 存量卡的假设：国内存量银行卡 2009 年为 20.66 亿张，我们假设未来三年存量卡年均复合增长 10%（根据国金银行研究员的观点这一速度比较保守），8 年后存量卡的总量我们假设的为人均 2.1 张（参照当前一些国家的人均拥有银行卡量）。
- 年新增卡的假设：当年新增卡 6.16 亿张，平均更新寿命为 3 年左右。

图表4：国内 IC 银行卡市场估算

	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	备注
存量卡(亿张)	20.66	23.14	25.22	26.99	28.34	29.47	30.65	31.87	33.15	我们的假设前提： 8年 IC 卡 替换新发 卡的70%
年新增卡(亿张)	6.16	6.96	7.80	8.57	9.35	10.09	10.70	11.34	12.02	
IC卡(亿张)	0.05	0.2	0.5	1.2	2.3	3.6	5.1	6.9	8.42	
增长率(%)		300.00%	150.00%	140.00%	91.67%	56.52%	41.67%	35.29%	22.03%	
磁条卡量(亿张)		6.76	7.30	7.37	7.05	6.49	5.60	4.44	3.60	
IC售价(元/张)	10	7.5	6	4.6	4	3.4	2.8	2.4	2	
IC市场总额(亿元)	0.5	1.5	3	5.52	9.2	12.24	14.28	16.56	16.84	
市场容量增速		200.00%	100.00%	84.00%	66.67%	33.04%	16.67%	15.97%	1.69%	
IC卡成本	4.39	3.89	3.19	2.59	2.39	2.09	1.79	1.59	1.39	
毛利率	56.10%	48.13%	46.83%	43.70%	40.25%	38.53%	36.07%	33.75%	30.50%	
IC模块价格	4	3.5	2.8	2.2	2	1.7	1.4	1.2	1	
单位毛利	5.61	3.61	2.81	2.01	1.61	1.31	1.01	0.81	0.61	

来源：国金证券研究所

图表5：IC 卡成本结构

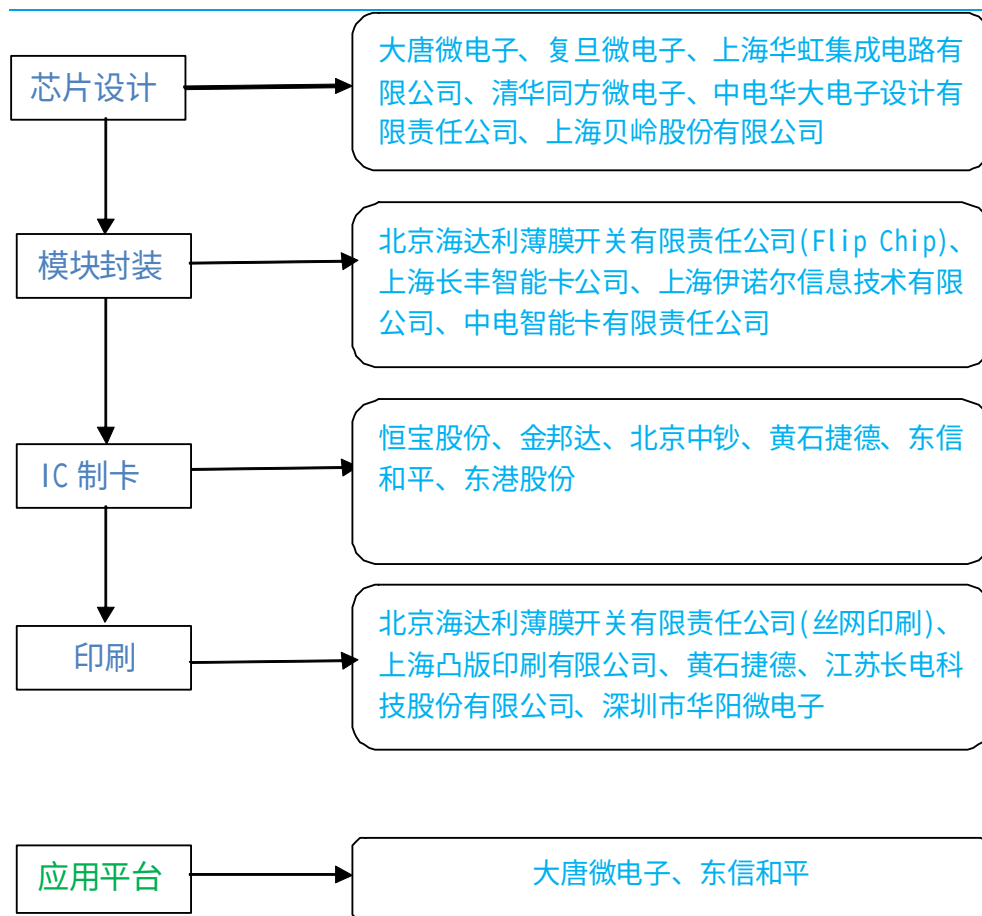
名称	成本（元/张）	备注
IC模块	3.5	小批量生产
塑料	0.25	按大批量生产预测；小批量生产折旧费用将增加
印刷材料	0.07	
折旧费用	0.05	
制造费用	0.02	
合计	3.89	

来源：国金证券研究所

借助银行合作优势制卡商将分享行业盛宴

- 银行 IC 卡产业链包括：芯片设计、模块封装、IC 制卡、印刷，相关的参与公司见图。

图表6：银行 IC 卡产业结构



来源：国金证券研究所

- 银行 IC 卡制卡商借助银行的合作优势，成为银行 IC 卡产业利益的最终实现者。而认证壁垒与产业集中度有利于银行 IC 卡制造商保持适度稳定的盈利能力。
 - IC 制卡商的行业认证壁垒较高，由于制卡涉及发卡机构，如银联、Visa 等，这些认证构筑了企业的进入壁垒。
 - 产业集中度高，显示企业与银行合作关系成为进入银行 IC 卡市场的重要基础。磁条卡时代主流 4 家厂商恒宝股份、金邦达、北京中钞、黄石捷德就占据 90%以上的市场份额。
- 我国银行 IC 制卡商主要有恒宝股份、金邦达、北京中钞、黄石捷德、东信和平等，东港股份有望通过增发项目成为银行 IC 卡与银行卡规模制造商，而与银行的关系以及印刷的优势可能有利于东港迅速切入市场。

图表7：中国银行IC 卡制造环节主要企业情况

IC卡制造商	产量	说明
恒宝股份	09年磁条卡年出货量近1.6亿张，对应金额为1.29亿元，市场占有率为26%；金融IC卡营业收入3048.2万元，毛利率为61.55%	公司的银联卡IC卡片封装和IC卡芯片个人化两项资质认证获得通过，公司已完全具备EMV/PBOC2.0产品供货的能力，为拓展国际国内EMV迁移业务做好了充足的准备。
金邦达	由金邦达国际集团公司和全球领先的智能卡整体解决方案提供商——法国Gemalto 公司合资组建。2008年底，公司磁卡和IC卡生产能力为2亿张/年，卡个人化能力达8000万张/年	获得VISA、MasterCard、AMEX、JCB、DCI和中国银联认证的卡片制造商及卡片个人化服务提供
黄石捷德	是德国捷德（G&D）集团和中国湖北三环锻压设备有限公司共同投资建立。企业年综合生产能力达到约3亿片	
北京中钞		
东港股份	设计产能2亿张，计划一期投放1.3亿张，2011年投产。	09年11月公司增发投资1.33亿元用于智能卡制造与个性化处理项目
东信和平		具备国内银行IC卡供卡资质，进入银行IC卡领域预期高

来源：国金证券研究所整理

潜在亮点——智能标签

与传统标签相比，智能标签优势明显

- 智能标签（RFID）是一种提高识别效率和准确性的工具，其具有体积小、容量大、寿命长、可重复使用等特点。RFID 技术未来可以替代条形码等传统的标签，其应用于物流、制造、公共信息服务等行业，可大幅提高管理与运作效率，降低成本。与传统的条形码标签相比，除了在成本方面处于劣势之外，在其他方面，RFID 优势明显。

图表8：RFID 与条形码的比较

	信息载体	信息量	读/写性	读取方式	保密性	智能化	抗干扰能力	寿命	成本
条 码	纸、塑料薄膜、金属表面	小	只读	CCD或激光束扫描	差	无	差	较短	最低
RFID	EEPROM	大	读/写	无线通信	好	有	好	长	较高

来源：国金证券研究所

受益于政策推动，RFID 规模快速增长

- 由于 RFID 产业在提升社会信息化水平、促进经济可持续发展等方面将起到重要的作用，因此，我国政府出台了多个相关的政策、规划来促进RFID 行业的发展。

图表9：我国颁布的推动RFID发展的相关政策法规

2004	2004年国家金卡工程将RFID应用试点列为重点工作，积极而又稳妥地推动其发展
2006-02	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006-2020年）》列入相关内容
2006-05	《2006-2020年国家信息化发展战略》
2006-06	2006年国务院15个相关部门达成共识并联合颁布了《中国射频识别（RFID）技术政策白皮书》
2007	2007年列入《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》
2007	2007年列入《高技术产业发展“十一五”规划》
2008	2008年列入《国家金卡工程（2008-2013年）发展规划》

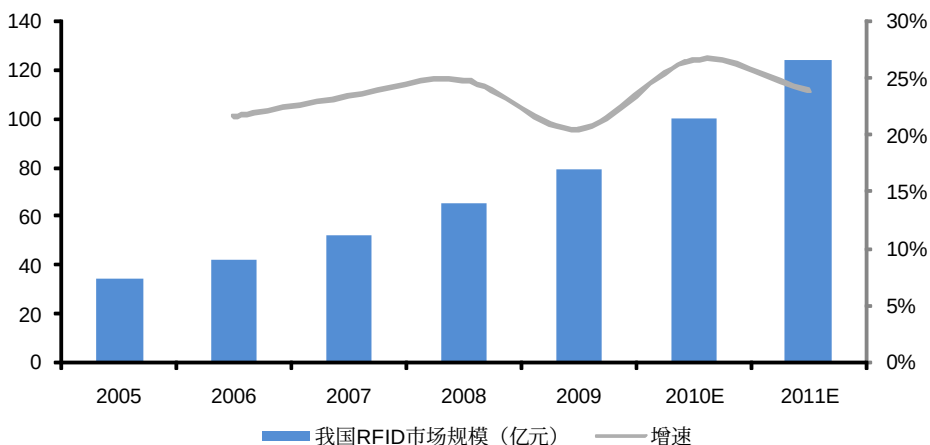
来源：国金证券研究所

图表10：RFID实施推广进程

RFID技术实施进程	
第一阶段培育期（2006-2008）	跟踪国际最新共性技术的研发，结合重点行业应用，研发具有自主知识产权的RFID技术，按照国家RFID标准体系框架，制定相应技术标准与应用标准，开展应用示范工程。
第二阶段成长期（2007-2012）	突破应用与产业化关键技术，加快相关技术标准及行业应用标准制定，基本形成中国RFID标准体系，拓展应用领域。
第三阶段成熟期	形成国际同期先进水平技术体系，实现RFID技术的广泛应用及与其它技术的融合。
RFID产业发展	
第一阶段培育期（2006-2008）	在产业化核心技术研发、标准制定等方面取得突破，通过典型行业示范应用，初步形成RFID产业链及良好的产业发展环境。
第二阶段成长期（2008-2012）	扩展RFID应用领域，形成规模生产能力，建立公共服务体系，推动规模化市场形成，促进RFID产业持续发展。
第三阶段成熟期	整合产业链，适应新一代技术的发展，辐射多个应用领域，提高RFID应用的效率和效益。

- 2009年，国内RFID市场规模在80亿元左右，中国RFID产业联盟预计，到2011年，RFID市场规模将达到125亿元，2010-2011年的复合增长率将达到25%。

图表11：我国RFID市场规模增长情况

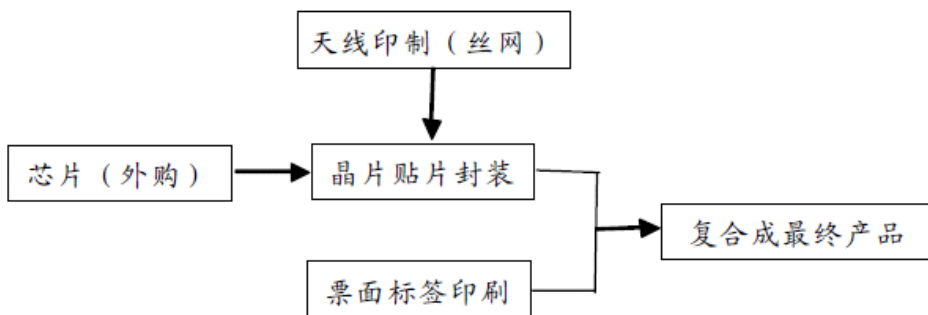


来源：国金证券研究所

公司将受益于RFID规模的扩张

- 公司作为智能标签行业的配套，参与了RFID芯片在标签载体上的二次封装。伴随着RFID的逐步推广，印刷企业亦将同步受益。

图表12：智能标签生产流程图



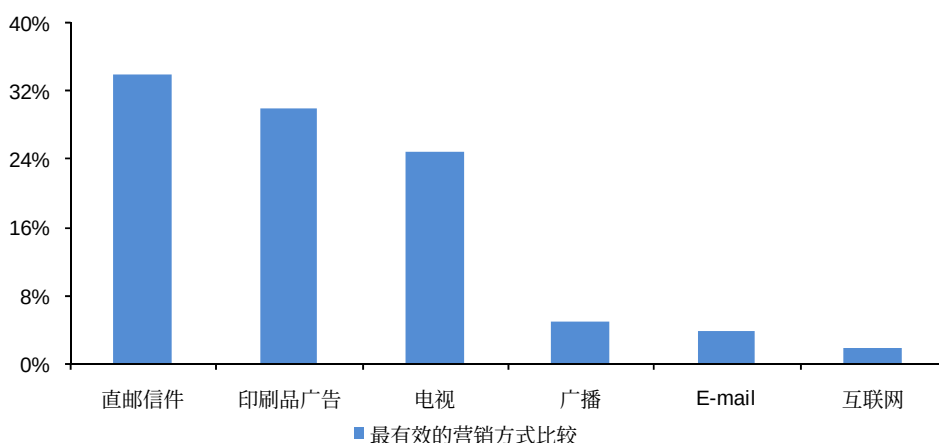
来源：国金证券研究所

潜在亮点——直邮

直邮是最有效的营销方式

- 直邮营销是无店铺销售的一种形式，是直接与客户沟通、宣传、推销产品或服务的一种长期营销行为，衔接企业与客户端的主要载体为直邮印刷品（具体可划分为商业信函、邮送广告和企业明信片）。
- 直邮广告是最有效的营销方式，其中 82% 的用户喜欢直邮信件。之所以直邮信件能建立起有效的顾客关系，其主要原因为用户认可直邮信件的以下属性：熟悉（95%）、方便（94%）、交互性（93%）、通用（93%）、私密性（87%）以及个性化（84%）。

图表13：直邮是最有效的营销方式



来源：国金证券研究所

美国是直邮使用最为活跃的国家

- 美国研究机构 Arthur D. Little 的一份调查报告显示，全球从事直邮营销的人员有 7260 万，而直邮营销所创造的销售额则达到 41493 亿美元，直邮营销所支出的广告费用为 5312 亿美元，其中美国与西欧占了全球直邮营销市场的 50%以上。

图表14：2005 年全球直复营销市场比较

地区	DM人员 (百万人)	广告支出 (亿美元)	DM销售额 (亿美元)
北美	22	1615	12610
西欧	21.6	1581	12344
太平洋沿岸	19	1388	10842
中东与亚洲次大陆	3.8	275	2150
南美	2.9	211	1652
东欧与亚洲	2.4	178	1394
北非	0.9	64	501
总计	72.6	5312	41493

来源：国金证券研究所

- 美国是直邮使用最为活跃的国家，直邮在美国已有 200 余年的历史。美国约有 56% 的公司使用直邮作为营销工具，每年在直邮上的支出占全部营销推广费用的 10%，其中，医疗、零售、健保、旅馆业、运输业、银行、保险业等直邮广告的比重都占其营销推广支出的 10%以上。

图表15：美国直邮广告在各行业的行销推广支出中的比例

医药业	15.00%	计算机业	7.50%
零售业	14.00%	政府	6.70%
健保业	12.20%	建筑业	6.50%
旅馆业	11.20%	原料产业	6.20%
运输业	10.80%	汽车业	6.10%
银行、保险业	10.50%	航空业	4.90%
房地产业	9.60%	旅游业	4.60%
研发单位	8.20%	电力业	4.50%
专业服务业	7.90%	多媒体业	4.50%

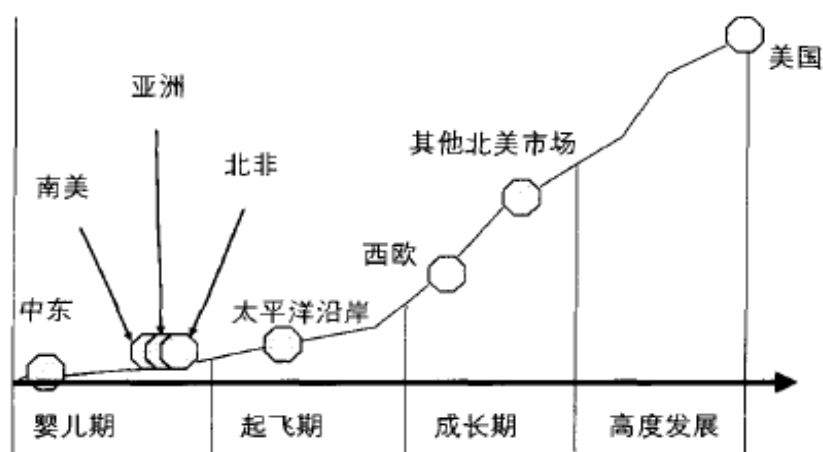
来源：国金证券研究所

- 2009 年直邮占整个美国广告支出的份额达到 54.3%，较 2008 年增长了 1.6%，美国直复营销协会（DMA）预测，2010 年直邮广告支出将继续增长 2.7%，达到 1533 亿美元，预计 2010-2014 年直邮广告占全部广告支出的份额也将继续保持在 53% 以上。

我国直邮市场发展潜力巨大

- 2009 年我国人均直邮信件不足 5 封，而美国人均直邮函件则超过了 600 封，未来我国直邮业务发展空间巨大。

图表16：全球DM市场发展现状



来源：国金证券研究所

- 随着电信、邮政、银行、税务、保险等行业的服务水平与国际接轨，账单打印、广告信函等直邮业务将逐渐成为国内商业票据印刷行业新的增长点，预计未来几年我国直邮业务的增长速度将达到 25%-45%。

图表17：国内部分直邮客户及具体产品

下游客户	具体直邮产品
银行	对账单、信用卡账单、广告信函
保险公司	保单、保险费账单、广告信函
电信公司	电话账单、广告信函
航空公司	里程单、广告信函
水、电、煤气公司	账单与广告信函
零售业(商超、百货等)	广告信函
税务单位	所得税、牌照税、房地产税、账单
教育单位	考试成绩单、准考证
交通事业	罚单、驾照
旅游事业	广告信函
房地产、出版、汽车等制造业	广告信函

来源：国金证券研究所

稳健的主业——票据印刷

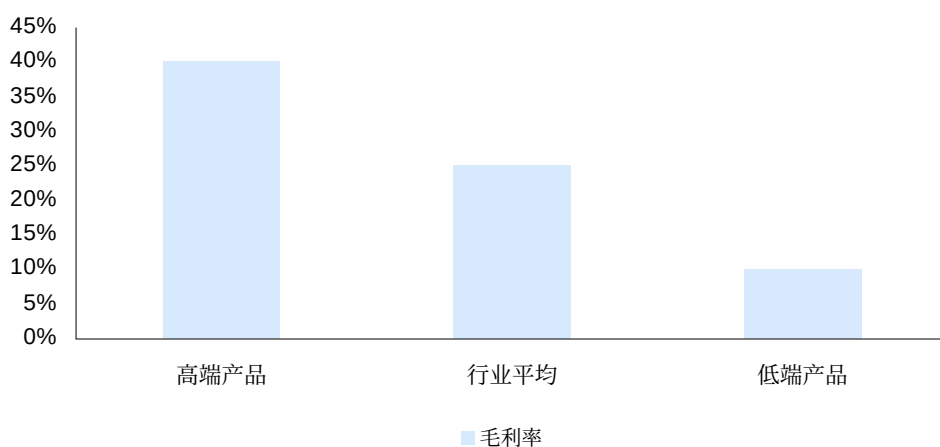
- 公司是国内最大的从事高端商业票据业务的企业，所生产的票据都是要求具有保密、定点生产资质的，盈利能力较高。

图表18：公司票据印刷品主要用途

商业票据印刷品	主要用途
卷式电脑票据	使用于银行、税务、交通等行业的专用打印纸，如银行ATM存取款凭证、税务卷式发票、电脑福利彩票等。
连续折叠电脑票据	适用于金融、交通、邮电、保险、税务、财政等行业的连续数据输出，如：各类会计凭证、对账单、财政收费收据、税务发票等。
平张电脑票据	适用于银行、税务、保险、海关等单位的数据输出，如保险单、税务发票、存单等。
银行存折	银行等金融部门的存款凭证。
证照	适用于税务、保险、金融、公共事业等领域，用于记录数据和信息的重要凭证和证件，如：失业证、优惠证等。

来源：国金证券研究所

图表19：商业票据行业内不同产品毛利率比较



来源：国金证券研究所

行业具有一定的进入壁垒

- 我们认为商业票据印刷行业具有一定的进入壁垒，主要体现在高端印刷业务需要相应的资质以及客户的开拓。
 - 资格的获得需要审批，新近入者可能需要 2 年以上的时间。根据《印刷行业管理条例》、《印刷、复印等行业复制国家秘密载体暂行管理办法》和其它有关部门的规章，商业票据大致分为：（1）普通票据，仅是信息记录的载体，如：记帐凭证、酒店帐单（不含发票）等；（2）重要的商业票据及有价单证，如：银行存单、存折、税务发票、财政收据等；（3）考试试卷等机密文件。后两类除具备普通的印刷经营许可制度外，还需有特别的资质要求。

图表20：对于不同种类的商业票据印刷企业的资质要求

	资质		资格条件	审批机关	有效期限
普通票证	印刷经营许可证		场所、资金、设备等经营条件	省级新闻出版局	每年年检并换证
特种票证	基本资质	印刷经营许可证	同上	同上	同上
		ISO9001 质量管理体系认证	国际标准化组织（ISO）ISO9001 系列质量管理标准	国家授权的认证机构	三年复评每年监审
		ISO14001 环境管理体系认证	国际标准化组织（ISO）ISO14000 系列环境管理标准		
	特别资质	国家秘密载体复制许可证	安全和保密环境，内部保卫保密制度健全，备有残、次、废品的销毁设备等	省级保密部门	年检
		高新技术企业证书	从事高新技术及其产品的研究、开发、生产、经营业务及科研人员比例(10%以上)	省级科技部门	两年
		税务发票	设备、技术、质量监管	省、自治区、直辖市税务机关	年检
		邮政用品	设备、技术、质量监管	省邮政管理局	每年年检三年换证
		定点印刷票证	规模、资金、安全保密等条件	银行、保险、税务、财政等部门	一年及以上
考试试卷印刷		1、国家秘密载体复制许可证 2、试卷定点印刷单位资格	更高要求的保密条件	国家保密局及省、自治区、直辖市保密局	未规定

来源：国金证券研究所

- 我们认为行业更大的门槛来自于客户方面。目前商业票据主要使用领域包括金融行业（银行、保险等）、政府机关（税务、财政、交通等）、企事业单位（电信、电力、公共事业等），这类客户对产品质量、安全性要求较高，只有取得相关资质的企业才能入围他们的业务招标，一旦合作这类客户的忠诚度比较高，一般企业在合作的过程中不出现问题不会更换。与这些客户有合作基础的票据印刷企业也会因为已有的合作更了解客户的需求，在招标过程中能够占得先机，因此对于能够获得相关资质的新进者客户开拓难度较大。

国内票据行业规模稳定增长

- 根据印刷协会商业票据印刷分会数据，我国当前商业票据印刷年产值 200 亿元左右，整体行业规模较小。

- 我们预计行业未来以 10%左右的速度增长。
 - 票据印刷行业近十多年来每年以 15%—20%的速度增长，2004 年以后增长速度有所降缓，近几年票据印刷行业年均产值以 12%左右的速度递增。
 - 我国商业票据印刷业当前正处于传统印刷向现代印刷转型时期，传统票据印刷市场的逐渐下降，使得 2004 年以来行业增长速度有所降缓。不过随着政府行政改革的深入以及电脑票据印刷业务的快速发展，现代票据印刷市场还能保持较快的增长。
- 商业票据印刷长期规模受限，但是我国目前市场还较小。
 - 受到计算机以及电子商务的冲击，国外一些主要印刷市场传统商业票据的发展陷入停滞。美国 2004 年到 2006 年传统商业票据印刷下降 3.5%，而日本商业票据用纸从 1995 年以后也缓慢下滑。
 - 不过我国商业票据市场容量（150 亿左右）与发达国家相比还很小，行业在相当长的时期内能够保持增长。（日本目前商业票据市场容量 300 多亿人民币，拥有生产线 2000 多条，而我国目前只有 400 多条生产线。）

行业竞争格局

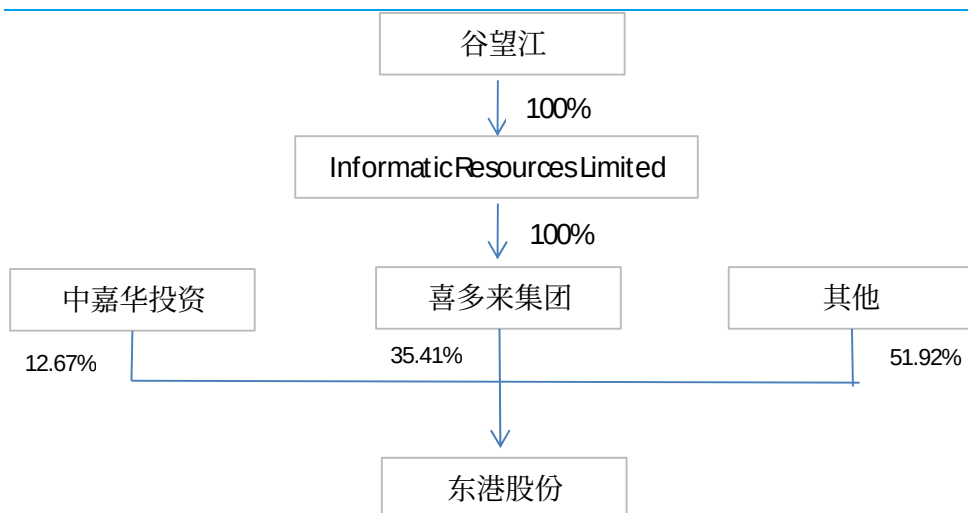
- 竞争主体：目前整个商业票据行业共有 1200 多家从事企业，不过从事具有保密、定点生产要求的企业目前也就 100 家左右。一般每个省有 2、3 家这样的企业，再加上具有全国范围内承揽业务能力的十多家的大一些的公司，这些公司构成了该行业的竞争主体。
- 行业内公司发展方向
 - 地方性的公司一般获得本地方的某一项业务，利润颇为丰厚，全国性的公司去其他地区争取业务，由于人脉以及服务成本较高，因此获得的利润率相对较低，但是由于竞争的相对不充分，行业整体利润水平还是较高。
 - 从市场的规模以及行业的地区性分割，经验上讲地区性的公司销售收入达到 2 亿左右会遭遇发展的瓶颈。
 - 行业内公司的发展方向：要扩大业务将需要拓展外地的市场，即发展成为一个全国性的票据印刷公司，或者开发新的业务。

公司简介——业务结构逐渐拓展

国内最大的票据印刷龙头

- 公司是我国商业票据印刷行业的龙头企业，近年来票据（印刷品）收入及毛利占比均在 80%以上；除了票据印刷外，公司还涉及有纸制品、数码产品（直邮）以及标签等业务。
 - 票据印刷业务目前产品分布大概是福利彩票（占比 20%多）、金融票据（占比 40%多）、财税票据（占比 30%多）；
 - 纸制品业务实际是为一些特定客户所提供的服务；
 - 智能标签目前超过一半的销售来自于 RFID 标签，主要是门票和高铁票；
 - 直邮项目目前客户主要是银行和基金。
- 公司是一个由自然人控股的民营企业，大股东喜多来集团是由谷望江女士控股，中嘉华投资是一个管理层持股公司。

图表21：公司股权结构



来源：国金证券研究所

新业务拓展符合行业方向

- 公司在票据印刷的基础上，从上市以来不断的开拓新的业务，一次是在 IPO 融资，第二次就是计划的 2010 年增发的新项目。公司的拓展方向我们认为符合行业的发展方向。

图表22：公司业务变化

时间	上市前	2007—2010年	2010年以后
从事业务	票据印刷	票据印刷 直邮 智能标签	票据印刷 直邮 智能标签 彩印 银行卡

来源：国金证券研究所

- 从国外的行业发展来看也证明了这一点，国外的这类行业大公司最终都向数据可变印刷（即直邮等），智能标签等业务发展。
 - 从国际上来看新型印刷产品市场呈现增长态势，如数字印刷短版票据、彩色广告数字印刷与封装产品市场近年来增长迅速，2005 年美国邮件广告邮件增长 5.4%，2006 年美国印刷市场的银行与金融业分类重用于信用卡服务的直邮信件产值超过 14 亿美元，增长 17%，商业票据印刷企业已经开始转向商业信函制品和直投广告制作与封装，开发数字印刷、提供整套系统的解决方案，增加产品和服务。
 - 从目前世界上最大的从事商业票据印刷的加拿大 Moore 公司目前经营的业务以及未来的业务发展计划也可以看出未来我国商业票据行业发展的方向。

图表23：加拿大MOORE 公司业务情况

目前经营的业务	未来业务发展方向
表格印刷	文件管理
报表印刷	数据库应用
贴纸印刷	安全机制
整合系统服务	电子发票、账单
个人化邮寄作业	卡片全方位服务
	广告行销服务
	电子资料格式互换

来源：国金证券研究所

新业务带来公司未来的增长

- 计划增发的项目简介：

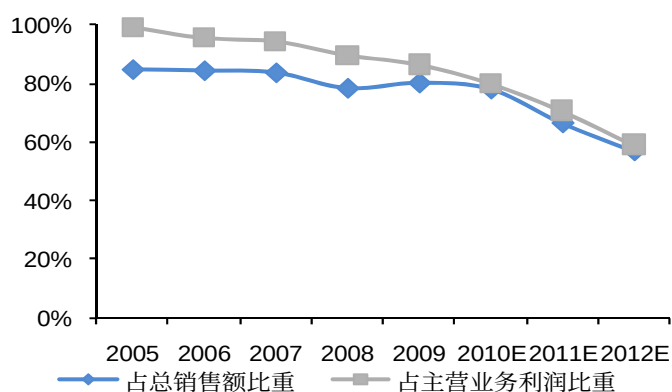
图表24：计划增发的项目情况

	投资额	规模	建设时间
智能卡项目	13272万元	卡产能1.2亿张，封装能力1000万张，即意味着1.1亿张的磁条卡产能，1000万张的IC卡产能	预计生产线在2010年4季度建设完成，完成后的认证需要3—6个月，其中银联的认证需要2—3个月
个性化彩印	15796万元	年印量12000万平米，以105—157克重的铜版纸为标准，年耗纸量16000吨左右，年产值1.8亿元左右	2010年四季度投产，先期投产的年印量6000万平米左右
综合金融服务外包项目	5417万元	建设产邮发信件7000万封/年的可变印刷项目，还有金融呼叫中心	2010年四季度建设完成

来源：国金证券研究所

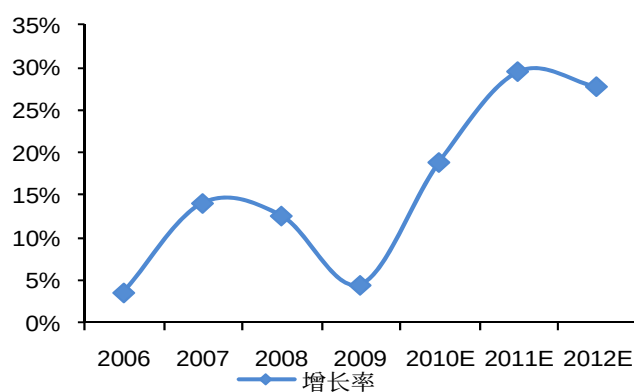
- 随着新业务的逐渐展开，公司增长速度加快，对票据印刷的依赖也将逐渐下降。

图表25：票据印刷在公司销售和主营利润的比重



来源：国金证券研究所

图表26：公司销售收入增长率

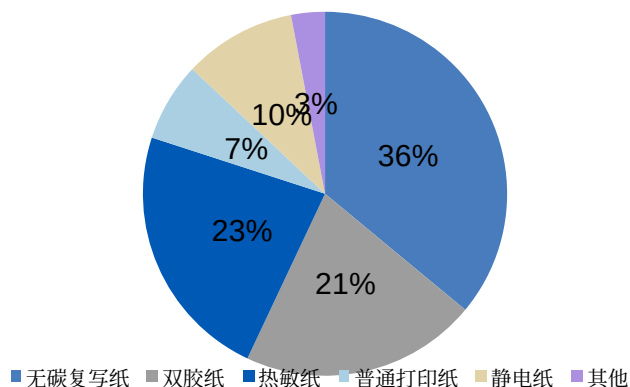


盈利预测与估值

盈利预测假设

- 公司产品销售、毛利率假设详见销售预测表
- 票据印刷毛利率假设
 - 公司票据印刷价格相对平稳，纸是最大的原材料成本，约占总成本的50%多。

图表27：不同纸种金额占比



来源：国金证券研究所

- 2009 年票据印刷毛利率大幅上升除了纸价的低位以外，一部分成本转为研发费用转入管理费用是主要原因。我们考虑未来纸种的价格变化以及费用调整的延续，对票据印刷的毛利率假设如下表：

图表28：我们对票据印刷的毛利率假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
报表体现的毛利率	37.18%	37.44%	36.60%	40.59%	38.35%	38.52%	38.39%
不考虑费用调整的毛利率	37.18%	37.44%	36.60%	38.66%	36.68%	37.02%	37.02%

来源：国金证券研究所

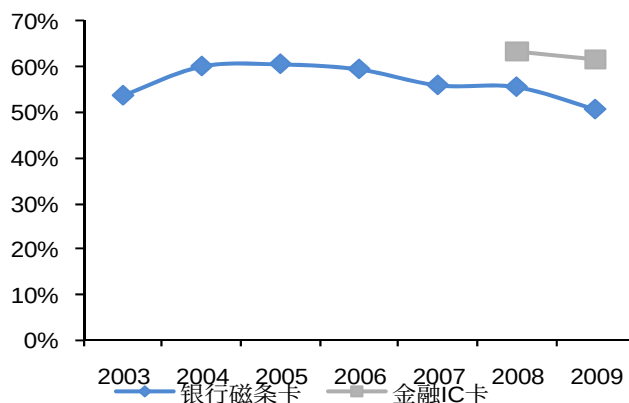
- 对智能卡量、价、毛利率的假设

图表29：智能卡量、价、毛利率的假设

产品类别		2011年度	2012年度
IC磁卡	销售金额（百万元）	30.00	59.80
	销售量（万张）	500.00	1,300.00
	单价（元/张）	6.00	4.60
	成本	3.26	2.59
	毛利率（%）	45.67%	43.70%
银行卡	销售金额（百万元）	40.00	75.00
	销售量（万张）	5,000.00	10,000.00
	单价（元/张）	0.80	0.75
	成本	0.46	0.39
	毛利率（%）	42.50%	48.00%
合计	销售收入（万元）	70.00	134.80
	综合毛利率（%）	43.86%	46.09%

来源：国金证券研究所

图表30：恒宝股份相关产品毛利率



- 费用率及所得税率的假设

- 营业费用率随着销售收入上升缓慢下降。
- 管理费用率由于研发费用的调整 2009 年后大幅上升，费用的调整会延续，随着销售增长加快管理费用率下降。
- 从子公司来看，2010 年所得税变化的主要是北京和广州的所得税率提高了 10 个点，按照这两个公司利润水平估计 2010 年公司实际所得税率在 14% 左右；2011 年所得税率主要是本部上升 10 个点，我们考虑新项目的优惠假设实际税率在 15%。

图表31：期间费用率及所得税率假设

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用/销售收入	10.46%	12.32%	10.72%	10.29%	9.80%	9.50%	9.50%
管理费用/销售收入	5.60%	5.49%	7.23%	11.37%	10.00%	9.50%	9.00%
所得税税率	10.37%	11.83%	10.88%	12.55%	14.00%	15.00%	20.00%

来源：国金证券研究所

- 在以上假设的前提下，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.810 元、1.056 元和 1.417 元(未考虑可能的增发摊薄)，同比增速分别为 20.35%、30.39%和 34.15%；假设发行 2000 万股，摊薄后的每股收益分别为 0.685 元、0.894 元和 1.199 元。

图表32：销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
印刷品						
销售收入 (百万元)	391.99	413.44	441.71	511.20	564.45	617.70
增长率 (YOY)	13.08%	5.47%	6.84%	15.73%	10.42%	9.43%
毛利率	37.44%	36.60%	40.59%	38.35%	38.52%	38.39%
销售成本 (百万元)	245.24	262.10	262.44	315.17	347.00	380.54
增长率 (YOY)	12.62%	6.88%	0.13%	20.09%	10.10%	9.67%
毛利 (百万元)	146.75	151.33	179.27	196.03	217.45	237.16
增长率 (YOY)	13.85%	3.12%	18.46%	9.35%	10.93%	9.07%
占总销售额比重	83.64%	78.37%	80.18%	78.08%	66.57%	57.03%
占主营业务利润比重	94.46%	89.70%	86.53%	80.07%	70.78%	59.18%
纸制品						
销售收入 (百万元)	51.18	62.01	54.16	60.00	60.00	60.00
增长率 (YOY)	-3.60%	21.17%	-12.66%	10.78%	0.00%	0.00%
毛利率	8.35%	3.94%	9.14%	9.00%	8.00%	8.00%
销售成本 (百万元)	46.91	59.57	49.21	54.60	55.20	55.20
增长率 (YOY)	-6.73%	27.00%	-17.39%	10.95%	1.10%	0.00%
毛利 (百万元)	4.27	2.44	4.95	5.40	4.80	4.80
增长率 (YOY)	52.46%	-42.86%	102.63%	9.14%	-11.11%	0.00%
占总销售额比重	10.92%	11.76%	9.83%	9.16%	7.08%	5.54%
占主营业务利润比重	2.75%	1.45%	2.39%	2.21%	1.56%	1.20%
标签						
销售收入 (百万元)	10.37	14.28	15.58	24.00	30.00	38.00
增长率 (YOY)	12.19%	37.70%	9.10%	54.00%	25.00%	26.67%
毛利率	20.98%	41.78%	45.35%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本 (百万元)	8.20	8.32	8.52	13.20	16.50	20.90
增长率 (YOY)	56.35%	1.47%	2.39%	55.00%	25.00%	26.67%
毛利 (百万元)	2.18	5.97	7.07	10.80	13.50	17.10
增长率 (YOY)	-45.64%	174.16%	18.44%	52.80%	25.00%	26.67%
占总销售额比重	2.21%	2.71%	2.83%	3.67%	3.54%	3.51%
占主营业务利润比重	1.40%	3.54%	3.41%	4.41%	4.39%	4.27%
数码产品(直邮)						
销售收入 (百万元)	7.29	23.47	25.99	31.00	45.00	60.00
增长率 (YOY)	499.35%	221.84%	10.74%	19.26%	45.16%	33.33%
毛利率	10.08%	29.30%	34.82%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	6.56	16.60	16.94	20.15	29.25	39.00
增长率 (YOY)	231.03%	153.05%	2.09%	18.92%	45.16%	33.33%
毛利 (百万元)	0.73	6.88	9.05	10.85	15.75	21.00
增长率 (YOY)	-196.13%	835.83%	31.60%	19.89%	45.16%	33.33%
占总销售额比重	1.56%	4.45%	4.72%	4.73%	5.31%	5.54%
占主营业务利润比重	0.47%	4.08%	4.37%	4.43%	5.13%	5.24%
其他						
销售收入 (百万元)	7.83	14.32	13.43	13.50	13.50	13.50
增长率 (YOY)	931.29%	82.97%	-6.22%	0.53%	0.00%	0.00%
毛利率	18.11%	14.56%	51.00%	50.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	6.41	12.24	6.58	6.75	8.10	8.10
增长率 (YOY)	641.01%	90.90%	-46.22%	2.59%	20.00%	0.00%
毛利 (百万元)	1.42	2.08	6.85	6.75	5.40	5.40
增长率 (YOY)	-1436.85%	47.09%	228.53%	-1.45%	-20.00%	0.00%
占总销售额比重	1.67%	2.71%	2.44%	2.06%	1.59%	1.25%
占主营业务利润比重	0.91%	1.24%	3.31%	2.76%	1.76%	1.35%
个性化彩印项目						
销售收入 (百万元)				15.00	60.00	150.00
增长率 (YOY)					300.00%	150.00%
毛利率				30.00%	32.00%	35.00%
销售成本 (百万元)					40.80	97.50
增长率 (YOY)						138.97%
毛利 (百万元)					19.20	52.50
增长率 (YOY)						173.44%
占总销售额比重				2.29%	7.08%	13.85%
占主营业务利润比重				0.00%	6.25%	13.10%
智能卡						
销售收入 (百万元)					70.00	134.00
增长率 (YOY)						91.43%
毛利率					43.86%	46.09%
销售成本 (百万元)					39.30	72.24
增长率 (YOY)						83.82%
毛利 (百万元)					30.70	61.76
增长率 (YOY)						101.16%
占总销售额比重					8.26%	12.37%
占主营业务利润比重					9.99%	15.41%
销售总收入 (百万元)	468.66	527.53	550.87	654.70	847.95	1083.20
销售总成本 (百万元)	313.31	358.82	343.69	409.87	540.75	682.48
毛利 (百万元)	155.35	168.70	207.18	244.83	307.20	400.72
平均毛利率	33.15%	31.98%	37.61%	37.40%	36.23%	36.99%

来源：国金证券研究所

绝对估值

■ 主要假设

- 根据国金证券宏观研究组的研究成果，无风险利率为 3.62%，风险溢价为 6.45%；
- 行业 Beta 值为 1；
- WACC=9.872%；
- TV=3%。

- DCF 估值结果显示，公司的合理价值为 23.65 元。

图表33：DCF 估值

每股价值	23.65	TV增长率				3.0%							
		WACC				9.72%							
企业值	2,760.39	债务				120.00							
		投资				0.00							
股票价值	2,601.31	少数股东权益				39.08							
会计年度截止日：12/31	2010		2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合 计
FCF	-75.24	218.02	215.72	206.68	210.79	224.06	232.89	247.72	258.16	267.84	4,104.96	6,111.61	
PV(FCF)	-68.57	181.10	163.31	142.61	132.56	128.42	121.66	117.94	112.02	105.92	1,623.42	2,760.39	

来源：国金证券研究所

相对估值

- 行业与之相似的有鸿博股份，从事高端的票据印刷业务，未来潜在增长点直邮和智能标签；来公司的看点来自于银行 IC 卡，与之类似的是恒宝股份和东信和平。这三家公司 2010 年平均 PE 为 36 倍，以此估算公司股价应为 24.84 元，对应的 2011 年 PE 为 28 倍。

图表34：估值比较

代码	上市公司	收盘价	EPS		PE	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002229	鸿博股份	12.46	0.45	0.54	27.69	23.07
002104	恒宝股份	16.34	0.38	0.49	43.00	33.35
002017	东信和平	15.18	0.39	0.53	38.92	28.64
	算术平均				36.54	28.35
002117	东港股份	20.5	0.81	1.06	25.31	19.41
002117	东港股份(考虑摊薄)	20.5	0.69	0.89	29.71	23.03

来源：国金证券研究所

- 公司票据印刷主业稳定且高盈利，直邮和智能标签都是行业发展的方向，未来行业增长较快，IC 卡行业未来增长迅速，公司这些新业务会给公司带来较快的盈利增长。我们综合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理价值区间为 23.65 元——24.84 元，给予“买入”建议。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						0.2816
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	469	528	551	655	848	1,083
增长率		12.6%	4.4%	18.8%	29.5%	27.7%
主营业务成本	-313	-359	-344	-410	-541	-682
% 销售收入	66.9%	68.0%	62.4%	62.6%	63.8%	63.0%
毛利	155	169	207	245	307	401
% 销售收入	33.1%	32.0%	37.6%	37.4%	36.2%	37.0%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-58	-57	-57	-64	-81	-103
% 销售收入	12.3%	10.7%	10.3%	9.8%	9.5%	9.5%
管理费用	-26	-38	-63	-65	-81	-97
% 销售收入	5.5%	7.2%	11.4%	10.0%	9.5%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	72	74	87	114	145	199
% 销售收入	15.3%	14.0%	15.8%	17.5%	17.1%	18.4%
财务费用	-2	1	0	-6	-3	3
% 销售收入	0.5%	-0.2%	0.0%	0.9%	0.3%	-0.3%
资产减值损失	1	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	75	88	108	142	202
营业利润率	15.0%	14.2%	16.0%	16.5%	16.8%	18.6%
营业外收支	1	1	3	3	3	3
税前利润	71	76	91	111	145	205
利润率	15.2%	14.4%	16.5%	17.0%	17.1%	18.9%
所得税	-8	-8	-11	-16	-22	-41
所得税率	11.8%	10.9%	12.5%	14.0%	15.0%	20.0%
净利润	63	67	79	96	123	164
少数股东损益	7	8	5	7	7	8
归属于母公司的净利润	56	59	74	89	116	156
净利率	12.0%	11.2%	13.4%	13.6%	13.7%	14.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	63	67	79	96	123	164
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	32	44	42	54	75	84
非经营收益	4	0	1	7	2	-3
营运资金变动	-24	3	-11	-37	20	13
经营活动现金净流	74	115	112	120	220	257
资本开支	-93	-113	-132	-187	3	-37
投资	-15	-2	0	0	0	0
其他	3	-1	-1	0	0	0
投资活动现金净流	-105	-116	-134	-187	3	-37
股权募资	284	13	6	0	0	0
债权募资	-97	-33	120	47	-167	0
其他	-52	-39	-37	-9	-34	-30
筹资活动现金净流	134	-59	89	37	-201	-30
现金净流量	103	-60	66	-30	22	191

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	178	133	200	170	192	383
应收款项	73	41	48	51	67	85
存货	58	62	91	62	81	112
其他流动资产	4	6	22	5	6	7
流动资产	313	241	361	288	346	587
% 总资产	44.0%	34.8%	36.4%	27.3%	33.3%	47.5%
长期投资	15	0	0	0	0	0
固定资产	329	393	565	692	619	577
% 总资产	46.3%	56.7%	56.9%	65.6%	59.7%	46.7%
无形资产	52	57	66	74	72	70
非流动资产	398	451	632	767	692	648
% 总资产	56.0%	65.2%	63.6%	72.7%	66.7%	52.5%
资产总计	711	692	993	1,055	1,038	1,235
短期借款	10	0	120	167	0	0
应付款项	144	128	254	172	225	285
其他流动负债	13	0	7	38	41	44
流动负债	166	128	381	377	267	329
长期贷款	23	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	189	128	381	377	267	329
普通股股东权益	499	529	573	632	719	845
少数股东权益	22	35	39	46	53	61
负债股东权益合计	711	692	993	1,055	1,038	1,235

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.510	0.538	0.673	0.810	1.056	1.417
每股净资产	4.537	4.806	5.209	5.749	6.535	7.682
每股经营现金净流	0.671	1.046	1.015	1.089	1.998	2.340
每股股利	0.000	0.270	0.270	0.270	0.270	0.270
回报率						
净资产收益率	11.23%	11.19%	12.92%	14.09%	16.16%	18.44%
总资产收益率	7.89%	8.55%	7.45%	8.45%	11.19%	12.62%
投入资本收益率	11.40%	11.63%	10.41%	11.64%	15.96%	17.56%
增长率						
主营业务收入增长率	14.04%	12.56%	4.43%	18.85%	29.52%	27.74%
EBIT增长率	2.02%	2.69%	18.37%	31.17%	26.79%	37.20%
净利润增长率	7.17%	5.52%	25.12%	20.35%	30.39%	34.15%
总资产增长率	42.52%	-2.60%	43.44%	6.20%	-1.56%	18.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.3	30.0	21.4	22.0	22.0	22.0
存货周转天数	55.1	60.7	81.3	55.0	55.0	60.0
应付账款周转天数	83.7	69.0	69.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	238.5	225.7	243.8	298.5	263.6	185.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.89%	-23.63%	-13.01%	-0.51%	-24.87%	-42.25%
EBIT利息保障倍数	32.7	-76.2	700.6	18.6	52.3	-69.2
资产负债率	26.62%	18.54%	38.36%	35.71%	25.67%	26.66%

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	1	1	1	1
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.40

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 2008-08-18	买入	9.47	N/A
2 2008-12-08	买入	8.90	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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

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：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

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：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室