

建议申购

快速消费品行业的优势企业

估值区间: NA

2011年7月18日

姚记扑克IPO投资价值分析报告

发行数据

发行前总股本(万)	7000
本次发行股数(万)	2350
发行后总股本(万)	9350
发行价(元)	
发行市盈率(倍)	
发行日期	2011/07/26
上市日期	

发行后主要股东

	持股比例
姚文琛	28.04
邱金兰	28.04
姚翔斌	13.90
姚晓丽	13.90
姚硕榆	13.90

公司为国内扑克牌行业龙头,随着未来募投6亿副产能的投产,公司龙头地位将进一步得到巩固。预测2011、2012、2013(摊薄)EPS分别为0.89元、1.11元、1.34元,同比增长17%、25%、21%。考虑A股文教体育行业上市公司估值,给予公司二级市场定价20.5-25元,对应公司11年PE倍23-28倍。

□ 扑克牌总需求及高端扑克牌的消费比例不断提高。

(1) 由于我国人均收入不断增长,单副扑克牌的价格相对便宜,已成为名副其实的快消品;扑克牌具有快消品的最主要特点是使用次数少,更新频率快;

(2) 我国正逐步进入老龄化阶段,老人休闲娱乐时间较多,尤其是农村市场,且在所有的娱乐项目中,扑克牌散发着特有的简朴魅力。

□ 高效经营是公司10.7%-14.2%净利率的保证。公司2008-2010年分别取得了10.7%、14.2%、12.5%的净利率,我们认为这是公司高效经营的体现。

(1) 稳定+高品质的原料是公司产品的保证

(2) 先进设备+自我研发有效控制产品成本

(3) 积极有效的经销商分销模式为公司拓宽渠道

□ 募投项目进一步提升公司行业地位。2010年,公司扑克牌的实际年产量约为7亿副,位居国内扑克牌行业第一,市场占有率约为14%,随着未来募投6亿副产能的投产,公司龙头地位将进一步得到巩固。

□ 预测2011、2012、2013(摊薄)EPS分别为0.89元、1.11元、1.34元,同比增长17%、25%、21%。考虑A股文教体育行业上市公司估值,给予公司二级市场定价20.5-25元,对应公司11年PE倍23-28倍。

□ 风险提示:网络扑克游戏替代传统实体扑克活动的风险。

主要财务数据

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	451	567	653	779	917
同比增长	23%	26%	15%	19%	18%
营业利润(百万元)	74	83	99	127	155
同比增长	59%	12%	20%	28%	22%
净利润(百万元)	64	71	83	104	125
同比增长	63%	11%	17%	25%	21%
每股收益(元)	0.69	0.76	0.89	1.11	1.34
ROE	22%	19%	14%	15%	16%

资料来源:招商证券 注:每股收益为发行后总股本摊薄

王旭东

021-68407681
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

正文目录

一、扑克牌总需求及高端扑克牌的消费比例不断提高	3
(一)扑克的需求总量呈上升趋势	3
(二)高端扑克替代一般扑克为不可逆转的趋势	4
(三)品牌已成为扑克牌生产企业持续发展的关键	4
二、高效经营是公司业绩保证	5
(一)公司为扑克牌龙头企业	5
(二)高效经营是公司 10.7%-14.2%净利率的保证	5
(三)募集项目解决公司产能瓶颈	8
三、财务分析	9
四、估值及定价分析	11
五、风险提示	11
(一)网络扑克游戏替代传统实体扑克活动的风险	11

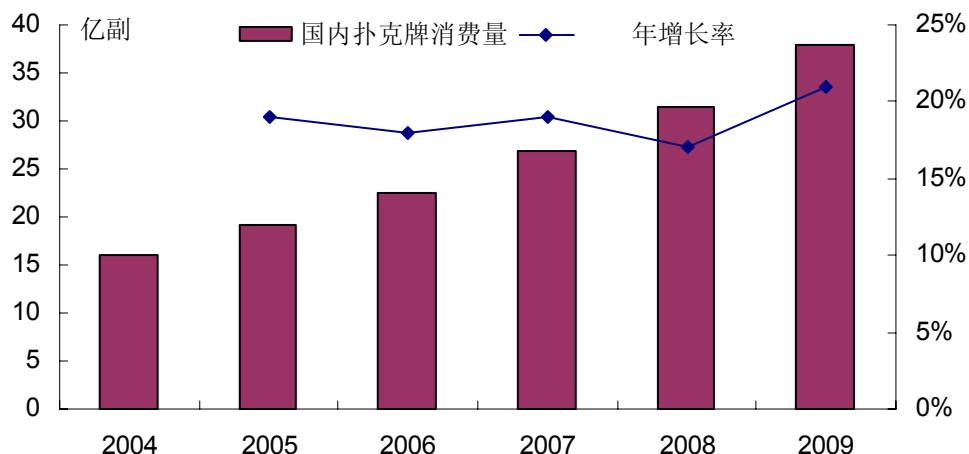
图表目录

图 1: 2004-2009 年国内扑克牌消费情况	3
图 2: 2004-2009 年扑克牌市场消费结构	4
图 3: 扑克牌生产流程图	5
图 4: 公司净利率保持 10.7%-14.2%的较好盈利水平	6
图 5: 企业创新体制组织架构情况	7
图 6: 项目实施进度表	8
图 7: 按区域划分的公司产品销售情况	10
表 1: 主要荣誉和奖项情况	5
表 2: 2010 年公司销售网络覆盖情况	7
表 3: 主营业务收入的区域构成	8
表 4: 募投项目资金使用规划	8
表 5: 公司主要产品扑克牌收入及毛利率预测	9
表 6: 营业收入简表	9
表 7: 主要财务指标	10
表 8: 估值对比表	11
附: 财务预测表	12

一、 扑克牌总需求及高端扑克牌的消费比例不断提高

(一) 扑克的需求总量呈上升趋势

图1: 2004-2009 年国内扑克牌消费情况



资料来源：中国文教体育用品协会网站《中国扑克牌行业发展现状及动态》（2011年3月）

截至 2010 年，中国已成为世界最大的扑克牌生产国及消费国。我国所生产的扑克牌，以国内消化为主，以 2009 年度为例，国内扑克牌消费约占国产扑克牌生产总量的 85%。2004 年至 2009 年期间，国内扑克牌销售量由约 16 亿副增至约 38 亿副，年复合增长率达 18.8%，增长势头良好。

根据中国文教体育用品协会在其官方网站所发表的《中国扑克牌行业发展现状及动态》（2011 年 3 月）的预测数据，5 年后国内扑克牌市场年消费量将由 2009 年的 38 亿副扑克牌上升至每年 70 亿副扑克牌。

我们的观点是：扑克的需求总量呈上升趋势

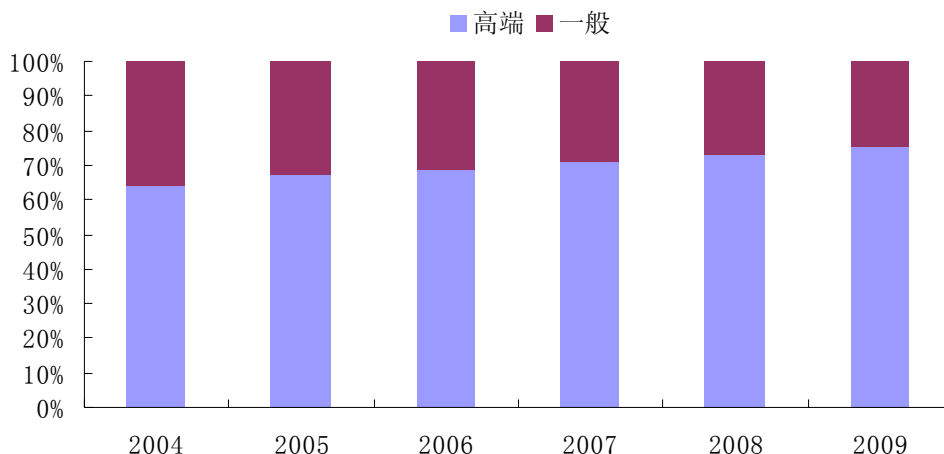
简单逻辑为：

（1）由于我国人均收入不断增长，单副扑克牌的价格相对便宜，已成为名副其实的快消品；扑克牌具有快消品的最主要特点是单品使用次数少，更新频率快；

（2）我国正逐步进入老龄化阶段，老人休闲娱乐时间较多，尤其是农村市场，比较接受扑克牌这种会友休闲方式；在所有的娱乐项目中，扑克牌散发着特有的简朴魅力，具有独特的国际性娱乐语言，属于文教体育用品行业最常见的快速消费品之一。

(二) 高端扑克替代一般扑克为不可逆转的趋势

图2: 2004-2009 年扑克牌市场消费结构



资料来源：中国文教体育用品协会网站《中国扑克牌行业发展现状及动态》（2011 年 3 月）

我国国内大部分扑克牌生产厂商是从其他印刷行业转行、兼营生产的非专业化生产企业，一般不具备专业的生产设施和设备，使用灰底白板纸等非专业纸张进行印刷，自动化程度低且污染较为严重。

根据中国文教体育用品协会在其官方网站所发表的《中国扑克牌行业发展现状及动态》（2011 年 3 月）的数据，高端扑克牌的消费量占全部市场的比例已经由 2004 年的 64% 逐渐上升到 2009 年的 75%，专业化生产成为市场发展的主流趋势。我们认为高端扑克替代一般扑克为不可逆转的趋势。

(三) 品牌已成为扑克牌生产企业持续发展的关键

在文教体育用品行业发展成熟的发达国家，优秀文教体育用品企业始终坚持自主品牌建设，通过冠名及举办各类体育赛事、不断提高产品质量、细分品牌、提升品牌价值及客户忠诚度。

一方面，随着消费者收入水平的增加，普通扑克与高端扑克的价格差距已不能有效划分市场，而采用 OEM 模式的生产企业也难以转嫁劳动力成本上升等带来的压力，导致大部分非品牌厂商的利润空间收窄；

另一方面，提升产品质量、加强品牌建设效益明显。如在美国拉斯维加斯，与国外品牌具有同样质量的中国扑克牌，售价明显低于具有百年扑克生产历史的美国蜜蜂牌，未来随着国内扑克牌品牌形象的提升，国内扑克牌企业也将因其品牌认知度获得更高的溢价。因此，品牌建设已成为影响国内扑克牌生产企业未来发展的关键，小作坊式的生产将不能再适应市场。

二、 高效经营是公司业绩保证

(一) 公司为扑克牌龙头企业

图3: 扑克牌生产流程图



资料来源：公司招股说明书

公司自成立以来一直注重加强品牌建设。“姚记”品牌是扑克牌行业首批知名品牌，获得中国驰名商标、中国十大文具品牌等称号。公司以优质产品为依托，通过冠名各类体育赛事等广告宣传活动，积极加大品牌建设，在国内树立良好的品牌形象。

表 1: 主要荣誉和奖项情况

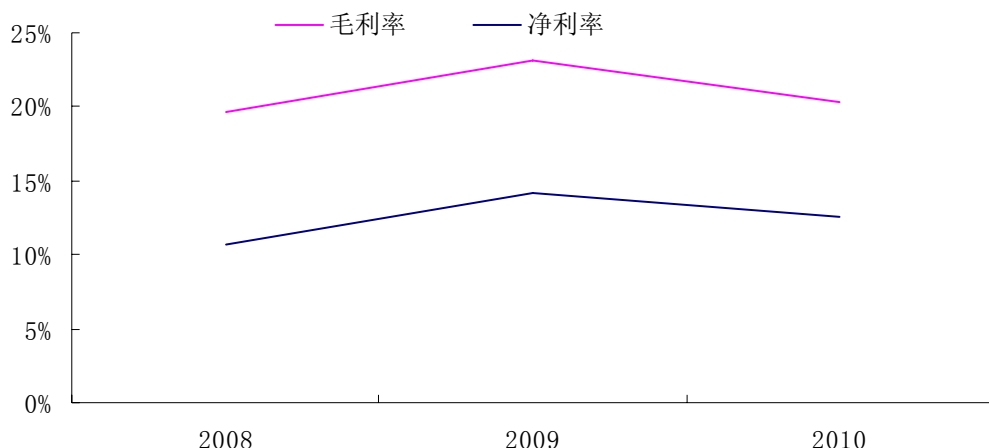
序号	荣誉、奖项名称	颁发机构
1	中国驰名商标 (2008)	国家商标总局
2	中国十大文具品牌 (2006-2009)	中国文教体育用品协会
3	中国扑克牌行业首批知名品牌 (2004-2009)	中国文教体育用品协会 中国文体协会扑克牌行业委员会
4	中国扑克牌行业知名品牌 (2004、2005)	中国文教体育用品协会
5	中国质量过硬服务放心信誉品牌 (2002)	中国技术监督情报协会
6	中国文教体育用品行业企业三十强 (2004)	中国文教体育用品协会
7	上海市著名商标 (2005-2007)	上海市工商行政管理局
8	上海市著名商标 (2008-2010)	上海市工商行政管理局
9	上海市名牌产品 (2005)	上海市名牌产品推荐委员会
10	上海市名牌产品 (2008)	上海市名牌产品推荐委员会 上海市人民政府合作交流办公室
11	上海市市外在沪大型企业认证书 (2003)	上海市发展和改革委员会 上海市现代企业制度试点工作领导小组办公室 上海市工商行政管理局
12	全国轻工业质量效益型先进企业特别奖 (2001-2004)	中国轻工业联合会
13	中国轻工业联合会科学技术进步二等奖 (2008)	中国轻工业联合会
14	守合同重信用企业 (2003)	上海市工商行政管理局

资料来源：公司招股说明书

(二) 高效经营是公司 10.7%-14.2%净利率的保证

公司 2008-2010 年分别取得了 10.7%、14.2%、12.5%的净利率，我们认为这是公司高效经营的体现。

图4： 公司净利率保持10.7%-14.2%的较好盈利水平



资料来源：公司招股说明书、招商证券

(1) 稳定+高品质的原料是公司产品的保证

公司的原材料为生产扑克牌产品所需的扑克牌专用纸、包装用纸、印刷油墨、浆料树脂及其他材料，其中扑克牌专用纸是最主要的生产原材料。公司已与晨鸣纸业签订排他性供应协议。每年年初公司与晨鸣纸业签订购销合同，根据公司的生产计划约定采购数量，公司纸张采购价格根据实际采购时市场价格由双方议定。

(2) 先进设备+自我研发有效控制产品成本

公司具有领先的创新、设计开发能力。技术中心运作流程为：市场信息调研→效益及可行性分析→方案制定→实验室小试→中试→生产应用→生产跟踪→市场追溯信息跟踪。

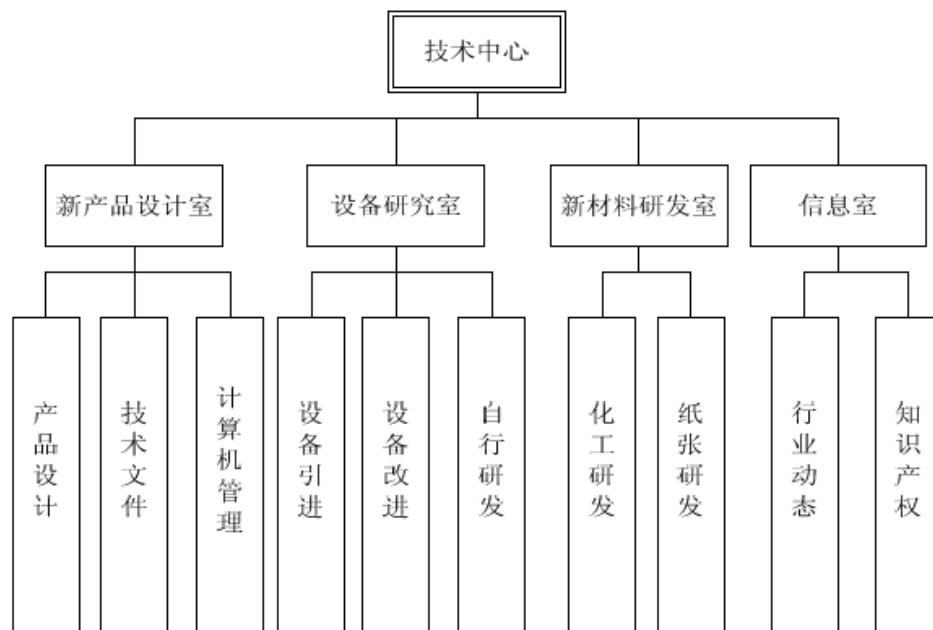
公司研发的扑克牌加工专用自动上光机（YD-950×4）于 2008 年获得了中国轻工业联合会科学技术进步二等奖。该上光机对上光干燥效率、保温效果进行较大改进，有效控制产品变形等问题，产品质量得以提高。

公司 2009 年开始实施高新技术印刷系统更新升级项目，从德国引进国际先进的海德堡印刷机，有效地提高了生产效率并降低单位能耗。

公司掌握“上下分层输送纸方式”技术，能在生产过程中实现纸张连续且分上、下层交替输送，提高生产效率。

公司掌握“纸张分切后的有序收集方式”技术，能保证分切后纸张的前后次序不变，缓解工人配牌的劳动强度，减少收集过程中扑克牌丢失的发生。

图5： 企业创新体制组织架构情况



资料来源：公司招股说明书、招商证券

（3）积极有效的经销商分销模式为公司拓宽渠道

公司主要采用经销商分销模式，根据经销商的销售覆盖面、资金实力、管理能力、诚信度等挑选一级经销商，与其合作开发区域市场，共享公司的品牌溢价。

公司每年给一级经销商下达销售目标，一级经销商负责向其他经销商或零售终端销售。在市场拓展过程中，公司根据拓展目标及预期拓展效果通过促销活动以折扣销售返利等政策对一级经销商的市场拓展效果进行奖励。

公司对于一级经销商一般采用“款到发货”的方式进行销售，以保障货款安全，仅根据经销商信用以及营销策略需要少量采用赊账方式。

表 2： 2010 年公司销售网络覆盖情况

区域	覆盖范围	一级经销商数量	一级经销商下属区域经销商数量
华东区	上海、山东、江苏、安徽、浙江	28	175
东北区	黑龙江、吉林、辽宁	24	95
西南区	云南、贵州、四川、重庆	12	30
华北区	山西、河北、北京、内蒙古	4	41
东南区	广东、广西、福建、海南	15	63
	湖南、湖北、江西、新疆、甘肃、		
其他	青海、陕西、宁夏等	8	54

资料来源：公司招股书

经过十多年努力，公司以高质量产品和良好的品牌形象为依托，已建立全国性的销售网络，覆盖我国东北区、西南区、华东区等，包括二十多个省市。2010 年，公司扑克牌销量约 6.7 亿副，产品销售情况良好。

表 3: 主营业务收入的区域构成

年份 地区	2010 年		2009 年		2008 年	
	金额	占营收比例	金额	占营收比例	金额	占营收比例
东北区	16,286	28.8%	12,311	27.3%	9,200	25.0%
西南区	9,932	17.5%	8,311	18.4%	7,031	19.1%
华东区	10,190	18.0%	9,521	21.1%	7,600	20.7%
华北区	4,803	8.5%	3,286	7.3%	2,956	8.0%
东南区	11,238	19.9%	9,852	21.8%	8,024	21.8%
其他	4,172	7.4%	1,770	3.9%	1,605	4.4%
合计	56,621	100.0%	45,051	99.9%	36,416	99.1%

资料来源: 公司招股说明书

(三) 募投项目解决公司产能瓶颈

表 4: 募投项目资金使用规划

项目名称	投资规模	建设期
年产 6 亿副扑克牌生产基地建设项目	36263 万元	2 年

资料来源: 公司招股说明书

公司为进一步扩大产品市场份额, 突破产能瓶颈, 公司拟实施募集资金投资项目以提升公司产品的生产能力, 巩固公司在扑克牌行业中的领先地位。

图 6: 项目实施进度表

内容	月进度																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
项目审批																								
环评审批																								
厂房改造准备工作																								
土建立柱浇注																								
楼面浇注																								
设备基础施工																								
具备安装条件																								
厂房改造																								
厂区道路																								
厂区绿化																								
机械设备的预埋																								
印刷设备安装																								
上光设备安装																								
成品设备安装																								
辅助设施安装																								
设备调试																								
开机																								

资料来源: 公司招股说明书

募投项目建设期二年, 投产后第一年生产负荷达到设计生产能力的 60%, 第二年达到 100%, 达产后将新增扑克牌生产能力 6 亿副/年。

三、 财务分析

表 5: 公司主要产品扑克牌收入及毛利率预测

扑克牌	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入(百万)	451	566	652	779	916
毛利率	23.1%	20.3%	20.8%	21.3%	21.8%
毛利率变动	4.2%	-2.8%	0.50%	0.50%	0.50%
公司价格	0.85	0.85	0.94	0.98	1.03
价格上涨			10%	5%	5%
产能(万副)	60,000	70,000	73,000	83,000	93,000
产量(万副)	55,337	69,475	72,452	82,377	92,302
销量(万副)	53,241	66,908	69,775	79,333	88,892
产能增加(万副)	18,000	10,000	3,000	10,000	10,000
开工率	92.23%	99.25%	99.2%	99.2%	99.2%
产销率	96.21%	96.30%	96.3%	96.3%	96.3%

资料来源: 公司招股书、招商证券

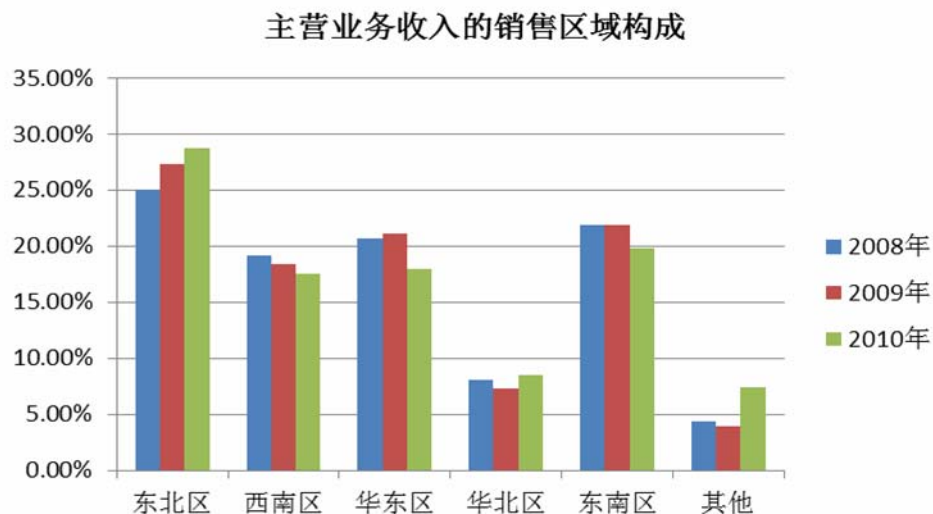
表 6: 营业收入简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	451	567	653	779	917
营业成本	347	451	517	613	717
营业税金及附加	1	0	0	1	1
营业费用	7	5	5	6	7
管理费用	17	22	26	31	36
财务费用	5	5	5	2	1
资产减值损失	1	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	83	99	127	155
营业外收入	11	12	12	12	12
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	84	94	111	138	167
所得税	20	23	28	35	42
净利润	64	71	83	104	125
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	64	71	83	104	125
EPS (元)	0.69	0.76	0.89	1.11	1.34

资料来源: 公司招股说明书

注: 每股收益按最新股本摊薄

图7：按区域划分的公司产品销售情况



资料来源：公司招股说明书

表 7：主要财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	23%	26%	15%	19%	18%
营业利润	59%	12%	20%	28%	22%
净利润	63%	11%	17%	25%	21%
获利能力					
毛利率	23.2%	20.4%	20.9%	21.3%	21.8%
净利率	14.2%	12.5%	12.7%	13.3%	13.6%
ROE	22.5%	18.7%	14.4%	15.5%	16.2%
ROIC	19.4%	14.3%	10.8%	11.8%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	58.2%	41.0%	39.7%	38.7%
净负债比率	21.0%	26.7%	15.3%	13.5%	11.9%
流动比率	1.0	1.0	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.2	0.2	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.1	2.0	2.2	2.2
应收帐款周转率	86.1	61.6	50.6	64.9	64.4
应付帐款周转率	7.2	8.2	7.9	7.7	7.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.69	0.76	0.89	1.11	1.34
每股经营现金	1.40	1.01	1.73	1.55	1.81
每股净资产	3.05	4.06	6.18	7.17	8.24
每股股利	0.00	0.57	0.00	0.11	0.27
估值比率					
PE	32.4	29.2	25.0	20.0	16.6
PB	7.3	5.5	3.6	3.1	2.7

资料来源：公司招股说明书

注：预测数据采用发行后股本测算

四、 估值及定价分析

表 8: 估值对比表

公司	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE	PB	ROE	ROA	市值- 亿元
高乐股份	0.29	0.39	0.55	44	33	23	2.8	6.3%	5.9%	30
星辉车模	0.35	0.52	0.76	48	33	20	3.9	8.0%	7.5%	27
骅威股份	0.53	0.70	0.87	45	34	27	2.6	5.8%	5.7%	21
群兴玩具	0.43	0.54	0.67	41	33	21	12.5	30.7%	18.7%	24
齐心文具	0.27	0.39	0.64	55	38	23	2.9	5.2%	4.0%	28
奥飞动漫	0.32	0.45	0.60	64	45	34	6.3	9.9%	7.7%	84
平均（科教文卫）				47	34	23	4.9	11.2%	8.3%	26

资料来源：WIND、招商证券

注：股价取 2011-7-19 收盘价

预测 2011、2012、2013（摊薄）EPS 分别为 0.89 元、1.11 元、1.34 元，同比增长 17%、25%、21%。考虑 A 股行业内同类上市公司估值，给予公司二级市场定价 20.5-25 元，对应公司 11 年 PE 倍 23-28 倍。

五、 风险提示

（一） 网络扑克游戏替代传统实体扑克活动的风险

虽然实体扑克具有网络扑克所不具备的真实感与娱乐性且不存在硬件限制，但网络游戏平台的发展，增加了人们在参与扑克活动时的娱乐方式选择面，传统实体扑克在一定程度上面临网络扑克带来的产品替代风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	239	315	553	637	755
现金	33	45	279	312	375
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	1	0	0	0
应收款项	4	15	11	13	15
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	187	250	258	306	358
其他	15	4	4	5	6
非流动资产	223	365	426	476	503
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	161	206	344	402	436
无形资产	53	89	80	72	65
其他	9	70	2	2	2
资产总计	462	680	978	1113	1258
流动负债	248	331	336	377	422
短期借款	81	117	85	85	85
应付账款	53	57	73	87	102
预收账款	16	15	19	23	27
其他	98	142	159	183	209
长期负债	0	65	65	65	65
长期借款	0	65	65	65	65
其他	0	0	0	0	0
负债合计	248	396	401	442	487
股本	70	70	94	94	94
资本公积金	26	26	212	212	212
留存收益	117	188	271	365	465
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	213	285	577	671	771
负债及权益合计	462	680	978	1113	1258

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	98	71	161	145	169
净利润	64	71	83	104	125
折旧摊销	0	0	39	49	54
财务费用	0	0	5	2	1
投资收益	0	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	0	0	34	(10)	(11)
其它	34	(0)	(0)	0	0
投资活动现金流	(67)	(161)	(100)	(100)	(80)
资本支出	0	0	(100)	(100)	(80)
其他投资	(67)	(161)	0	0	0
筹资活动现金流	(18)	90	173	(12)	(26)
借款变动	0	0	(32)	0	0
普通股增加	0	0	24	0	0
资本公积增加	0	0	186	0	0
股利分配	0	0	0	(10)	(25)
其他	(18)	90	(5)	(2)	(1)
现金净增加额	13	(0)	234	33	63

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	451	567	653	779	917
营业成本	347	451	517	613	717
营业税金及附加	1	0	0	1	1
营业费用	7	5	5	6	7
管理费用	17	22	26	31	36
财务费用	5	5	5	2	1
资产减值损失	1	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	74	83	99	127	155
营业外收入	11	12	12	12	12
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	84	94	111	138	167
所得税	20	23	28	35	42
净利润	64	71	83	104	125
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	64	71	83	104	125
EPS (元)	0.69	0.76	0.89	1.11	1.34

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	23%	26%	15%	19%	18%
营业利润	59%	12%	20%	28%	22%
净利润	63%	11%	17%	25%	21%
获利能力					
毛利率	23.2%	20.4%	20.9%	21.3%	21.8%
净利率	14.2%	12.5%	12.7%	13.3%	13.6%
ROE	22.5%	18.7%	14.4%	15.5%	16.2%
ROIC	19.4%	14.3%	10.8%	11.8%	12.7%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	58.2%	41.0%	39.7%	38.7%
净负债比率	21.0%	26.7%	15.3%	13.5%	11.9%
流动比率	1.0	1.0	1.6	1.7	1.8
速动比率	0.2	0.2	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.0	0.8	0.7	0.7	0.7
存货周转率	2.1	2.1	2.0	2.2	2.2
应收帐款周转率	86.1	61.6	50.6	64.9	64.4
应付帐款周转率	7.2	8.2	7.9	7.7	7.6
每股资料(元)					
每股收益	0.69	0.76	0.89	1.11	1.34
每股经营现金	1.40	1.01	1.73	1.55	1.81
每股净资产	3.05	4.06	6.18	7.17	8.24
每股股利	0.00	0.57	0.00	0.11	0.27
估值比率					
PE	32.4	29.2	25.0	20.0	16.6
PB	7.3	5.5	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	24.6	20.7	15.6	12.6	10.7

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。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008年新财富公用事业第四名，2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09年至今任造纸轻工行业研究助理，2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五。

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。