

轻工制造行业专题报告

小荷才露尖尖角 转型更上一层楼

投资要点

- ❖ **消费升级推动需求快速增长。文娱轻工行业将充分受益于中国“休闲娱乐性”消费升级：**中国2010年人均GDP已达4000美元，80后、90后进入“旺盛消费期”带来第三次消费高峰，将推动“休闲娱乐性”消费升级；日本60年代消费升级推动文娱类支出增长3-4倍，目前中国文娱类人均消费不到发达国家的5%，成长空间巨大。**消费升级推动包装行业集中度提升：**“十二五规划”启动中国的消费时代，预计2011年社销将维持18%的快速增长，下游消费品行业的增长将推动其附属包装行业的较快增长；目前包装行业的集中度很低（前5大企业不到20%），我们认为消费升级将推动消费品行业整合，促使包装行业的集中度提升。
- ❖ **产业转型将催生行业龙头。文娱轻工行业：**日本产业转型铸就全球行业巨头，例如日本玩具巨头2010年收入约44亿美元。中国已出现转型先锋，摆脱代工，积极向品牌、渠道和设计领域升级，必将产生行业龙头。**包装行业：**包装龙头将产业由珠三角等传统制造基地迁到环渤海、中西部等新兴基地，实现全国布局。例如瓦楞包装龙头合兴包装已建设15家综合厂，2008-2010年收入的年复合增长超过50%；同时引领技术和服务创新，提供专业包装解决方案，实现规模化和专业化并行。
- ❖ **文娱轻工行业投资逻辑：品牌、渠道及研发设计能力。**自主品牌提升盈利能力，品牌龙头毛利率普遍较行业平均水平高出15%-20%；内销渠道建设有助于攫取产业链更多的利润空间，较强的研发设计能力则可提高产品附加价值；**包装行业投资逻辑：优质客户资源和规模优势。**优质客户资源是包装龙头的核心竞争优势；包装龙头率先进行全国战略布局，巩固规模化优势。包装龙头毛利率维持在20-30%，显著高于行业平均的10-15%。
- ❖ **风险因素：**海外消费需求疲弱可能影响文娱轻工行业出口；文娱轻工内销市场开拓和渠道铺设风险；原纸、PP、PE等上游原料价格波动带来毛利率风险。
- ❖ **行业评级与投资策略。**我们看好文娱轻工和包装行业，消费升级和产业转型将有望推动行业继续高速增长，维持“强于大市”评级。文娱轻工重点推荐车模龙头星辉车模（高成长性确定）和文具龙头齐心文具（股权激励推出，增长即将发力）；包装行业重点推荐瓦楞包装龙头美盈森（产能大幅扩张推动盈利增长）和合兴包装（预期收入实现高增长，盈利增长将加速），塑料包装龙头永新股份（估值较低，增长稳定）和通产丽星（产能推动盈利增长）。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE			PB	评级	目标价(元)
		10E	11E	12E	10E	11E	12E			
星辉车模	17.65	0.36	0.52	0.86	49	34	21	4.0	买入	21.50
齐心文具	15.91	0.27	0.41	0.86	58	39	19	3.0	买入	21.50
美盈森	41.14	0.80	1.21	2.04	51	34	20	4.5	买入	51.10
合兴包装	14.87	0.33	0.55	0.72	45	27	21	4.1	买入	18.00
永新股份	15.63	0.66	0.82	1.09	24	19	14	3.0	买入	20.53
通产丽星	16.29	0.37	0.52	0.78	44	31	21	4.2	买入	19.50

资料来源：中信数量化投资分析系统。注：股价为2011年4月13日收盘价。

强于大市（维持）

中信证券研究部

朱佳

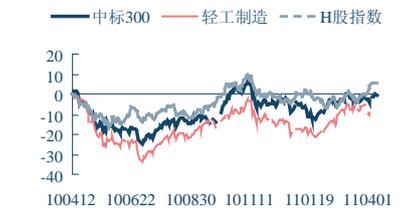
轻工制造行业高级分析师

电话：021-68761847

邮件：zhjia@citics.com

执业证书编号：S1010510120064

相对指数表现



相关研究

- 1.《轻工制造行业2011年投资策略—引领产业升级 精选成长龙头》...2010-12-15
- 2.《文娱类轻工行业投资策略报告—分享消费升级盛宴 开拓产业转型道路》.....2010-09-06
- 3.《轻工制造行业2010年下半年投资策略—其他轻工：产业升级带动盈利增长造纸行业：分纸种差异化日益彰显》.....2010-06-30

目 录

消费升级推动需求持续增长	1
文娱轻工行业：受益于“休闲娱乐性”消费升级	1
包装行业：消费升级推动集中度提升	3
产业转型催生行业龙头	5
文娱轻工行业：产业转型先锋将崛起	5
包装行业：龙头将规模化与专业化并行	6
投资逻辑、行业评级及股票推荐	7
文娱轻工行业投资逻辑：品牌、渠道和研发设计优势	7
包装行业投资逻辑：优质客户资源和规模优势	8
重点公司盈利预测、估值及评级汇总表	10
重点推荐公司简评	11

插图目录

图 1：消费结构升级图谱	1
图 2：中国城市化进程预测	2
图 3：中国人口结构预测（15-60 岁人口数及占比）	2
图 4：日本 1963-1975 每户家庭消费支出	2
图 5：日本 1963-1975 家庭文娱轻工消费复合增长率	2
图 6：下游制造业主营业务收入累计同比增速	3
图 7：下游制造业主营业务收入累计同比增速	3
图 8：美国软包装（以塑料为主）市场结构	4
图 9：北美瓦楞纸箱包装行业集中度（2007）	4
图 10：微笑曲线	5
图 11：中国文娱类轻工行业经营模式转型过程	5
图 12：包装龙头将产业向内陆地区转移	6
图 13：包装一体化供应商经营模式	7
图 14：星辉车模毛利率高于行业平均水平	8
图 15：齐心文具毛利率高于行业平均水平	8
图 16：美盈森和合兴包装毛利率高于行业平均水平	10
图 17：永新股份和通产丽星毛利率高于行业平均水平	10

表格目录

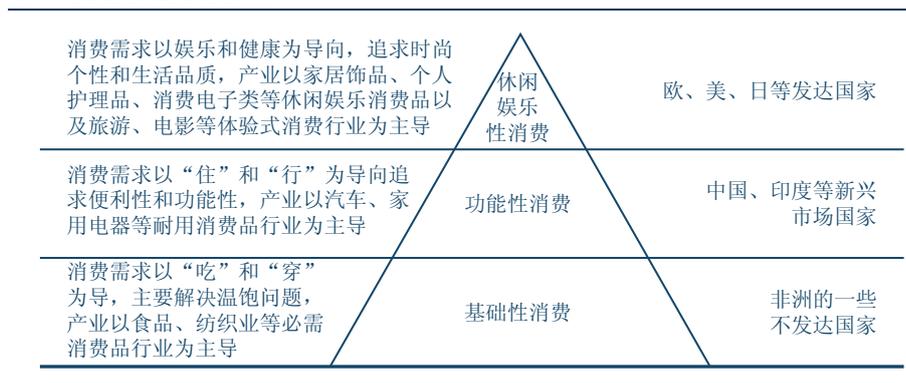
表 1: 中国三次消费高峰特点分析.....	1
表 2: 中国与美日欧玩具/车模/家具人均消费比较.....	2
表 3: 发达国家消费品制造业集中度很高, 高度品牌化.....	3
表 4: 中国包装市场集中度情况.....	4
表 5: 中国下游部分消费品制造行业集中度较高, 品牌化程度较强.....	4
表 6: 日本玩具行业 and 企业的转型之路.....	5
表 7: 产业转型的领先文娱轻工企业.....	6
表 8: 文娱轻工行业龙头品牌和渠道概览.....	8
表 9: 国内塑料软包装龙头永新的客户概览.....	9
表 10: 国内化妆品塑料包装龙头通产丽星的客户概览.....	9
表 11: 国内瓦楞包装龙头美盈森的客户概览.....	9
表 12: 国内瓦楞包装龙头合兴包装客户概览.....	9
表 13: 包装龙头规模和增长情况 (2010)	10
表 14: 重点上市公司盈利预测、估值及评级.....	10

消费升级推动需求持续增长

文娱轻工行业：受益于“休闲娱乐性”消费升级

第三次消费高峰将推动“休闲娱乐性”消费升级

图 1：消费结构升级图谱



资料来源：中信证券研究部

中国目前处在以功能性消费为主的阶段。中国已发生过两次消费高峰，分别在 1984-1989 年和 1992-1997 年。第一次消费高峰即以满足“衣食”的基础性消费为主，产业以食品饮料、纺织服装等必需消费品行业主导；随着人均可支配收入的提高与城市化进程的推进，第二次消费高峰基本实现从基础性消费向以“住行”为导向的功能性消费升级，产业以家用电器等耐用消费品行业为主导。

中国人均 GDP 在 2008 年突破 3000 美元大关，2010 年达到 4000 美元，已步入消费黄金增长长期。而第三次生育高峰出生的人群（80 后、90 后）逐渐进入“旺盛消费期”，将造就未来十年的第三次消费高峰。根据联合国人口署预测，中国人口中 15-60 岁的人口数量将于 2015 年达到峰值，并且将持续至少 10 年的峰值状态（人口维持在 9 亿左右），对消费的贡献将非常巨大。

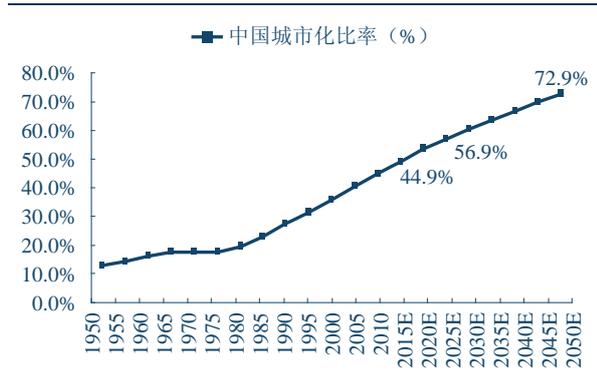
我们认为中国未来将向“休闲娱乐性”这一更高的消费层次升级。因为未来消费主力是 80 后、90 后，他们的消费更注重生活品质、个性、时尚、设计、品牌内涵等精神层面的需求，并且追求“便利性、舒适性、娱乐性、美观性”。

表 1：中国三次消费高峰特点分析

	第一次消费高峰	第二次消费高峰	第三次消费高峰
出生年代	1950—1957	1962-1975	1980-1991
消费高峰期	1984-1989	1992-1997	2007-2015
消费倾向	收入低、消费低	消费倾向低，储蓄率高	消费倾向高，部分属于“月光族”
消费热点	衣食等基本需求，以食品、饮料、服装、自行车、手表、音响等为代表	耐用消费品，以电视、电冰箱、洗衣机、空调为代表	高档服饰、化妆品、金银珠宝首饰等时尚护理消费品；汽车、消费类电子等中高端消费品；动漫、玩具、文具等文化娱乐用品；艺术陶瓷，家具等家居用品；旅游、电影等体验式消费
恩格尔系数	城镇>54%， 农村>56%	城镇>50%， 农村>58%	城镇<35%， 农村<45%
居民生活水准	人均 GDP1000 元左右，居民收入偏低，需求尚未激活，消费只是满足基本的生活需求	94 年城镇居民可支配收入达到 0.43 万元，农村居民达到 0.122 万元，居民需求刚刚激活	09 年城乡居民可支配收入分别为 17175 元和 5153 元，消费能力进入一个新的阶段。人均 GDP 在 08 年突破 3000 美元大关，2009 年达到 3700 美元，中国已步入消费黄金增长长期
消费市场格局		92-97 年农村收入复合增长率达到 22% 超过城市收入复合增长率，农村占据 43% 的份额	城市消费市场占据 72% 的份额

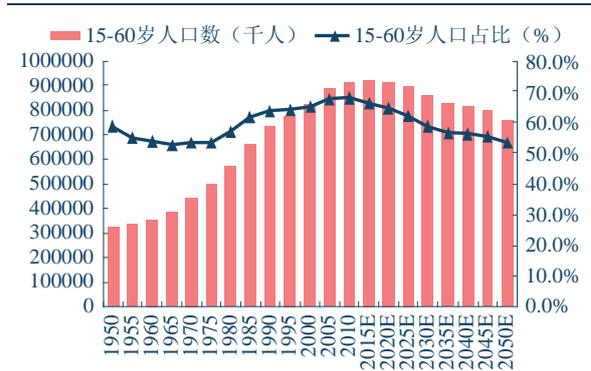
资料来源：中信证券研究部

图 2：中国城市化进程预测



资料来源：联合国人口署，中信证券研究部

图 3：中国人口结构预测（15-60 岁人口数及占比）

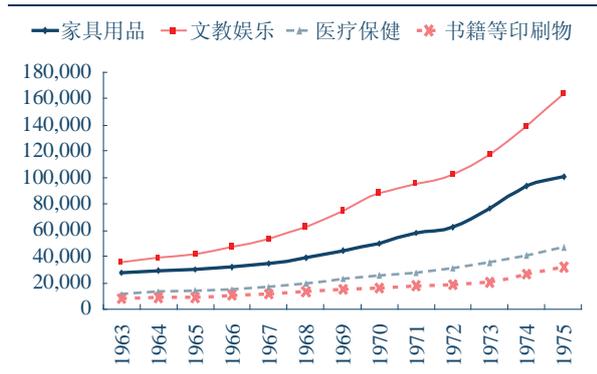


资料来源：联合国人口署，中信证券研究部

文娱轻工充分受益于消费升级

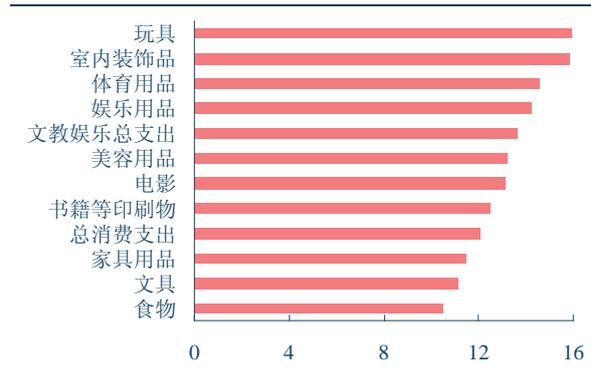
我们借鉴日本 60-70 年代的文化娱乐类消费结构升级轨迹，日本的消费升级促使文娱支出快速增长。日本自 1960 年起开始实施“国民收入倍增计划”，到 1967 年国民收入增加一倍。日本家庭的文化娱乐的支出出现显著提升，1975 年每户家庭花费逾 160,000 日元在文教娱乐类上，较 1963 年翻了 3.6 倍；每户家庭年文教娱乐总支出的年复合增长率为 14%。

图 4：日本 1963-1975 每户家庭消费支出 单位：日元



资料来源：日本统计局，中信证券研究部

图 5：日本 1963-1975 家庭文娱轻工消费复合增长率



资料来源：日本统计局，中信证券研究部

我们认为，休闲娱乐性消费升级时代到来，中国在玩具、文具和艺术陶瓷等的消费空间很大，文娱轻工行业的内销市场将进入快速增长期。对比当前中国和发达国家文娱类产品的人均消费水平，中国均远远落后。例如，中国每年人均玩具消费额仅有 9 美元，美国和日本的人均消费额则高达 380 美元和 304 美元；中国人均车模消费量只有 0.19 具，远低于美日欧的 4-7 具。

表 2：中国与美日欧玩具/车模/家具人均消费比较

国家	人均消费		
	玩具 美元/年	车模 具	家具 美元/年
中国	9	0.19	5
美国	380	6.68	236
日本	304	4.60	225
欧洲	260	4.38	NA

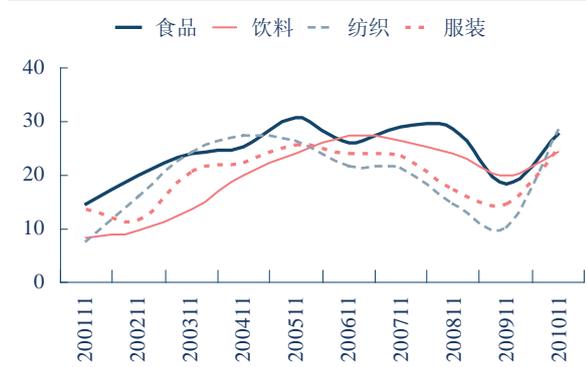
资料来源：星辉车模等公司招股书，中信证券研究部

包装行业：消费升级推动集中度提升

包装行业的下游几乎覆盖所有消费品制造企业，包括食品饮料、日化、家电、医药、电子通讯等行业，这些行业的增长决定其附属包装行业的增长，使包装呈现较强的“类消费性”。

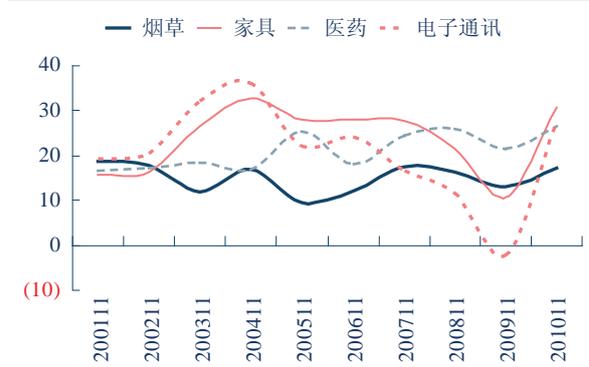
我们认为下游消费品行业的持续增长，将推动包装需求快速增长。2010 年食品饮料、纺织服装、医药等消费品零售额增速均保持 20-30% 的快速增长。进入 2011 年，国家“十二五规划”明确提出“坚持扩大内需，特别是消费需求”的战略，中国的消费时代将启动，消费对于 GDP 增长的贡献率将由 2009 年 53% 进一步提升。中信证券研究部商业零售研究小组预计，随着国家各项促进消费增长的政策逐步推进，居民收入较快提升和消费升级加速，社销总额 2011 年将维持 18% 左右的快速增长。

图 6：下游制造业主营业务收入累计同比增速 单位：%



资料来源：Wind、中信证券研究部

图 7：下游制造业主营业务收入累计同比增速 单位：%



资料来源：Wind、中信证券研究部

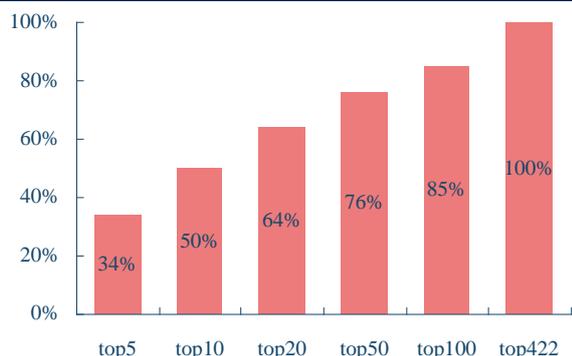
包装行业的集中度由其下游消费品制造业的集中度和品牌化水平决定。美欧日等发达国家和地区消费品制造业的集中度和品牌化已达到较高水平，例如，美国的可口可乐、百事可乐、DPS 三大软饮料行业巨头占据了约 90% 的市场份额；日本前五大手机制造商共占 64% 的份额。这些发达国家下游消费品制造业较高的集中度直接传导至包装企业，例如，美国前 10 大塑料软包装龙头市场份额约 50%；欧美日前 5 大瓦楞包装龙头市场份额在 50-70%。

表 3：发达国家消费品制造业集中度很高，高度品牌化

行业	主要厂商/品牌	集中度
美国软饮料市场	可口可乐、百事可乐、DPS	CR3=88 %
美国啤酒市场	百威英博、SABMiller	CR3=77 %
日本手机市场	夏普、PMC、东芝、NEC、富士通	CR5=64%
法国家电市场	伊莱克斯、博世-西门子、惠而浦、Elcobrand、Indesit	CR5=58%

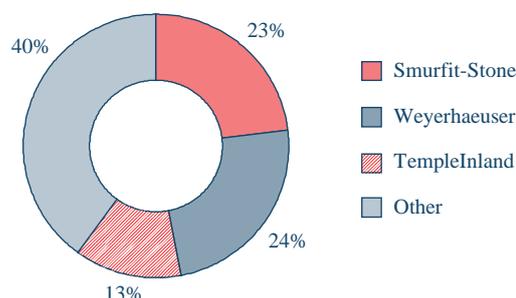
资料来源：Beverage Digest/Maxwell, MM 综研, Euromonitor, 中信证券研究部

图 8: 美国软包装（以塑料为主）市场结构



资料来源: US Flexible Packaging Association, 中信证券研究部

图 9: 北美瓦楞纸箱包装行业集中度 (2007)



资料来源: ICCA, 中信证券研究部

目前中国包装市场十分分散, 行业集中度低, 规模以上的包装企业约 2000 多家, 其他中小包装企业数量庞大。我们推算, 瓦楞包装前 10 大企业的市场份额不到 8%; 塑料包装相对较高, 在各自的细分领域, 前 5 大企业市占率在 10-20%, 远低于欧美日成熟市场龙头的综合市场占有率。

表 4: 中国包装市场集中度情况

包装子行业	主要公司市场份额					市场集中度
瓦楞包装	永丰余	华侨城控股 (香港)	合兴包装	美盈森		CR4=3.3% (2008)
	1.50%	0.63%	0.55%	0.55%		
塑料软包装	永新股份	江苏彩华	上海紫江	大连大富	北京德宝	CR5=14% (2008)
	4.00%	3.00%	2.50%	2.40%	2.20%	
化妆品塑料包装	通产丽星	雷盛德	藤兴工业	中山环亚	群欣塑胶	CR5=24% (2006)
	6.63%	5.80%	4.64%	3.34%	3.24%	

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

中国消费品制造业的行业集中度现在已逐渐提升, 品牌化趋势也已形成。例如, 饮料制造业、家电、消费电子等行业的集中度较高, 各行业的龙头公司凭借其品牌效应占据较高的市场份额。

中长期来看, 消费升级将继续推动下游消费品制造业整合, 行业集中度将不断提高, 这也意味着, 包装行业的集中度将同步提升。

表 5: 中国下游部分消费品制造行业集中度较高, 品牌化程度较强

消费制造子行业	主要厂商/品牌	集中度
乳制品行业	蒙牛、伊利、光明	CR3=35%
啤酒行业	华润雪花、青岛、燕京	CR3=44%
高档白酒行业	茅台、五粮液	CR2 ≥ 70%
家用电器行业		
电视	TCL、长虹、创维、康佳、海信等	CR10=87%
洗衣机	海尔、小天鹅、荣事达等	CR10=84%
冰箱	海尔、美的、美菱、科龙等	CR10=83%
空调	格力、美的、海尔、格兰仕等	CR10=82%
电脑行业		
笔记本电脑	联想、惠普、戴尔、华硕、宏基	CR5=77%
台式电脑	联想、惠普、戴尔、方正、同方	CR5=75%

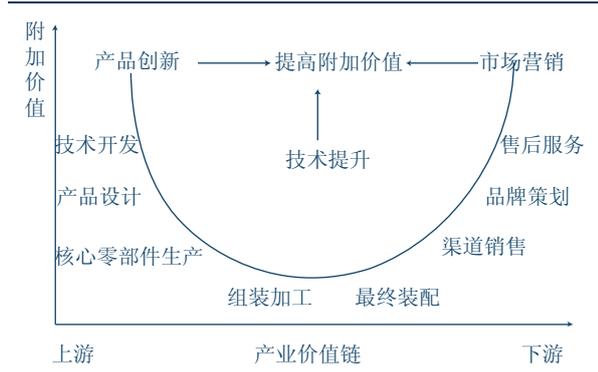
资料来源: 三星经济研究院, 公司年报, 中信证券研究部

产业转型催生行业龙头

文娱轻工行业：产业转型先锋将崛起

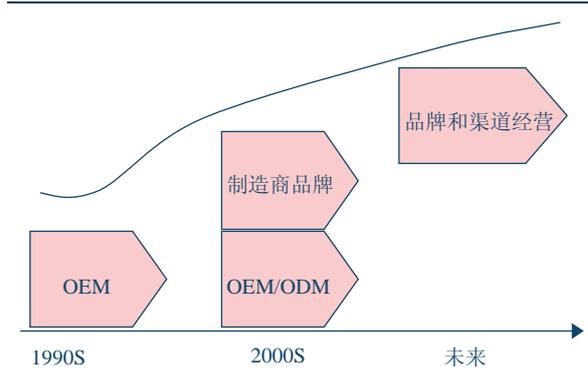
在出口疲弱、劳动力成本上升的外患内忧下，中国文娱轻工企业不得不摆脱低利润的 OEM 模式向微笑曲线的两端进行产业结构升级，注重品牌和渠道，进一步提高产业附加价值。

图 10：微笑曲线



资料来源：中信证券研究部

图 11：中国文娱类轻工行业经营模式转型过程



资料来源：中信证券研究部

我们参考日本 60-70 年代的产业转型，其文娱轻工行业成功实现从“日本制造”到“日本设计”的产业层次升级，打造出玩具巨头 Bandai 和 Tomy 等。据日本玩具协会统计，2008 年日本国内玩具市场规模已达到 6636 亿日元；Bandai 已成为全球第三大玩具巨头，年收入高达 4264 亿日元；Tomy 的年收入也达到 1806 亿日元。

表 6：日本玩具行业和企业转型之路

时期	日本玩具行业	Tomy 公司	Bandai
二战以前	日本玩具设计简单，工艺落后，主要模仿占据全球大部分市场份额的德国、美国	1924 年开始生产玩具	
战后-50 年代	1948 年左右，美国的玩具产业转移至日本，受美国漫画和玩具的影响，日本玩具产业空前繁荣，但当时主要从美国进口初产品，深加工后赚取更多利润；到 50 年代中期，日本成为头号玩具制造国，甚至军工企业也生产玩具，抢占美国德国的市场份额	1953 年正式成立公司，品牌迅速成长；1957 年推出的“吹肥皂泡的大象”全球销量超过 60 万个，成为品牌成功的首个标志	1950 年 7 月成立时主要进行代工生产，同时基于流行的电视节目和漫画制作相关玩具
60 年代初-80 年代末	随着日本动漫产业的崛起和玩具设计师的出现，玩具业开始向本土动漫转型，沿着“动漫-电影-玩具及其衍生品”的发展路径，从日本制造成功转型为日本设计	1963 年改名为 Tomy，设计卡通形象，培养大批玩具设计师，将创意与科技结合，并壮大研发力量；80 年代末进军电子游戏业和机器人玩具市场。先后在香港、泰国建立制造基地	80 年代末进入电子游戏产业；1982 年开发原创动漫和电影；1986 年上市；80 年代末在香港、泰国等地建立生产基地
90 年代	随着日本劳动力成本的上升和东南亚制造业的发展，重复美国玩具业曾经的历程，将制造外包，靠设计和营销赚取高额利润	扩大海外生产基地规模，国内则以设计和营销为主；1999 年 3 月上市；1999 年与“孩之宝”建立战略合作关系，加强渠道和品牌控制权	在越南和墨西哥建立工厂，降低成本；1999 年与美泰合作。2000 财年销售收入达 2086.2 亿日元
21 世纪初	大公司间的并购频繁，产业集中度非常高	Tomy 与 Takara 合并成为日本玩具巨头	2005 年 Bandai 与 Namco 合并，成为全球第三大玩具制造商

资料来源：相关公司公告、公司网站，中信证券研究部

我们认为未来在“休闲娱乐性”消费升级的推动下，中国产业转型的领先企业有望成长为品牌龙头。目前中国文娱轻工行业已在广东等地形成了具有丰富资源优势的产业集群，并出现一些具有前瞻性的细分行业龙头，他们率先摆脱低级的代工生产模式，开创自主品牌，重点从事产品研发和设计，并建设自有渠道，成为产业转型的先行者。

表 7：产业转型的领先文娱轻工企业

公司	行业	地理位置/产业集群	主要产品	自主品牌	目标市场
星辉车模	玩具	“中国玩具礼品城”广东汕头澄海区	车模，占比逾 75%	Rastar	约 70% 出口至 36 个国家和地区
奥飞动漫	玩具	“中国玩具礼品城”广东汕头澄海区	动漫玩具，占比逾 80%	奥迪	内销占比 85%
高乐股份	玩具	广东普宁市	电动火车、机器人等玩具	GOLDLOK	超过 90% 出口至逾 100 个国家和地区
骅威股份	玩具	江苏省常州市	智能玩具占比约 50%	HUAWEI	超过 90% 出口至近 100 个国家和地区
群兴玩具	玩具	“中国玩具礼品城”广东汕头澄海区	电动玩具	QUNXING	超过 50% 销往海外
齐心文具	文具	广东深圳市	办公文具	Comix	约 40% 出口至逾 100 个国家和地区
长城集团	家具用品	“中国瓷都”广东潮州市	艺术陶瓷	长城	逾 80% 出口至 68 个国家和地区
浙江永强	家具用品	浙江省临海市	户外休闲家具	Creador、Yotrio、Better Garden	99% 出口至欧洲、美洲、澳大利亚等国家和地区
美克股份	家具用品	新疆乌鲁木齐	家具	美克美家	逾 50% 出口
宁基股份	家具用品	广东增城市	家具	索菲亚	基本全部内销
浙江永强	家具用品	浙江省临海市	户外休闲家具	Creador、Yotrio、Better Garden	99% 出口至欧洲、美洲、澳大利亚等国家和地区

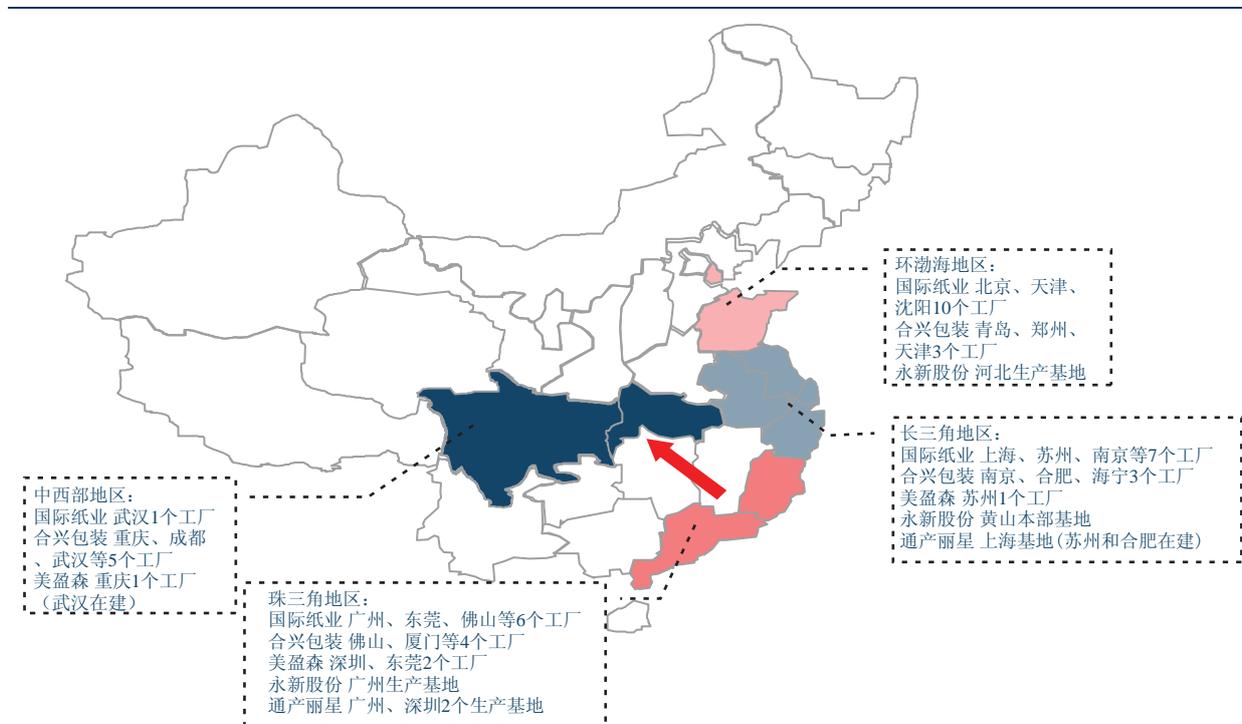
资料来源：相关公司招股书，中信证券研究部

包装行业：龙头将规模化与专业化并行

规模化：包装龙头将向内陆转移

为实现规模化和产业转型，国内包装龙头企业正逐步将产业由珠三角和福建等传统生产基地转移到环渤海、中西部等新型生产基地。目前中国已基本形成包装的四大产业基地：珠三角和福建地区、长三角地区、环渤海和中西部地区。国际纸业、合兴包装、美盈森等纸包装巨头在四大区域均有分布，永新股份、通产丽星等塑料包装龙头则集中于长三角、珠三角和环渤海区域。随着下游消费品制造企业的内迁，并且内陆地区的土地、人工等成本相对较为吸引，我们预计未来国内包装龙头将会进一步加快在中西部等内陆地区的投资建厂。

图 12：包装龙头将产业向内陆地区转移



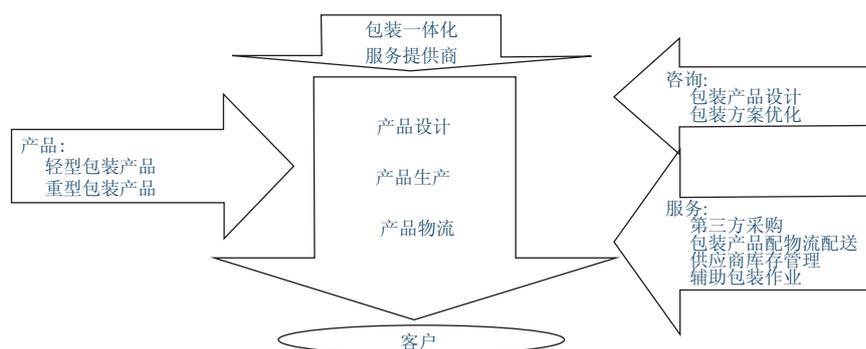
资料来源：相关公司年报、公司网站，中信证券研究部

专业化：包装龙头引领技术和 Service 创新

在消费升级的推动下，包装下游消费品制造业对包装的要求从“简单提供基本的包装容器”迅速上升为“完善的专业包装解决方案”。为了获得更多的优质客户资源，国内包装龙头必须引领的包装的技术和服务创新。

例如，合兴包装预印技术居于行业前列，近期投资逾 6 亿元在湖北建设中国最大预印基地，将引领高档瓦楞包装印刷的重要发展趋势；美盈森的包装一体化服务显著优于同业，公司通过提供专业包装一体化服务与客户产业链无缝对接，使得下游客户专注于自身核心业务。

图 13：包装一体化供应商经营模式



资料来源：美盈森招股书，中信证券研究部

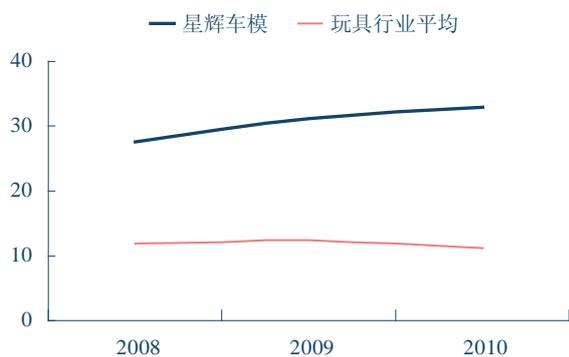
投资逻辑、行业评级及股票推荐

文娱轻工行业投资逻辑：品牌、渠道和研发设计优势

我们认为文娱轻工行业应精选在自主品牌、渠道建设和研发设计能力上具有竞争优势的成长性行业龙头。在品牌、渠道和研发设计上显著优于同业的公司，一般都获得更高的盈利水平。例如美国玩具巨头美泰拥有芭比、费雪等知名品牌，在全球多个国家铺设了广泛的营销渠道，每年花费数千万美元在研发上，目前在美国的市场份额约 20%，毛利率高达 45%。中国文娱轻工的行业龙头企业现已拥有较高知名度的自主品牌，内销渠道已形成一定规模，研发技术代表行业的先进水平，因此盈利能力高于行业平均水平，例如星辉车模毛利率在 30% 左右，远高于玩具行业平均毛利率 10-15%。

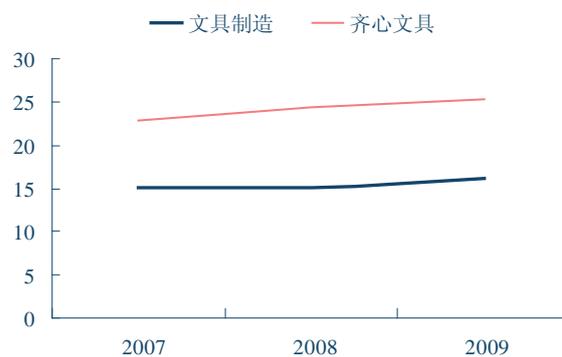
这些行业龙头在 2010 年普遍遭遇产能瓶颈，而内销与出口订单两旺，产品呈现供不应求状态。预计 2011 年起，这些企业 IPO 新产能将逐渐投放，促使盈利显著增长。

图 14: 星辉车模毛利率高于行业平均水平 单位: %



资料来源: Wind、中信证券研究部

图 15: 齐心文具毛利率高于行业平均水平 单位: %



资料来源: Wind、中信证券研究部

表 8: 文娱轻工行业龙头品牌和渠道概览

公司	国内同业规模排名	品牌	品牌定位	产品差异化	内销渠道
星辉车模	第一	RASTAR	大众消费型	采用授权生产车模, 与其他车模产品差异化大	内销占比约 30%。与经销商合作建设渠道, 实体店+网络销售
奥飞动漫	第一	奥迪	以中端为基础, 抢占一定高端市场份额	“动漫+玩具”模式, 具有原创性	内销占比约 85%。与经销商合作建设渠道
高乐股份	前三	GOLDLOK	大众消费型	自主品牌“高乐”, 产品技术含量较高	内销占比低于 10%。计划建设品牌实体店
骅威股份	第七	HUAWEI	大众消费型	“动漫+玩具”模式, 自主品牌“HUAWEI”	外销超过 90%, 销售渠道: 出口、专卖店、卖场超市、校边店
群兴玩具	第一	QUNXING	大众消费型	差异化程度较高, 自主品牌 QUNXING	外销超过 50%, 内外销均通过经销商销售
齐心文具	前三	Comix	从低端到高端细分市场	差异化主要体现在高端产品	内销占比约 60%。已拓展 3 万家以“Comix”为店面品牌的店, 其中 4000 家公司直接配送产品。
长城集团	前三	长城	中高档	以文化创意为导向, 产品差异化显著	内销占比约 10%。计划“直营+加盟”的渠道建设。
浙江永强	第二	Creador、Yotrio、Better Garden	大众消费型	经营模式以 odm 为主, 本地化设计	外销占比逾 99%, 基本通过海外经销商销售
美克股份	前三	美克美家	高档家具	以设计为导向, 产品差异化较明显	内销占比逾 40%。通过“美克美家”直营品牌店开拓市场。
宁基股份	定制衣柜细分市场第一	索菲亚	中高端市场	个性化设计、标准化生产, 产品差异化显著	内销占比逾 99%, 渠道: 经销商+直营店+大宗客户

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

包装行业投资逻辑: 优质客户资源和规模优势

因附属于下游消费品企业, 包装企业核心的竞争力即是拥有众多大型国内外消费品企业的优质客户资源。这些消费品龙头企业引领行业成长, 包装企业如果成为他们长期的战略合作伙伴, 可分享其产品和业务增长所带来的旺盛的包装需求。

观察国内已经具有一定规模的包装龙头, 他们都凭借高质量的产品、优秀的服务和不断的技术创新获得许多重要消费品生产企业青睐, 成为这些企业主要的包装供应商。例如, 塑料软包装龙头永新是宝洁日化洗涤用品部门和伊利奶粉产品最大的软包装供应商, 具有很强的竞争优势; 瓦楞包装龙头美盈森是富士康、IBM、三星等大型国际电子企业的重要纸包装供应商。一方面, 包装龙头可继续深入拓展现有大客户的新业务; 另一方面, 包装龙头在业内积累丰富的客户资源也将吸引更多潜在客户。

表 9：国内塑料软包装龙头永新的客户概览

行业	客户名称
食品行业	统一食品、伊利股份、完达山、贝因美、圣源、徐福记、旺旺、洽洽、喜之郎、香飘飘、雨润、双汇、百事、通用磨坊、卡夫食品、多美兹、意大利不凡帝、箭牌、太太乐、好丽友等
日化行业	宝洁、纳爱斯、南风化工、立白、传化集团、日本小林、联合利华、诺华公司、拜耳公司、实德集团等
医药行业	三九医药、丽珠集团、哈药集团、修正药业、双鹤药业、神威药业、云南滇虹、湖北广济、康恩贝、仁和药业、桂龙药业、亚洲制药、汇仁集团、健民药业、地奥集团等

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 10：国内化妆品塑料包装龙头通产丽星的客户概览

行业	客户名称
日化行业	宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、雅芳、雅诗兰黛、资生堂、东洋之花、雅倩、屈臣氏、强生（可伶可俐）、妮维雅、如新、登喜路、美伊娜多、高丝
食品行业	箭牌

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 11：国内瓦楞包装龙头美盈森的客户概览

类别	主要客户	主要产品
IT 电子	富士康、IBM、艾默生、三星、纬创资通、乐采、杜邦、长城计算机、日立、环旭、伟创力、新峰电子等	台式电脑、硬盘、主板、液晶显示器、液晶面板、路由器、服务器、相机、打印机及耗材等
通讯类	富士康、艾默生、三星、纬创资通、赛尔康、比亚迪等	网络电话机、充电器、手机、手机电池等
机电	富士康、IBM、艾默生、三星、纬创资通、捷普、麦克维尔、新美亚等	机柜、大型控制机柜、大型超重型控制机柜、大型超重服务器、风力发电机、电源服务器、中央空调等
家电	三星、伊莱特、日立、中山东城	电视机、DVD、家庭影院、空调、小家电等
其他	新美亚、东软飞利浦、杜邦、信义玻璃、可口可乐、华润怡宝	医疗设备、彩超、五金、汽车玻璃、农产品、食品、饮料等

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

表 12：国内瓦楞包装龙头合兴包装客户概览

类别	主要客户	主要产品
IT 电子	戴尔、厦华、钦积、富士电子(FDK)、利胜、柯达、联想移动、APC(艾佩斯)、飞利浦、都茂、飞新照明(飞利浦控股)、英华达、博西华、南京夏普、中卫、冠捷、唯冠电子	台式电脑、硬盘、主板、液晶显示器、液晶面板、路由器、服务器、相机、打印机及耗材等
日化行业	菲利、金日制药、朗美、海狮复合、吉人、爱仕达、维达纸业	洗衣粉、医药、工业及生活污水处理、特种建材。玻璃纤维等
食品饮料	乐百氏(福清)、福海粮油(金龙鱼)、南京金陵啤酒、新锦丰集团(广德公司)、中萃食品(可口可乐)、南京喜之郎、华利佳、上好佳、达利、白象、伊利、亲亲、蒙牛、双汇、统一、百事可乐	食品、饮料等
专业箱板纸	军容集团	箱包面料织造、钢丝钢架制作、纸巾等
家具行业	宜家	家具等
其他行业	新文行、南京、A.O 史密斯、熊猫、振兴运动、美的	小家电、烟草、太阳能热水器等

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

因为需要对消费品企业提供配套服务，并对客户需求快速响应，塑料包装企业需要对珠三角、长三角等传统消费品生产基地进行战略布局，同时需快速拓展至环渤海、中西部等新兴生产基地，因此规模优势对于包装企业十分重要。例如，合兴包装作为国外瓦楞包装龙头，基本已形成全国布局，建设 15 个综合厂，覆盖主要的消费品制造基地。富士康在 2010 年加速内迁后，去成都、郑州、武汉等地设厂，合兴在当地均有布局，顺利成为富士康的瓦楞包装供应商。

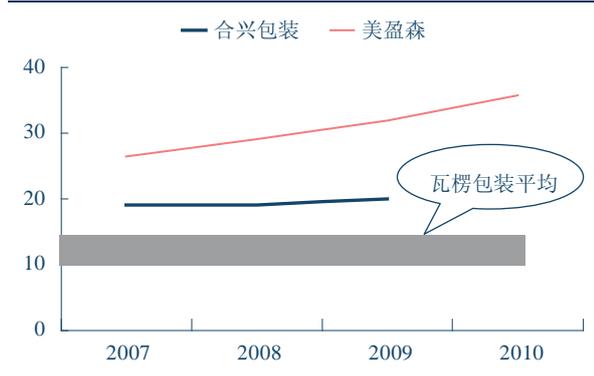
拥有优质客户资源以及规模优势的包装龙头的盈利水平普遍高于行业的平均水平。例如，瓦楞包装的行业平均毛利率在 10-15%，包装龙头美盈森因专业化优势毛利率水平达到 30% 以上，合兴包装则因规模化优势毛利率水平稳定在 20% 左右。

表 13: 包装龙头规模和增长情况 (2010)

包装龙头	营业收入 (亿元)	08-10营收 年复合增速	净利润 (百万元)	08-10净利 年复合增速	市场份额	工厂数量
合兴包装	15.2	54.46%	71	18.28%	1.07%	15
美盈森	7.3	7.24%	142	18.21%	0.51%	4 (2个在建)
永新股份	12.7	2.31%	121	33.47%	5.10%	3
通产丽星	7.1	11.56%	97	42.90%	6.04%	3 (2个在建)

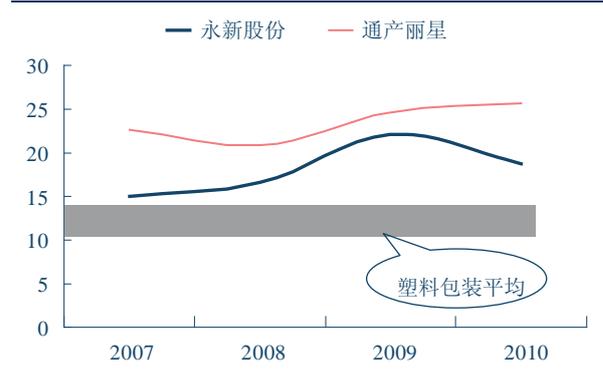
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部, *根据销售收入测算

图 16: 美盈森和合兴包装毛利率高于行业平均水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 17: 永新股份和通产丽星毛利率高于行业平均水平



资料来源: Wind, 中信证券研究部

重点公司盈利预测、估值及评级汇总表

文娱轻工行业重点推荐车模龙头星辉车模和文具龙头齐心文具; 包装行业重点推荐瓦楞包装龙头美盈森和合兴包装, 塑料包装龙头永新股份和通产丽星。

参考当前 A 股市场中小板估值水平 2011/2012 年动态 PE 35/26 倍、创业板估值水平 2011/2012 年动态 PE 36/25 倍, 我们按 2012 年业绩 25 倍动态市盈率进行估值, 分别给予星辉车模、齐心文具、美盈森、合兴包装和通产丽星目标价 21.50 元、21.50 元、51.10 元、18.00 元和 19.50 元。永新股份盈利一直保持 20-25% 的稳定增长, 我们按 2011 年业绩 25 倍动态市盈率进行估值, 给予 20.53 元目标价。

最新的盈利预测详见下表。

表 14: 重点上市公司盈利预测、估值及评级

简称	股价 (元)	目标价 (元)	EPS (元)			PE			PEG	PB	ROE	评级
			10E	11E	12E	10E	11E	12E				
星辉车模	17.65	21.50	0.36	0.52	0.86	49	34	21	1.36	4.0	8.47%	买入
齐心文具	15.91	21.50	0.27	0.41	0.86	58	39	19	1.86	3.0	5.21%	买入
美盈森	41.14	51.10	0.80	1.21	2.04	51	34	20	1.05	4.5	9.00%	买入
合兴包装	14.87	18.00	0.33	0.55	0.72	45	27	21	1.03	4.1	8.93%	买入
永新股份	15.63	20.53	0.66	0.82	1.09	24	19	14	1.00	3.0	16.10%	买入
通产丽星	16.29	19.50	0.37	0.52	0.78	44	31	21	1.01	4.2	16.39%	买入

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

注: EPS 预测均考虑了增发、配股、送股等产生的摊薄; 股价为 2011 年 4 月 13 日收盘价。

重点推荐公司简评

星辉车模（300043）：内外需求旺盛，产能扩张促增长

- ❖ **2010 年盈利增长超过 40%，业绩符合预期。**报告期内公司实现营业收入 3.25 亿元，营业利润 6167 万元，净利润 5585 万元，分别同比增长 39 %、42%和 43%。EPS 为 0.72 元，基本符合预期（0.75 元）。每 10 股转增 10 股并派现金 2 元（含税）。
- ❖ **内外销售收入快速增长、产品结构优化促使盈利快速增长。**2010 年公司内外销两旺，其中国内市场收入超过 9000 万元，同比增长 61%；欧美需求复苏，公司欧美出口收入增长 80-90%。公司目前已累计获得 24 个汽车品牌授权，位于车模行业前列。尽管原料成本上涨使主导产品车模毛利率略微下滑，但公司将高毛利率的车模占比由 09 年的 76%提升至约 85%，从而推动综合毛利率由 09 年的 31.26%提高至 32.95%。车模授权费用以及品牌和渠道建设导致全年期间费用率由前三季度 11.72%上升至 14.96%，但收入增长和毛利率提升仍推动盈利增长超过 40%。
- ❖ **拟扩张募投产能逾 26%，进一步推动业绩增长。**因车模需求旺盛，公司测算 2012 年可能存在 200 万具供给缺口，故追加不超过 8000 万元，将募投动态车模产能从 500 万件扩大到 690 万件，达产后预期将分别带来约 1.6 亿元和 2500 万元的收入和净利润。我们预计，原有车模项目和福建婴童车模项目将在 2011 年三季度渐次投产，推动今明业绩快速增长，而新增产能可能在 2012 年底或 2013 年初投产，最早于 2013 年带来收益。
- ❖ **风险因素：**获取汽车品牌授权及再授权风险；海内外车模和婴童车模新市场开拓风险；原材料价格波动风险；人民币升值风险。
- ❖ **维持前期盈利预测和“买入”的投资评级：**星辉车模（2010/2011E/2012E 年摊薄后 EPS 为 0.36/0.52/0.86 元，当前价 17.65 元，对应 2010/2011/2012 年 PE 49/34/20 倍，目标价 21.50 元，维持“买入”评级）。预计 2011 年全球车模市场规模将达 1200 亿元，国内市场增速将超 30%，公司将有望充分利用车模龙头的优势，扩大市场占有率和品牌影响力，预计品牌车模和婴童车模的产能释放将促使其 2010-2012 净利润 CAGR 达到 52%。

项目/年度	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入（百万元）	170.8	233.3	324.5	470.6	791.9
增长率YoY %	78.29	36.60	39.10	45.01	68.28
净利润（百万元）	25.4	39.1	55.8	82.2	135.9
增长率YoY%	106.95	53.90	42.95	47.18	65.29
每股收益（元）	0.16	0.25	0.36	0.52	0.86
毛利率%	27.64	31.26	32.95	32.53	31.71
净资产收益率%	37.75	38.56	8.00	10.50	14.78
每股经营性现金流（元）	0.29	0.60	0.44	0.68	1.01
P/E	110	72	49	34	20
P/B	41.6	27.6	4.0	3.6	3.1

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2011 年 4 月 13 日收盘价

齐心文具（002301）：依托品牌整合渠道，打造综合文具龙头

- ❖ **中国文具市场需求快速增长，公司依托品牌优势引领行业成长。**2006 年中国文具市场销售规模已超过 1000 亿元，公司预计未来十年仍将保持 10-20% 的增长，超过全球约 4% 的平均增长率。前中国文具行业集中度仍很低，行业正呈现集中化和品牌化趋势，公司有望凭借其品牌优势引领行业整合。
- ❖ **公司是办公文具领先品牌，致力于打造综合文具品牌龙头。**公司是中国最大的办公文具生产商，在文管用品市占率达 13%，其中中高档文件夹市场占有率约 30%。公司计划通过外包快速拓展产品品类，致力于打造国内综合文具的品牌龙头。日前公司已推出“波乐熊和兜兜”卡通系列的学生文具，特聘韩国设计师精心设计，大力拓展学生文具市场。
- ❖ **通过品牌制造、集成供应商模式和渠道整合实现转型升级。**公司以“品牌制造+集成供应商”的模式进行扩张，同时对内销渠道进行强化管理（内销占比已达 56%），通过整合上下游实现利润最大化。公司快速铺设的销售渠道已奠定先发优势，但渠道渗透的效果实现仍需假以时日。
- ❖ **募投项目因故延迟，预计产能今年下半年释放。**我们判断 2010 年公司因产能瓶颈而导致收入缓慢增长，而销售渠道和人员的大量投入则导致期间费用率显著上升。募投项目因厂地原因延迟，目前深圳厂地已落实，预计产能将于今年年下半年开始释放，2012 年开始进入快速增长期。我们预计 2011 和 2012 年收入分别增长 24% 和 62%，推动净利增长 50% 和 108%。
- ❖ **股权激励推出，彰显增长潜力。**公司拟向核心管理和技术人员共 145 人授予 580 万股限制性股票（占总股本 3%），首次授予 522 万股。授予价格为 7.85 元/股，2 年锁定期，3 年解锁期，每年解锁 1/3。经测算，业绩考核要求以 2010 年为基准，2012/2013/2014 年营业收入的年复合增长率分别不得低于 30%/32%/33%，2012/2013/2014 年净利年复合增长率不得低于 66%/53%/47%，彰显公司对未来业绩快速增长的信心。
- ❖ **风险因素：**内地分销渠道拓展的风险；海内外需求疲弱风险；原材料价格波动的风险。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**齐心文具（2010/2011/2012 年 EPS 预测为 0.27/0.41/0.86 元，当前价 15.91 元，对应 2010/2011/2012 年 PE 58/39/19 倍，目标价 21.50 元，维持“买入”评级）。公司在自主品牌、研发实力和渠道建设的竞争优势符合我们文娱类轻工行业的选股逻辑，在中国“休闲娱乐性”消费升级下，公司作为国内文具龙头将充分受益。股权激励方案的推出，将充分调动公司中坚力量的积极性推动公司持续快速增长。我们预计公司 2011-2013 年净利年复合增长率高达 57%。给予公司“买入”的投资评级，目标价 21.50 元。

项目/年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	718.4	910.6	1,132.4	1,839.9
增长率YoY %	13.13	26.75	24.36	62.48
净利润（百万元）	72.0	51.2	76.8	159.8
增长率YoY %	22.32	-28.82	49.98	108.01
每股收益（元）	0.39	0.27	0.41	0.86
毛利率%	25.21	23.94	24.50	25.92
净资产收益率%	19.71	5.38	7.45	13.36
P/E	41	59	39	19
P/B	3.1	3.1	2.9	2.5

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2011 年 4 月 13 日收盘价

美盈森（002303）：产能投放延迟无碍持续增长

- ❖ **2010 年盈利增长 7%，业绩符合预期。**全年实现营业收入 7.29 亿元，营业利润 1.67 亿元，净利润 1.42 亿元，分别同比上升 4%、10%和 7%。实现 EPS 0.80 元，基本符合预期(0.81 元)。每 10 股派发现金 3 元（含税）。
- ❖ **收入缓慢增长，毛利率维持高位。**产能瓶颈导致公司收入增长缓慢，另外四季度 SAP 系统上线也对客户订单存在负面影响。公司通过提供高附加值产品和优化产品结构将综合毛利率从 09 年的 32.01%提升至 35.45%。其中高毛利率的重型包装产品（44.44%）和第三方采购（34.20%）销售贡献从 09 年的 44.65%提升至 48.94%。尽管期间费用率按年增长 2.58%至 12.45%，毛利率的显著提升使得全年净利率达到 19.55%。
- ❖ **尽管募投产能投放延迟，新项目持续规划中，业绩增长可期。**因工程建设延误，公司三个新厂的产能投放出现不同程度的延迟。目前苏州一期项目已于 3 月份试生产；东莞厂预计于 6 月投产；重庆厂则预计在三季度左右投产。公司将稳步推进新项目的投产，确保满足客户订单需求。市场拓展方面，公司在珠三角深度挖掘高端包装市场，在长三角和西部地区则与欧美和日韩的电子通讯、电器设备企业达成良好的合作意向。另外，公司计划在武汉投资 3.5 亿元建设 1 亿平方米产能加速中西部市场扩张，目前已通过董事会审议，尚待股东大会审核。该项目预计将于 2013 年初投产，完全达产可带来约 6.4 亿元收入和逾 1.1 亿元净利润。我们暂未考虑该项目的业绩贡献。
- ❖ **风险因素：**新产能投放慢于预期；大量新产能上马可能冲击公司高盈利水平；新区域市场客户的开拓低于预期；日本地震对公司下游电子、IT 通讯客户的包装需求带来负面影响。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级：**美盈森（2011/2012/2013 年 EPS 预测为 1.21/2.04/2.80 元，当前价 41.14 元，对应 2011/2012/2013 年 PE 34/20/15 倍，目标价 51.10 元，“买入”评级）。因项目延迟，我们预计大量产能将递延至 2012-2013 年释放，因此下调 2011/2012 年 EPS 21%/7%，并给出 2013 年业绩。预计公司产能翻 5 倍将推动 2011-2013 年净利润 CAGR 达 52%。我们给予 2012 年 EPS 25 倍的合理估值，上调目标价至 51.10 元。我们继续看好公司未来 3-5 年的规模化扩张，维持“买入”评级。

项目/年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	701.7	728.7	1,314.7	2,453.7	3,200.6
增长率YoY%	10.74	3.85	80.40	86.64	30.44
净利润（百万元）	132.6	142.5	215.7	365.5	500.0
增长率YoY%	30.07	7.43	51.41	69.40	36.80
每股收益（元）	0.74	0.80	1.21	2.04	2.80
毛利率%	32.01	35.65	30.65	29.72	29.99
净资产收益率%	9.02	8.83	11.79	16.65	18.55
P/E	55	52	34	20	15
P/B	5.0	4.6	4.0	3.4	2.7

资料来源：中信量化投资分析系统 注：股价为 2011 年 4 月 13 日收盘价

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2011 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为 基准；	买入	相对中标 300 指数涨幅 20% 以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20% 之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~5% 之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10% 以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10% 以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招 商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中 信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			