

证券研究报告—深度报告

造纸轻工

包装印刷

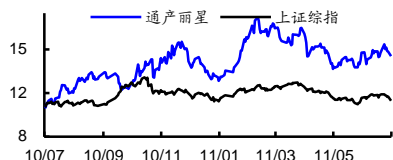
通产丽星(002243)

推荐

目标价: 17.00 元 昨收盘: 14.60 元 (上调评级)

2011年7月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本(百万股)	258.1/105.1
总市值(百万元)	3,744.6/1,524.8
沪深300/深圳成指	2,688.75/11,966.24
12个月最高/最低(元)	17.65/10.37

相关研究报告:

包装行业专题报告:《素质源于客户价值》——2011-7-6

《通产丽星-002243-苦练内功,快速成长》——2011-4-25

《通产丽星:新视角挖掘公司价值》——2010-2-9

证券分析师:李世新

电话: 0755-82130565

E-mail: Lisx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120053

深度报告

远征

●公司具类消费属性

通产丽星的服务方式综合了基于同心多元化的一体化服务和策略供应商模式。一体化服务模式体现其优势的产品品质及服务能力,而策略供应商资格则经国际知名化妆品公司严格的资质审查与认证,高进入壁垒及有限供应商形成了其与客户间的粘性,公司不仅因此获得较高且持续稳定的盈利能力,更将自身成长与客户绑定,形成并强化了其业务的类消费特征。

●素质源于客户价值

包装公司的盈利能力取决于下游行业的盈利能力及其包装需求,具有明显的分层特征及区间的相对稳定性。这种层次一是对应下游的盈利能力,服务于电子通信及高端日化行业的包装毛利率高于饮料及家电行业;二是对应下游的包装需求,高端包装以运输包装为基本需求,更强调包装的销售属性,因而对价格敏感性较弱。跨国公司是包装公司的优质客户群。

●成长动力充沛持续

化妆品包装需求与人均GDP正相关,国内经济增长是其核心驱动力;而化妆品行业稳定增长提供了关键产业链背景;公司业绩增长的动力来自有竞争优势的利基客户及新增客户,以及持续增加产能保障对增长机会的把握。

●催化剂及风险提示

催化剂表现为全球流动性预期减弱或抑制油价降低公司成本,以及国内通胀预期减弱令日化产品价格行政干预减少或解除,利于公司成本转嫁。主要风险在于油价长期不确定,以及公司新项目建设进度或低于预期。

●评级上调为“推荐”

预计公司2011~2013年EPS分别为0.48元、0.64元和0.83元,年均增长30%,经测算合理价值为14.2~18.1元/股。基于对公司持续稳健成长预期及当前价处合理价低位,我们将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	586	714	957	1,227	1,601
(+/-%)	2.1%	21.9%	34.0%	28.2%	30.5%
净利润(百万元)	68	97	124	164	213
(+/-%)	43.2%	42.6%	28.6%	32.3%	29.6%
每股收益(元)	0.26	0.37	0.48	0.64	0.83
EBIT Margin	12.8%	14.6%	14.1%	14.9%	14.9%
净资产收益率(ROE)	12.9%	16.4%	18.4%	20.8%	22.6%
市盈率(PE)	55.2	38.7	30.1	22.8	17.6
EV/EBITDA	34.5	27.4	24.8	19.0	15.0
市净率(PB)	7.14	6.35	5.53	4.73	3.98

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.83 元，年均增长 30%。经测算公司合理价值为 14.2~18.1 元/股，对应 2011P/E=30~38X，2012P/E=22~28X，半年后合理价中枢为 17.0 元/股。

基于对公司持续稳健成长预期及当前价格处合理价低位，我们将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

核心假设或逻辑

由于公司产品及服务均非标准化，在盈利预测中通常的量价法难以运用，我们采用坪效法，关键在于跟踪新项目的进度及业务的创新，以调整坪效标准；此外，公司业务的类消费属性导致的业绩波动较小也是我们预测中参数调整的重要依据。

与市场预期的差异之处

市场有认为公司业务以制造业属性为主，利润率及增长不确定。我们认为公司业务本质在服务，且具有明显的类消费特征。其服务方式综合了基于同心多元化的一体化服务和策略供应商模式。一体化服务模式体现其优势的产品品质及服务能力，而策略供应商资格则经国际知名化妆品公司严格的资质审查与认证，高进入壁垒及有限供应商形成了其与客户间的粘性，公司不仅因此获得较高且持续稳定的盈利能力，更将自身成长与客户绑定，形成并强化了其业务的类消费特征。

市场对于包装公司的盈利能力仍相对缺乏判断依据，我们通过产业链分析认为，包装公司的盈利能力取决于下游行业的盈利能力及其包装需求，具有明显的分层特征及区间的相对稳定性。这种层次一是对应下游的盈利能力，服务于电子通信及高端日化行业的包装毛利率高于饮料及家电行业；二是对应下游的包装需求，高端包装以运输包装为基本需求，更强调包装的销售属性，因而对价格敏感性较弱。跨国公司是包装公司的优质客户群。

催化及风险因素

催化因素表现为全球流动性预期减弱或抑制油价降低公司成本，以及国内通胀预期减弱令日化产品价格行政干预减少或解除，利于公司成本转嫁。

风险因素主要在于油价长期不确定，以及公司新项目建设进度或低于预期。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法：14.5~18.1 元/股.....	5
剩余收益法：15.4 元/股.....	5
相对估值法：14.2~16.0 元/股.....	6
投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”.....	6
他山之石.....	6
盈利稳定增长映射类消费属性.....	8
已表现多年的盈利稳定增长.....	8
盈利能力逐步提高.....	8
高端客户形成公司业务的类消费属性.....	10
素质源于客户价值.....	11
毛利率差异且层次稳定.....	11
客户盈利能力差异.....	12
客户包装需求差异.....	13
红海与蓝海.....	15
包装材料的内部替代.....	16
市场年成长 18.8%.....	17
消费品包装市场结构.....	17
国内化妆品市场稳健成长.....	17
人均 GDP 增长是持续的核心驱动力.....	18
替代效应刺激化妆品硬塑包装需求.....	18
直接增长动力.....	19
利基增长.....	19
新增客户.....	19
产能保障.....	20
催化剂及风险因素.....	21
催化剂.....	21
主要风险.....	21
附表：财务预测与估值.....	22
国信证券投资评级.....	23
风险提示.....	23
证券投资咨询业务的说明.....	23

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件及估值结果.....	5
图 1: 通产丽星的内在价值.....	5
图 2: 通产丽星各年年初估值.....	5
图 3: 通产丽星上市以来收益率与上证综指的比较.....	6
图 4: Aptar 公司业务结构.....	7
图 5: 1993~2010 年 Aptar 公司收入及增长.....	7
图 6: 1993~2010 年 Aptar 公司净利润及增长.....	7
图 7: 1993~2010 年 Aptar 公司股价涨幅.....	7
图 8: 1993~2010 年 Aptar 公司的盈利能力.....	7
图 9: 1993~2010 年 Aptar 公司 P/E.....	7
图 10: 2005~2010 年通产丽星收入年均增长 18%.....	8
图 11: 2005~2010 年通产丽星净利润年均增长 29%.....	8
表 3: 通产丽星下游主要产品.....	8
图 12: 通产丽星包装创新及物料改进.....	9
图 13: 2005~2010 年通产丽星各类产品及服务毛利率.....	9
图 14: 2005~2010 年通产丽星的收入结构.....	9
图 15: 2005~2013 年通产丽星的 ROE 及预期.....	10
图 16: 通产丽星的客户群.....	10
图 17: 通产丽星取得的包装供应商认证资格.....	11
图 18: 各包装公司 2005~2010 年包装业务毛利率及 2010 年的排序.....	11
表 4: 包装下游公司毛利率.....	12
表 5: 包装下游公司净利率.....	13
图 19: 低端日化包装: 强调包装功能.....	13
图 20: 高端日化包装: 传递品牌信息.....	13
图 21: 包装设计理念.....	14
图 22: 模具的开发流程.....	14
图 23: 各包装公司近三年的存货周转天数.....	14
表 6: 世界环保趋势对包装供应商的影响.....	15
表 7: 世界主要地区及公司所规定的有害物质限值.....	15
图 24: 2010 年全球塑料包装市场及主要参与者市场份额.....	16
图 25: 2002~2008 年各类包装产值占比.....	16
图 26: 2010 年全球按下游行业分类的消费品包装产品结构.....	17
图 27: 2010 年全球按包装物分类的消费品包装产品结构.....	17
表 8: 1999~2010 年化妆品行业销售额年均增长 18.8%.....	17
图 28: 人均 GDP 与人均消费品包装需求正相关.....	18
图 29: 2003~2006 年东欧化妆品包装物“硬塑替代薄膜”.....	19
图 30: 2004~2009 年全球化妆品包装需求年均增长率.....	19
表 9: 公司主要客户 2005~2010 年中国销售额及增长.....	19
图 31: 客户营收占比显示 2010 年新客户成长较快.....	20
表 10: 2001~2010 年妮维雅销售额及增长率.....	20
表 11: 通产丽星各生产基地的建筑面积及盈利测算.....	21
图 32: 塑料包装公司毛利率受制于原料高价.....	21

估值与投资建议

绝对估值法：14.5~18.1 元/股

我们采用三阶段模型对公司价值进行 DCF 折现。依据所服务的日化行业及主要客户业务增长预期，我们假设半显性期公司收入增长率以 2013 年的 30.5% 为起点，按步长 2% 逐年下降，则除 DDM 方式外，其他估值方法测算的公司内在价值介于 14.5~18.1 元/股。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日:	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
12/31												
销售收入增长率	20.9%	2.1%	21.9%	34.0%	28.2%	30.5%	28.5%	26.5%	24.5%	22.5%	20.5%	18.5%
销货成本 / 销售收入	79.2%	75.3%	74.3%	76.0%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%	75.2%
管理费用 / 销售收入	6.8%	6.4%	6.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
所得税税率	8.6%	6.4%	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
股利分配比例	35.4%	72.4%	34.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表 2: 绝对估值的基本假设条件及估值结果

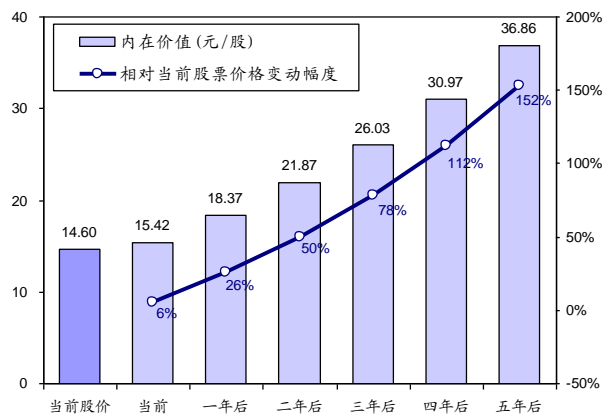
基本假设			
行业平均 Beta	0.92	E/(D+E)	95.92%
风险溢价	7.00%	D/(D+E)	4.08%
无风险利率	3.80%	Kd	6.00%
实际所得税率(T)	10.68%	Ke	10.47%
公司市值(E,百万元)	3,768	WACC	10.26%
债务总额(D,百万元)	160	永续增长率	2.00%
估值结果(元/股)			
APV	18.09	EVA	18.07
FCFF	14.53	FCFE	14.79
AE	17.36	DDM	7.07

资料来源：国信证券经济研究所预测

剩余收益法：15.4 元/股

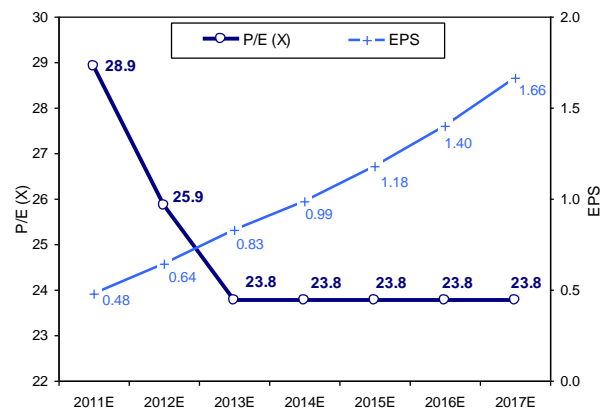
公司资本累计开支达至稳定收益期下的投资回报率为 27%，对应内在增长率为 19%。当前内在价值为 15.42 元/股，对应 2011P/E=32.1X 和 2012P/E=24.1X。

图 1: 通产丽星的内在价值



资料来源：国信证券经济研究所预测

图 2: 通产丽星各年年初估值



资料来源：国信证券经济研究所预测

相对估值法：14.2~16.0 元/股

我们采用 PEG 指标给公司估值。预计公司 2011~2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.64 元和 0.83 元，当年、两年和三年的年复合增长分别为 29.7%、33.3%和 29.6%，PEG=1 下的当前 P/E=29.6~33.3X，对应价格为 14.2~16.0 元/股。

投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 14.2~18.1 元/股，目前股价处于合理区间的偏低位置，以价值中枢 15.5 元/股测算的半年后价值为 17.0 元/股，它对应 2010P/E=35.4X 和 2012P/E=26.6X。

短期盈利超预期的机会可能发生在：

- 全球流动性趋紧或抑制油价，降低公司成本；
- 日化行业价格行政干预或随国内通胀压力减弱而结束，其产品提价利于公司包装产品的成本转嫁；
- 坪地项目盈利或超过我们的预期。

长期看，我们认为公司业务上的类消费特征有助于其未来保持与过往相似的盈利稳定增长态势，对公司的投资在“赚时间的钱”与“赚时机的钱”的比较中，前者具有主导性。

我们将公司的投资评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”，一是体现我们对公司未来仍可保持稳定盈利能力和盈利持续增长的判断；二是基于当前股价具一定吸引力。

图 3：通产丽星上市以来收益率与上证综指的比较



资料来源：Wind

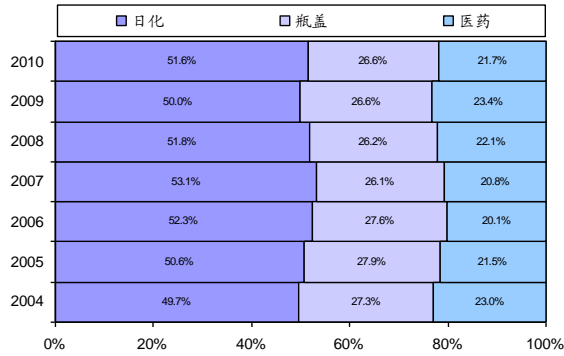
他山之石

全球最大的塑料包装服务商美国阿普塔（Aptar）公司主要为日化 and 医药产品提供包装服务，在纽约证券交易所上市。

1993~2010 年公司的毛利率为 32~38%，ROE 为 10~16%，收入年均增长 10.0%，净利润年均增长 12.6%。

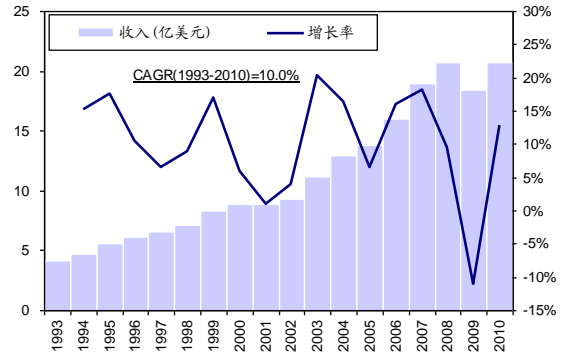
期间公司股价呈稳健涨势，幅度为 12.3 倍，超过大盘的 2.2 倍。P/E 介于 11~18X 并呈上升趋势，平均为 15.3X，平均 PEG=1.2。

图 4: Aptar 公司业务结构



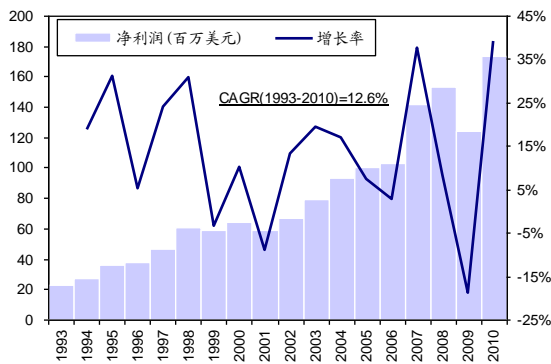
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 5: 1993~2010 年 Aptar 公司收入及增长



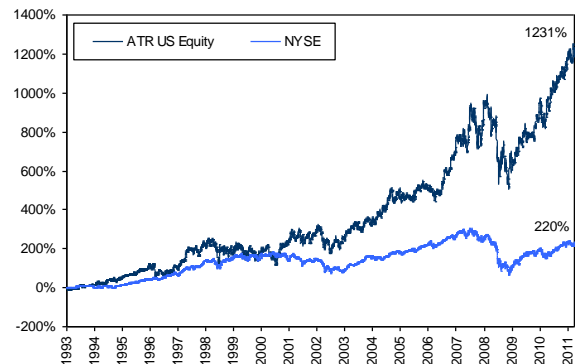
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 6: 1993~2010 年 Aptar 公司净利润及增长



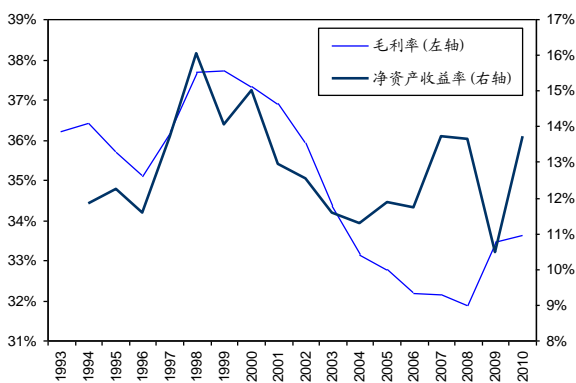
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 7: 1993~2010 年 Aptar 公司股价涨幅



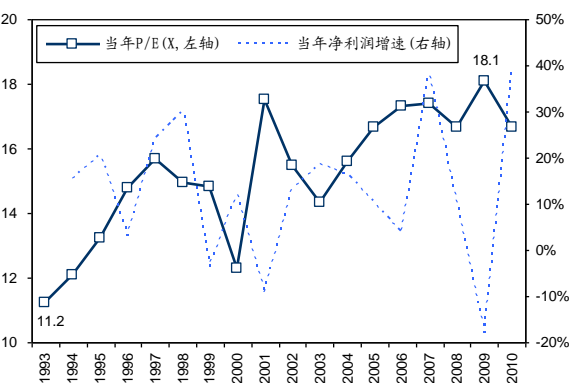
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 8: 1993~2010 年 Aptar 公司的盈利能力



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 9: 1993~2010 年 Aptar 公司 P/E



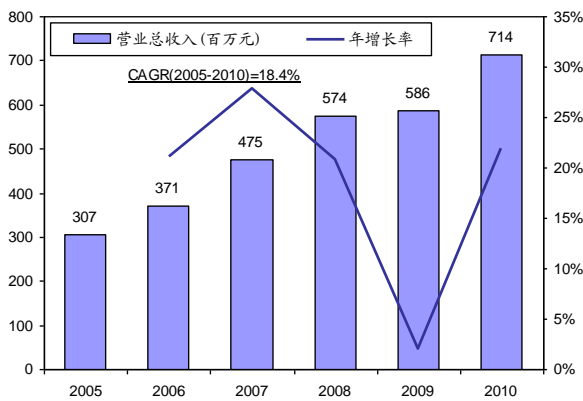
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

盈利稳定增长映射类消费属性

已表现多年的盈利稳定增长

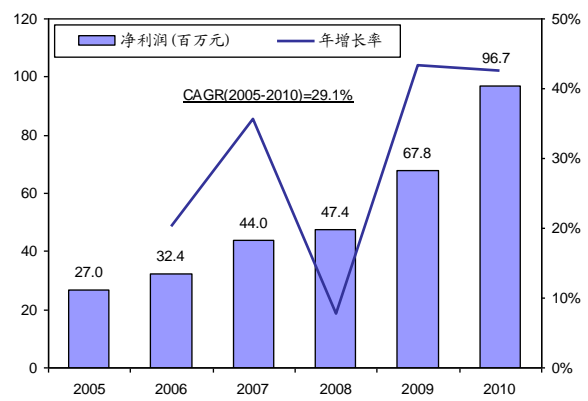
通产丽星的主要客户群为国际著名化妆品生产厂商，并为其提供硬塑包装产品和服务。2005~2010 年公司主营收入由 3.07 亿元提高到 7.14 亿元，年均增长 18.4%；净利润由 2,697 万元提高到 9,670 万元，年均增长 29.1%。除金融危机影响的 2008~2009 年外，两指标增长总体稳定。而净利润增长快于收入增长，则主要得益于公司毛利率的提高。

图 10: 2005~2010 年通产丽星收入年均增长 18%



资料来源：公司各年年报、国信证券经济研究所整理

图 11: 2005~2010 年通产丽星净利润年均增长 29%



资料来源：公司各年年报、国信证券经济研究所整理

盈利能力逐步提高

公司产品及业务包括软管、注塑、吹瓶和灌装等，主要为国际知名化妆品生产厂商的各类产品提供包装与服务。

表 3: 通产丽星下游主要产品

下游主要产品	
软管	洗发露、护发素、眼霜、精华素、防晒霜、湿粉底液、洁面乳
注塑	高档化妆品（面霜、粉饼等）、瓶盖
吹瓶	沐浴液、洗发露、口香糖

资料来源：公司公开信息、国信证券经济研究所整理

软管是公司主要产品，近年占公司总收入的比重介于 58~67%，其毛利率对公司综合毛利率影响显著。2005~2008 年综合毛利率稳定于 21.5~22.6%，之后两年明显上升并于 2010 年达到 26.0%。

综合毛利率上升的主要原因有二：一是通过包装改进及物料创新节省原料使用。如 2009 年公司开发并采用一种添入滑石粉作为填料替代部分塑料原料，减重 30%但包装效果基本没有变化；通过结构优化 PP 减量化折盖而减重 30%；采用纳米改性环保减量化瓶而减重 35%等。二是公司加强小批量、个性化包装产品的研发，扩大其订单承接比重。

图 12: 通产丽星包装创新及物料改进



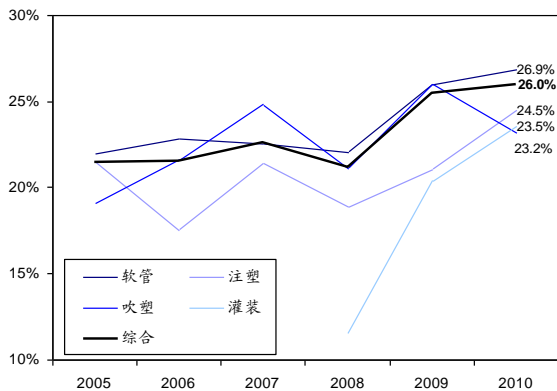
资料来源: 公司官网

展望未来,随着上述低成本替代品的进一步应用,公司毛利率上升空间预计将收窄;而大批量、同质化产品逐步被小批量、个性化产品在订单比重上的替代,令毛利率仍可进一步上升。我们判断公司综合毛利率仍将保持较高水平。

此外,在更本质的层面上,我们将在后面行业分析中论述公司盈利能力主要由其客户群所决定,优质客户群是公司毛利率较高且稳定的本质因素,而上述毛利率的两个影响因素其实属技术或结构等次级层面因素。

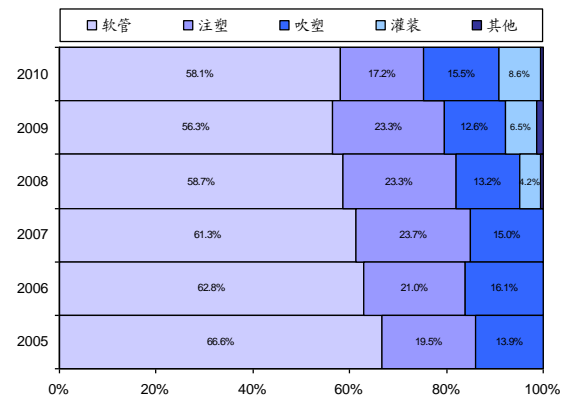
公司于2008年开始开展灌装业务,这部分地挤压了高盈利能力的软管产品收入占比。在经历了一年运行后,近两年灌装业务毛利率快速提高到合理水平。该业务对公司不利的影响体现为降低综合毛利率,只是至目前为止占比较小(2008~2010年为4.2~8.6%)而影响有限,进一步的占比及其毛利率变化仍需观察;有利的影响是提高了对客户的服务能力从而增强了粘性,利于总体订单增长。

图 13: 2005~2010 年通产丽星各类产品及服务毛利率



资料来源: 公司各年年报、国信证券经济研究所整理

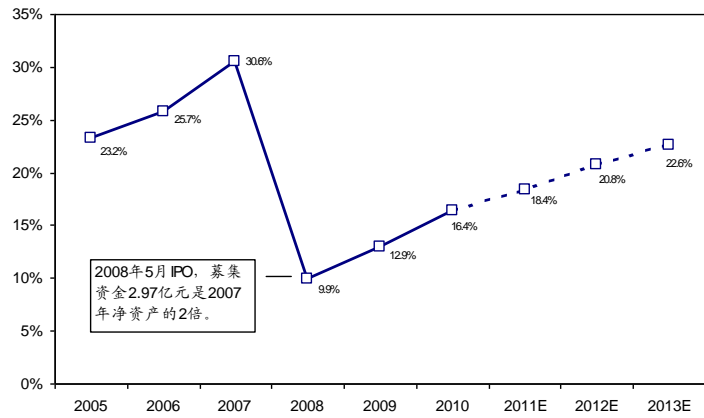
图 14: 2005~2010 年通产丽星的收入结构



资料来源: 公司各年年报、国信证券经济研究所整理

得益于稳定并近年提升的毛利率,上市后的2009~2010年公司ROE逐步攀升,至2010年为16.4%。随着坪地及吴江基地陆续建成投产,我们预计未来三年ROE仍呈上升形态,2013年的ROE预计达到22.6%。

图 15: 2005~2013 年通产丽星的 ROE 及预期



资料来源: 公司各年年报、国信证券经济研究所整理并预测

高端客户形成公司业务类消费属性

我们后面的包装行业分析显示, 客户价值是包装公司持续盈利能力和盈利增长的核心决定因素, 它成就了公司多年来引领国内化妆品硬塑包装行业。如果公司能够保持现有客户群特征的稳定, 则其持续的稳定增长轨迹不易发生变化。

图 16: 通产丽星的客户群



资料来源: 公司官网

公司的服务方式综合了基于同心多元化的一体化服务模式和策略供应商模式, 其中策略供应商资格需经国际知名化妆品公司严格的资质审查与认证, 认证过程往往历时数月或数年, 合作过程要经历订单从小批量到中批量的严格验证与考核, 符合客户要求者方有机会取得大批量订单, 因而具有高进入壁垒, 进入者均为业内最具持续竞争力的包装服务商。而成为策略供应商后仍需要接受客户持续的定期考核, 考核结果作为下期订单分配依据, 这形成了其与客户间较强的粘性, 它带来了公司稳定的盈利能力, 也将自身成长与客户绑定, 强化了其业务的类消费特征。而前述的公司过往盈利能力及盈利增长的相对稳定特征也大致验证了其业务的类消费属性。

图 17: 通产丽星取得的包装供应商认证资格

P&G :	全球化妆品最佳供应商奖 Cosmetics Global Supplier Excellence Award 连续多年获得广州宝洁最佳供应商奖 Best Supplier Award for continuous many years 灌装质量保障成就奖 Quality Assurance Achievement Award
AVON :	供应链战略合作供应商Strategic Partnership Supplier 产品免检证书Products Free of Inspection Certificate
KOSE :	优秀支持奖Best Supplier Award
NIVEA :	产品免检证书Products Free of Inspection Certificate
LOREAL :	产品免检证书Products Free of Inspection Certificate
SHISEIDO :	最佳供应商奖Best Supplier Award
MARY KAY :	优秀供应商奖Best Supplier Award 十年合作成就奖10 Years Partnership Supplier 研发奖R&D Award 产品免检证书Free Test Product Certificate
MENTHOLATUM :	优秀供应商Best Supplier

资料来源: 公司官网

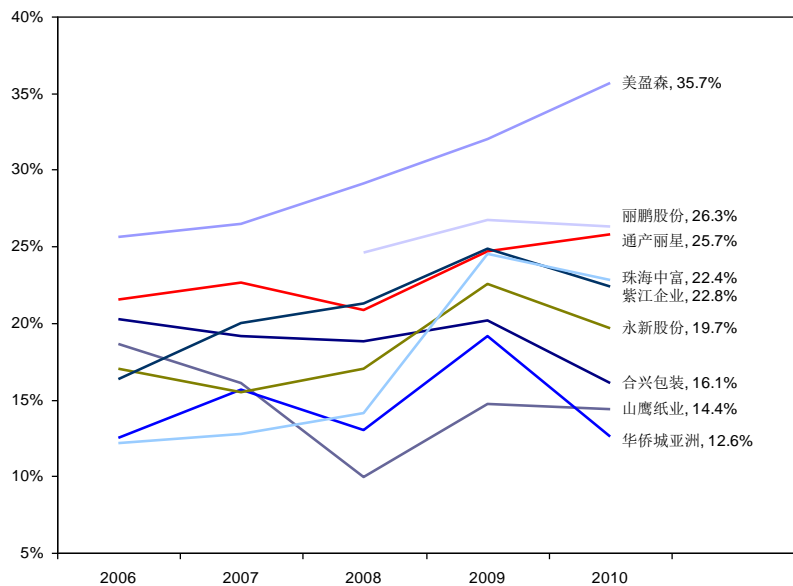
素质源于客户价值

毛利率差异且层次稳定

我们选择九家包装或含有包装业务类上市公司作为分析对象, 它们分别是: 纸包装领域的美盈森、合兴包装、山鹰纸业、华侨城亚洲 (香港上市); 塑料包装领域的通产丽星、永新股份、珠海中富、紫江企业; 金属包装领域的丽鹏股份。

五年时间系列数据显示了包装公司毛利率具有良好的分层特征, 我们可以看到毛利率的大致层次: 10~20%的低端、20~25%的中端和 25%以上的高端。

图 18: 各包装公司 2005-2010 年包装业务毛利率及 2010 年的排序



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所整理

包装公司盈利能力的差异除了受到同业竞争程度影响外，还会受到上、下游客户议价能力的制约。我们的综合分析显示，下游客户对包装公司的盈利能力影响最为显著，影响的主要依据是下游客户的盈利能力和对包装的需求——客户盈利能力强及对包装需求高会降低其议价能力，利于包装公司盈利能力的提高。

客户盈利能力差异

我们分析了家电、食品饮料、日化和电子通信四个主要下游行业中有代表性公司的毛利率和净利率，盈利能力由低到高的行业排序分别为：

- 毛利率：家电（14~23%）、食品饮料（16~64%）、电子通信（18~64%）、日化（40~71%）；
- 净利率：家电（1~7%）、食品饮料（1~34%）、日化（9~16%）、电子通信（4~22%）。

我们可以得出初步结论：电子通信和日化行业因具有较强的盈利能力，它们对包装产品的议价力会弱于家电和食品饮料行业。或称，相比于家电和食品饮料行业，电子通信和日化行业公司是包装企业的相对优质客户群。

此外，在同一行业中，外资公司的盈利能力（尤其是净利率）要强于内资公司，即外资公司会显示较弱的议价能力，是包装企业的相对优质客户群。

综合两者，则电子通信和日化行业的外资公司是包装企业最优质的客户群。拥有这种优质客户群的代表性包装公司包括美盈森和通产丽星。

表 4：包装下游公司毛利率

公司名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010
家电行业						
美的电器	18.4%	17.7%	18.6%	19.2%	21.8%	16.7%
格力电器	18.5%	18.3%	18.2%	20.1%	25.1%	22.0%
青岛海尔	11.8%	16.1%	19.0%	23.1%	26.4%	23.4%
TCL 集团	15.0%	14.6%	16.5%	15.7%	15.2%	14.1%
四川长虹	16.2%	15.9%	15.6%	17.5%	18.5%	16.3%
海信电器	16.1%	14.3%	16.1%	17.8%	19.0%	17.3%
食品饮料行业						
三元股份	20.8%	21.1%	18.8%	20.0%	21.5%	15.8%
光明乳业	31.1%	32.1%	31.7%	32.6%	37.5%	34.5%
伊利股份	29.0%	27.4%	25.9%	26.8%	35.1%	30.1%
皇氏乳业	47.2%	38.1%	39.7%	40.1%	41.5%	37.3%
COCACOLA	64.5%	66.1%	63.9%	64.4%	64.2%	63.9%
PEPSI	56.5%	55.1%	54.3%	52.9%	53.5%	54.1%
Nestle	58.4%	58.6%	58.1%	56.9%	58.0%	57.2%
Karft	35.6%	35.8%	34.0%	33.0%	36.2%	36.4%
日化行业						
上海家化	40.4%	40.4%	41.7%	63.9%	61.9%	60.4%
索芙特	53.5%	43.6%	38.6%	43.7%	41.5%	40.4%
P&G	49.6%	50.5%	51.2%	50.5%	49.6%	52.0%
L'OREAL	70.1%	71.1%	71.0%	70.4%	70.5%	70.8%
电子通信行业						
中兴通讯	35.4%	34.1%	33.9%	33.2%	32.6%	32.6%
IBM	40.1%	41.9%	42.2%	44.1%	45.7%	46.1%
EMERSON	35.7%	35.6%	35.9%	37.6%	37.6%	39.6%
CISCO	67.2%	65.8%	64.0%	64.1%	63.9%	64.0%
APPLE	29.0%	29.0%	34.0%	35.2%	40.1%	39.4%
HP	23.4%	24.3%	24.4%	24.2%	23.6%	23.8%
DELL	18.3%	16.6%	19.1%	17.9%	17.5%	18.5%

资料来源：各公司定期报告、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

表 5: 包装下游公司净利率

公司名称	2005	2006	2007	2008	2009	2010
家电行业						
美的电器	3.0%	3.8%	5.0%	3.4%	5.3%	5.4%
格力电器	2.8%	2.7%	3.4%	4.7%	6.9%	7.1%
青岛海尔	1.5%	2.7%	2.6%	3.2%	4.2%	4.7%
TCL 集团	-3.3%	-7.2%	0.8%	1.1%	1.6%	0.9%
四川长虹	1.9%	1.7%	1.9%	0.9%	1.7%	1.1%
海信电器	1.2%	1.1%	1.4%	1.6%	2.7%	3.9%
食品饮料行业						
三元股份	-5.7%	0.6%	1.4%	2.6%	-5.8%	1.1%
光明乳业	3.0%	2.2%	2.4%	-3.6%	1.6%	2.4%
伊利股份	2.8%	2.3%	0.0%	-8.0%	2.7%	2.6%
皇氏乳业	21.9%	18.1%	14.6%	14.3%	15.0%	13.3%
COCACOLA	21.1%	21.1%	20.7%	18.2%	22.0%	33.6%
PEPSI	12.5%	16.1%	14.3%	11.9%	13.8%	11.0%
Nestle	8.9%	9.3%	9.9%	16.4%	8.6%	8.4%
Karft	8.0%	9.3%	7.6%	6.9%	7.5%	8.4%
日化行业						
上海家化	2.0%	2.7%	5.9%	7.4%	8.6%	8.9%
索芙特	17.5%	21.3%	14.8%	1.6%	0.7%	-18.7%
P&G	13.0%	13.5%	14.3%	15.2%	17.5%	16.1%
L'OREAL	13.6%	13.1%	15.6%	11.1%	10.3%	11.5%
电子通信行业						
中兴通讯	5.5%	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.6%
IBM	8.7%	10.4%	10.5%	11.9%	14.0%	14.9%
EMERSON	8.2%	9.2%	9.5%	10.5%	8.8%	10.5%
CISCO	23.1%	19.6%	21.0%	20.4%	17.0%	19.4%
APPLE	9.5%	10.3%	14.6%	16.3%	19.2%	21.5%
HP	2.8%	4.5%	4.8%	4.1%	2.7%	4.3%
DELL	2.8%	6.8%	7.0%	7.0%	6.7%	7.0%

资料来源: 各公司定期报告、Bloomberg、国信证券经济研究所整理

客户包装需求差异

家电和饮料以运输包装功能为主要需求, 强调包装的物理性质, 包括粘合强度、戳穿强度、空箱抗压、防潮性能等, 由于该要求大多数包装公司可以满足, 价格成为核心选用标准。

日化和电子通信产品以运输包装需求为基础, 更强调销售包装功能, 以匹配产品及公司品牌和促销产品, 它们对包装公司的设计能力、打样能力、印刷能力、供货及时性和商业信誉等方面的要求明显高于家电和饮料行业。例如, 中高端日化产品的消费行为大多出自于现场冲动或对品牌的热爱, 所以包装物的材质、印刷图案和给消费者的心理感受等因素在产品销售中显得至关重要。

图 19: 低端日化包装: 强调包装功能



资料来源: 百度

图 20: 高端日化包装: 传递品牌信息

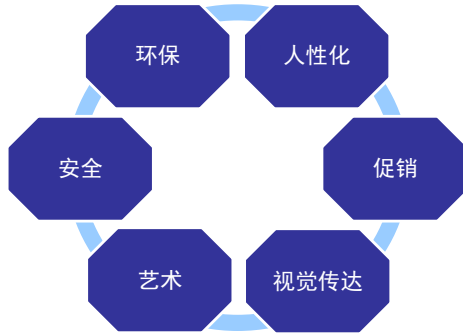


资料来源: 百度

■ 包装设计

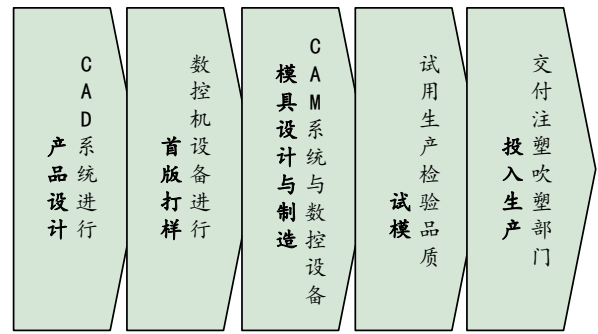
包装设计的基本流程包括从课题立项到编制设计说明书共十个环节,以达到外观形象、商标印象、功能特征说明和可读性等多项销售包装功能的要求。以塑料包装设计为例,其设计的核心环节在于模具的开发和制造。磨具的制造工艺一方面决定了包装物能否准确将客户的品牌理念转化为成品,同时也决定了产成品的耐用程度,例如洗面奶的瓶盖是否可以经受多次开合而不断裂等。

图 21: 包装设计理念



资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所整理

图 22: 模具的开发流程



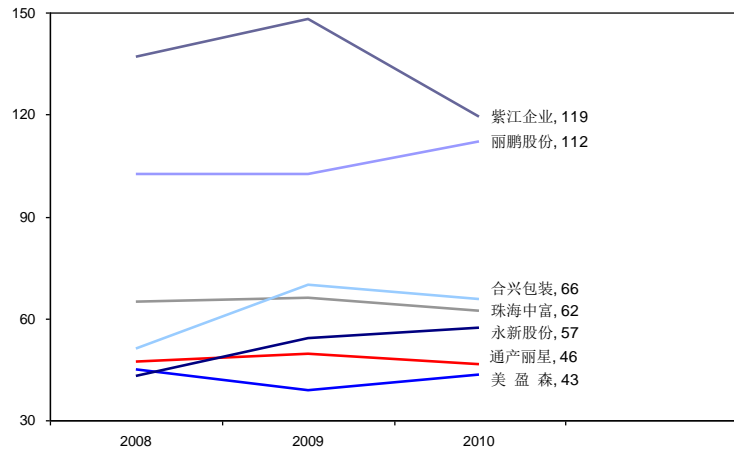
资料来源: 公司公开信息、国信证券经济研究所整理

■ 供货及时性

一般来说,电子通信行业对包装供应商的供货的及时性(JIT)要求最高,尤其是供应商的存货不仅来源于自产包装产品,也来自第三方采购的包装附属产品,任一附属产品的供货延迟均可构成整体包装的供货时效,这可从美盈森的存货周转率最快得到反映。

日化行业的跨国公司对供应链反应速度的要求尽管相对较低一些,但供应商也需要严格控制原材料和产成品的库存,以及时地将包装物运至客户的灌装厂进行下一步包装。通产丽星身处日化包装行业,却实现了与电子通信行业包装供应商接近的存货周转效率,说明公司具备较强的管理素养。需要强调的是,在日化包装快速响应方面,模具的开发速度具有决定意义,通产丽星是业内首具备模具制造能力的企业,藉此可将交货期缩短一周左右。

图 23: 各包装公司近三年的存货周转天数



资料来源: 各公司定期报告、国信证券经济研究所整理

■ 执行国际环保标准

在包装设计理念中，环保理念可能并不被国内包装公司所重视，但对于外资客户而言，产品包装有害物质超标将获严重处罚——尤其是电子通信产品——尽管其生产在国内（如全球笔记本电脑产量的80%以上），但销售在全球。日化产品包装要求也与之接近。

发达国家对环保要求严于国内，电子通信及日化产品包装供应商所提供的包装产品必须满足全球化的环保标准，跨国公司对供应商的选择标准已不局限于产品本身，而是考虑到供应商的整个服务过程，更加关注供应商产品与服务对环境的影响。

表 6: 世界环保趋势对包装供应商的影响

公约	影响
巴塞尔公约 (Basel Convention)	有效管制有害物质的国际运输途径
蒙特利尔议定书 (Montreal)	管制破坏臭氧层的物质
生物多样性公约 (Convention on Biological Diversity)	确保各国采取有效行动遏制对物种、生物自然生长环境及生态体系的破坏
气候变化纲要公约 (FCCC)	管制温室效应的物质排放量

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 7: 世界主要地区及公司所规定的有害物质限值

(单位: PPM)	镉	铅	汞	六价铬	PBB/PBDE
EU's RoHS	100	1,000	1,000	1,000	1,000
APPLE	100	1,000	1,000	1,000	1,000
DELL	75	1,000	1,000	1,000	1,000
HP	100	1,000	1,000	1,000	1,000
IBM	75	1,000	1,000	1,000	1,000
Microsoft	75	1,000	50	1,000	1,000
Motorola	100	1,000	0	0	0
Nokia	100	1,000	1,000	1,000	1,000

资料来源：国信证券经济研究所整理

红海与蓝海

我们判断以内资企业（尤其是家电和食品饮料行业）为客户的包装业务竞争激烈，市场属红海，这是基于：

- 这类客户盈利能力弱，议价能力强；
- 这类客户对包装需求低，对包装价格敏感度高；
- 包装业务进入壁垒较低，参与者众；
- 对塑料、工业包装纸等大宗原材料价格被动接受等。

而以电子通信行业和日化行业的跨国公司为客户的包装业务竞争程度不高，市场属蓝海，这是基于：

- 这类客户盈利能力强，议价能力弱；
- 这类客户对包装需求高，对包装价格敏感度低；
- 包装业务进入壁垒高，参与者少等。

无论中国还是全球，由于包装材料的相对低价值制约了其销售半径，使各个领域的包装市场均具有分散的特征，如2010年全球化妆品塑料包装市场的CR9仅为20%左右。但这种市场的分散并不导致所有参与者的低利润率，原因是跨国公司在选择供应商方面一般倾向于少数几家，被称为策略供应商。如可口可乐和百事可乐国内包装供应商只有珠海中富和紫江企业两家，其食品级液体二氧化碳的供应商也只有凯美特公司和少数外资企业。在策略供应模式下，跨国公司一般不对供应商过分压价，以确保自身产品质量不出现问题和市场品牌不受影响。

图 24: 2010 年全球塑料包装市场及主要参与者市场份额



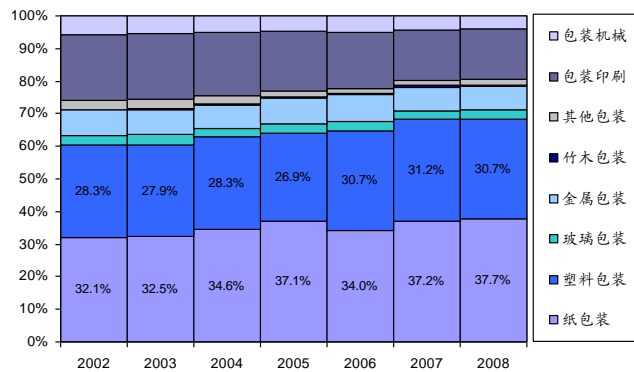
资料来源: PIRA global packaging database January 2011

从目前包装公司的客户群判断,美盈森和通产丽星可以归为从事蓝海市场业务,其他公司则从事红海市场业务。

包装材料的内部替代

当前各类包装材料被外部替代尚无须担心,这在近年包装产值中其他包装始终占很小占比可以确认。在当前包装市场内部,由于塑料和纸板成本相对低廉,在各类包装应用中一直处于主导地位,尤其纸板的可回收利用也赋予纸包装环保和循环经济特征,在包装应用中的占比逐年上升;而塑料包装成本优势也导致其应用占比的稳定略增。纸包装和塑料包装应用比例的增加显示内部替代特征。

图 25: 2002~2008 年各类包装产值占比



资料来源: 中国包装联合会、国信证券经济研究所整理

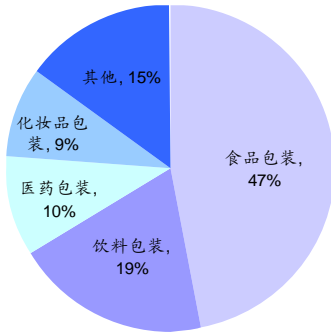
市场年增长 18.8%

消费品包装市场结构

消费品包装按下游行业分为五类：食品包装、饮料包装、日化包装、医药包装和其他包装；按包装物料也可分为五类，即塑料包装、纸包装、金属包装、玻璃包装和其他包装，其中塑料包装又可以具体分类为硬塑包装（包括吹瓶、注塑和软管）和薄膜包装。

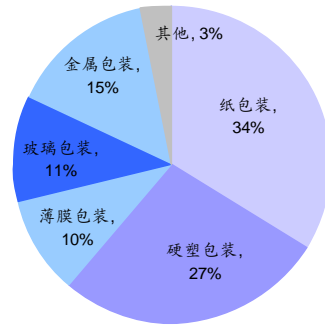
Datamonitor 数据显示，2010 年全球塑料包装市场规模约 1,070 亿美元，合 7,062 亿元人民币（1USD=6.6RMB）。按下游方式的划分以食品包装为主，化妆品包装占 9%；按包装材料方式的划分则以纸包装为主，塑料包装占 37%，其中硬塑包装占 27%，薄膜包装占 10%。

图 26: 2010 年全球按下游行业分类的消费品包装产品结构



资料来源：PIRA，国信证券经济研究所整理

图 27: 2010 年全球按包装物分类的消费品包装产品结构



资料来源：PIRA，国信证券经济研究所整理

国内化妆品市场稳健成长

1999~2010 年国内日化行业销售额由 486 亿元提高到 2,633 亿元，年均增长 16.6%。其中化妆品行业销售额由 96 亿元提高到 634 亿元，年均增长 18.8%。化妆品行业稳定的收入增长大致反映了其包装市场的增长轨迹。如果国内化妆品需求不发生明显变化，则其包装市场增长趋势预期可以保持。

表 8: 1999~2010 年化妆品行业销售额年均增长 18.8%

年份	日化行业		化妆品行业	
	销售收入(亿元)	年增长率	销售收入(亿元)	年增长率
1999	486.1	n.a.	95.5	n.a.
2000	555.1	14.2%	110.9	16.1%
2001	678.5	22.2%	135.5	22.1%
2002	745.2	9.8%	206.8	52.7%
2003	970.4	30.2%	228.7	10.6%
2004	1169.2	20.5%	291.0	27.2%
2005	1363.1	16.6%	310.3	6.6%
2006	1497.8	9.9%	361.9	16.6%
2007	1747.2	16.6%	449.9	24.3%
2008	2047.3	17.2%	507.6	12.8%
2009	2212.8	8.1%	543.3	7.0%
2010	2632.7	19.0%	633.9	16.7%
1999~2010 年年均增长率	n.a.	16.6%	n.a.	18.8%

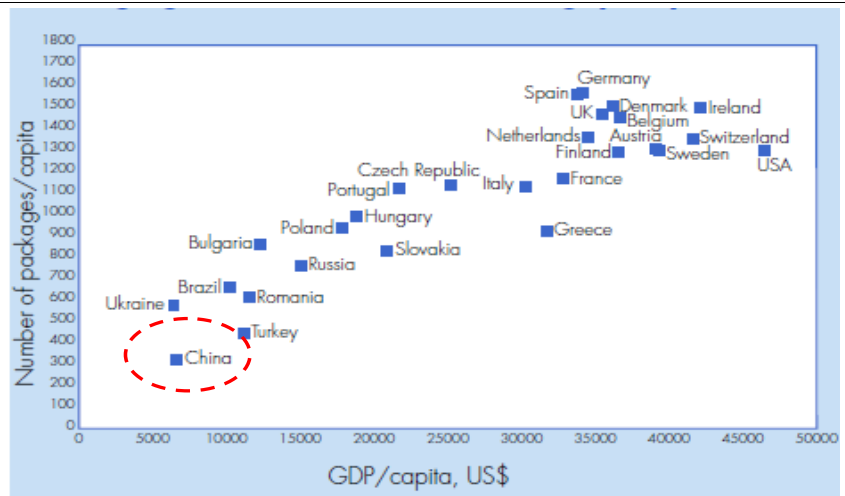
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

注：2007~2010 年年度销售收入数据以(前 11 个月的累计值/11)*12 测算

人均 GDP 增长是持续的核心驱动力

消费品包装涵盖食品、饮料、日化用品、医药等行业，显示对经济较为广泛的渗透性，因而与 GDP 具有一定的关联。Euromonitor 展示了各国人均 GDP 与人均消费品包装需求的分布，两者具有较强的线性正相关关系，大致表明人均 GDP 对人均消费品包装需求的推动作用。

图 28: 人均 GDP 与人均消费品包装需求正相关



资料来源: Euromonitor

与发达国家甚至部分发展中国家相比，中国人均消费品包装需求处于低水平，而领先全球的经济增长可能带来中国人均消费品包装需求的较快提升，并逐步缩小与国际上的差距。

替代效应刺激化妆品硬塑包装需求

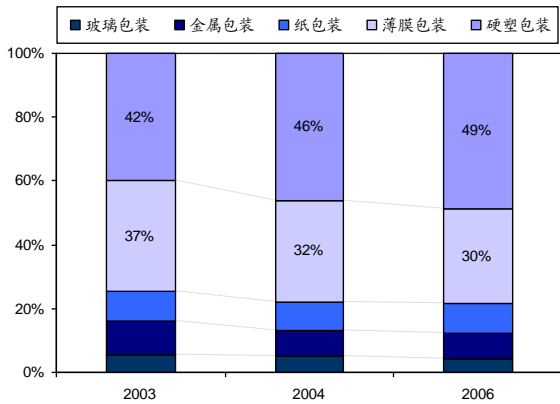
Datamonitor 数据显示，按包装物料划分，发展中国家的日化产品包装存在“以塑代玻”及“以硬塑替代薄膜”的趋势，并且以后者最为明显。

以东欧为例，由于当地居民生活水平相对较低，2003 年之前日化薄膜包装使用占比为 37%，主要应用于肥皂和一次性剃须刀的包装。2003~2006 年硬塑包装替代薄膜包装 7 个百分点，这种趋势在发达地区如北美和西欧地区则不太明显。

在发展中国家的增长拉动下，全球硬塑包装 2004~2009 年复合增速达到 4.2%，高于全球化妆品包装行业增速 0.5 个百分点。

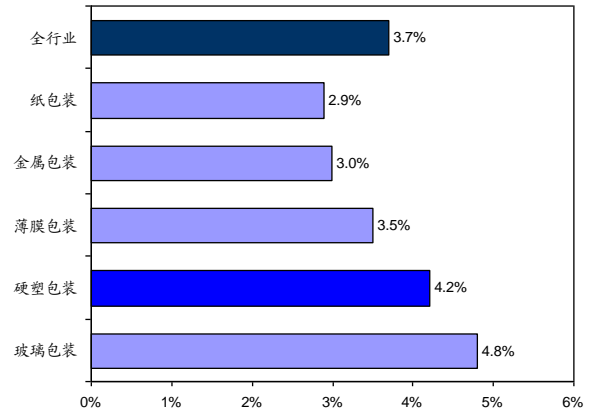
Euromonitor 数据同时显示，中国的硬塑包装增速达到 8%，按消费品分类，食品和日化产品的包装增速较高，分别达到 12%和 11%。

图 29: 2003~2006 年东欧化妆品包装物“硬塑替代薄膜”



资料来源: Datamonitor, 国信证券经济研究所整理

图 30: 2004~2009 年全球化妆品包装需求年均增长率



资料来源: Datamonitor, 国信证券经济研究所整理

直接增长动力

利基增长

过去五年通产丽星的主要客户在中国的销售额保持着 12.6~45.4%的年均成长速度, 成为推动公司业务增长的基础动力。这些规模庞大的国际知名化妆品及食品公司在享受中国消费增长的同时, 更依托其全球品牌不断扩大在中国的市场份额, 持续成就自身大而快的成长。

表 9: 公司主要客户 2005~2010 年中国销售额及增长

(单位: 亿元)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR(05~10)
宝洁	52.7	68.0	81.3	94.2	101.2	119.8	17.9%
联合利华	56.6	66.3	76.4	83.4	86.7	102.3	12.6%
欧莱雅	35.0	41.8	54.5	69.5	77.3	90.9	21.0%
箭牌	19.2	23.2	28.5	34.6	42.1	51.3	21.7%
玫琳凯	21.6	21.4	24.3	37.0	50.0	n.a.	23.3%
资生堂	16.3	42.1	61.5	75.4	93.8	105.8	45.4%

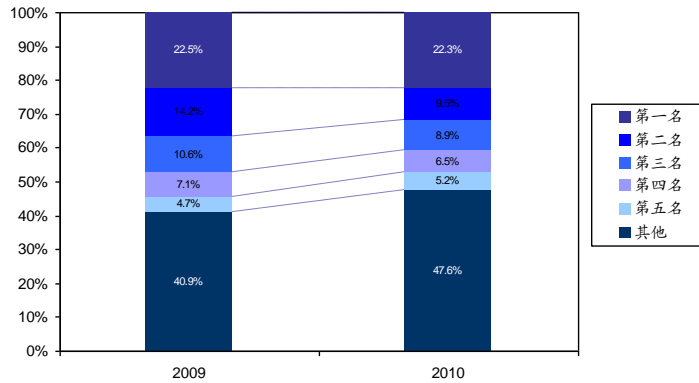
资料来源: 各公司年报及官网、国信证券经济研究所整理
注: 玫琳凯公司为 CAGR(05~09), 其 CAGR(04~09)=39.8%

通产丽星一方面通过与这些客户的紧密合作关系享受共同成长; 另一方面通过不断提升的产品品质和服务能力争取到客户更多订单, 最终表现为近年成长速度甚至超过客户 (同期公司收入年均增长 29.1%)。

新增客户

公司在维持现有利基客户的同时, 积极拓展新客户。如 2009 年及 2010 年公司分别新增了妮维雅和吉利两个重要客户, 在公司收入结构中表现为前五个客户占比由 2009 年 59.1% 下降到 2010 年的 52.4%。与公司利基客户相似, 新客户在中国的销售额增长较快, 如妮维雅公司 2005~2010 年在亚太地区的销售增长平均为 17.5%, 超过其在欧洲 (1.9%)、美洲 (8.4%) 和全球 (5.3%) 的销售增速。

图 31: 客户营收占比显示 2010 年新客户成长较快



资料来源: 公司定期报告, 国信证券经济研究所整理

表 10: 2001~2010 年妮维雅销售额及增长率

(百万美元)	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR (01~10)	CAGR (05~10)
全球	4,542	4,742	4,435	4,546	4,776	5,120	5,507	5,971	5,748	6,194	3.5%	5.3%
增长率	n.a.	4.4%	-6.5%	2.5%	5.1%	7.2%	7.6%	8.4%	-3.7%	7.8%		
——欧洲	3,183	3,410	3,329	3,388	3,498	3,717	3,909	4,090	3,767	3,843	2.1%	1.9%
增长率	n.a.	7.1%	-2.4%	1.8%	3.2%	6.3%	5.2%	4.6%	-7.9%	2.0%		
——美洲	903	819	638	635	687	738	782	832	851	1,031	1.5%	8.4%
增长率	n.a.	-9.3%	-22.1%	-0.5%	8.2%	7.4%	6.0%	6.4%	2.3%	21.0%		
——亚太	456	513	468	523	591	665	816	1,049	1,130	1,321	12.5%	17.5%
增长率	n.a.	12.5%	-8.8%	11.8%	13.0%	12.5%	22.7%	28.6%	7.7%	16.9%		

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

产能保障

公司位于深圳龙岗区坪地的生产基地已于 6 月取得营业执照并部分投产; 苏州子公司也在当月竞得吴江 WJ-G-2011-046 号地块的国有土地使用权, 土地面积 98753.1 平方米, 容积率限定于在 0.8~2.0 之间, 我们预计吴江项目于 2013 年投产。

因公司产品及服务非标准化, 在生产效率稳定的假设下, 我们以已投产基地建筑面积与已取得净利润之间的关系来粗略估算新基地未来的盈利潜力。

2010 年底公司于深圳、上海投产的厂房建筑面积合计 41,628 平方米, 广州增城约 30,500 平方米, 共计 72,128 平方米。根据公司年报披露, 2010 年深、穗、沪三地募投项目均已基本达产, 报告期 EPS=0.375 元/股, 则可估算出每万平方米建筑面积形成的 EPS 约为 0.052 元/股。

广州增城二期可开发厂区保守估计有 15,000 平方米; 深圳龙岗坪地厂房建筑面积 29,736 平方米; 公司购得吴江土地以容积率最小值 0.8 测算, 厂房建筑面积为 79,002 平方米, 三地合计 123,738 平方米。以前述单位面积盈利计, 公司未投产工厂达产后可形成 EPS 为 0.64 元。由于: 1) 公司一直通过各环节的技改及创新提高生产效率, 上述单位建筑面积的盈利具有一定弹性; 2) 若提高吴江工厂容积率假设, 则可增加预期盈利潜力。因此, 上述盈利潜力测算可大致作为参考底线。

表 11: 通产丽星各生产基地的建筑面积及盈利测算

工厂	厂房建筑面积 (平方米)	EPS (元/股)
已投产		
深圳坂田工厂及上海工厂	41,628	0.216
广州增城工厂 (一期)	30,500	0.158
小计	72,128	0.375
未投产		
广州增城工厂 (二期)	15,000	0.078
深圳龙岗坪地工厂	29,736	0.154
江苏苏州吴江工厂 (假设容积率为 0.8)	79,002	0.410
小计	123,738	0.643
合计	195,866	1.018

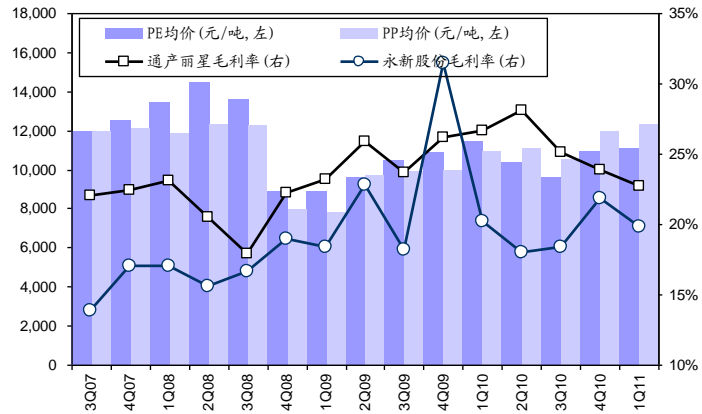
资料来源: 公司定期报告、国信证券经济研究所整理及测算

催化剂及风险因素

催化剂

- 原材料聚乙烯、聚丙烯等占公司生产成本的 60%左右, 其价格受石油价格驱动明显。随着美国 QE2 的结束和欧洲通胀压力显现并加息, 全球流动性或减弱而抑制油价, 可能带来公司成本的下降。回顾过往, 油价高涨对塑料包装公司的毛利率会产生不利影响;

图 32: 塑料包装公司毛利率受制于原料高价



资料来源: 通产丽星及永新股份定期报告、化工在线、国信证券经济研究所整理

- 随着国内通胀压力的预期减弱, 对日化产品价格的行政干预可能减少甚至取消 (之前曾对联合利华涨价行为罚款), 利于公司成本的转嫁。

主要风险

- 油价波动不确定;
- 吴江基地项目因规模较大而对公司盈利产生重要影响, 虽预计于 2013 年投产, 但其建设进度仍需跟踪观察。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	110	110	121	121
应收款项	165	220	283	369
存货净额	83	118	149	195
其他流动资产	38	51	66	86
流动资产合计	395	499	618	770
固定资产	387	488	581	666
无形资产及其他	15	15	14	14
投资性房地产	6	6	6	6
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	803	1007	1219	1455
短期借款及交易性金融负债	90	160	213	236
应付款项	66	94	119	156
其他流动负债	54	75	95	125
流动负债合计	210	329	427	516
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	1	(1)	(3)
长期负债合计	3	1	(1)	(3)
负债合计	213	330	427	514
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	590	677	792	941
负债和股东权益总计	803	1007	1219	1455

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.37	0.48	0.64	0.83
每股红利	0.13	0.14	0.19	0.25
每股净资产	2.29	2.62	3.07	3.65
ROIC	15%	16%	18%	20%
ROE	16%	18%	21%	23%
毛利率	26%	24%	25%	25%
EBIT Margin	15%	14%	15%	15%
EBITDA Margin	20%	17%	18%	18%
收入增长	22%	34%	28%	31%
净利润增长率	43%	29%	32%	30%
资产负债率	27%	33%	35%	35%
息率	0.9%	1.0%	1.3%	1.7%
P/E	38.7	30.1	22.8	17.6
P/B	6.3	5.5	4.7	4.0
EV/EBITDA	27.4	24.8	19.0	15.0

资料来源: wind,国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	714	957	1227	1601
营业成本	530	727	923	1204
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	33	39	50	66
管理费用	45	53	68	89
财务费用	4	4	7	9
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	99	130	175	230
营业外净收支	9	9	9	9
利润总额	108	139	184	239
所得税费用	12	15	20	26
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	97	124	164	213

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	97	124	164	213
资产减值准备	(1)	(1)	0	0
折旧摊销	40	29	37	45
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	4	4	7	9
营运资本变动	(76)	(57)	(65)	(88)
其它	1	1	0	0
经营活动现金流	62	97	137	171
资本开支	(117)	(130)	(130)	(130)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(117)	(130)	(130)	(130)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(34)	(37)	(49)	(64)
其它融资现金流	99	70	53	23
融资活动现金流	32	33	4	(41)
现金净变动	(23)	0	11	0
货币资金的期初余额	133	110	110	121
货币资金的期末余额	110	110	121	121
企业自由现金流	(60)	(37)	6	41
权益自由现金流	39	29	52	56

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161		
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
高健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑武	0755-82130422	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
陈玲	0755-82130646			秦波	010-66026317
杨森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁丹	0755-82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程锋	021-60933167	邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755-82130761	段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158
黄磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张如	021-60933151	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098	阳瑾	0755-82133538
		袁剑	0755-82139918	周琦	0755-82133568
		余辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn