证券研究报告—动态报告

轻工

包装印刷

通产丽星(002243)

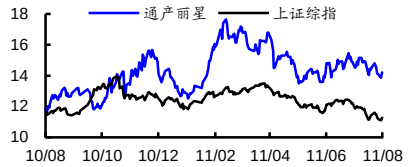
2011 年半年报点评

推荐

（维持评级）

2011 年 8 月 26 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）	3,674.9/1,496.5
沪深 300/深圳成指	2,541.09/11,238.95
12 个月最高/最低（元）	17.65/11.57

相关研究报告:

《通产丽星-002243-远征》——2011-7-27

《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

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。

财报点评

业绩符合预期，下半年成长可期

- **上半年 EPS=0.21 元，净利润同比增长 16.8%**

2011 年上半年公司实现销售额 4.2 亿元，同比增长 28.9%；实现净利润 5,404 万元，同比增张 16.1%，净利率为 12.8%，EPS=0.21 元。其中二季度销售额 2.3 亿元，同比增长 41.1%；实现净利 2914 万元，同比增 9.3%，EPS=0.11 元。净利润增速低于销售额的原因为毛利率下降、财务费用率上升。

- **二季度毛利率 25.5%，较一季度提升 2.8 个百分点**

2011 年上半年毛利率 24.3%，较去年同期 27.4%下降 3.1p.c，原材料价格大涨是主要原因。此外，坪地项目在运行阶段的人工成本及相关费用计入生产成本，但上半年暂无业绩贡献，亦加剧了毛利率的波动。另一方面，公司毛利率自 2010 年三季度连续三个季度下滑以后企稳，二季度毛利率回升至 25.5%，较一季度 22.7%提高 2.8p.c，主要反应了原材料成本的下降。由于宝洁、联合利华等重要客户已于上半年陆续完成提价，公司具备了向下游转嫁部分成本压力的空间。预计下半年毛利率将维持在二季度较高的水平。

- **下半年增长来自于坪地产能释放及毛利率企稳**

坪地工厂于 7 月份投入生产成为销售额成长的保障，目前公司在手订单充沛，利基客户需求旺盛，预计三、四季度的销售额将如期成长。此外，在下半年毛利率企稳的前提下，财务费用率继续上升的潜在风险不会对全年业绩造成明显拖累。

- **风险提示**

原材料价格可能出现上升，并导致公司利润率低于预期；新增投资项目若不能按计划达产，可能导致公司 2012~2014 年成长性低于预期。

- **合理价值在 14.2~18.1 元/股之间，维持“推荐”评级**

预计公司 2011~2013 年 EPS=0.48/0.64/0.83 元，年均增长 30%，经测算合理价值为 14.2~18.1 元/股。维持“推荐”评级。

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

上半年业绩符合预期，EPS=0.21 元/股

2011 年上半年公司实现销售收入 4.2 亿元，营业利润 5,347 万元，净利润 5,404 万元，同比分别增长 28.9%、7.7%和 16.1%，EPS=0.21 元/股，净利率 12.8%较去年同期的 14.2%下降 1.4p.c。

上半年收入增长的原因是：1）现有厂区生产效率和产能利用率提升，客户订单显著增加；2）2010 年 12 月收购京信通合并报表，增加收入 2,467 万元。上半年净利润增速低于销售额，以及净利率同比下降的主要原因是：1）原材料及人工成本上升，导致毛利率下降；2）上半年贷款较多，造成财务费用增加。

表 1：通产丽星半年度营业收入及净利润

	1H09	2H09	1H10	2H10	1H11
营业收入（亿元）	2.88	2.98	3.47	3.96	4.22
同比增长率	n.a.	n.a.	20.5%	32.8%	21.6%
年度占比	49.1%	50.9%	46.7%	53.3%	n.a.
净利润（万元）	3,209	3,574	4,999	5,172	5,404
同比增长率	n.a.	n.a.	55.8%	44.7%	8.1%
年度占比	47.3%	52.7%	49.2%	50.8%	n.a.
EPS	0.12	0.14	0.19	0.20	0.21
净利率	11.2%	12.0%	14.4%	13.1%	12.8%

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所整理

其中第二季度实现销售额 2.27 亿元，同比增长 41.1%，环比增长 17.2%；实现净利润 2914 万元，同比增长 9.3%，环比增长 17.1%。净利润率 12.8%，EPS=0.11 元为历史最高。盈利季度环比创新高的原因是销售收入高速增长，但是同比增长幅度受毛利率、财务费用率拖累，低于销售额季度同比增速。

表 2：通产丽星季度营业收入及净利润

	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11
营业收入（亿元）	1.47	1.40	1.48	1.50	1.66	1.61	1.85	2.01	1.94	2.27
同比增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	12.6%	14.8%	25.5%	34.2%	17.0%	41.1%
环比增长率		-4.6%	5.2%	1.5%	10.5%	-2.8%	15.1%	8.6%	-3.7%	17.2%
年度占比	25.1%	24.0%	25.2%	25.6%	23.2%	22.6%	26.0%	28.2%	n.a.	n.a.
净利润（万元）	1,421	1,788	1,542	2,031	2,666	2,333	2,682	2,489	2,489	2,914
同比增长率	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	40.0%	49.1%	51.2%	32.1%	25.2%	9.3%
环比增长率		25.9%	-13.8%	31.7%	-2.1%	34.1%	-12.5%	15.0%	-7.2%	17.1%
年度占比	20.9%	26.4%	22.7%	29.9%	20.6%	27.6%	24.1%	27.7%	n.a.	n.a.
EPS	0.06	0.07	0.06	0.08	0.10	0.09	0.10	0.10	0.10	0.11
净利率	9.6%	12.7%	10.4%	13.5%	16.1%	14.5%	14.5%	12.4%	12.8%	12.8%

资料来源：公司定期报告、国信证券经济研究所整理

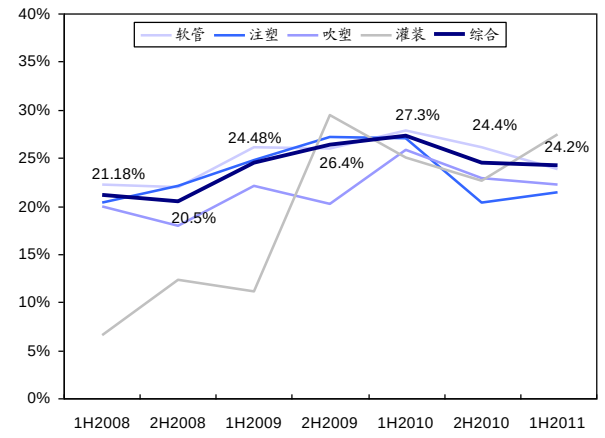
二季度毛利率 25.5%，较一季度大幅回升

2011 年上半年综合毛利率 24.2%，较去年同期 27.3%下降 3.1p.c。从季度数据看，经历了 2010 年三季度至 2011 年一季度连续下滑后，毛利率已经企稳：二季度单季毛利率 25.5%，较一季度 22.7%提升 2.8p.c，较去年同期 27.1%下降 1.6p.c。

毛利率大幅波动的主要原因是：1）原材料价格上涨：2010 年 7 月至 2011 年 3 月期间聚乙烯、聚丙烯价格累计上涨 21.1%、22.7%，对应去年三季度至今年一季度毛利率连续下滑；2011 年 3 月至 6 月聚乙烯、聚丙烯价格累计下跌 8.5%、4.5%，对应今年二季度毛利率回升。由于 7-8 月聚乙烯、聚丙烯价格有所反弹，下半年原材料成本仍有上行的可能。2）2H10 至 1H11 坪地厂房试运行阶段产生了人工成本及相关费用，但并未贡献业绩，下半年项目投产将摊薄这部分成本率，毛利率有望得到较大的改善。

我们重申，包装毛利率主要由客户群决定（见通产丽星深度报告《远征》，2011-07-27），在客户群稳定的前提下，毛利率短期在合理范围内波动属正常。以一季度为起点，下半年毛利率或维持在二季度较高的水平波动。虽然原材料成本仍有上行的可能，但是由于宝洁、联合利华等重要客户已于上半年陆续完成提价（或如容量减小等方式的变相提价），公司亦具备了通过生产新品、技改等手段向下游转化部分成本压力的空间。我们谨慎维持此前全年 24%的毛利率预测。

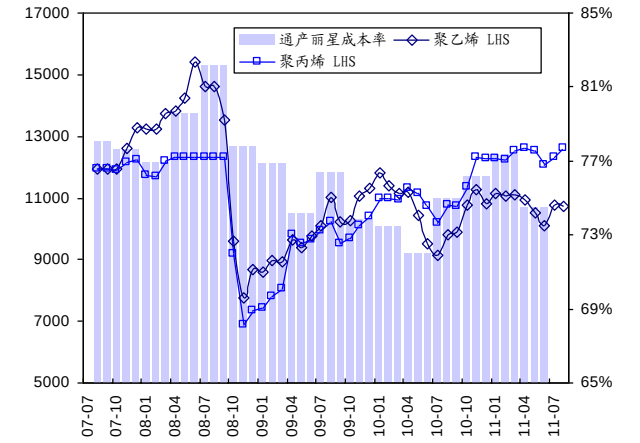
图 1：1H2008-1H2011 整体及分业务毛利率情况



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所整理

注：下半年毛利率=销售额(全年-上半年)/ 营业成本(全年-上半年)

图 2：主要原材料价格在高位震荡



资料来源：公司定期报告，国信证券经济研究所整理

注：成本率= 1 - 毛利率，毛利率为当季毛利率

下半年成长可期，维持预测 EPS=0.48 元/股

展望下半年，坪地工厂于 7 月份投入生产成为销售额成长的保障，目前公司在手订单充沛，利基客户需求旺盛，预计三、四季度的销售额将如期成长。不过，由于费用环节存在一定的不确定性，下半年净利润增速能否超过销售额成增速仍需观察。有利的因素如前文判断，公司整体毛利率将在二季度的较高水平波动。不利因素是：由于公司流动资产增加，上半年经营性现金流吃紧，下半年项目投资需要持续的资本开支，贷款金额或继续增长，造成财务费用继续增长。我们维持此前 2011 年全年实现 EPS 0.48 元/股的预测及对公司“推荐”的投资评级。

附表 1：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：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 ± 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 ± 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
周炳林 0755-82130638
林松立 010-66026312
崔 嵘 021-60933159

固定收益
李怀定 021-60933152
侯慧娣 021-60875161
张 旭 010-66026340

策略
黄学军 021-60933142
林丽梅 021-60933157

技术分析
闫 莉 010-88005316

交通运输
郑 武 0755- 82130422
陈建生 0755- 82133766
岳 鑫 0755- 82130432
周 俊 0755-82130833-6215
糜怀清 021-60933167

银行
邱志承 021- 60875167
黄 飙 0755-82133476
谈 煊 010- 66025229

房地产
方 焱 0755-82130648
区瑞明 0755-82130678
黄道立 0755- 82133397

商业贸易
孙菲菲 0755-82130722
祝 彬 021-60933156
常 伟

汽车及零配件
左 涛 021-60933164

钢铁及新材料
郑 东 010- 66025270
秦 波 010-66026317
郭 莹 010-88005303

机械
郑 武 0755- 82130422
陈 玲 0755-82130646
杨 森 0755-82133343
后立尧 010-88005327

基础化工
刘旭明 010-66025272
张栋梁 0755-82130532
罗 洋 0755-82150633
吴琳琳 0755-82130833-1867
梁 丹 0755- 82134323

医药
贺平鸽 0755-82133396
丁 丹 0755- 82139908
杜佐远 0755-82130473
胡博新 0755-82133263
刘 勍 0755-82130833-1845

电力设备与新能源
杨敬梅 021-60933160
张 弢 010-88005311

传媒
陈财茂 010-88005322
刘 明 010-88005319

有色金属
彭 波 0755-82133909
龙 飞

电力与公用事业
谢达成 021-60933161

非银行金融
邵子钦 0755- 82130468
田 良 0755-82130513
童成敦 0755-82130513

通信
严 平 021-60875165
唐俊杰 021-60875160

造纸
李世新 0755-82130565
邵 达 0755-82130706

家电
王念春 0755-82130407

计算机
段迎晟 0755- 82130761
欧阳仕华 0755-82151833

电子元器件
段迎晟 0755- 82130761
高耀华 0755-82130771
熊 丹 0755-82133528

纺织服装
方军平 021-60933158

农业
张 如 021-60933151

建材
郑 东 010- 66025270
马 彦 010-88005304

旅游
曾 光 0755-82150809

食品饮料
黄 茂 0755-82138922

建筑
邱 波 0755-82133390
刘 萍 0755-82130678

新兴产业
陈 健 010-66022025
李筱筠 010-66026326
孙 伟 010- 66026320

研究支持
沈 瑞 0755-82132998
雷 达 0755-82132098
余 辉 0755-82130741
王越明 0755-82130478

数量化投资产品
焦 健 0755-82133928
阳 璀 0755-82133538
周 琦 0755-82133568
邓 岳 0755- 82150533

基金评价与研究
杨 涛 0755-82133339
康 亢 010-66026337
刘舒宇 0755-82133568
李 腾 0755-82130833-6223
刘 洋 0755-82150566
潘小果 0755-82130843
蔡乐祥 0755-82130833-1368
钱 晶 0755-82130833-1367

量化投资策略
葛新元 0755-82133332
董艺婷 021-60933155
郑 云 021-60875163
毛 甜 021-60933154
李荣兴 021-60933165
郑亚斌

量化交易策略与技术
戴 军 0755-82133129
黄志文 0755-82133928

数据与系统支持
赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦　敏	0755-82130833-3772	袁　剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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　戬	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
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@ guosen.com.cn
原　祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@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	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn