

通产丽星 (002243.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

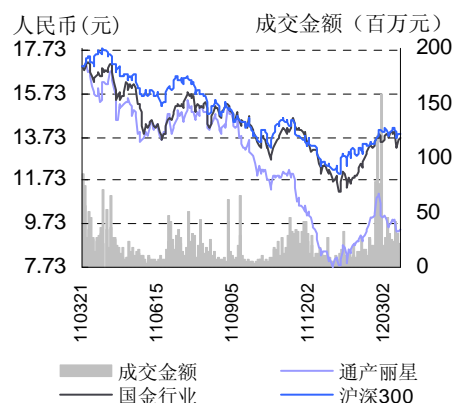
市价(人民币): 9.51元

成本拖累业绩, 产能瓶颈待解

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)	251.59
总市值(百万元)	2,454.24
年内股价最高最低(元)	17.18/7.73
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.375	0.398	0.520	0.697	0.859
每股净资产(元)	2.29	2.68	3.20	3.80	4.65
每股经营性现金流(元)	0.31	0.23	0.97	0.62	0.90
市盈率(倍)	38.11	35.59	18.28	13.65	11.07
行业优化市盈率(倍)	38.21	31.53	31.53	31.53	31.53
净利润增长率(%)	42.57%	6.26%	30.65%	33.94%	23.26%
净资产收益率(%)	16.39%	14.83%	16.23%	18.35%	18.45%
总股本(百万股)	258.07	258.07	258.07	258.07	258.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 通产丽星发布 2011 年财务报告, 2011 年全年公司实现营业总收入 9.29 亿元, 同比增长 30.2%, 归属于母公司净利润 1.03 亿元, 增长 6.3%, 全年 EPS 为 0.4。其中四季度实现收入 2.75 亿元, 同比增长 36.5%, 归属母公司股东净利润 0.26 亿元, 同比下降 4.5%, 对应 EPS 近 0.07 元。
- 公司将向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元(含税), 共计派发约 2581 万元

经营分析

- **业绩略低于预期:** 公司 2011 年业绩略低于我们预期(我们预测公司 2011 年 EPS 0.41 元)。从业务看, 宏观经济景气下降对公司影响不大, 公司下游客户——化妆品公司业务仍然保持稳定增长, 再次证明了公司类消费属性。受益于国际知名品牌的客户资源优势以及公司在化妆品塑料包装行业的龙头地位, 公司 2011 收入高速增长(收购深圳市京信通并表产生营业收入 5,696.6 万元, 扣除并表因素, 公司 2011 年主营业务收入同比增长 22.2%)。但由于原材料成本以及人工成本的上涨导致公司毛利率下降 1.4 个百分点, 使得公司净利润增速显著低于收入增长, 拖累公司业绩。
- **4 季度期间费用率上升明显:** 2011 年公司期间费用率 12.9%, 较 2010 年上升 1.4 个百分点, 其中管理费用及销售费用与 2010 年基本持平, 而财务费用率上升 1.1 个百分点。分季度看, 公司去年 4 季度期间费用率上升明显, 达 16.6%, 环比上升 4.3 个百分点, 同比上升 4.7 个百分点。
- **毛利率将改善, 但幅度可能有限:** 公司原料成本自去年三季度已开始下跌, 因此短期内, 我们预计将改善公司毛利率水平, 不过由于 2012 年公司人工成本仍将上涨, 改善幅度可能有限(深圳近期将最低工资从 1320 元提高至 1500 元), 而且公司原料成本跟原油价格相关性较强, 存在随原油价格反弹的可能性。

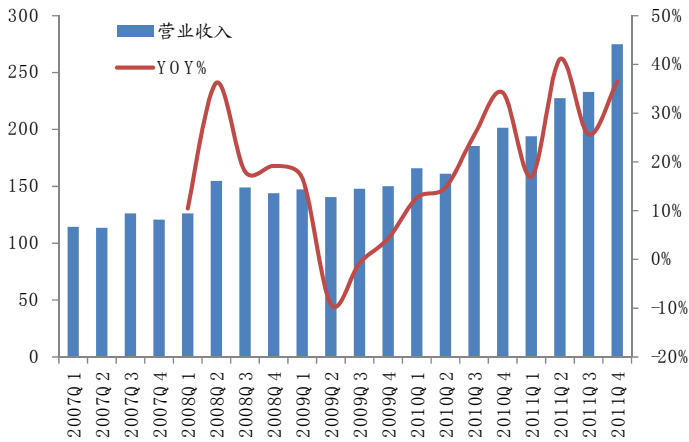
相关报告

1. 《通过高新技术企业复审点评》, 2012.2.7
2. 《美好理想铸就美的事业》, 2012.1.4

周文波 联系人
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

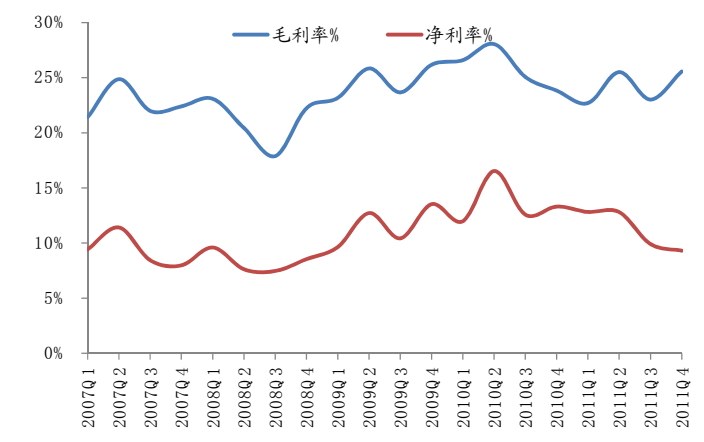
万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016
(8621)61038259
wanyl@gjzq.com.cn

图表1: 公司收入及增速 (百万元)

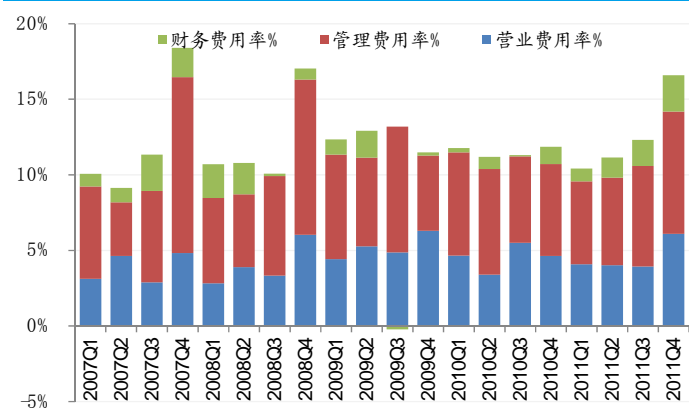


来源: 国金证券研究所

图表2: 公司盈利能力

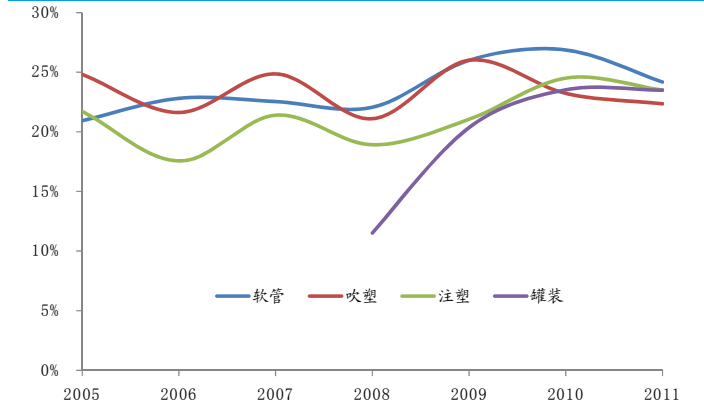


图表3: 公司期间费用率



来源: 国金证券研究所

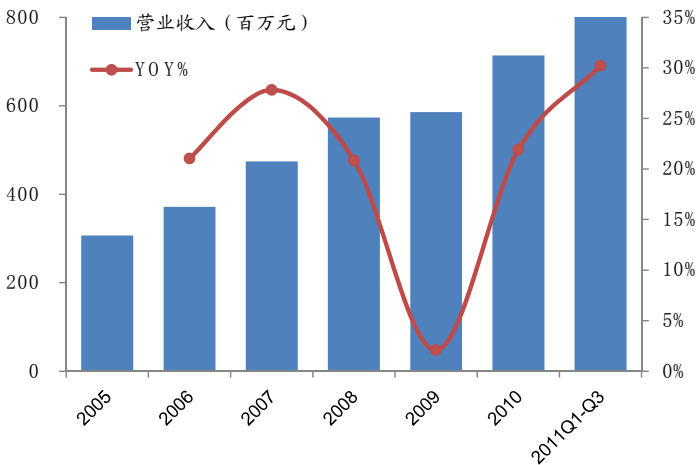
图表4: 公司分产品毛利率



依傍巨人, 增长无忧

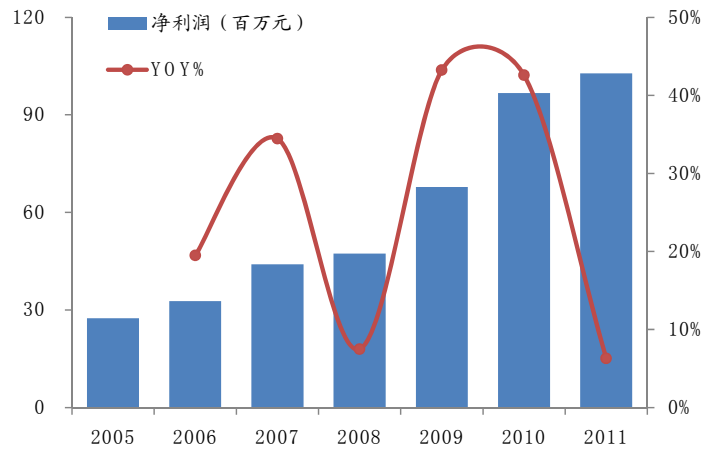
- 公司客户几乎都为全球顶尖的化妆品及食品公司, 覆盖超过 85%以上的一线化妆品品牌, 重点客户包括宝洁、箭牌、欧莱雅、联合利华、雅芳、玫琳凯、雅斯兰黛、妮维雅、资生堂等。
- 公司凭借卓越的研发能力、完善的销售网络, 快速响应终端客户需求, 提供贴身周到的服务, 已与全球知名化妆品公司形成了稳定的合作关系, 奠定了公司顶级化妆品牌第一包装商的地位。同时, 优质客户群亦为公司长期持续稳定的发展奠定了坚实的基础。
- 我们预计在国内经济增长模式转向消费驱动及消费升级的助推下, 国际大牌化妆品及食品公司有望凭借品牌优势, 不断扩大在中国的市场份额。通产丽星依靠与客户之间紧密的合作关系, 将直接受益下游需求高增长; 此外, 公司通过不断加强研发能力、创新力度及提升服务水平, 提高在客户中的份额, 我们预计公司仅依靠现有客户即可实现 20%左右增长。在维护好现有客户关系的基础上, 公司也积极开发其它客户, 并把业务范围向食品等其它领域延伸, 通过不断提升服务外延及合作地位, 公司未来收入高增长具有较强的确定性。

图表5: 公司营业收入及增速 (百万元)

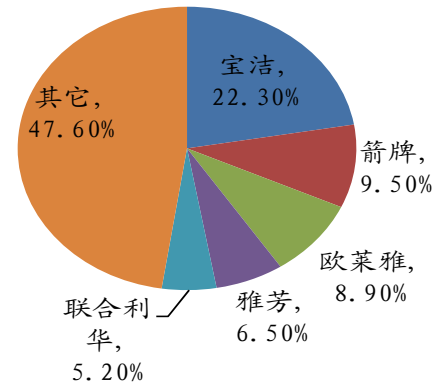


来源: 国金证券研究所

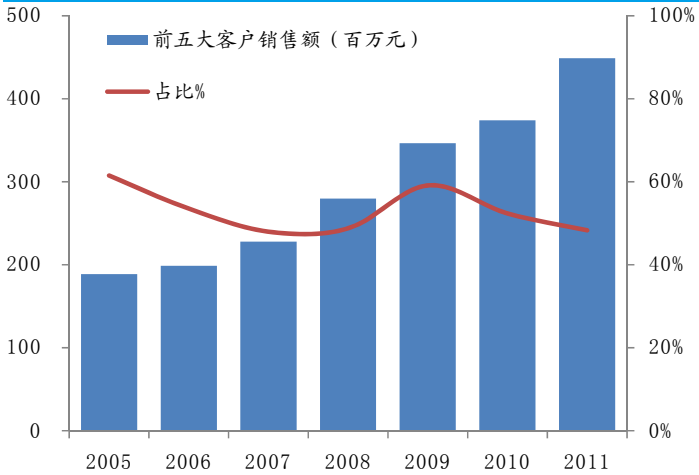
图表6: 公司净利润及增速 (百万元)



图表8: 公司重点客户 (2010年)



图表7: 公司前五大客户收入及占比 (百万元)

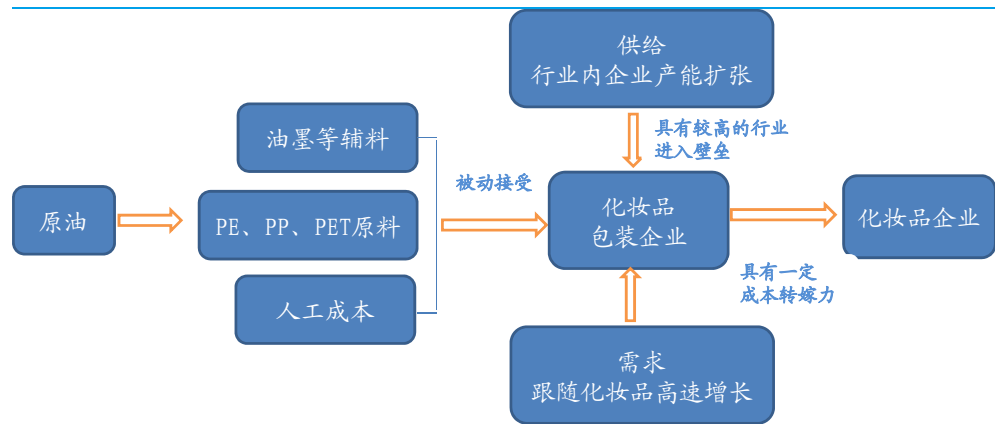


来源: 国金证券研究所

行业具有门槛, 盈利力可保持

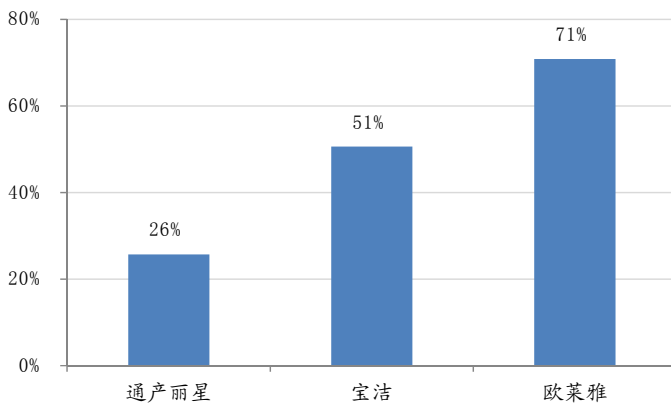
- 化妆品包装业具有较高的行业壁垒, 行业门槛主要来自四个方面: 1) 下游高市场集中度所带来的严格资质认证及规模要求; 2) 研发能力; 3) 领先企业所具有的规模、渠道优势以及与客户良好的关系; 4) 供货及时性, 高门槛使得化妆品包装行业竞争相对缓和。
- 此外, 国际大牌化妆品公司因拥有较高的盈利水平, 对包装产品的价格敏感度不高, 使得化妆品类包装公司能够顺利将成本向下游转移, 从而保持较高的盈利水平。

图表9: 化妆品行业盈利图谱



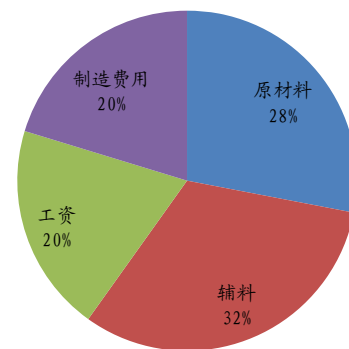
来源: 国金证券研究所

图表10: 公司与客户毛利率比较



来源: 国金证券研究所、公司报告

图表11: 公司成本结构



产能瓶颈缓解仍需等待

- 公司近几年备受产能困扰, 现有产能基本只可满足现有客户需求, 2012 年公司主要通过技改及租赁工厂方式增加产能。
- 2011 年 6 月 8 日, 公司公告苏州子公司竞得吴江 WJ-G-2011-046 号地块, 土地面积 98753.1 平方米, 预计苏州项目一期将于 2013 年初投产。此外, 公司广州二期也于近期开工, 预计随着苏州一期及广州二期项目投产后, 困扰公司多年的产能问题将得到彻底缓解, 公司亦可大力开拓二线品牌以及向其它领域延伸如食品包装等, 我们认为公司在 2013 年有望迎来超越历史增速的增长, 我们看好公司发展潜力。(苏州项目主要为宝洁、欧莱雅、联合利华配套)

图表12: 公司产能

	建筑面积 (平方米)	产值 (亿元)	重点客户	备注
上海	21000	2.5	欧莱雅、联合利华、玫琳凯、资生堂	技改方式增加产能
广州增城一期	44300	3	宝洁、箭牌、雅芳	技改方式增加产能; 同时准备开建二期
深圳龙岗	25000	2.5	宝洁、雅斯兰黛、雅芳	技改方式增加产能
苏州吴江	98753		宝洁、欧莱雅等	一期预计产值3亿元, 2013年投产

来源: 国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 我们认为我国化妆品行业仍将保持高速增长，公司作为国内化妆品包装的龙头企业将继续分享行业盛宴。公司客户多是国际大牌化妆品公司，对成本价格敏感度不高，公司有望保持稳定且较高的盈利性，具有类消费特征。
- 我们维持公司 2012-2014 年业绩预测，EPS 分别为 0.52 元、0.7 元、0.86 元，给予“买入”评级。

图表13: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	586	714	929	1,140	1,492	1,792	货币资金	133	110	57	270	230	209
增长率		21.9%	30.2%	22.6%	30.9%	20.1%	应收款项	105	165	273	257	357	429
主营业务成本	-441	-530	-703	-857	-1,126	-1,355	存货	54	83	132	117	154	186
%销售收入	75.3%	74.3%	75.7%	75.2%	75.5%	75.6%	其他流动资产	37	38	83	88	115	138
毛利	145	184	226	283	366	436	流动资产	329	395	545	732	856	960
%销售收入	24.7%	25.7%	24.3%	24.8%	24.5%	24.4%	%总资产	50.1%	49.2%	47.9%	56.5%	60.6%	62.3%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-3	-4	-4	长期投资	0	0	6	7	6	6
%销售收入	0.3%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	309	387	533	514	509	535
营业费用	-31	-33	-43	-46	-60	-72	%总资产	47.0%	48.2%	46.9%	39.7%	36.1%	34.7%
%销售收入	5.2%	4.6%	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	无形资产	18	18	50	41	39	37
管理费用	-38	-45	-62	-68	-90	-108	非流动资产	328	408	593	563	555	580
%销售收入	6.5%	6.4%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	49.9%	50.8%	52.1%	43.5%	39.4%	37.7%
息税前利润 (EBIT)	74	104	118	166	213	253	资产总计	657	803	1,138	1,295	1,411	1,541
%销售收入	12.7%	14.6%	12.7%	14.6%	14.3%	14.1%	短期借款	25	90	208	250	149	0
财务费用	-4	-4	-15	-12	-8	0	应付款项	77	86	159	153	201	241
%销售收入	0.7%	0.6%	1.7%	1.0%	0.5%	0.0%	其他流动负债	26	34	32	44	58	70
资产减值损失	-1	-1	-3	0	0	0	流动负债	127	210	399	447	407	311
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	6	3	28	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	133	213	427	447	407	312
营业利润	69	99	100	154	205	252	普通股股东权益	524	590	693	827	980	1,201
营业利润率	11.8%	13.9%	10.8%	13.5%	13.8%	14.1%	少数股东权益	0	0	18	21	24	27
营业外收支	3	9	17	0	0	0	负债股东权益合计	657	803	1,138	1,295	1,411	1,541
税前利润	72	108	117	154	205	252							
利润率	12.4%	15.2%	12.6%	13.5%	13.8%	14.1%	比率分析						
所得税	-5	-12	-12	-17	-23	-28		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税率	6.4%	10.7%	10.3%	11.0%	11.0%	11.0%	每股指标						
净利润	68	97	105	137	183	225	每股收益	0.263	0.375	0.398	0.520	0.697	0.859
少数股东损益	0	0	2	3	3	3	每股净资产	2.031	2.286	2.684	3.204	3.796	4.655
归属于母公司的净利润	68	97	103	134	180	222	每股经营现金净流	0.406	0.312	0.000	0.968	0.623	0.897
净利率	11.6%	13.5%	11.1%	11.8%	12.0%	12.4%	每股股利	0.120	0.140	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.94%	16.39%	14.83%	16.23%	18.35%	18.45%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	10.32%	12.04%	9.03%	10.36%	12.74%	14.39%
净利润	68	97	0	137	183	225	投入资本收益率	12.67%	13.65%	11.56%	13.44%	16.47%	18.30%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	35	42	0	63	67	75	主营业务收入增长率	2.08%	21.91%	30.17%	22.60%	30.95%	20.08%
非经营收益	2	1	0	17	13	5	EBIT增长率	34.97%	39.76%	13.97%	40.01%	28.62%	18.49%
营运资金变动	0	-59	0	33	-102	-73	净利润增长率	43.23%	42.57%	6.26%	30.65%	33.94%	23.26%
经营活动现金净流	105	80	0	250	161	232	总资产增长率	-6.03%	22.25%	41.71%	13.78%	8.94%	9.17%
资本开支	-87	-129	0	-36	-59	-100	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	62.0	63.6	78.0	70.0	75.0	75.0
其他	0	-5	0	0	0	0	存货周转天数	50.3	47.0	55.6	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-87	-134	0	-37	-59	-100	应付账款周转天数	49.5	39.9	44.8	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	0	0	-27	0	固定资产周转天数	189.1	196.5	203.7	153.1	113.3	99.7
债权募资	-62	65	0	14	-101	-148	偿债能力						
其他	-45	-39	0	-15	-13	-5	净负债/股东权益	-20.57%	-3.32%	21.16%	-2.32%	-8.08%	-16.91%
筹资活动现金净流	-107	26	0	-1	-142	-153	EBIT利息保障倍数	18.6	24.7	7.7	14.2	26.9	657.6
现金净流量	-89	-28	0	213	-40	-21	资产负债率	20.21%	26.55%	37.53%	34.51%	28.86%	20.25%

来源: 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	2	2	2	5
买入	0	0	1	2	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.20	1.33	1.39

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 2010-06-07	买入	10.30	12.00 ~ 14.00
2 2010-08-12	买入	11.80	N/A
3 2012-01-04	买入	8.14	11.00 ~ 11.00
4 2012-02-07	买入	8.93	N/A

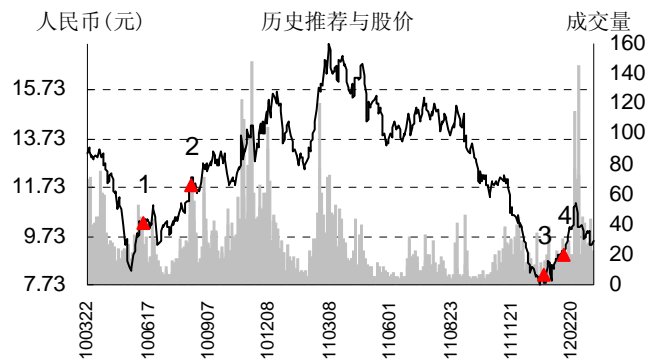
来源：国金证券研究所

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，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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B