

研究所
证券分析师：刘金沪 S0350510120005
0755-83704943 liujh01@ghzq.com.cn
联系人：崔励
0771-5539092 cui101@ghzq.com.cn

致力美丽事业，伴随巨人成长

——通产丽星深度报告

投资要点：

- **化妆品和日化行业收入规模合计超 4 千亿，包装市场容量持续放大** 我国已成为世界第三大化妆品消费大国。化妆品行业收入已超过 700 亿元，并以两位数逐年增长；日化行业更是达到了 3 千亿以上的规模，合计规模超过 4 千亿元。保守估计日化及化妆品包装行业总产值超过 200 亿元，并在消费升级的动力驱动下持续放大。
- **通产丽星系国内领先优势明显的日化及化妆品塑料包装龙头。**作为业内设备最先进、产品质量最好的五层复合塑料软管生产企业，公司旗下化妆品软管及吹塑，食品吹塑，化妆品注塑组件，化妆品灌装等产品线可以为世界顶级日化巨头提供贴身的全方位服务。核心产品化妆品塑料复合软管产量及市占率全国领先，已建成深圳、上海、广州三地四个生产基地，初步完成对珠三角、长三角两大化妆品厂商集中区域市场的战略布局。公司综合市场份额遥遥领先，其中优势产品软管占有率约为 13%，注塑和吹塑占有率均小于 10%，领跑的优势地位明显，可以稳享市场成长的果实。
- **产能持续扩充，规模有望翻番。**5月公司拟非公开发行不超过9000万股A股，发行价格不低于8.08元，募资总额不超过7.2亿元。大股东通产集团承诺以不低于2.10亿元现金认购。公司将利用此次募集资金扩充软管产能约31250万支/年，吹瓶产能约40,000万支/年、注塑产能约77,800万支/年、灌装产能约44,470万支/年。预计增发项目将于2014年底投产，并于2016年逐步满产，公司的生产规模届时有望翻番。
- **公司下游客户群优质、庞大且稳定。**经过多年合作经营，公司与全球业内顶尖品牌形成了稳定的战略合作伙伴关系，如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等。公司深刻理解其需求，整合自身设计和生产能力，为其提供贴身服务并成为其全球供应链体系中不可或缺的环节。通过锁定顶级客户，公司构筑了有效的潜在进入者壁垒，并且具备高粘性，从而可以获得稳定的利润和可预见的成长。
- **公司研发实力雄厚，拥有精密模具开发制造技术，龙头地位稳固。**公司利用先进CAD、CAM开发系统，进行复杂和高精度的模具开发设计，并借助CNC电脑加工中心进行模具制造加工。公司是第一批深圳市自主创新行业龙头企业，拥有业内遥遥领先的技术优势。
- **盈利预测及投资建议** 12-14年的EPS分别为0.41、0.54及0.70元，对应PE分别为16倍、12倍和10倍。公司所处行业下游是朝阳特征明显的日化及化妆品行业，且贴身服务世界一流客户的战略已经有效甩开了跟随者的距离，在业内的领先优势明显，短期的业绩不尽如人意是近期多重不利因素的集中体现，随着公司采取相关措施和原料成本价格的回落，业绩下滑态势有望在三季度终止，给予“增持”评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	929	1,137	1,417	1,782
增长率(%)	30%	22%	25%	26%
净利润(百万元)	103	107	139	180
增长率(%)	6%	4%	30%	29%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.41	0.54	0.70
ROE(%)	14.4%	13.3%	15.2%	17.0%

目 录

1. 日化及化妆品包装行业情况：下游趋势良好，助力公司业绩提升	3
1.1 四千亿日化及化妆品市场未来仍将持续增长	3
1.2 行业竞争格局分析	3
1.3 工业领域的消费成长股	4
1.4 下游品牌集中趋势明显，公司“被挖”护城河	5
2. 公司基本情况：致力美丽事业，伴随巨人成长	5
2.1 “国有背景+管理层持股”为公司奠定发展基础	6
2.2 战略定位清晰，发展模式可持续	6
2.4 全面、独特的产能布局为公司赢得“贴身管家”美誉	7
2.5 客户粘性大，产品多元化，公司成长优势显现	8
2.6 收入、成本结构分析：成本压力已于上半年集中释放	9
3. 盈利预测	11
3.1 相对估值：12年16倍PE估值水平合理	11
3.2 绝对估值	12
4、风险提示	13

1. 日化及化妆品包装行业情况：下游趋势良好，助力公司业绩提升

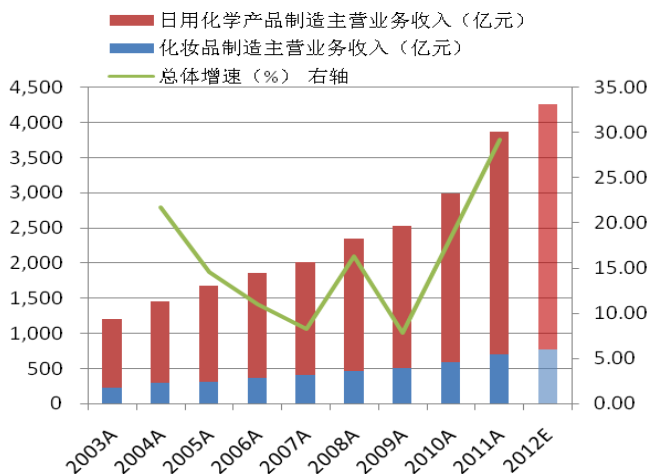
1.1 四千亿日化及化妆品市场未来仍将持续增长

作为受益消费升级的典型产业，日化及化妆品兼具刚性和可选消费特征，且和民生质量息息相关，产业规模逐年扩张。2011 年我国日化行业实现销售收入 3171 亿元，利润总额 291 亿元；化妆品行业销售收入 699.3 亿元，利润总额 53 亿元。2012 年，国内日化及化妆品收入总额将超过 4000 亿元人民币，预计未来将保持 10-20% 的增速。

日化及化妆品塑料包装作为该产业的重要配套行业，按照占成品总值约 10% 的比重和日化及化妆品企业 50% 的毛利率推算，包装市场约在 200 亿元左右。其中从数量上估计，塑料包装的行业占比介于 70%-80% 之间，大概在 140-150 亿元左右。

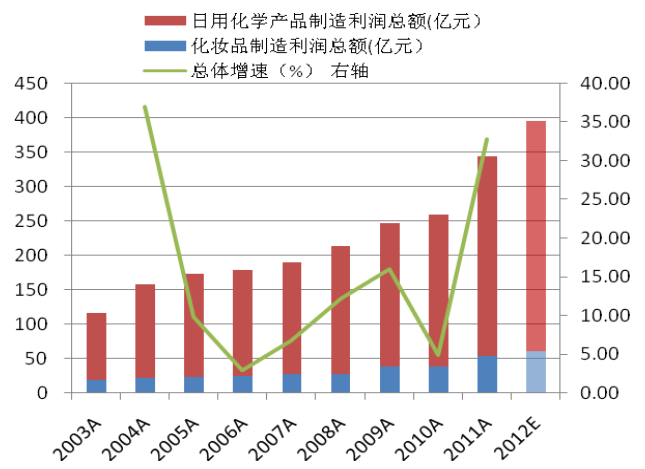
由此推算，公司主营业务的市场占有率约为 8%。其中最优势的软管占有率约为 13%，注塑和吹瓶占有率均低于 10%。考虑到日化及化妆品包装行业以塑代玻的趋势未改，公司将持久受益于下游行业本身的内生性增长和对玻璃、金属等包装物的替代比例提升，收入规模的扩张空间依然巨大。

图 1、日化及化妆品行业收入将突破 4000 亿元



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 2、日化及化妆品行业利润将逼近 400 亿元



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2 行业竞争格局分析

外资占据高端市场，内资渴望更高份额。国际化妆品包装巨头主要包括 Rexam、Alcan、吉野、TUPACK 和 Risdon 等企业。此类公司的生产、销售规模较大，多数定位于高端市场。但这些外资厂商在中低端市场并不具备成本和服务方面的优势，因此具备技术和服务积淀的内资企业龙头，兼具成本优势，其增长前景相对更具备较强张力。

表 1：公司国内竞争对手情况

代表企业	企业特征
通产丽星、雷盛德奎、群欣软管、中山环亚、兴中塑胶、洽兴塑胶	欧美日韩及珠三角、长三角地区企业，生产规模较为庞大，年营业超 1 亿元，综合实力强劲。
三荣塑胶、烟台西蒙西、上海永裕、上海万臣、余丰塑胶等	内地及港澳台地区企业，市场覆盖率低于第一梯队，国外市场占有率低，年营业约在 5000 万-1 亿元区间内
其他众多实力弱小的企业、市场新进者	该群体由市场上一些规模较小的企业构成，一般在中低端市场维持生存。少数企业能在一轮迅速发展过后闯入第一、第二梯队。

资料来源：网络资料，国海证券研究所

表 2：公司国外竞争对手情况

序号	公司名称	企业概况
1	Rexam	公司在全球共有 27 家塑料包装工厂，主要生产保健品与化妆品包装。2011 年该公司的销售总额超过 47 亿英镑，其中塑料包装部门的销售额为 10.2 亿英镑，占总销售额的 21.7%。
2	Alcan Packing	公司主要产业为食品饮料包装, 药物包装, 化妆品包装和烟草包装。
3	吉野	吉野是日本一家老牌塑料包装企业，建立于 1935 年 1 月，产品以软管、吹注塑为主，总部位于日本东京都，除了日本的 20 多家工厂以外，还在美国芝加哥和泰国拥有工厂。年营业额约 20 亿美元，是资生堂在日本的重要合作伙伴。
4	TUPACK	TUPACK 在生产高品质塑料管材和嘴唇护理产品包装上有着悠久的传统，目前是全球最大的化妆品塑料包装生产商之一，在塑料软管和唇膏棒方面独具特色，是全球化妆品集团的供应商。
5	Risdon	Risdon International Inc. 是美国一家生产化妆品塑料包装企业，主要进行注塑和吹塑生产，提供化妆品包装设计和生产，其产品涵盖口红及唇彩系列包装、香水盖、化妆品盖、粉盒等。

资料来源：网络资料，国海证券研究所

1.3 工业领域的消费成长股

不同于一般的工业企业，公司同时具有“工业”与“消费”的双重特性。“工业品”和“消费品”是两个相对概念。“工业品”是指为了满足各种组织机构的需要而设计生产的产品或服务，在具体的形式上包括原材料、设备、组装件（元器件）、零部件（专用件）、消耗补给品、系统或服务；而“消费品”则是指为了满足个人消费者或家庭消费者的需要而设计生产的产品或服务。

对于一些产品并不能割裂的被看作是“工业品”或“消费品”，而应考虑到该产品的需求因素、消费者特性、市场竞争、价格档次、社会属性、安全属性等多种要素。

表 3：工业品与消费品属性

		工业品	消费品
目标消费群体	不同产品满足消费者不同层次的需求	大型集团、企业	个人或家庭
市场竞争	行业进入的壁垒、资本密集还是技术密集这些因素决定了产品所面临的行业竞争的激烈程度	行业进入壁垒较高，多为寡头垄断市场形态	行业进入壁垒较低，竞争激烈，多为垄断竞争市场形态
价格体系	价格的高低在宏观层面决定了产品是奢侈品还是必需品，消费者对价格的微观敏感性、弹性以及宏观的价格弹性这两个方面的规定性决定了产品的价格层级	相对不透明的价格，销售者有机会得到高利润	价格相对透明，销售者以量取胜做大市场份额
社会属性	关乎国计民生的产品，具备相当的社会性	与部分行业发展关联密切	与居民生活息息相关，具有高度社会性
安全属性	消费者对安全的需求决定一些产品的安全属性	与部分行业发展关联密切	消费者对安全的需求决定这些产品的安全属性，食品、化妆品、住房、交通都是典型的代表

资料来源：网络资料、国海证券研究所

由于化妆品塑料包装在采用上游原料进行工业加工的同时，其产品出厂后直接以原有形式（未经再加工）面对个人或家庭，因此化妆品塑料包装产品兼具“工业品”和“消费品”两者的属性，行业发展的最终定位必须同时关注工业及消费行业的后期走向。

1.4 下游品牌集中趋势明显，公司“被挖”护城河

随着国内日化及化妆品市场发展的提速，近年来，多数外资巨头已在国内建立研发和生产中心，本地化使得国际品牌化妆品成本大幅降低。据粗略统计，数量占比超过 70% 的本土企业仅贡献约 1/4 的销售收入，换言之，3/4 的收入由 30% 的外资及合资企业包揽。

无论是下游日化及化妆品行业的集中趋势，还是下游企业规模的不断扩大，都对配套供应商提出了更高的要求。作为国内产能领先、配送服务一流的包装行业龙头，这种趋势无形中为公司构建了较高的客户壁垒。在与顶级客户的多年服务实践中，公司不断加强自身对新产品的配套能力，反应速度和供货周期已达到国内一流水准，这无疑进一步夯实了公司与国际巨头间的战略合作伙伴关系。

2. 公司基本情况：致力美丽事业，伴随巨人成长

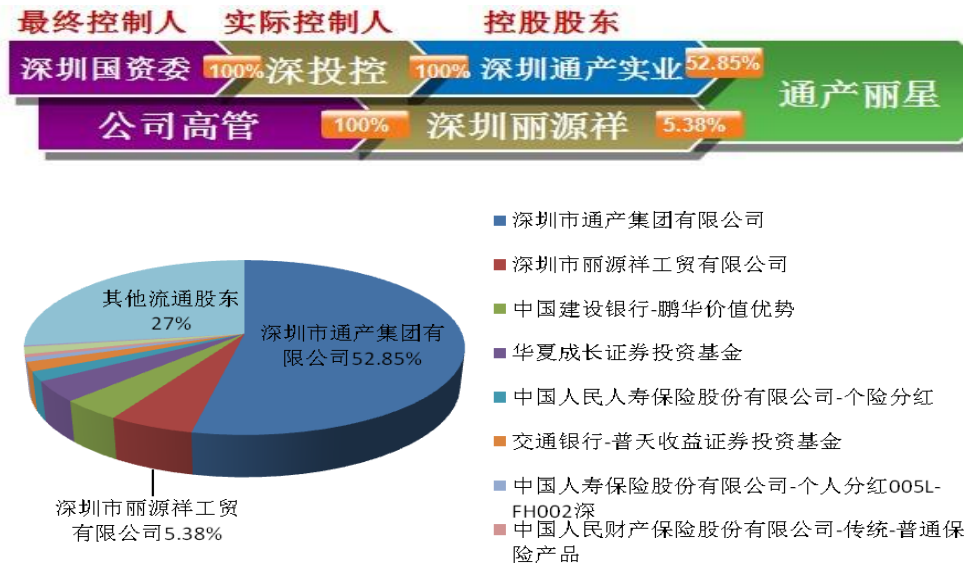
日化及化妆品包装系下游行业的重要配套产业。公司客户已基本覆盖世界一流日化及化妆品公司，大家耳熟能详的宝洁、箭牌、欧莱雅等著名企业均为公司客户，合作时间都已超过十年；其中宝洁是公司第一大客户，公司也同时是宝洁全球最重要的塑料包装供应商之一。

公司未来业务的主要增长点是提高其在客户产品中的占有率。目前公司遭遇产能瓶颈，正谋求借助融资手段进行新一轮扩张。

2.1 “国有背景+管理层持股”为公司奠定发展基础

2005年2月，通过两次融资及三次股权转让，公司前身“丽星丰达塑料有限公司”第一大股东变更为深圳通产实业有限公司。目前公司第一大股东为国资背景的深圳市通产集团有限公司，占比52.85%。另外，2012年一季度末，公司中高层管理人员通过“深圳丽源祥工贸有限公司”持有公司5.38%的股权。

图3：公司股权结构情况

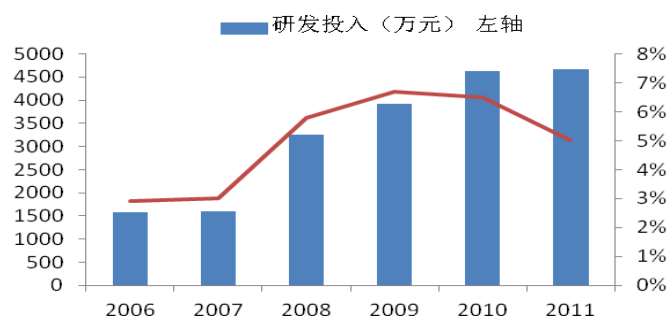


资料来源：公司公告、国海证券研究所

2.2 战略定位清晰，发展模式可持续

公司战略定位清晰，通过狠抓“设计”与“渠道”占据了微笑曲线的高点，产业价值尽显。日化及化妆品包装产业链价值集中于产品设计与渠道服务两端，近年来，该产业已从单纯追求量价突破的模式向配套一体化服务模式转变，下游产品的快速更新换代使得包装技术的快速创新显得尤为重要。换言之，这对公司的研发投入、研发速度以及研发工具都提出了新的、更高的要求。公司2011年投入研发费用4678万元，已累计五年增长，销售占比稳定在5%左右的水平。

图4、公司研发费用连年上涨并保持在5%左右的高水平



资料来源：公司公告、国海证券研究所

研发技术领先，专利积淀雄厚。公司是国内极少数自身拥有精密模具开发制造技术化妆品塑料包装企业，龙头地位稳固。公司利用先进的 CAD、CAM 开发系统，进行复杂和高精度模具开发设计，借助 CNC 电脑加工中心进行模具制造加工。公司被认定为第一批深圳市自主创新行业龙头企业，公司研发的“轻量化环保 PE 瓶”被认定为深圳市重点新产品。

公司的主打产品包括软管、吹塑、注塑和灌装四大类，目前软管产品占比 53%。过去几年，公司募投项目依次投产，预计未来三年内软管、注塑和吹塑产品的销售收入增速将超过 20%。除传统包装主营外，公司业务还向上游环保材料研发、模具设计开发以及下游 OEM（灌装）、物流配送、包装回收利用等方面延伸。

产能持续扩充，规模有望翻番。今年5月21日，公司公告计划拟向特定对象非公开发行不超过9,000万股A股股票，发行价格不低于8.08元/股，拟募资总额不超过7.2亿元。大股东通产集团承诺以不低于2.10亿元现金认购本次发行之股票。公司将利用此次募集资金扩充软管产能约31250万支/年，吹瓶产能约40,000万支/年、注塑产能约77,800万支/年、灌装产能约44,470万支/年。预计增发项目将于2014年底投产，并于2016年逐步满产，公司的生产规模届时有望翻番。

2.4 全面、独特的产能布局为公司赢得“贴身管家”美誉

合作共赢，与一流客户携手成长。公司是宝洁全球 5 大供应商之一，已合作十余年。目前，作为第一大客户，宝洁占用公司 20% 以上的产能（约两个亿），主要供应软管类产品。

由于公司软管业务的主要竞争对手（如：群欣、万汇）产能均不足 1 个亿，很难满足这些业内标杆公司在质量和服务、供应量方面高标准的要求。可以说，在中国大陆范围内，以宝洁为参照系，公司与这些全球一流客户之间已经建立起长期共赢的战略合作关系。

虽然大品牌客户会对公司的议价能力造成一定影响，但大客户对产品研发、更新的不需求也在过去十余年间促进了公司的发展壮大，并赋予了公司现有生产设备两极化的特点。其中进口标志性设备占 30%，是公司推新品、打品牌过程中不可缺少的重要武器，此类设备能快速批量生产多色软管，平均单价在 5 元左右；其余 70% 为普通设备，用于满足公司的日常生产需求，生产的产品附加值也相对较低，单价不足 1 元。

除了对产品质量的高要求，以宝洁为首的大客户对于供应商的服务质量要求也相当苛刻。合作过程中，所有仓储工作由公司负责，客户如有需求，经电话沟通后，对应包装产品需在四小时内发货。比如，即将动工的合肥及苏州生产基地专门用于服务就近的联合利华和欧莱雅工厂。这无疑限制了货物的运输半径，影响了公司的产能转移。

但是，出色的配送服务为公司构建了坚实的竞争壁垒，凭借与世界一流企业多年的合作经验，公司的创新开发能力、模具设计能力、制造工艺及产品的销售、配送一体化服务能力均处于国内先进水平。

公司在过去十年经营状况良好的情况下，与业内顶尖品牌形成了长久稳定的战略合作伙伴关系，这无疑大大降低了公司的经营风险，通过对代表行业最高水准的

客户提供贴身服务获得伴随其成长的稳健扩张，提高了公司盈利的可预见性，从而使公司自身具备了长期、良好的投资价值。

2.5 客户粘性大，产品多元化，公司成长优势显现

公司下游客户群体庞大而稳定，并已基本覆盖世界一流的日化及化妆品公司，因此公司未来的增长点主要是提高在下游客户产品中的占有率。

目前公司前十大客户主要包括：宝洁、箭牌、欧莱雅、联合利华、玫琳凯、妮维雅等，收入贡献比约为 50%。其中，联合利华和欧莱雅近年来增速较快，均保持在两位数；公司第一大客户宝洁（贡献公司 20%收入）由于“基数大、品类多”的原因，目前年均增长介于 5%-10%之间。

公司新增合作伙伴包括丹姿水密码和安利，其中安利已对公司进行了一年多的评审（主要原因是安利铁罐蛋白粉改用塑料包装），公司在广州的“食品级”净化车间已经开始生产。

公司系国内化妆品塑料包装龙头。公司作为全国范围内设备最先进、产品质量最好的五层复合塑料软管生产企业，已有“化妆品软管、化妆品吹塑产品、食品吹塑产品、化妆品注塑组件、化妆品灌装、喷涂和真空电镀”等业务，具体产品明细如下：

图 5、公司产品明细

1) 塑料复合软管



2) 注塑产品



3) 吹塑产品



公司的主要产品细目

产品大类	产品	主要细目
软管	化妆品复合软管包装	精华素、护发素、眼霜、防晒霜、清洁及润肤奶液等
吹塑	日用品包装	沐浴液、洗发露、口香糖等包装瓶
注塑	硬质罐体、软管和吹塑的面霜、高档化妆品、唇膏、粉饼等包装罐	

****注：软管和吹塑产品的盖子属注塑产品****

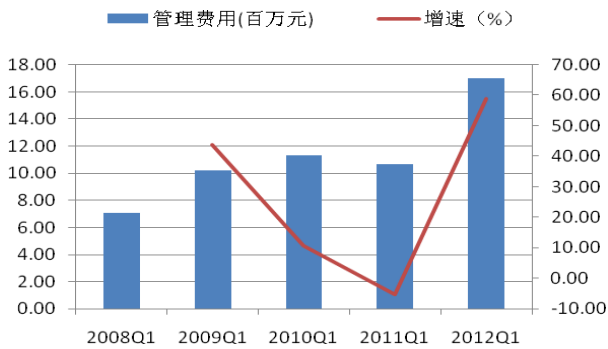
资料来源：公司资料、国海证券研究所

2.6 收入、成本结构分析：成本压力已于上半年集中释放

成本压力已于上半年集中释放。公司核心产品化妆品塑料复合软管产量及市场占有率位居全国同类产品生产企业前列，产能布局已完成对长三角、珠三角两大化妆品厂商集中局域的覆盖。公司所处的细分行业为塑料制品中的化妆品塑料包装行业，可视作类消费行业，具备隐形消费品的特征。该行业既是化妆品行业的重要支撑，又是包装行业的重要组成部分。其主要业务是采用吹塑或注塑工艺，生产方便储存、运输的包装箱及塑料容器制品。上游主要是合成树脂、油墨、粘合剂等化工原料，下游为日化及化妆品行业。

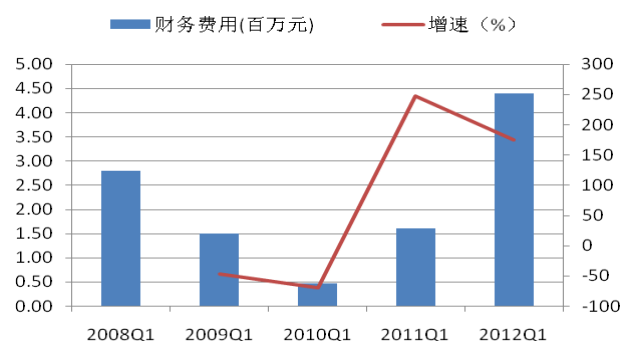
上半年公司盈利下降的主要原因是员工工资上调。公司成本中，人工成本占 20%，原材料成本占 50%，生产管理成本为 30%。今年 2 月 1 日公司调薪，员工工资普遍上涨 20%左右，即总成本上浮约 4%。由于今年公司补助资金的用途受限（非经常性损益：去年 800 万；今年的 1000 万只能用于购买生产设备），因此工资上涨部分主要依靠银行贷款填补。这也给公司财务费用增加了压力，一季报数据显示，公司财务费用同比上涨 168%。另外，受员工扩充及在建项目等方面影响，公司管理费用同比增长 59%。

图 6、一季度管理费用及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

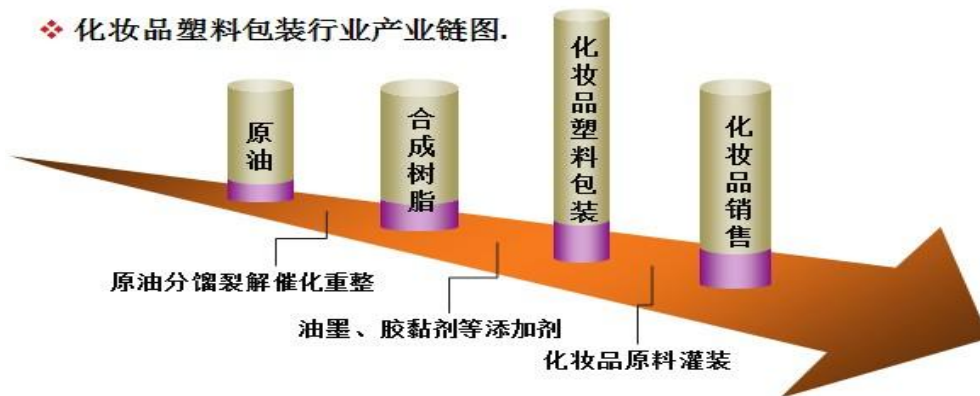
图 7、一季度财务费用及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

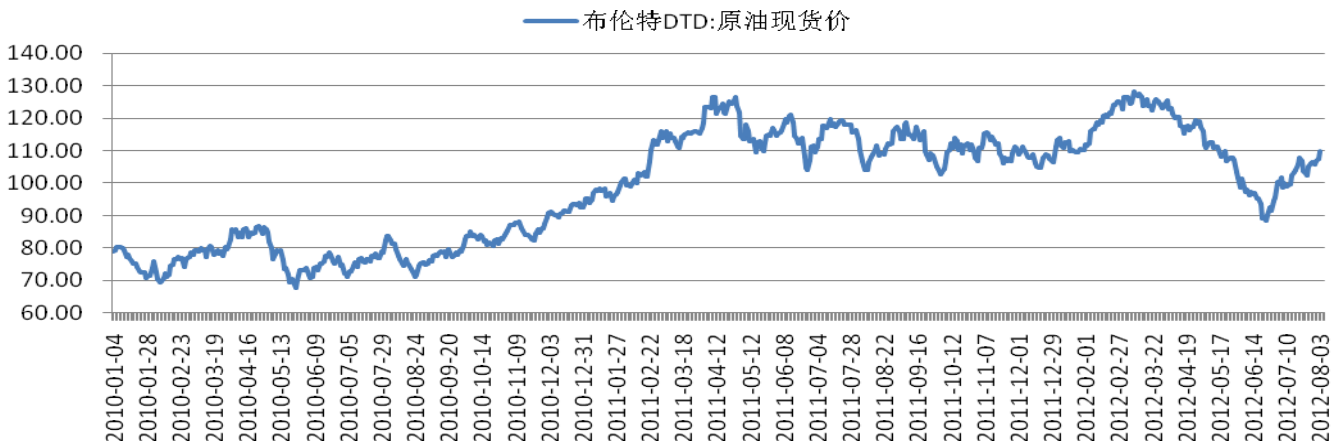
合成树脂是塑料的最主要成分，其在塑料中的含量一般在 40%-100%，因此我们常把树脂看成是塑料的同义词。生产合成树脂的原料来源丰富，现多以石油和天然气为主，如乙烯、丙烯、苯、甲醛及尿素等。换言之，石油价格影响公司总成本的比重高达 20%-50%。

图 8、塑料包装产业链示意图



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 9、布伦特原油现货价格走势



资料来源：Wind、国海证券研究所

布伦特原油价格今年一季度未见顶后，公司原材料成本压力减小，由于公司保留一个月原材料库存，受此影响的原材料5月份才能到货，加上公司需承担包括宝洁在内的部分客户库存，相对应的产品预计下半年开始供货，届时油价下跌带来的成本有利影响将逐步体现。

因此，在收入增长 18%之后，公司上半年在同时遭遇多重不利因素后盈利下滑 39%。预计公司大部分的成本压力已在上半年基本得以释放，接下来的三季度有望在原材料成本下降等促进下逐步走出低谷，遏制住业绩下滑的势头，拐点有可能在年底前到来。

3. 盈利预测

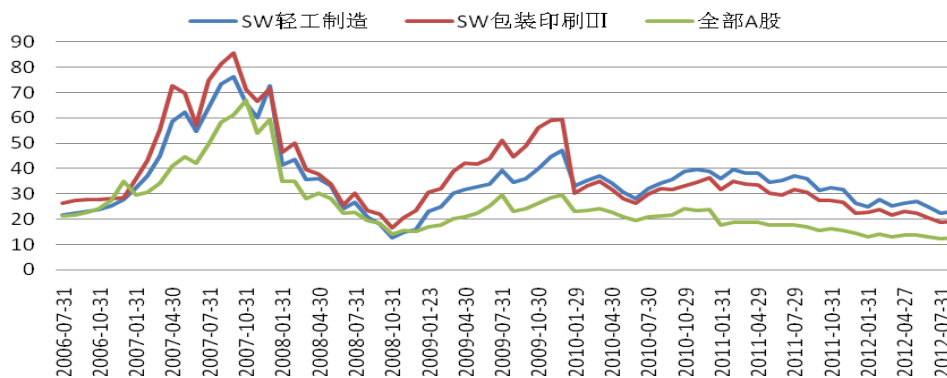
盈利预测的核心假设条件如下：

- 1) 前提：公司各项业务开展良好，上游原材料成本可控，下游客户群体保持相对稳定，四项基本产品的销售额按年平均增速继续扩张。
- 2) 公司主营业务中，软管、吹塑、注塑收入分别提高 20%，灌装收入增长 50%。其中软管、注塑和灌装的毛利率维持增长。
- 3) 三项费率快速上升的趋势得以放缓，并回复至前三年平均水平；公司所涉及的各项主要税率保持不变。
- 4) 日化及化妆品市场 2012 年增长 15%。

3.1 相对估值：12 年 16 倍 PE 估值水平合理

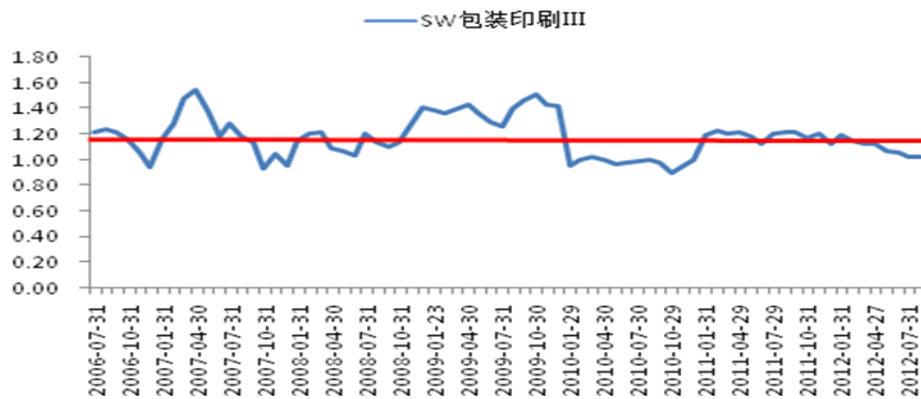
公司所在的轻工制造及包装印刷行业长期享有估值溢价。其中包装印刷板块相对于全部 A 股（银行、石油石化除外）近六年的溢价倍数的 PE 均值为 1.18，当前板块溢价倍数为 1.02，低于历史均值。而公司 12 年预测市盈率为 16 倍，剔除银行石油石化后的 A 股 12 年 PE 估值为 15.2 倍，公司估值溢价倍数仅为 1.05 倍，安全边际明显。

图 10、轻工制造和包装印刷板块长期享有估值溢价



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 11、包装印刷板块目前溢价低于均值



资料来源：Wind、国海证券研究所

3.2 绝对估值

DDM 法：9.43 元/股

DDM估值模型							
测算年度	2012	人民币百万元					
	年数	利润增长	股息率	备注			
第一阶段	3		20%	净利润增长采用盈利预测结果			
第二阶段	7	15%	50%				
永续阶段		3%	70%				
折现率							
无风险收益率	3.0%						
风险溢价	8.0%						
β系数	0.96						
风险折现率	10.68%						
三阶段模型							
第一阶段	2012	2013	2014				
净利润	106.65	139.07	180.07				
股息	21.33	27.81	36.01				
折现值	21.33	25.13	29.40				
小计	75.86						
第二阶段	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
净利润	207.08	238.15	273.87	314.95	362.19	416.52	479.00
股息	103.54	119.07	136.93	157.47	181.10	208.26	239.50
折现值	76.37	79.35	82.45	85.66	89.01	92.48	96.09
小计	601.40						
永续阶段	2022	2023...					
净利润	493.37						
股息	345.36						
折现值	125.19	1630.10					
小计	1755.30						
总计	2432.56						
每股(元)	9.43						

FCFF 法：13.85 元/股

FCFF估值模型													
测算年度	2012												
Assum													
贝塔β	0.96	股权资本成本Ke	16.7%	适用税率 15.0%									
无风险利率	3.0%	债务成本Kd	7.0%										
市场预期收益率	10.00%	债务比率D/(D+E)	11%	WACC值 15.6%									
第一阶段													
	2012E	2013E	2014E										
EBIT	134.80	170.50	215.87										
息税后利润NOPLAT	114.58	144.92	183.49										
折旧与摊销	56.16	52.97	54.67										
营业现金毛流量	170.74	197.89	238.16										
追加营运资本	-34.71	34.27	54.18										
资本支出	31.87	-21.32	-9.19										
减值准备	2.97	2.97	2.97										
FCF	176.55	187.91	196.14										
APV	176.55	162.49	146.66										
第二阶段													
期初FCF	196.14	中期年限	7										
FCF增长率	10.00%	实际增长率	-4.88%										
永续阶段													
期初FCF	382.22												
FCF增长率	3%	实际增长率	-10.93%										
<table border="0"> <tr> <td>第一阶段</td> <td>SubTotal PV</td> <td>485.70</td> </tr> <tr> <td>第二阶段</td> <td>SubTotal PV</td> <td>2116.56</td> </tr> <tr> <td>永续阶段</td> <td>SubTotal PV</td> <td>973.23</td> </tr> </table>					第一阶段	SubTotal PV	485.70	第二阶段	SubTotal PV	2116.56	永续阶段	SubTotal PV	973.23
第一阶段	SubTotal PV	485.70											
第二阶段	SubTotal PV	2116.56											
永续阶段	SubTotal PV	973.23											
Total PV	3575.49	备注											
发行在外股份数	258.07	测算出总价值以及每股价值均对应预测年度期末值											
每股价值	13.85	发行在外股份数为公司总股本，包含B股、H股及其他海外股											

4、风险提示

- 1) 国际油价的剧烈波动将较大程度的影响公司成本；
- 2) 公司本轮产能扩张带来的生产管理成本上升；
- 3) 下游客户受经济下行影响销售增速下滑超预期。

证券代码: 002243.sz 股票价格 6.65 投资评级: 增持 日期: 2012/8/6

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	14%	13%	15%	17%	EPS	0.40	0.41	0.54	0.70
毛利率	24%	23%	22%	22%	BVPS	2.68	3.01	3.45	4.00
期间费率	13%	12%	11%	11%	估值				
销售净利率	11%	9%	10%	10%	P/E	16.70	16.09	12.34	9.53
成长能力					P/B	2.48	2.21	1.93	1.66
收入增长率	30%	22%	25%	26%	P/S	1.85	1.51	1.21	0.96
利润增长率	6%	4%	30%	29%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.82	0.91	1.02	1.12	营业收入	929	1137	1417	1782
应收账款周转率	3.40	3.40	3.40	3.40	营业成本	703	880	1100	1381
存货周转率	5.34	19.90	-220.06	-31.31	营业税金及附加	3	4	5	6
偿债能力					销售费用	43	48	60	75
资产负债率	38%	36%	34%	33%	管理费用	62	70	83	104
流动比	1.37	1.58	1.83	2.08	财务费用	15	12	11	9
速动比	1.04	1.48	1.85	2.17	其他费用/(-收入)	(3)	(3)	(3)	(3)
					营业利润	100	120	157	203
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业外净收支	17	2	2	2
现金及现金等价物	57	199	306	423	利润总额	117	122	159	205
应收款项	273	334	417	524	所得税费用	12	12	16	21
存货净额	132	44	(5)	(44)	净利润	105	109	142	184
其他流动资产	83	90	103	129	少数股东损益	2	3	3	4
流动资产合计	545	668	821	1032	归属于母公司净利润	103	107	139	180
固定资产	519	487	508	517					
在建工程	15	35	5	(15)	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	43	43	39	34	经营活动现金流	58	164	128	101
长期股权投资	6	6	6	6	净利润	105	109	142	184
资产总计	1138	1249	1389	1585	少数股东权益	2	3	3	4
短期借款	208	208	208	208	折旧摊销	52	56	53	55
应付款项	127	148	170	213	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	11	14	17	22	营运资金变动	(102)	(4)	(71)	(142)
其他流动负债	53	53	53	53	投资活动现金流	(209)	44	(8)	6
流动负债合计	399	422	447	495	资本支出	(134)	32	(21)	(9)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(6)	0	0	0
其他长期负债	28	28	28	28	其他	0	0	0	0
长期负债合计	28	28	28	28	筹资活动现金流	293	(21)	(28)	(36)
负债合计	427	450	476	523	债务融资	118	0	0	0
股本	258	258	258	258	权益融资	0	0	0	0
股东权益	711	799	914	1062	其它	185	0	0	0
负债和股东权益总计	1138	1249	1389	1585	现金净增加额	142	186	92	71

【分析师承诺】

刘金沪，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
程一天	0755-83702072	13684915160	chengyt@ghzq.com.cn
王帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn