

毛利率略有改善，财务费用依旧高企

通产丽星三季报点评

评级: **增持-A**

上次评级:

目标价格: **8.50 元**

期限: 6 个月 上次预测:

现价(2012年10月24日): 7.20 元

报告日期: **2012-10-25**

报告关键点:

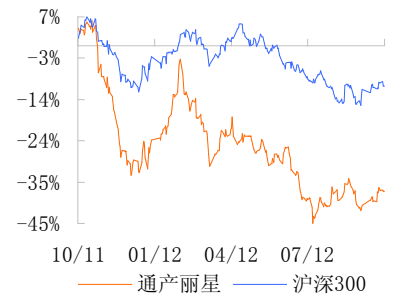
- 客户订单逐渐回复正常
- 毛利率略有改善，财务费用依旧高企

报告摘要:

- 客户订单逐渐恢复正常:** 公司2012年前三季度实现销售收入7.89亿元，同比增长20.47%；上半年部分客户订单出现延迟调整，三季度已逐渐恢复正常。公司前三季度实现净利润5497万元，同比下降28.74%，每股收益0.21元。
- 毛利率略有改善:** 公司2012年单三季度毛利率22.58%，较单二季度20.07%提高2.51个百分点。2012年前三季度毛利率21.59%，较上年同期23.79%仍然降低2.20个百分点。今年毛利率下降的主要原因是人工成本大增，公司在三季度已经大幅削减员工数量，然而深圳市最低工资标准上调以及全员工资普涨，仍然给公司带来较大成本压力。相对于可比公司永新股份，公司产品需要手工处理的环节较多，机械化程度较低，为了应对未来人工成本持续上涨的趋势，公司不断加强生产线技术改造，以节约人工数量，提高单位产出。
- 财务费用依旧高企:** 公司短期借款较上年同期增加2个多亿，主要是用于苏州项目的提前注资。2012年前三季度发生财务费用1793万，较上年同期增长105.38%；2012年前三季度财务费用率2.27%，较上年同期提高0.94个百分点。我们预计在增发项目完成之前，财务费用高企都将成为持续的困扰。
- 盈利预测和投资建议:** 我们判断公司盈利能力逐季改善，2013年毛利率将较今年有所回复。增发项目完成以后，财务费用得以节省，净利率将出现显著回升。预计公司2012-2014年营业收入同比增长21.1%，23.0%和24.0%；净利润同比增长-16.5%，39.3%和27.1%；每股收益分别为0.33元，0.46元和0.59元。首次给予“增持-A”评级，目标价8.50元，对应2012年25倍、2013年18倍估值。
- 风险提示:** 1) 人工成本继续侵蚀利润；2) 增发项目进度低于预期。

总市值(百万元)	1,858.10
流通市值(百万元)	1,811.44
总股本(百万股)	258.07
流通股本(百万股)	251.59
12个月最低/最高	6.20/12.48 元
十大流通股东(%)	70.55%
股东户数	13,307

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.30	6.24	(26.23)
绝对收益	7.46	3.37	(36.67)

衡昆
010-66581658
执业证书编号

首席行业分析师
hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	714.0	929.5	1,125.4	1,384.0	1,715.7
Growth(%)	21.9%	30.2%	21.1%	23.0%	24.0%
净利润	96.7	102.8	85.8	119.6	152.0
Growth(%)	42.6%	6.3%	-16.5%	39.3%	27.1%
毛利率(%)	25.7%	24.3%	21.6%	22.1%	22.1%
净利润率(%)	13.5%	11.1%	7.6%	8.6%	8.9%
每股收益(元)	0.37	0.40	0.33	0.46	0.59
每股净资产(元)	2.29	2.68	3.02	3.48	4.07
市盈率	19.2	18.1	21.6	15.5	12.2
市净率	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8
净资产收益率(%)	16.4%	14.8%	10.8%	13.2%	14.4%
ROIC(%)	24.4%	21.2%	12.4%	14.0%	15.4%
EV/EBITDA	25.5	13.5	13.9	11.4	9.7
股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

报告联系人

张妮 010-66581574
zhangni@essence.com.cn

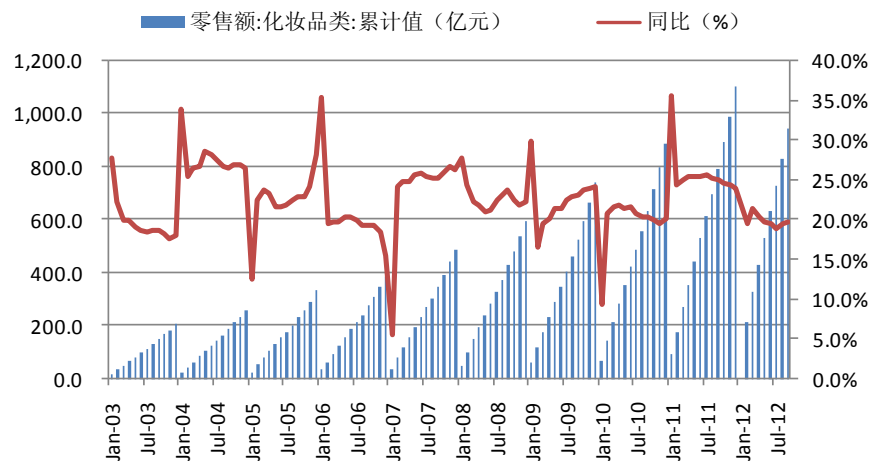
前期研究成果

1. 客户订单逐渐恢复正常

今年前9月，国内化妆品限额以上批发和零售业实现累计零售额948亿元，同比增长19.61%。相对于食品饮料、医药等其他塑料包装下游行业，我国化妆品行业的成长表现得非常稳健，多年来，销售额同比增速处于20-25%之间，呈现出较为明显的抗周期性特征。

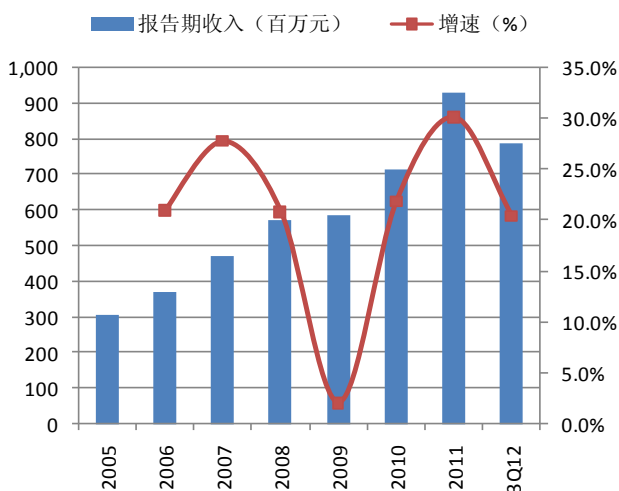
公司是国内化妆品塑料包装细分行业的龙头，拥有宝洁、联合利华、欧莱雅等国际著名品牌客户。伴随下游行业优质客户的成长，公司2012年前三季度实现销售收入7.89亿元，同比增长20.47%；单三季度实现销售收入2.89亿元，同比增长23.97%，较单二季度同比增速7.32%有明显改善。上半年部分客户订单出现延迟调整，三季度已逐渐恢复正常。

图 1 国内化妆品限额以上批发和零售业零售额



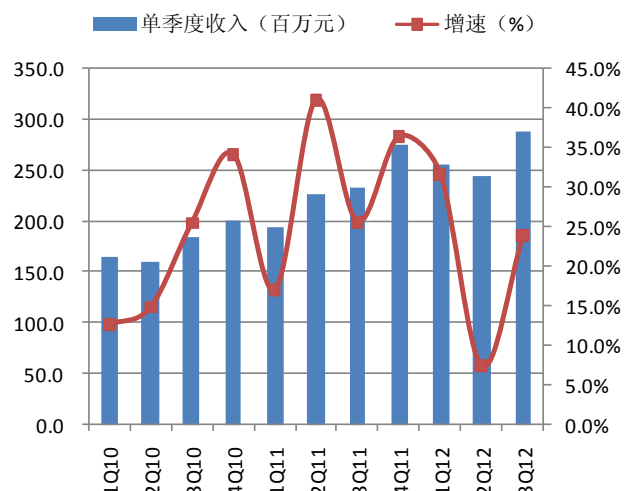
数据来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 2 公司报告期收入增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3 公司单季度收入增速

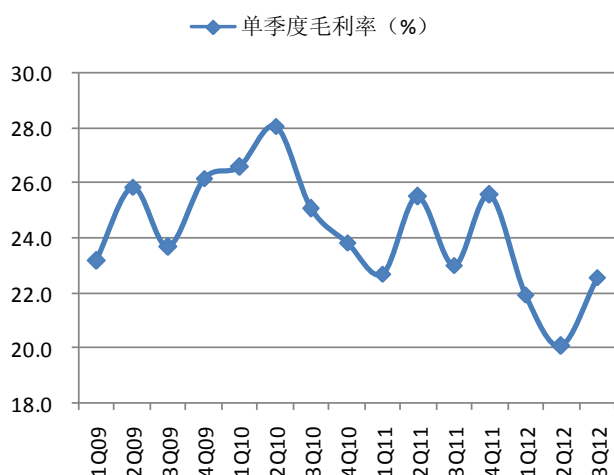


数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 毛利率略有改善

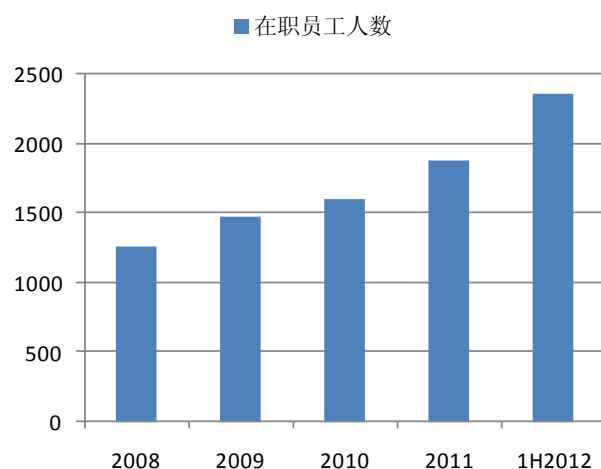
公司 2012 单三季度毛利率 22.58%，较单二季度 20.07% 提高 2.51 个百分点。2012 年前三季度毛利率 21.59%，较上年同期 23.79% 仍然降低 2.20 个百分点。今年毛利率下降的主要原因是人工成本大增，公司在三季度已经大幅削减员工数量，然而深圳市最低工资标准上调以及全员工资普涨，仍然给公司带来较大成本压力。相对于可比公司永新股份，公司产品需要手工处理的环节较多，机械化程度较低，为了应对未来人工成本持续上涨的趋势，公司不断加强生产线技术改造，以节约人工数量，提高单位产出。

图 4 公司单季度毛利率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5 公司在职工工人数



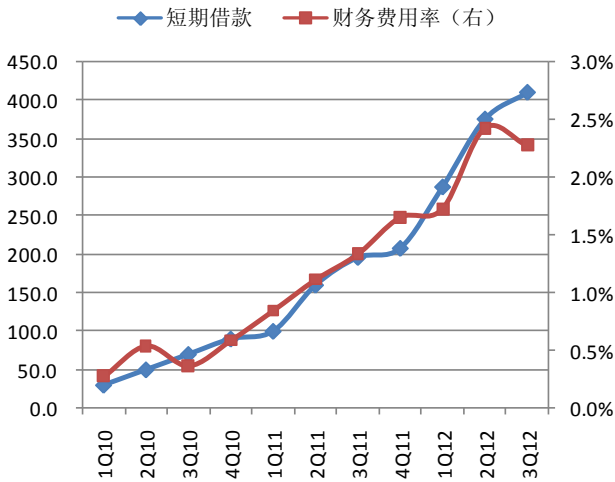
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 财务费用依旧高企

公司短期借款较上年同期增加 2 个多亿，主要是用于苏州项目的提前注资。2012 年前三季度发生财务费用 1793 万，较上年同期 873 万增长 105.38%；2012 年前三季度财务费用率 2.27%，较上年同期 1.33% 提高 0.94 个百分点。我们预计在增发项目完成之前，财务费用高企都将成为持续的困扰。

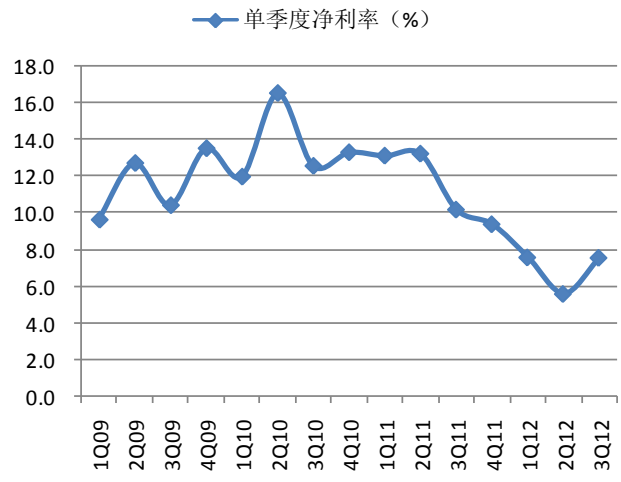
公司 2012 年前三季度管理费用率 7.05%，较上年同期提高 1.04 个百分点；销售费用率 4.16%，较上年同期小幅提高 0.16 个百分点；净利率 6.97%，较上年同期 12.12% 大幅下降。公司前三季度累计实现净利润 5497 万元，同比下降 28.74%；单三季度净利润 2186 万元，同比下降 7.96%，降幅有所收窄。

图 6 短期借款与财务费用率



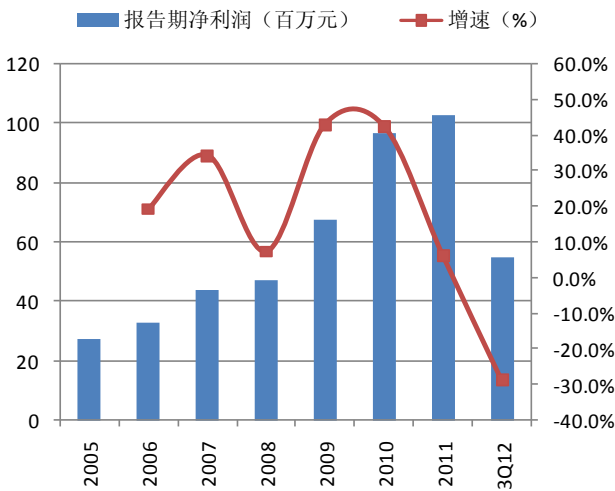
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7 公司单季度净利率



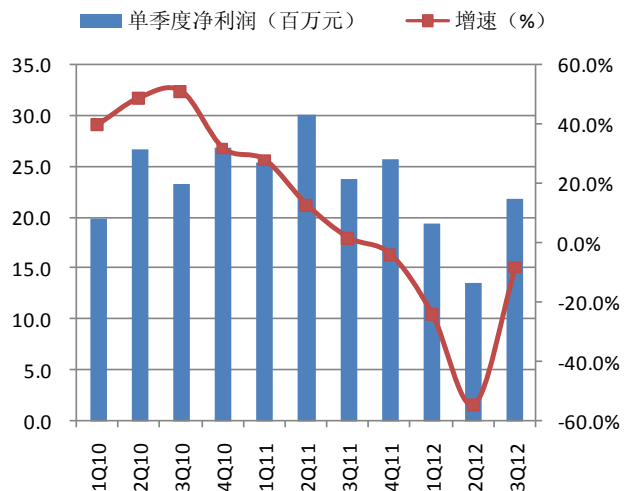
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8 公司报告期净利润增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9 公司单季度净利润增速



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 盈利预测和投资建议

我们对公司盈利预测做出如下假设：

- 1) 2012 上半年由于客户订单延迟，产能利用率过低，公司成本压力很大，毛利率明显下滑，三、四季度随着订单正常释放，盈利能力已经出现改善，我们判断 2013 年的毛利率水平将较今年有所回复。
- 2) 2013 年增发项目完成以后，财务费用得以节省，净利率将出现显著回升。

根据上述假设，我们预计公司 2012-2014 年营业收入同比增长 21.1%，23.0%和 24.0%；净利润同比增长-16.5%，39.3%和 27.1%；每股收益分别为 0.33 元，0.46 元和 0.59 元。首次给予“增持-A”评级，目标价 8.50 元，对应 2012 年 25 倍、2013 年 18 倍估值。

5. 风险因素

- 1) 人工成本继续侵蚀利润;
- 2) 增发项目进度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-10-24
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
营业收入	714.0	929.5	1,125.4	1,384.0	1,715.7	营业收入增长率	21.9%	30.2%	21.1%	23.0%	24.0%
减: 营业成本	530.2	703.4	882.6	1,077.9	1,335.6	营业利润增长率	43.3%	0.9%	-10.0%	42.3%	28.9%
营业税费	1.7	3.0	3.4	4.2	5.1	净利润增长率	42.6%	6.3%	-16.5%	39.3%	27.1%
销售费用	32.8	43.0	47.3	58.1	72.1	EBITDA 增长率	35.1%	16.6%	-12.4%	22.5%	19.7%
管理费用	45.4	61.6	78.8	96.9	120.1	EBIT 增长率	41.2%	11.7%	-3.5%	29.9%	24.7%
财务费用	4.2	15.4	21.3	16.5	15.1	NOPLAT 增长率	40.5%	19.5%	-12.3%	28.4%	23.7%
资产减值损失	0.5	3.0	2.0	2.3	2.3	投资资本增长率	37.3%	50.5%	13.2%	12.9%	17.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.5%	20.5%	12.2%	15.1%	16.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	99.2	100.1	90.1	128.2	165.2	利润率					
加: 营业外净收支	9.0	17.1	6.0	6.0	6.0	毛利率	25.7%	24.3%	21.6%	22.1%	22.1%
利润总额	108.3	117.2	96.1	134.2	171.2	营业利润率	13.9%	10.8%	8.0%	9.3%	9.6%
减: 所得税	11.6	12.0	9.6	13.4	17.1	净利润率	13.5%	11.1%	7.6%	8.6%	8.9%
净利润	96.7	102.8	85.8	119.6	152.0	EBITDA/营业收入	20.2%	18.1%	13.1%	13.0%	12.6%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	14.5%	12.4%	9.9%	10.5%	10.5%
货币资金	109.6	57.4	90.3	98.9	85.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	173	175	161	122	92
应收账款	153.9	256.9	252.1	330.3	422.7	流动营业资本周转天数	65	90	121	142	156
应收票据	10.6	16.3	12.2	20.0	24.5	流动资产周转天数	182	182	182	175	177
预付账款	38.1	83.1	102.7	134.9	186.5	应收帐款周转天数	63	77	79	73	76
存货	82.7	131.7	136.0	175.6	220.8	存货周转天数	35	42	43	41	43
其他流动资产	-	-	-2.7	-4.1	-6.2	总资产周转天数	368	376	364	314	282
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	247	275	291	268	249
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	6.0	2.0	2.7	3.6	ROE	16.4%	14.8%	10.8%	13.2%	14.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	12.0%	9.2%	7.6%	9.5%	10.9%
固定资产	384.4	518.7	485.8	453.0	420.1	ROIC	24.4%	21.2%	12.4%	14.0%	15.4%
在建工程	2.9	14.7	14.7	14.7	14.7	费用率					
无形资产	15.1	42.9	40.0	37.4	34.9	销售费用率	4.6%	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%
其他非流动资产	6.0	10.7	7.1	7.9	8.6	管理费用率	6.4%	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%
资产总额	803.4	1,138.4	1,140.3	1,271.1	1,415.9	财务费用率	0.6%	1.7%	1.9%	1.2%	0.9%
短期债务	90.0	207.8	207.6	207.4	213.9	三费/营业收入	11.5%	12.9%	13.1%	12.4%	12.1%
应付账款	84.8	127.4	146.8	182.3	230.0	偿债能力					
应付票据	-	20.5	11.9	15.3	25.3	资产负债率	26.5%	37.5%	30.5%	28.5%	26.7%
其他流动负债	35.0	43.3	46.0	53.8	64.2	负债权益比	36.1%	60.1%	44.0%	39.9%	36.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.88	1.37	1.95	2.51	3.19
其他非流动负债	3.5	28.3	48.2	65.5	96.8	速动比率	1.49	1.04	1.49	1.91	2.41
负债总额	213.3	427.3	350.8	366.5	389.8	利息保障倍数	24.62	7.52	5.24	8.79	11.91
少数股东权益	0.1	18.4	19.0	20.3	22.4	分红指标					
股本	258.1	258.1	258.1	258.1	258.1	DPS(元)	0.12	-	-	-	-
留存收益	331.9	434.7	520.5	640.1	792.1	分红比率	32.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	590.1	711.1	797.6	918.4	1,072.5	股息收益率	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	96.7	105.2	85.8	119.6	152.0	EPS(元)	0.37	0.40	0.33	0.46	0.59
加: 折旧和摊销	41.4	54.0	35.7	35.5	35.3	BVPS(元)	2.29	2.68	3.02	3.48	4.07
资产减值准备	0.5	3.0	2.0	2.3	2.3	PE(X)	19.2	18.1	21.6	15.5	12.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.1	2.7	2.4	2.1	1.8
财务费用	2.6	10.2	21.3	16.5	15.1	P/FCF	247.3	-28.1	-99.2	3,945.9	1,165.1
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	2.6	2.0	1.7	1.3	1.1
少数股东损益	-	2.4	0.7	1.2	2.1	EV/EBITDA	25.5	13.5	13.9	11.4	9.7
营运资金的变动	-62.0	-89.6	-86.9	-143.5	-177.7	CAGR(%)	7.7%	13.6%	30.2%	25.8%	24.0%
经营活动产生现金流量	80.5	58.5	58.6	31.5	29.2	PEG	2.5	1.3	0.7	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-133.6	-209.0	4.0	-0.7	-0.9	ROIC/WACC	2.6	2.2	1.3	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	27.5	108.0	-21.5	-16.7	-8.7	REP	2.5	1.2	1.6	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

衡昆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A— 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	coskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034