

**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

**利空出尽，拐点确立**
**— 通产丽星(002243)跟踪报告**
**事件：**

公司 1 月 25 日发布年度业绩快报公告称 2012 年 1-12 月共实现营业收入 10.57 亿元，同比增长 13.79%；净利润 7600 万元，同比回落 25.81%；每股收益 0.30 元。业绩下滑的主要原因是：1) 人工成本大幅增加导致的产品毛利率下降；2) 利息支出造成财务费用的大幅增加；3) 部分新产品、新项目进展低于预期。

**表 1：预测指标**

| 预测指标      | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元） | 929   | 1,119 | 1,376 | 1,717 |
| 增长率(%)    | 30%   | 20%   | 23%   | 25%   |
| 净利润（百万元）  | 103   | 88    | 116   | 151   |
| 增长率(%)    | 6%    | -14%  | 32%   | 30%   |
| 摊薄每股收益（元） | 0.40  | 0.34  | 0.45  | 0.59  |
| ROE(%)    | 14.4% | 11.2% | 13.2% | 15.1% |

资料来源：WIND、国海证券研究所

**评论：**

- 告别人工成本压力，轻装迎接 2013。** 过去一年，公司员工人数从 2011 年底的约 5000 名上升至 2012 年中的约 5500 名，增幅为 10%，加上深、广、上等地区 15% 的年均工资涨幅，人工成本压力曾一度严重影响公司产品毛利率。12 年下半年起，由于部分技改项目陆续完工，公司员工数量已开始呈现下降趋势。我们认为，今年公司将以岗位间的调配为主线，不再计划批量增加员工配置，人工成本压力将从本质上得到缓解。
- 杀入“安利”供应链，同时开发二、三线品牌。** “安利”计划将蛋白粉系列产品全部改为塑料包装，公司在广州的食品级生产线在经历了一年多的试生产后，不久前正式向“安利”小批量供货。善于对下游一线化妆品及日化品牌客户进行深度开发是公司的一贯优势，我们看好公司与“安利”的合作。另外，公司今年还将加大对二、三线品牌的开发力度，其中不乏相宜本草、丹姿水密码等朝阳类品牌。
- 一季度订单超预期，上调至“买入”评级** 人工成本压力的大幅改善是公司的重大利空出尽，一季度订单的超预期表现将进一步确立业绩拐点，于此同时，新增产能以及技改项目的积极效果也将继续显现。预计 13-14 年公司每股收益为 0.44 元和 0.57 元，对应 PE16 倍和 12 倍，上调评级至“买入”。

| 证券代码:              | 002243.sz   |              |              |              | 股票价格:              | 6.92        | 投资评级:        | 买入           | 日期:          | 2013/1/25 |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------|
| <b>财务指标</b>        | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | <b>每股指标与估值</b>     | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |           |
| <b>盈利能力</b>        |             |              |              |              | <b>每股指标</b>        |             |              |              |              |           |
| ROE                | 14%         | 10%          | 13%          | 15%          | EPS                | 0.40        | 0.30         | 0.44         | 0.57         |           |
| 毛利率                | 24%         | 20%          | 21%          | 21%          | BVPS               | 2.68        | 2.92         | 3.28         | 3.73         |           |
| 期间费率               | 13%         | 12%          | 11%          | 11%          | <b>估值</b>          |             |              |              |              |           |
| 销售净利率              | 11%         | 7%           | 8%           | 9%           | P/E                | 17.38       | 23.26        | 15.63        | 12.09        |           |
| <b>成长能力</b>        |             |              |              |              | P/B                | 2.58        | 2.37         | 2.11         | 1.85         |           |
| 收入增长率              | 30%         | 19%          | 23%          | 24%          | P/S                | 1.92        | 1.62         | 1.32         | 1.07         |           |
| 利润增长率              | 6%          | -25%         | 49%          | 29%          |                    |             |              |              |              |           |
| <b>营运能力</b>        |             |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |           |
| 总资产周转率             | 0.82        | 0.90         | 1.01         | 1.11         | 营业收入               | 929         | 1104         | 1353         | 1676         |           |
| 应收账款周转率            | 3.40        | 3.40         | 3.40         | 3.40         | 营业成本               | 703         | 885          | 1070         | 1323         |           |
| 存货周转率              | 5.34        | 19.90        | -220.06      | -31.31       | 营业税金及附加            | 3           | 4            | 4            | 5            |           |
| <b>偿债能力</b>        |             |              |              |              | 销售费用               | 43          | 47           | 57           | 71           |           |
| 资产负债率              | 38%         | 37%          | 35%          | 34%          | 管理费用               | 62          | 68           | 79           | 98           |           |
| 流动比                | 1.37        | 1.52         | 1.74         | 1.96         | 财务费用               | 15          | 12           | 11           | 10           |           |
| 速动比                | 1.04        | 1.42         | 1.75         | 2.05         | 其他费用/(-收入)         | (3)         | (3)          | (3)          | (3)          |           |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> | 营业利润               | 100         | 86           | 128          | 166          |           |
| 现金及现金等价物           | 57          | 187          | 279          | 378          | 营业外净收支             | 17          | 2            | 2            | 2            |           |
| 应收款项               | 273         | 325          | 398          | 493          | 利润总额               | 117         | 88           | 130          | 168          |           |
| 存货净额               | 132         | 45           | (5)          | (42)         | 所得税费用              | 12          | 9            | 13           | 17           |           |
| 其他流动资产             | 83          | 88           | 98           | 121          | 净利润                | 105         | 79           | 117          | 151          |           |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>545</b>  | <b>644</b>   | <b>770</b>   | <b>950</b>   | 少数股东损益             | 2           | 2            | 3            | 3            |           |
| 固定资产               | 519         | 487          | 508          | 517          | 归属于母公司净利润          | 103         | 77           | 114          | 148          |           |
| 在建工程               | 15          | 35           | 5            | (15)         |                    |             |              |              |              |           |
| 无形资产及其他            | 43          | 43           | 39           | 34           | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2011</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | <b>2014E</b> |           |
| 长期股权投资             | 6           | 6            | 6            | 6            | 经营活动现金流            | 58          | 144          | 120          | 86           |           |
| <b>资产总计</b>        | <b>1138</b> | <b>1225</b>  | <b>1338</b>  | <b>1503</b>  | 净利润                | 105         | 79           | 117          | 151          |           |
| 短期借款               | 208         | 208          | 208          | 208          | 少数股东权益             | 2           | 2            | 3            | 3            |           |
| 应付款项               | 127         | 149          | 165          | 204          | 折旧摊销               | 52          | 56           | 53           | 55           |           |
| 预收帐款               | 11          | 13           | 16           | 20           | 公允价值变动             | 0           | 0            | 0            | 0            |           |
| 其他流动负债             | 53          | 53           | 53           | 53           | 营运资金变动             | (102)       | 8            | (53)         | (124)        |           |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>399</b>  | <b>423</b>   | <b>442</b>   | <b>485</b>   | 投资活动现金流            | (209)       | 44           | (8)          | 6            |           |
| 长期借款及应付债券          | 0           | 0            | 0            | 0            | 资本支出               | (134)       | 32           | (21)         | (9)          |           |
| 其他长期负债             | 28          | 28           | 28           | 28           | 长期投资               | (6)         | 0            | 0            | 0            |           |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>28</b>   | <b>28</b>    | <b>28</b>    | <b>28</b>    | 其他                 | 0           | 0            | 0            | 0            |           |
| <b>负债合计</b>        | <b>427</b>  | <b>451</b>   | <b>470</b>   | <b>513</b>   | 筹资活动现金流            | 281         | (15)         | (23)         | (30)         |           |
| 股本                 | 258         | 258          | 258          | 258          | 债务融资               | 118         | 0            | 0            | 0            |           |
| 股东权益               | 711         | 774          | 868          | 990          | 权益融资               | 0           | 0            | 0            | 0            |           |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>1138</b> | <b>1225</b>  | <b>1339</b>  | <b>1503</b>  | 其它                 | 173         | 0            | 0            | 0            |           |
|                    |             |              |              |              | 现金净增加额             | 130         | 173          | 88           | 62           |           |

## 【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，除法律规定的情况外，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1008室

| 姓名 | 固话               | 手机          | 邮箱               |
|----|------------------|-------------|------------------|
| 林莉 | 010-88576936-818 | 13811639168 | linl@ghzq.com.cn |
| 白丹 | 010-88576933-803 | 18801090832 | baid@ghzq.com.cn |

**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     |
| 梁柳欣 | 021-20281099  | 13524364843 | lianglx@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 |
| 王帆  | 0755-83025049 | 13509639899 | wangf01@ghzq.com.cn   |
| 张宇松 | 0755-83700919 | 13530666614 | zhangys01@ghzq.com.cn |
| 马鑫  | 0755-83702072 | 18630119510 | max01@ghzq.com.cn     |
| 周振宁 | 0755-82835810 | 15220268966 | zhouzn@ghzq.com.cn    |
| 李慧  |               | 13823570518 | lih03@ghzq.com.cn     |