

通产丽星 (002243.SZ)

包装印刷行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

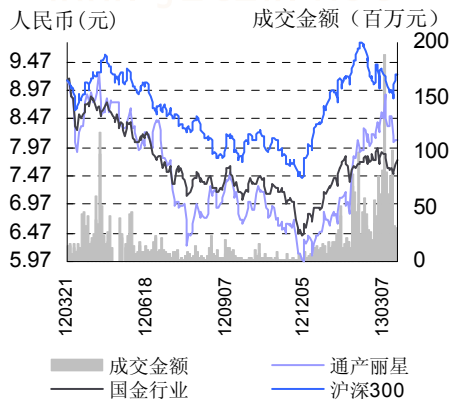
市价(人民币): 8.10元

跨越低谷, 继往开来

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)	20.90
年内股价最高最低(元)	9.30/5.97
沪深300指数	2614.99
中小板指数	5325.63



相关报告

1. 《经营情况有所改善》, 2012.10.25

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

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.398	0.292	0.385	0.555	0.739
每股净资产(元)	2.68	2.88	4.08	4.37	4.87
每股经营性现金流(元)	0.23	0.23	0.57	0.44	0.55
市盈率(倍)	20.55	22.62	22.27	15.45	11.61
行业优化市盈率(倍)	12.09	9.44	10.27	10.27	10.27
净利润增长率(%)	6.26%	-26.70%	31.99%	44.17%	33.11%
净资产收益率(%)	14.83%	10.15%	6.36%	8.55%	10.22%
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

投资逻辑

- **先发优势依然稳固:** 公司主营化妆品包装业务, 覆盖了超过 85% 国际一线化妆品品牌。虽然公司 12 年遭遇上市以来首次业绩下滑, 但公司先发优势依然稳固, 通过提供一体化服务模式, 公司与客户之间形成了较强的粘性, 仍将保证公司走出低谷。
- **定增项目将使公司迈上新台阶:** 公司增发项目预计将增加产能 7.2 亿元(以产值计), 较当前增长近 7 成。预计随着增发项目的陆续投产, 困扰公司多年的产能问题将得到彻底缓解, 公司亦可大力开拓服务的品牌以及向食品包装领域拓展, 同时亦可延伸公司产业链等, 公司未来两年有望迎来快速增长期。
- **模式优势, 确保成长:** 凭借卓越的研发能力、快速响应机制及提供贴身周到的服务, 公司已与全球知名化妆品公司形成了稳定的合作关系, 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。而化妆品包装行业本身较高的壁垒也降低了市场竞争的激烈程度, 因此行业先发者能够分享客户及行业成长的果实。公司未来的增长点一方面来自现有客户的内生增长及服务品牌拓展; 此外业务链延伸及新客户的开拓将提供较大增量及弹性。

盈利预测

- 我们预计公司 2013-2015 年营业收入为 12.36 亿元、14.92 亿元、18.87 亿元, 分别同比增长 17%、20.8%、26.5%。2013-2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 0.99 亿元、1.37 亿元、1.82 亿元; 分别同比增长 30.8%、39.2%、32.5%, EPS 分别为 0.38 元、0.53 元、0.7 元(未考虑增发摊薄)。

投资建议

- 我们为国内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, 随着负面因素 12 年释放完毕, 公司将于 13 年开启新的成长篇章, 给予“增持”评级。

风险

- 原料成本反弹; 客户开拓不达预期

内容目录

多因素致 12 年业绩下滑	4
经济大环境&客户因素致使公司营收承压	4
成本上升大幅拖累盈利力	5
最差时刻已过，13 年将开启新篇章	6
化妆品包装前景光明	6
定增项目将使公司迈上新台阶	7
模式优势，确保成长	8
盈利预测及投资建议	12
附录：三张报表预测摘要	15

图表目录

图表 1: 公司营收依然稳健	4
图表 2: 公司 12 年首次负增长	4
图表 3: 国内 GDP 增速逐季下行	4
图表 4: 化妆品增速有所下滑	4
图表 5: 公司盈利能力 12 年大幅下滑	5
图表 6: 公司财务费用快速增长	5
图表 7: 公司成本结构	5
图表 8: 公司工厂所在城市最低工资标准（元）	5
图表 9: 我国化妆品销售额	6
图表 10: 居民消费性支出	6
图表 11: 财富增长必然带来化妆品行业的快速发展	6
图表 12: 中国化妆品仍有非常大的空间	6
图表 13: 化妆品包装结构	7
图表 14: 化妆品塑料包装市场规模	7
图表 15: 公司化妆品包装业务产能分布	7
图表 16: 公司增发项目	8
图表 17: 通产丽星是众多大牌化妆品 / 食品品牌的优质供应商	9
图表 18: 公司重点客户	10
图表 19: 公司重点客户营收增速	10
图表 20: 公司业务收入结构	11
图表 21: 业务链延伸是公司重要增长点	11
图表 22: 公司罐装业务快速增长	11
图表 23: 安利中国营收及增速	12
图表 24: 汤臣倍健营收快速增长	12

图表 25: 非包装业务拓展可能加快.....	12
图表 26: 公司营业/管理/所得税率预测.....	13
图表 27: 公司营业收入分业务预测表.....	14

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

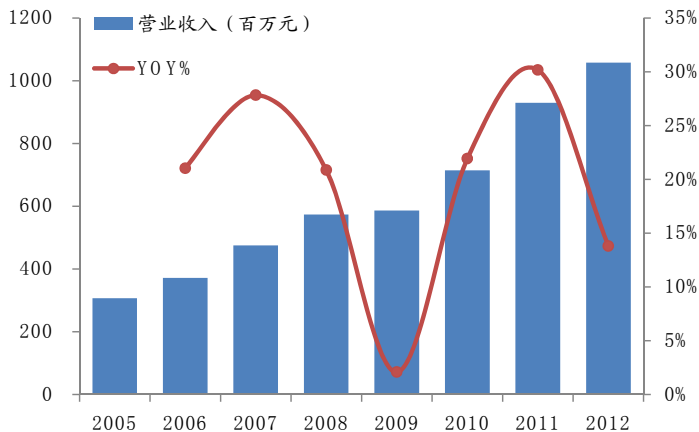
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

多因素致 12 年业绩下滑

经济大环境 & 客户因素致使公司营收承压

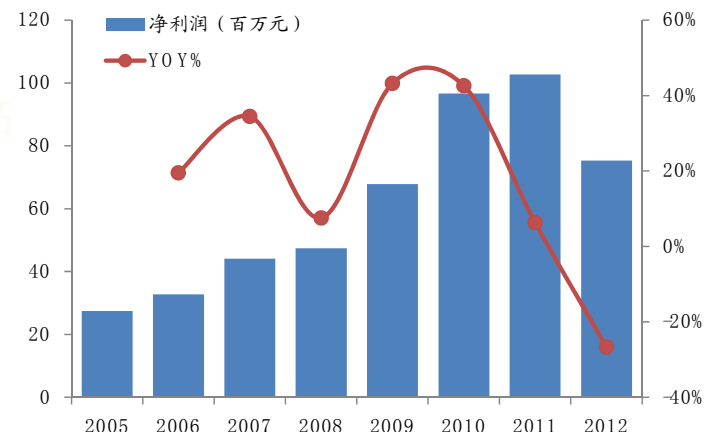
- 通产丽星 2012 年营业收入 10.58 亿元，增长 13.8%；净利润 7500 万元，下滑 26.7%。无论是收入还是净利润增速普遍低于市场预期，其中收入增速是除 09 年外第二低，而净利润则是自上市以来第一次出现负增长。
- 12 年通产丽星经营的困境一方面与经济大环境有着密切的关系，同时也与公司近几年略有保守的经营策略，以及错失机会进行大的战略调整有直接的关联。

图表1: 公司营收依然稳健



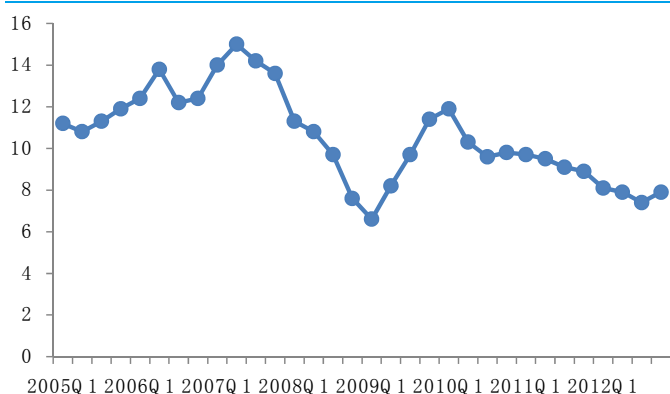
来源: 国金证券研究所

图表2: 公司 12 年首次负增长



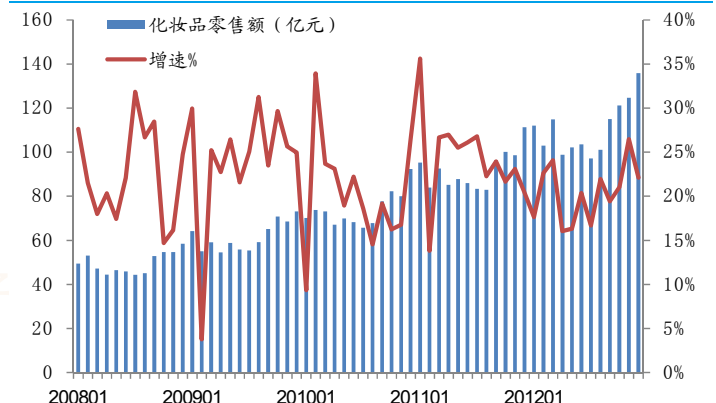
- 首先在大环境方面，12 年由于国内经济增速持续下滑，作为可选消费的化妆品产品不可避免受到一定冲击。12 年化妆品消费额 1330 亿元，增长 20.6%，但增速比 11 年下滑近 4 个百分点。剔除价格因素，从绝对量看，预计增速 15% 左右。
- 结合到企业自身，由于公司客户集中度非常高，前五名客户占公司营业收入比重超过 50% 以上，而前十大占公司销售额达 80%-90%。高集中度的负面的因素就是重点客户订单波动会对公司收入产生较大影响。12 年公司重点客户的订单增速较前几年略低，而雅芳则继续呈下滑趋势，也产生一定负面影响。

图表3: 国内 GDP 增速逐季下行



来源: 国金证券研究所

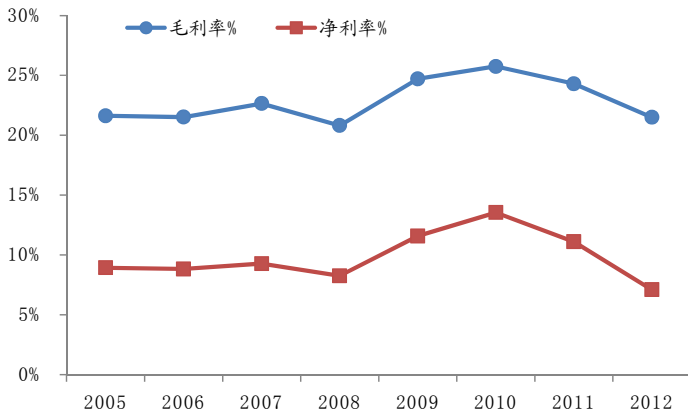
图表4: 化妆品增速有所下滑



成本上升大幅拖累盈利力

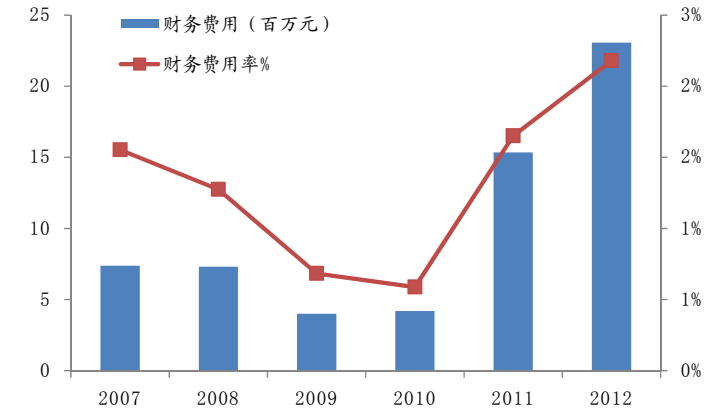
- 除了因经济大环境所导致订单增速较慢外，12年公司业绩下滑更多由于成本的上升，包括人工成本、财务费用以及折旧等其它费用等导致公司盈利能力的下滑。
- **最低工资标准提高，人工成本上升。**自09年以来广州、深圳以及上海等地最低工资标准以每年100-300元上升，公司12年普调全体员工工资，涨幅达20%左右，人工成本是影响公司12年毛利率重要因素。
- **财务费用：**12年为了满足客户后续订单的增长，公司开始扩充产能，包括苏州项目、广州项目二期的先期投入以及现有基地的技改项目，12年公司银行借款快速增加导致财务费用上升明显，12年公司财务费用2300万元，增长50%。
- **成本已发生，但与订单不匹配。**12年公司部分投资项目，如丽得富、美弘和丽琦等子公司，以及上海租赁厂房，广州工厂技改等陆续进入设立或者试产阶段，但未能实现规模产出；部分客户新产品、新项目进展低于预期，致使为此准备的人工、设备以及厂租等费用未能与产销形成配比，导致毛利率下滑。

图表5：公司盈利能力12年大幅下滑

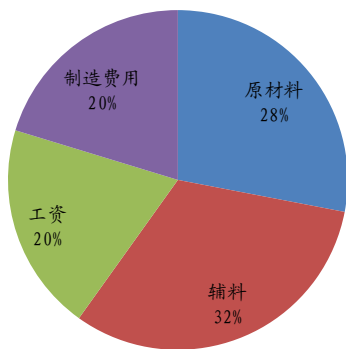


来源：国金证券研究所

图表6：公司财务费用快速增长

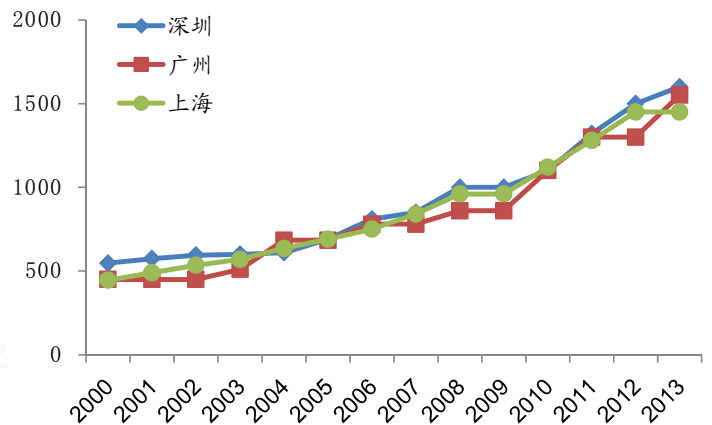


图表7：公司成本结构



来源：国金证券研究所

图表8：公司工厂所在城市最低工资标准（元）



- 因此总结公司12年的困境，客观原因一方面是由于经济大环境导致订单增长乏力，此外受困于产能的制约未能大力开拓新客户；另一方面成本的上升，无论是土地成本、材料还是人工都对公司的盈利产生挤压。

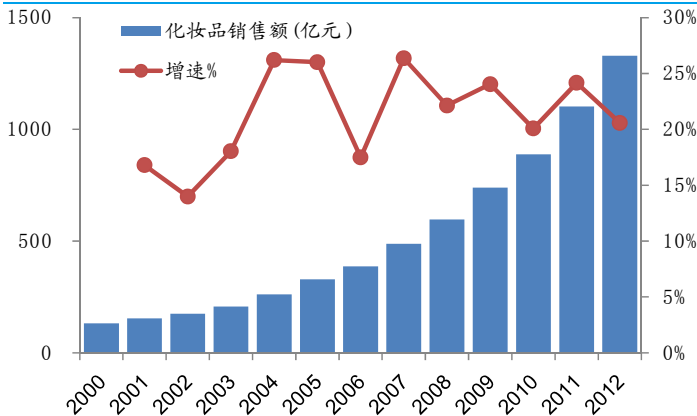
- 但我们认为也不能忽视公司内在原因，过去几年公司未能及时利用 09-10 年较好的大环境快速扩张产能，配套重点客户的需求增长及积极开发新客户，降低对核心客户的依赖度。战略的错失及执行力上的不到位，也是造成企业当前困境的重要原因，不过我们也看到目前公司正在改变。

最差时刻已过，13 年将开启新篇章

化妆品包装前景光明

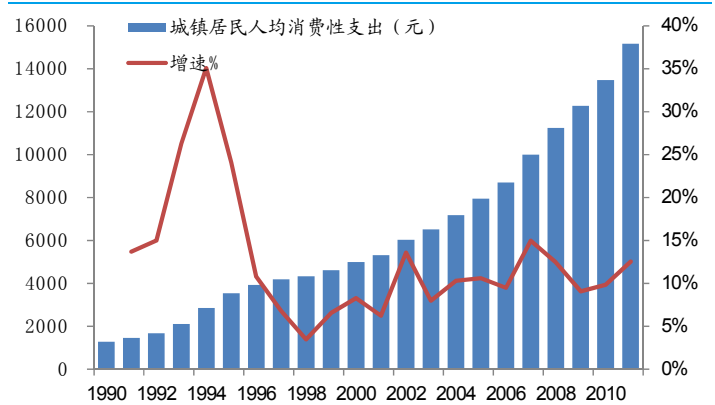
- 目前我国已成为全球第三大化妆品消费大国，化妆品行业销售额从 2000 年 132 亿元提高到 2012 年 1330 亿元，年复合增速 21.3%。
- 中国大约有 3300 家化妆品生产商，其中 600 至 700 家为外资企业（包括香港和台湾公司，100 家左右为大型跨国企业），其余均为国内大中型国有企业或民营企业。
- 美国、法国、日本等国家的大型化妆品企业，如宝洁、联合利华、欧莱雅、雅诗兰黛、雅芳、安利、资生堂、香奈儿等均已在中国设立生产基地，这些公司的产品被众多中国消费者青睐和推崇，占据了大约 70-80% 的市场份额，中国也是国际大牌化妆品公司重点销售市场。

图表9：我国化妆品销售额

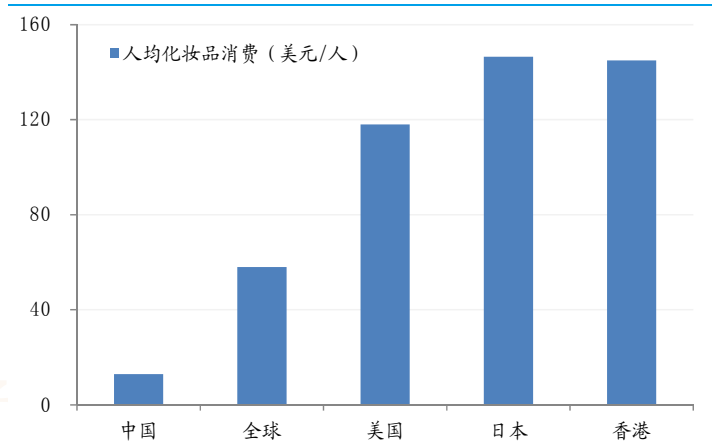


来源：国金证券研究所

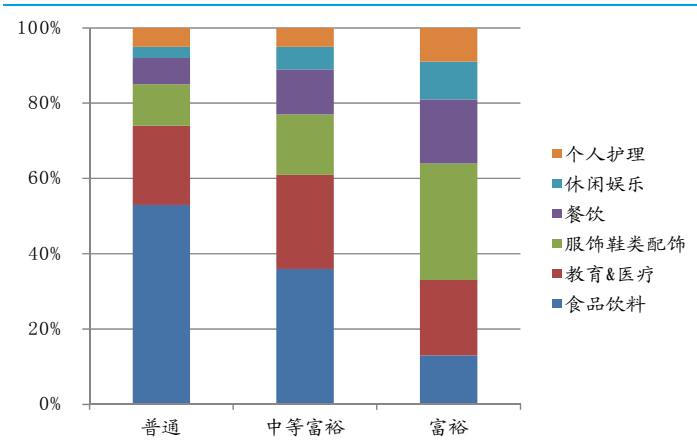
图表10：居民消费性支出



图表12：中国化妆品仍有非常大的空间



图表11：财富增长必然带来化妆品行业的快速发展

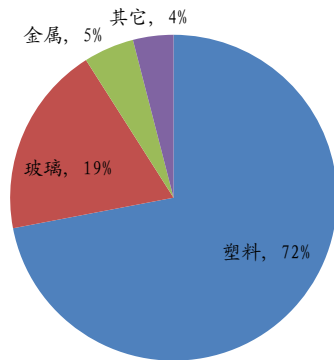


来源：国金证券研究所

- 塑料包装依然是化妆品包装的首选。化妆品作为一种时尚消费品，除了有效的广告宣传和醒目的柜台陈列等方面外，包装是一个重要的环节。化妆品包装不仅要有盛放、保护产品的功能，还必须能够传递产品信息，增强商品的视觉冲击，吸引消费者。

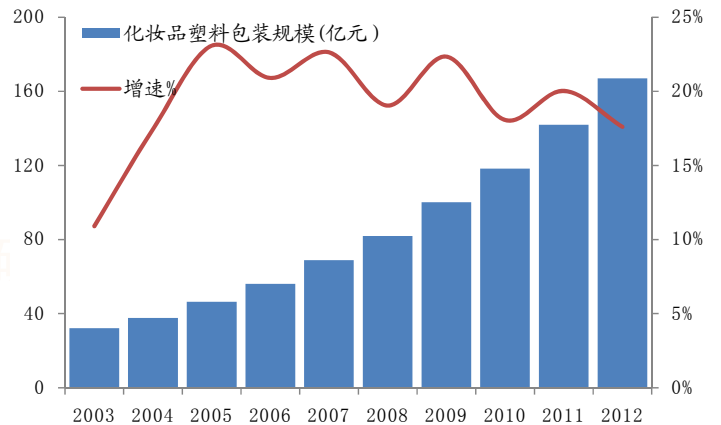
- 目前，塑料、玻璃、金属三种材料是当前主要使用的化妆品包装材料，纸盒则常用作化妆品的外包装。而塑料容器是化妆品包装的“当家花旦”，占据主导地位。塑料包装的优势是重量轻、强度大和不易破碎，而且塑料易于着色、可塑性强，可制成各种造型的瓶型，并兼具玻璃产品的透明特性且价格较低，这些特点使塑料在化妆品包装材料中的竞争中立于不败之地，被广泛应用于护肤品、沐浴露、洗发露等产品。

图表13: 化妆品包装结构



来源: 国金证券研究所

图表14: 化妆品塑料包装市场规模



定增项目将使公司迈上新台阶

- 公司化妆品包装业务拥有三大重点生产基地：上海、广州增城、深圳龙岗，目前总产值约 10 亿元左右，基本处于满产状态，2013 年主要通过技改等方式增加产能。
 - 上海基地土地面积约 2.5 万平方米，建筑面积 2.1 万平方米，产值 2.5 亿元。2012 年公司租赁一厂房，增加面积约 0.7 万平方米，于二季度投产，总产能达 3 亿元左右。上海基地的重点客户包括欧莱雅、联合利华、玫琳凯及资生堂等。
 - 广州基地土地总面积 7 万多平方米，一期建筑面积 4.4 万平方米，产值近 3 亿产值，2012 年通过技改等方式增加产值 1 亿元，目前总产能约 4 亿元。重点客户包括广州宝洁、箭牌、雅芳等。
 - 深圳坂田基地，规模约 3 亿产值，出口为主。重点客户包括宝洁、雅斯兰黛等。

图表15: 公司化妆品包装业务产能分布

	建筑面积(平方米)	产值(亿元)	重点客户	备注
上海	28000	3	欧莱雅、联合利华、玫琳凯、资生堂	
广州增城一期	44300	4	宝洁、箭牌、雅芳、安利	技改方式增加产能
深圳龙岗	25000	3	宝洁、雅斯兰黛、雅芳	

来源: 国金证券研究所、公司网站

- 公司增发项目主要是为了扩张产能，包括广州二期项目、苏州基地、以及现有基地的技改，合计增加产值 7.2 亿元，较当前增长近 7 成，预计将于 2014 年投产。
- 预计随着增发项目的陆续投产，困扰公司多年的产能问题将得到彻底缓解，公司亦可大力开拓服务的品牌以及向食品包装领域拓展，同时亦可延伸公司产业链等，公司未来两年有望迎来快速增长期。

图表16: 公司增发项目

项目名称	项目投资额 (亿元)	募集资金 (亿元)	拟增加产能 (产值计)	投产时间
广州丽盈技改	1.59	1.59	2.7亿元	2014H1
苏州通产丽星	2.21	1.87	总建筑面积9.88万平方米; 一期建筑面积6.3万平方米, 增加产能3.1亿元	2014H2
通产丽星技改	0.82	0.82	1.4亿元	2013-2014
购买厂房项目	2.02	2.02		
技术升级	0.6	0.6		
合计	7.24	6.9	7.2亿元	

来源: 国金证券研究所

模式优势, 确保成长

- **公司业务模式特点。**公司主要为化妆品/食品类公司提高包装服务, 目前已成为众多国际知名品牌在中国内地的首选供应商, 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。
 - 前五名客户占公司营业收入比重超过 50% 以上。
- 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, 公司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。
 - 公司先后荣获宝洁“全球化妆品最佳供应商奖”和“年度最佳业务合作伙伴奖”; 欧莱雅“亚太区最佳供应商奖”; 雅芳“供应链战略合作供应商”; 资生堂“最佳供应商奖”等殊荣。
 - 通过在新品开发, 工艺改进, 供应链创新以及服务流程的无缝对接等全方位的努力, 公司实现了对全部一线品牌客户“最佳供应商”荣誉的全覆盖。

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表17: 通产丽星是众多大牌化妆品/食品品牌的优质供应商

<p>宝洁</p> 	<p>连续7年获得广州宝洁最佳供应商奖 宝洁全球化妆品最佳供应商奖 宝洁灌装质量保障成就奖 十年合作成就奖</p>	
<p>玫琳凯</p> 	<p>优秀供应商奖 产品免检证书 研发奖</p>	
<p>雅芳</p> 	<p>供应链战略合作供应商 产品免检证书 最佳服务奖</p>	
<p>欧莱雅</p> 	<p>亚太区最佳供应商奖 产品免检证书</p>	
<p>箭牌 资生堂 妮维雅 高丝</p>    	<p>最佳供应商奖 最佳供应商奖 产品免检证书 优秀支持奖</p>	

来源: 国金证券研究所

- 与客户长期良好的合作构筑公司强大的护城河，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。而对于新进入者而言，化妆品包装行业本身较高的壁垒也降低了市场竞争的激烈程度，因此行业先发者能够分享客户及行业成长的果实。
- 化妆品塑料包装行业壁垒主要来自四个方面：1) 严格的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。
 - 资格认证：国际大牌化妆品公司对供应商资格审核非常严格，认证过程往往历时数月或数年，合作过程要经历订单从小到大过程的严格验证与考核。
 - 研发能力：化妆品行业日新月异，产品推陈出新速度很快，因此包装公司的研发能力已成为各公司的核心竞争力。塑料包装设计的核心环节在于模具的开发和制造，磨具的制造工艺决定了包装物能否准确将客户的品牌理念转化为成品。
 - 先发优势：化妆品包装龙头企业通过一体化服务模式，参与客户产品设计及物流供应强化与下游的合作关系，与客户间形成较强的粘性，构筑了较强的壁垒。
 - 供货及时性：化妆品跨国公司需要严格控制原材料和产成品的库存，因此包装企业能否在客户附近区域设立生产基地，加强配套能力及快速反映速度，缩短供货期是包装企业能否获得订单的关键因素之一。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表18: 公司重点客户



来源: 国金证券研究所

- **公司增长点分析: 现有客户的内生增长及服务品牌拓展。** 现有客户销售高速增长是通产丽星增长的根本动力。过去五年公司重点客户在中国的销售额基本保持着 15%~30%的年均、增长速度(宝洁、联合利华只统计了全球数据, 但据了解两家企业在中国销售额增速基本保持 15%-25%)。
- 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, 仍将保持稳健增长。
- 通产丽星依靠与客户之间紧密的合作关系, 将直接受益于客户的成长。同时公司也将不断通过加强研发能力、创新力度及提升服务水平, 提高企业在客户的品牌覆盖率, 提升占有率。
 - 国际大牌化妆品公司对供应商资格审核非常严格, 合作过程要经历订单从小到大过程的严格验证与考核, 合作的品牌数也是逐年上升的过程。
 - 目前公司与现有重点客户合作仍有较大提升空间, 公司对部分核心客户品牌覆盖率仅 50%左右, 而一些客户仅三成左右, 我们相信随着合作的深入, 公司在客户中的品牌覆盖率仍有提升空间。

图表19: 公司重点客户营收增速

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR (2005-2010)
欧莱雅(中国)/亿人民币	34	42	54	70	82	93	22.3%
宝洁(全球)/百万美元	68222	72441	79257	76694	78938	82559	3.9%
联合利华(全球)/百万美元	37168	38401	39642	40523	39823	44262	3.6%
雅思兰黛(亚太)/百万美元	870	983	1193	1299	1510	1761	15.1%
资生堂(亚太及大洋洲)/百万美元	542	706	1024	1115	1163	1468	22.0%

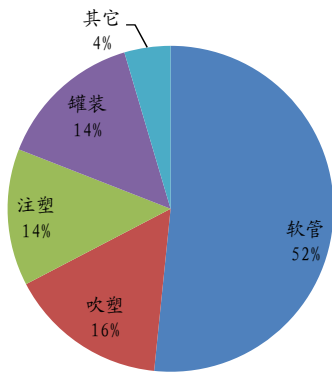
来源: 国金证券研究所

- **业务链延伸:** 公司主营产品包括软管、吹塑、注塑及罐装业务, 在与客户的合作过程中, 合作的产品品种与业务链也是逐步拓展的过程, 起始的订

单可能仅是单个品种，但随着双方合作信任度的提升，业务链的延伸将水到渠成。

- 以宝洁为例，公司为宝洁提供产品链越来越长，目前双方的合作基本涵盖了公司大部分产品。尤其是公司近几年爆发增长的罐装业务，也主要是为宝洁服务，属于新增服务类别。公司罐装业务收入从 08 年 2400 万元快速上升至 1.53 亿元，年复合增速 58.8%。
- 我们预计公司有望将罐装业务逐步向其它客户推广及拓展，如安利、欧莱雅等，持续提高与客户合作的广度及内涵，增强客户的粘性。同时公司仍将积极开发新产品及服务，增强客户的选择性及合作的概率。我们预计公司依靠现有客户，通过提高服务的品牌及业务链延伸即可实现 20% 左右增长。

图表20: 公司业务收入结构

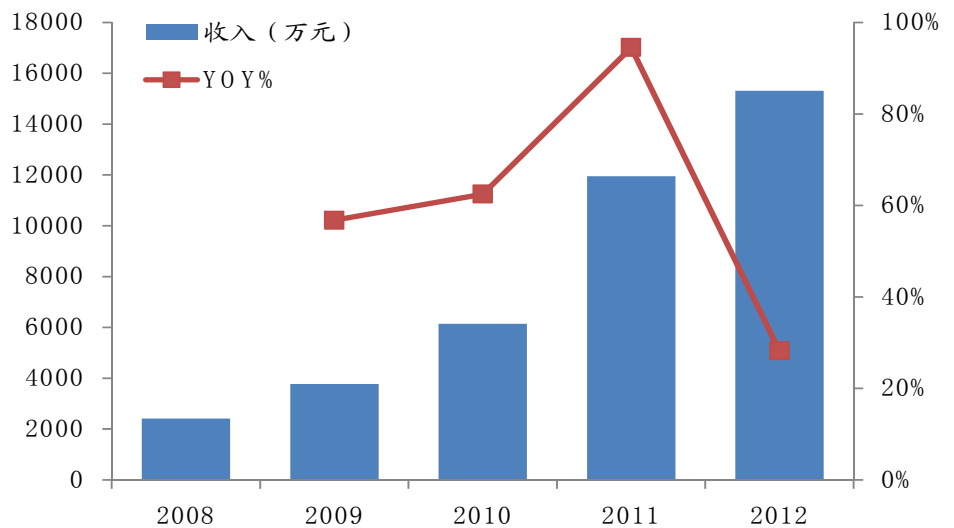


来源: 国金证券研究所

图表21: 业务链延伸是公司重要增长点



图表22: 公司罐装业务快速增长

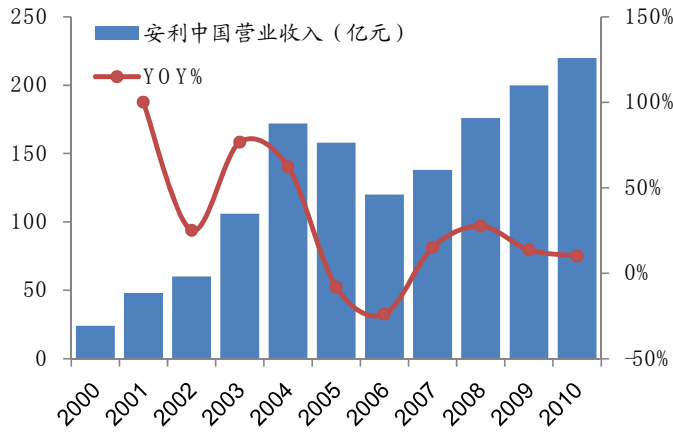


来源: 国金证券研究所

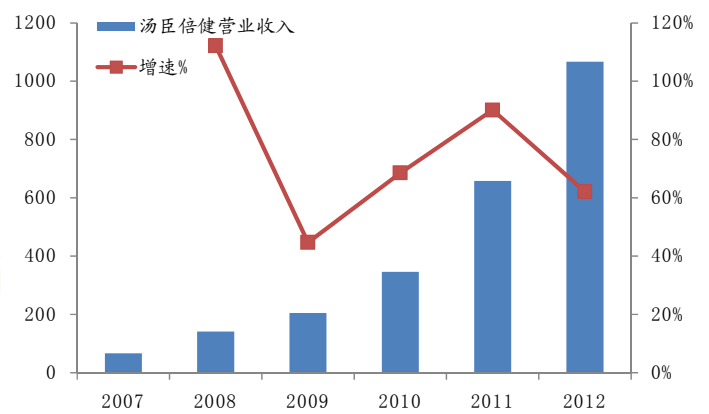
- **新客户开拓:** 公司在化妆品、食品包装领域已建立了较强的品牌效应，积攒了良好的市场口碑，在高档包装领域具有较强的影响力。但公司过去几年受产能制约，主要以满足现有大客户为主，对其它品牌及其它领域一直未做重点开发。
- 我们认为随着公司产能的逐步释放，公司将加大市场拓展力度，发展空间及潜力非常大，我们看好公司客户开拓前景。近期公司新增客户国际化妆品品牌包括：安利、强生；国内化妆品品牌包括隆力奇、相宜本草等，同时食品包装领域也获得进展，新开发了汤臣倍健、安利及伊利等品牌。

- 安利是美国最大的直销企业，主要经营日用消费品，涵盖了营养保健食品、美容化妆品、个人护理用品、家居护理用品等系列，2010 年在中国市场销售额达到 220 亿元。
- 汤臣倍健成立于 2002 年，是国内膳食营养补充剂领导品牌和标杆企业，2012 年营业额约 11 亿元，近五年年复合增速 74%。

图表23: 安利中国营收及增速



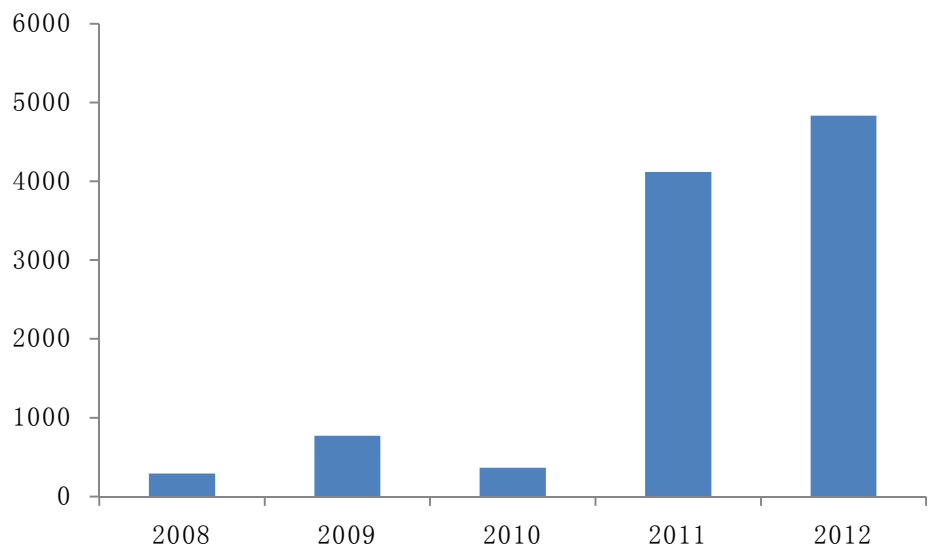
图表24: 汤臣倍健营收快速增长



来源: 国金证券研究所

- **非包装业务或许会有惊喜。**公司近几年通过收购京信通进军注塑模具研发领域，以合资方式设立深圳丽琦模具公司进入吹塑模具业，公司已拥有公司本部（软管）、京信通（注塑）、丽琦（吹塑）三大模具研发基地，弥补公司在注塑和吹塑模具研发上的不足，进一步强化公司在模具研发上的优势，使公司业务领域更均衡。此外，公司还以合资方式进军印刷标签和锂电池铝塑复合膜业务，可在提升盈利的同时强化一体化服务能力，
- 我们预计非包装业务在未来 1-2 年发展可能会加快，或许将产生一些惊喜，尤其是主营汽车零部件产品模具的京信通，可能乘国内汽车业快速发展的东风，贡献部分增量。

图表25: 非包装业务拓展可能加快



来源: 国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 公司各产品销售收入、毛利率预测见销售预测表。

- 毛利率假设：预计毛利率见底回升
- 费用预测及税费假设如下表：

图表26：公司营业/管理/所得税率预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业费用率%	4.59%	4.62%	4.34%	4.30%	4.30%	4.30%
管理费用率%	6.36%	6.62%	7.14%	7.20%	7.10%	7.00%
所得税率%	10.68%	10.27%	10.59%	11.00%	11.00%	11.00%

来源：国金证券研究所

- EPS：2013年**0.38元**、2012年**0.53元**、2013年**0.7元**。
 - 根据上面假设，我们预计公司 2013-2015 年营业收入为 12.36 亿元、14.92 亿元、18.87 亿元，分别同比增长 17%、20.8%、26.5%
 - 2013-2015 年公司归属于母公司的净利润分别为 0.99 亿元、1.37 亿元、1.82 亿元，分别同比增长 30.8%、39.2%、32.5%；EPS 分别为 **0.38元**、**0.53元**、**0.7元**（未考虑增发摊薄）
 - 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，随着负面因素 12 年释放完毕，公司将于 13 年开启新的成长篇章，给予“增持”评级。

中国价值投资网 最多
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表27: 公司营业收入分业务预测表

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
软管						
销售收入 (百万元)	414.95	495.71	545.21	631.90	756.50	961.20
增长率 (YOY)		19.46%	9.98%	15.90%	19.72%	27.06%
毛利率	26.87%	24.18%	21.11%	21.40%	21.60%	22.00%
销售成本 (百万元)	303.47	375.84	430.11	496.67	593.10	749.74
增长率 (YOY)		23.85%	14.44%	15.47%	19.41%	26.41%
毛利 (百万元)	111.48	119.87	115.09	135.23	163.40	211.46
增长率 (YOY)		7.52%	-3.98%	17.49%	20.84%	29.41%
占总销售额比重	58.11%	53.33%	51.61%	51.14%	50.70%	50.93%
占主营业务利润比重	60.64%	53.03%	50.95%	50.34%	49.71%	49.92%
吹塑						
销售收入 (百万元)	110.98	139.54	166.26	205.00	256.25	328.00
增长率 (YOY)		25.73%	19.15%	23.30%	25.00%	28.00%
毛利率	23.2%	22.4%	20.9%	21.3%	21.6%	22.0%
销售成本 (百万元)	85.21	108.35	131.48	161.34	200.90	255.84
增长率 (YOY)		27.16%	21.35%	22.71%	24.52%	27.35%
毛利 (百万元)	25.78	31.19	34.78	43.67	55.35	72.16
增长率 (YOY)		21.00%	11.52%	25.54%	26.76%	30.37%
占总销售额比重	15.54%	15.01%	15.74%	16.59%	17.17%	17.38%
占主营业务利润比重	14.02%	13.80%	15.40%	16.26%	16.84%	17.03%
注塑						
销售收入 (百万元)	123.06	133.63	143.50	160.00	184.00	230.00
增长率 (YOY)		8.59%	7.39%	11.50%	15.00%	25.00%
毛利率	24.5%	23.5%	21.0%	21.4%	21.6%	22.0%
销售成本 (百万元)	92.90	102.21	113.33	125.76	144.26	179.40
增长率 (YOY)		10.03%	10.87%	10.97%	14.71%	24.36%
毛利 (百万元)	30.16	31.42	30.18	34.24	39.74	50.60
增长率 (YOY)		4.16%	-3.94%	13.46%	16.07%	27.31%
占总销售额比重	17.23%	14.38%	13.58%	12.95%	12.33%	12.19%
占主营业务利润比重	16.40%	13.90%	13.36%	12.75%	12.09%	11.94%
罐装						
销售收入 (百万元)	61.39	119.41	153.11	180.67	225.84	284.56
增长率 (YOY)	#REF!	94.51%	28.22%	18.00%	25.00%	26.00%
毛利率	23.5%	23.5%	18.3%	19.0%	20.0%	21.0%
销售成本 (百万元)	46.95	91.35	125.08	146.35	180.67	224.80
增长率 (YOY)	#REF!	94.57%	36.92%	17.00%	23.46%	24.43%
毛利 (百万元)	14.44	28.06	28.04	34.33	45.17	59.76
增长率 (YOY)	#REF!	94.33%	-0.10%	22.45%	31.58%	32.30%
占总销售额比重	8.60%	12.85%	14.49%	14.62%	15.14%	15.08%
占主营业务利润比重	7.85%	12.42%	12.41%	12.78%	13.74%	14.11%
其它						
销售收入 (百万元)	3.65	41.16	48.32	57.98	69.58	83.49
增长率 (YOY)		1027.03%	17.39%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	54.6%	37.6%	36.9%	36.5%	36.0%	35.5%
销售成本 (百万元)	1.66	25.67	30.50	36.82	44.53	53.85
增长率 (YOY)		1449.95%	18.79%	20.72%	20.94%	20.94%
毛利 (百万元)	2.00	15.48	17.82	21.16	25.05	29.64
增长率 (YOY)		675.95%	15.08%	18.76%	18.36%	18.33%
占总销售额比重	0.51%	4.43%	4.57%	4.69%	4.66%	4.42%
占主营业务利润比重	1.09%	6.85%	7.89%	7.88%	7.62%	7.00%
销售总收入 (百万元)	714.04	929.45	1056.41	1235.56	1492.17	1887.26
销售总成本 (百万元)	530.18	703.43	830.50	966.93	1163.46	1463.63
毛利 (百万元)	183.86	226.02	225.91	268.62	328.71	423.62
平均毛利率	25.75%	24.32%	21.38%	21.74%	22.03%	22.45%

来源: 国金证券研究所

附录：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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	714	929	1,056	1,253	1,537	1,950	货币资金	110	57	120	276	100	236
增长率		30.2%	13.7%	18.6%	22.6%	26.9%	应收款项	165	273	320	304	372	473
主营业务成本	-530	-703	-830	-980	-1,197	-1,512	存货	83	132	144	148	180	228
%销售收入	74.3%	75.7%	78.6%	78.2%	77.9%	77.6%	其他流动资产	38	83	135	120	146	183
毛利	184	226	226	274	340	437	流动资产	395	545	719	847	799	1,120
%销售收入	25.7%	24.3%	21.4%	21.8%	22.1%	22.4%	%总资产	49.2%	47.9%	51.8%	47.5%	40.7%	51.1%
营业税金及附加	-2	-3	-6	-4	-5	-6	长期投资	0	6	6	7	6	6
%销售收入	0.2%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	387	533	606	886	1,118	1,028
营业费用	-33	-43	-46	-55	-66	-84	%总资产	48.2%	46.9%	43.6%	49.7%	57.0%	46.9%
%销售收入	4.6%	4.6%	4.3%	4.4%	4.3%	4.3%	无形资产	18	50	53	41	39	37
管理费用	-45	-62	-75	-91	-108	-133	非流动资产	408	593	669	935	1,165	1,073
%销售收入	6.4%	6.6%	7.1%	7.3%	7.0%	6.8%	%总资产	50.8%	52.1%	48.2%	52.5%	59.3%	48.9%
息税前利润 (EBIT)	104	118	99	124	161	215	资产总计	803	1,138	1,389	1,783	1,964	2,193
%销售收入	14.6%	12.7%	9.4%	9.9%	10.5%	11.0%	短期借款	90	208	393	0	24	0
财务费用	-4	-15	-23	-9	3	3	应付款项	86	159	146	147	179	226
%销售收入	0.6%	1.7%	2.2%	0.7%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	34	32	37	36	44	55
资产减值损失	-1	-3	-2	0	0	0	流动负债	210	399	576	182	247	281
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	3	28	36	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	213	427	612	182	247	282
营业利润	99	100	74	115	164	218	普通股股东权益	590	693	742	1,563	1,677	1,868
营业利润率	13.9%	10.8%	7.0%	9.2%	10.7%	11.2%	少数股东权益	0	18	34	37	40	43
营业外收支	9	17	11	0	0	0	负债股东权益合计	803	1,138	1,389	1,783	1,964	2,193
税前利润	108	117	85	115	164	218	比率分析						
利润率	15.2%	12.6%	8.1%	9.2%	10.7%	11.2%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-12	-12	-9	-13	-18	-24	每股指标						
所得税率	10.7%	10.3%	10.6%	11.0%	11.0%	11.0%	每股收益	0.375	0.398	0.292	0.385	0.555	0.739
净利润	97	105	76	102	146	194	每股净资产	2.286	2.684	2.876	4.076	4.372	4.869
少数股东损益	0	2	1	3	3	3	每股经营现金净流	0.312	0.227	0.369	0.573	0.441	0.548
归属于母公司的净利润	97	103	75	99	143	191	每股股利	0.140	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
净利率	13.5%	11.1%	7.1%	7.9%	9.3%	9.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	16.39%	14.83%	10.15%	6.36%	8.55%	10.22%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	12.04%	9.03%	5.42%	5.58%	7.30%	8.70%
净利润	97	105	0	102	146	194	投入资本收益率	13.65%	11.56%	7.58%	6.89%	8.25%	10.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	42	57	0	74	109	142	主营业务收入增长率	21.91%	30.17%	13.66%	18.64%	22.60%	26.87%
非经营收益	1	10	0	16	1	1	EBIT增长率	39.76%	13.97%	-16.31%	24.96%	30.22%	33.33%
营运资金变动	-59	-114	0	28	-87	-127	净利润增长率	42.57%	6.26%	-26.70%	31.99%	44.17%	33.11%
经营活动现金净流	80	58	0	220	169	210	总资产增长率	22.25%	41.71%	21.99%	28.36%	10.16%	11.67%
资本开支	-129	-227	-197	-343	-339	-50	资产管理能力						
投资	0	-6	-1	-1	0	0	应收账款周转天数	63.6	78.0	90.1	80.0	80.0	80.0
其他	-5	25	14	0	0	0	存货周转天数	47.0	55.6	60.6	55.0	55.0	55.0
投资活动现金净流	-134	-209	-184	-344	-339	-50	应付账款周转天数	39.9	44.8	47.0	40.0	40.0	40.0
股权募资	0	0	15	722	-30	0	固定资产周转天数	196.5	203.7	198.3	190.0	248.3	188.2
债权募资	65	110	185	-429	24	-23	偿债能力						
其他	-39	-4	-49	-13	-1	-1	净负债/股东权益	-3.32%	21.16%	35.12%	-17.26%	-4.41%	-12.29%
筹资活动现金净流	26	107	151	280	-6	-24	EBIT利息保障倍数	24.7	7.7	4.3	14.1	-52.1	-81.3
现金净流量	-28	-44	-32	156	-176	136	资产负债率	26.55%	37.53%	44.10%	10.22%	12.57%	12.88%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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
买入	0	4	7	7	12
增持	0	5	10	11	18
中性	0	2	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.82	1.77	1.76	1.75

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 2012-01-04	增持	8.05	11.00 ~ 11.00
2 2012-02-07	增持	8.81	N/A
3 2012-03-20	增持	9.08	N/A
4 2012-10-25	增持	7.16	N/A

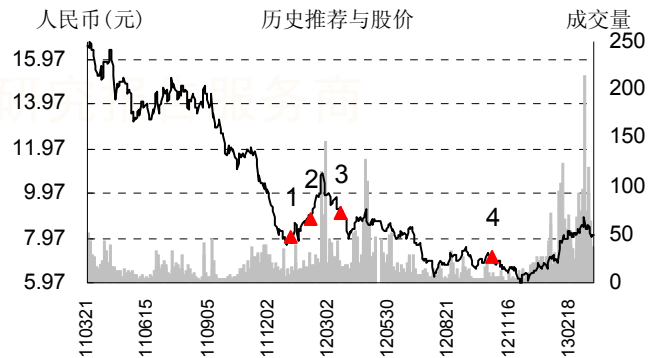
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net