

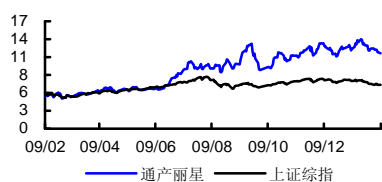
深度报告
基础化工
塑料
通产丽星(002243)
谨慎推荐

目标价: 14.60 元 昨收盘: 11.75 元

2010年2月9日

本报告的独到之处

-
-

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	258.07/101.41
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	3,032.31/1,191.55
上证综指/深圳成指	2,935.17/11,947.34
12 个月最高/最低(元)	21.18/7.50

财务数据

净资产值(百万元)	503.95
每股净资产(元)	1.95
市净率	6.02
资产负债率	23.32%
息率	1.02%

相关研究报告:

2008 年 5 月 9 日《通产丽星- 分享消费升级的化妆品塑料包装龙头》

首席分析师: 邱伟

电话: 0755-82133263

E-mail: qiuwei@guosen.com.cn

分析师: 邵达

电话: 0755-82132098

E-mail: shaoda@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

新视角挖掘公司价值

国民消费升级拉动化妆品包装行业增长

我国人均 GDP 上升至 3400 美元, 进入消费升级阶段。预计化妆品市场规模 10 年达到 1250 亿元, 10~12 年公司前五大客户销售额增速预计达 20% 以上; 预计化妆品塑料包装行业规模 10 年达到 135 亿元, 09~12 年复合增长率 21.1%。

制度优势、质量管理和研发实力是发展的基础

经营骨干通过丽源祥公司间接持股 12%, 有效的激励机制促使经营者战略上深谋远虑、战术上精耕细作。公司以质量管理和研发实力为发展的基础, 与多家国际著名化妆品公司建立起长期合作关系, 逐渐掌握了技术与渠道, 避开了传统塑料包装制造商之间的红海竞争。截至 09 年底, 公司募投项目基本竣工, 预计产能将在 10~11 年释放, 公司成熟的渠道管理保证了发展的可持续性。

一体化服务模式凝聚公司竞争优势

向包装一体化服务供应商发展是公司的长远发展目标, 目前虽处于起步阶段, 但公司已兼具传统生产商、模具设计及制造商、灌装厂商的特点, 从成本与效率两个方面, 为客户提供包装产品与服务, 更好服务高端客户的同时积极拉动自身业务的快速增长。我们预测主营业务 10~12 年复合增长 35%, 2012 年有望实现产值 16 亿。公司产品通过价值链的创新形成了更高的附加值, 为公司带来了持续稳定的高的毛利率。

风险提示

国内化妆品行业增长速度低于预期; 石油价格下降导致原材料价格大幅下降; 经营班子发生重大调整。

合理价值在 11.9~14.6 元/股之间, 给予“谨慎推荐”评级

合理价值为 11.9~14.6 元/股, 目前价格存在一定的低估, 我们判断公司 10~12 年由于的销量售价齐升带来的盈利增长并没有完全反应与当前股价, 但鉴于公司市盈率较高, 我们暂时给予“谨慎推荐”的评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	474.75	573.75	585	768	1,082
(+/-%)	27.81%	20.85%	2.0%	31.2%	40.9%
净利润(百万元)	44.05	47.35	70	77	105
(+/-%)	34.45%	7.50%	48.5%	9.5%	36.5%
每股收益(元)	0.36	0.29	0.27	0.30	0.41
EBIT Margin	10.95%	10.48%	12.0%	10.7%	10.9%
净资产收益率(ROE)	30.56%	9.89%	14.4%	14.2%	17.1%
市盈率(PE)	32.22	40.02	46.5	42.4	31.1
EV/EBITDA	28.76	23.22	36.9	32.8	25.3
市净率(PB)	9.85	3.96	6.71	6.04	5.32

投资摘要

估值与投资建议

预计公司销售收入在未来三年将高增长，并且资本开支的收益将从2010年开始影响公司业绩，预计10~12年每股盈利分别为0.25、0.35和0.48元，目前股价（11.96元）对应动态市盈率分别是51倍、36倍和26倍。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为11.9~14.6元/股，目前股价为11.96元，由于我们的估值计算相对保守，公司的股价仍具备一定的安全边际，但由于公司的PE相对较高，我们暂时给予谨慎推荐的评级。

核心假设或逻辑的变化

(1) 销售额假设：2010~2012年公司主要客户销售量复合年增长19%以上，拉动其主营业务销售额增长率达到：31%、41%和30%；(2) 国际石油价格较09年小幅上升，拉动聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)价格，进而推高生产成本以及销售价格；(3) 维持现行经营班子，深圳市国资委持续支持公司战略发展。

与市场预期的差异之处

市场大多认为通产丽星是一家传统包装制造企业，并没有完全理解公司自上市以来大力发展的灌装业务在其长远战略规划中的重要地位。而这恰恰是本报告重点阐述的观点，即，灌装业务将延长公司的价值链，进而加强对下游的议价能力，逐步提高盈利能。长远来看，化妆品包装公司的核心价值是对的客户需求的精准理解，以及能提供匹配需求的能力：更短的供货周期，更新颖的包装设计，更能为客户减少成本等，实现价值的方法就是向客户提供一体化的贴身服务。

股价变化的催化因素

我们认为如果公司确定在经营模式上继续深化一体化服务战略，将大幅提高公司的议价能力、拓宽公司的渠道，同时也可能使公司的成长性大幅提升。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、国内化妆品行业增长速度低于预期；
- 2、石油价格下降导致原材料价格大幅下降；
- 3、经营班子发生重大调整。

内容目录

投资摘要.....	2
内容目录.....	3
图表目录.....	4
估值与投资建议.....	5
绝对估值法：12.2~14.6 元/股.....	5
相对估值法：不低于 11.9 元.....	5
给予“谨慎推荐”的投资评级.....	6
化妆品塑料包装行业：百亿元市场，20%增速.....	6
塑料包装行业发展潜力巨大.....	6
消费升级，五大客户销售额 04~08 复合年增长率 19.6%~33.2%.....	7
下游拉动，化妆品塑料包装行业 09~12 年复合增长率 21.1%.....	9
以创新与质量为基石.....	10
国企体制融入长效激励机制.....	10
红海中杀出的黑马.....	10
募投项目竣工，客户需求量 10~12 年复合增速 19%.....	12
09 年预计主营收入增长 8%，10~12 年主营收入复合增长 35%.....	13
竞争优势集中体现在一体化服务模式.....	14
产业链延伸凸显一体化服务特色.....	14
一体化凝聚核心竞争力.....	15
与客户双赢诠释一体化价值.....	16
财务分析.....	17
盈利能力仍在上升.....	17
成长性良好.....	17
偿债能力强.....	18
经营效率较强.....	18
费用率有下降空间.....	18
盈利预测：2010 年将是公司高速成长的起点.....	19
核心判断的主要风险.....	19
附表 1：财务预测与估值.....	20
国信证券投资评级.....	21
免责条款.....	21

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析.....	5
表 4: 同行业公司相对估值指标的对比.....	6
表 5: 04~08 五大客户合计中国销售额复合年增速 19.6%，其中化妆品专卖客户（除宝洁、联合利华）复合年增速 33.2%.....	8
表 6: 质量管理创行业先河.....	11
表 7: 突出研发实力保证公司行业龙头地位.....	11
表 8: 2007~2008 年公司技术人员人数翻三倍.....	11
表 9: 公司主要产品.....	12
表 10: 募投项目产能测算.....	12
表 11: 公司募投项目进度及介绍.....	13
表 12: 公司进入一体化服务的竞争优势.....	14
表 13: 盈利能力.....	17
表 14: 成长能力.....	17
表 15: 偿债能力.....	18
表 16: 经营效率.....	18
表 17: 费用比率.....	19
图 1: 化妆品塑料包装行业产业链结构图.....	6
图 2: 03~10(F)年包装工业总产值年增 11%~ 43%.....	7
图 3: 03~07 年塑料包装工业总产值年增 16%~ 41%.....	7
图 4: 2006 年 G7 国家塑料包装占塑料应用的比例.....	7
图 5: 城镇人均现金支出、人均 GDP 持续增长.....	9
图 6: 09~15 年中国化妆品市场复合年增 12.5%.....	9
图 7: 2012 年化妆品塑料包装市场份额预计升至 84.2%.....	9
图 8: 09~12 年化妆品塑料包装市场复合年增 21.1%.....	9
图 9: 公司股权比例.....	10
图 10: 研发投入占营业收入比例上升 2.1 个百分点.....	11
图 11: 2009~11F 年主营销销售收入与利润有望加速上升.....	13
图 12: 09~11F 毛利率保持稳定，灌装业务是亮点.....	13
图 13: 2009~11F 业务结构变化揭示新商业模式探索.....	14
图 14: 2009~11F 三大业务销售收入预计恢复高速增长.....	14
图 15: 化妆品塑料包装行业制造链结构图.....	15
图 16: 化妆品塑料包装行业制造链结构图.....	16
图 17: 传统制造商模式三道物流.....	16
图 18: 一体化服务供应商两道物流.....	16
图 19: 2005~11 年各类产品销售收入及预测 (E).....	19
图 20: 2005~11 年各类产品销售毛利及预测 (E).....	19

估值与投资建议

绝对估值法：12.2~14.6 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行现金流贴现。1) 国内塑料包装需求年增长 20%~25%；2) 下游化妆品行业属于消费品行业，该行业收入年均增长 10~15%；3) 2005~2008 年公司收入复合增长率 23%，年度增长介于 20%~28% 之间。我们预计 2010~2012 年将是公司高速增长的三年，主要驱动因素是其商业模式升级带来的生产规模扩张。我们谨慎假设公司收入增长率半显性期为 20%，永续为 2%。基于此的 FCFF、APV 和 FCFE 三种方式的公司估值分别为 12.54 元、15.78 元、13.22 元，其对应 2010 年 EPS（摊薄、预测）的 P/E 为 47~58.4X。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
销售收入增长率	20.85%	2.03%	31.17%	40.92%	30.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
营业成本 / 销售收入	79.18%	75.12%	77.51%	77.33%	76.66%	77.17%	77.05%	76.96%	77.06%	77.02%	77.01%
管理费用 / 销售收入	6.80%	7.52%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
所得税税率	8.61%	6.10%	7.00%	9.00%	9.00%	11.00%	11.00%	11.00%	12.00%	12.00%	12.00%
股利分配比例	35.44%	88.39%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	7.00%
无风险利率	2.50%	Ke	9.27%
无杠杆 Beta	0.96	风险溢价	7.00%
公司市值 (E)	327000000	E/(D+E)	96.41%
债务总额 (D)	122000000	D/(D+E)	3.59%
Kd	5.30%	WACC	9.11%

资料来源: 国信证券经济研究所

表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	8.3%	8.8%	9.27%	9.8%	10.3%
3.00%	18.44	16.56	14.98	13.65	12.51
2.50%	17.19	15.55	14.16	12.97	11.94
2.00%	16.14	14.69	13.45	12.38	11.44
1.50%	15.25	13.95	12.83	11.86	11.00
1.00%	14.48	13.31	12.29	11.39	10.60

资料来源: 国信证券经济研究所

相对估值法：不低于 11.9 元

我们以同属于包装行业的 5 家上市公司进行估值比较。

同业比较：>11.9 元

目前国内上市公司中并没有化妆品包装行业的公司，我们选取了从事饮料包装的紫江企业与珠海中富、从事彩印复合包装材料（客户 70% 为食品行业）的永新股份、以及从事瓦楞包装行业的合兴包装与美盈森。采用 2010 年预测的摊薄 EPS=0.26 元，以及 29.4~45.8X 市盈率估算，公司的合理价位在 7.64~11.9 元。

需要重点提示的是，以上 5 家上市公司的与通产丽星的可比性较为有限，主要因为通产丽星上市后恰逢金融危机，下游化妆品行业受冲击较大进而造成公司募投项目的产能没有得到充分的释放，造成 EPS 较低。后文中“财务分析”部分从另一角度解剖公司 ROE 和毛利率以衡量其盈利能力，我们的结论是，低财务杠杆限制了 ROE，但反过来亦说明公司盈利的质量较高、经营风险较低。我们认为公司股价超越上述相对估值范围属于正常现象。

表 4: 同行业公司相对估值指标的对比

公司名称	代码	股价 (01-11)	EPS			PE		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
美盈森	002303.SZ	32.6	0.76	0.75	1.00	57.1	45.8	33.5
合兴包装	002228.SZ	16.5	0.56	0.38	0.49	60.8	45.5	31.9
紫江企业	600210.SH	7.8	0.13	0.45	0.48	58.9	18.7	16.5
珠海中富	000659.SZ	7.6	0.07	0.28	0.29	113.1	31.9	29.3
永新股份	002014.SZ	18.1	0.48	0.63	0.71	36.7	29.4	25.0
通产丽星	002243.SZ	12.75	0.29	0.21	0.25			

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

给予“谨慎推荐”的投资评级

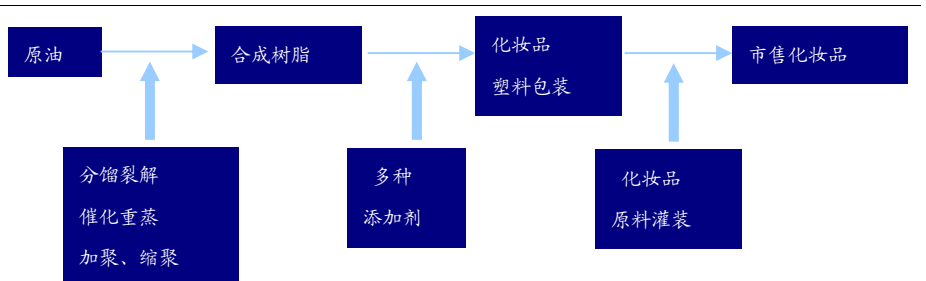
综合绝对估值和相对估值的结果，我们谨慎选取相对估值为下限，选取绝对估值范围的上限为上限，得到公司合理价值为 11.9~14.6 元/股，价值中枢为 13.3 元，我们认为公司目前的股价存在 10~15% 的增长空间，未来股价的主要风险在于金融危机后 09 年下半年以及 10 年上半年公司能否释放既有产能，而未来股价的表现取决于公司商业模式的能否完美切换、灌装业务能否带动整体业绩出现亮点。我们暂时给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

化妆品塑料包装行业：百亿元市场，20% 增速

塑料包装行业发展潜力巨大

化妆品塑料包装行业的主要业务是采用吹塑或注塑工艺生产盛装化妆品，以便于储存、运输等用途的塑料包装箱及塑料容器制品。化妆品塑料包装行业与上下游行业关联性较高，其上游主要是合成树脂行业，而下游为化妆品行业。

图 1: 化妆品塑料包装行业产业链结构图

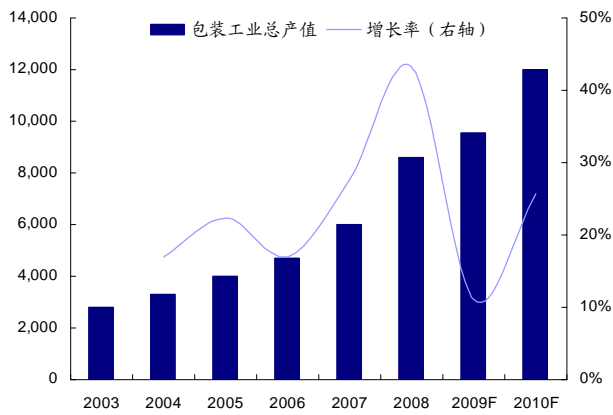


资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

根据中国包装联合会统计，目前我国包装产业与塑料包装产业正处于高速增长阶段：截至 2008 年全国包装工业总产值 8600 亿，较 03 年增长 306%，复合年

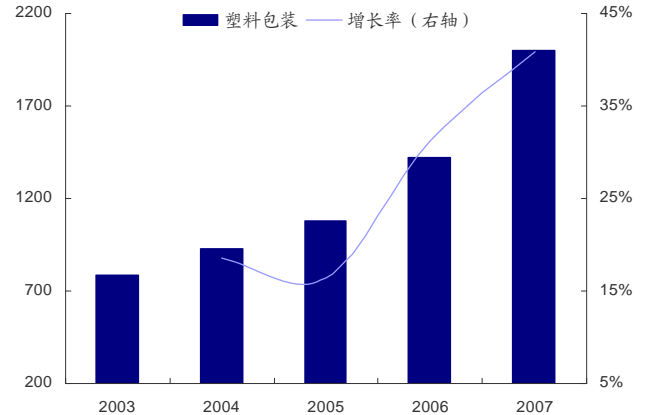
增长率 25.1%；截至 2007 年底，全国塑料包装工业总产值 2000 亿，较 03 年增长 255%，复合年增长率 26.4%。从另一个角度来看，2006 年 G7 各国平均包装用塑料占塑料总消费的 35.8%，而我国同期的比例仅为 5%左右，未来潜力巨大。

图 2: 03~10(F)年包装工业总产值年增 11%~ 43% 亿元



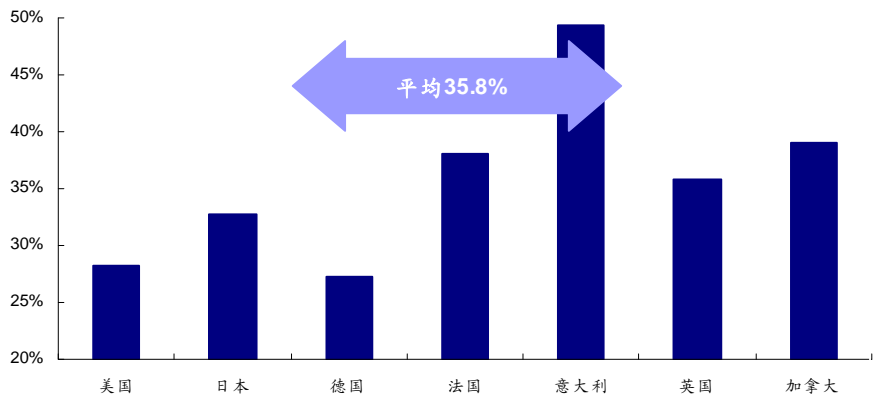
资料来源：中国包装联合会，国信证券经济研究所

图 3: 03~07 年塑料包装工业总产值年增 16%~ 41% 亿元



资料来源：中国包装联合会，国信证券经济研究所

图 4: 2006 年 G7 国家塑料包装占塑料应用的比例



资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所

消费升级，公司大客户销售额 04~08 复合年增长率 19.6%~33.2%

我国 08 年人均 GDP 上升至 3400 美元，正处于消费升级阶段，国民对中高端消费品需求日益增加，同年城镇人均支出上升 12.5%至 11243 元，带动终端消费行业进入快速成长期。化妆品按低档、中高档划分，其商品属性分别接近必需品与奢侈品，因此在消费升级的宏观背景之下，中高端化妆品受益将非常明显。

由于日化行业分类较细（包括洗涤、口腔清洁、以及化妆品等），统计口径并未统一，不同的企业、协会以及顾问公司对市场规模的估算不尽相同。2008 年规模以上日化企业（包括洗涤、口腔清洁、以及化妆品等）完成工业总产值 2131.44 亿元，同比增长 17.8%。另据中国香料香精化妆品工业协会预测，2015

年化妆品市场销售规模增长至 2180 亿元，08~15 复合年增长率达 12.5%，高于 GDP 增速。

公司的主要客户群是中高端化妆品企业，因此通产丽星主要客户的市场规模扩张速度很可能远高于行业平均。根据招股说明书，2007 年公司销售额排名前 5 的客户年占到了 47.9% 的规模，因此我们设法通过对其前 5 大客户的销售额进行调查，公开数据中，宝洁为全球总销售净额，其余 4 家公司为中国销售额数据。

1、通产丽星第一大客户，由于规模庞大，宝洁全球销售的复合年增长率仅为 13.5%，但绝对增量可观；我们粗略假设宝洁全球销售额的 1.5% 为国内日化产品贡献，同时使用各年度美元兑人民币中间价平均值测算，宝洁在中国销售额的复合年增速约 9.6%（表 5）。

2、联合利华与宝洁的产品结构相似，是通产丽星的前三大客户之一，联合利华披露 2004~2007 年在华销售额翻倍，复合增长率高达 26%，同时该销售数据占全球比重从 2004 年 1.5% 增加至 2007 年 2.5%。我们以占比匀速增长为假设，国内日化产品贡献，联合利华在中国销售额的复合年增速约为 15.9%（表 5）。

3、欧莱雅、玫琳凯、资生堂的产品全部属于日用化妆品，这三家公司的总体销售额增长速度达到 33.2%，该数据可以较准确的反映过去几年通产丽星所面对的市场规模增速。

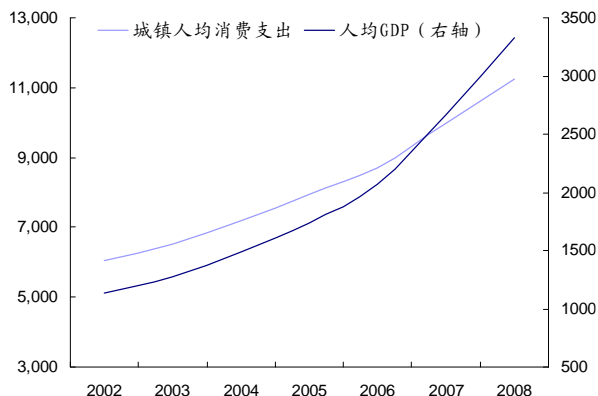
表 5: 04~08 五大客户合计中国销售额复合年增速 19.6%，其中化妆品专卖客户（除宝洁、联合利华）复合年增速 33.2%

客户名称	单位	2003	2004	2005	2006	2007	2008	CAGR
宝洁全球	亿美元	434	514	553	667	748	817	13.5%
宝洁中国（假设）	亿元	53.9	63.8	67.9	79.8	85.3	85.2	9.6%
联合利华中国	亿美元	-	5	-	-	10	-	26.0%
联合利华中国（假设）	亿元	-	46.2	56.6	66.3	76.4	83.4	15.9%
欧莱雅中国	亿元	-	25.0	35.0	41.8	54.5	69.5	29.1%
玫琳凯中国	亿元	6.7	13.8	21.6	21.4	24.3	37.0	40.7%
资生堂中国	亿元	-	12	17.1	30.5	39.4	53.9	51.5%

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

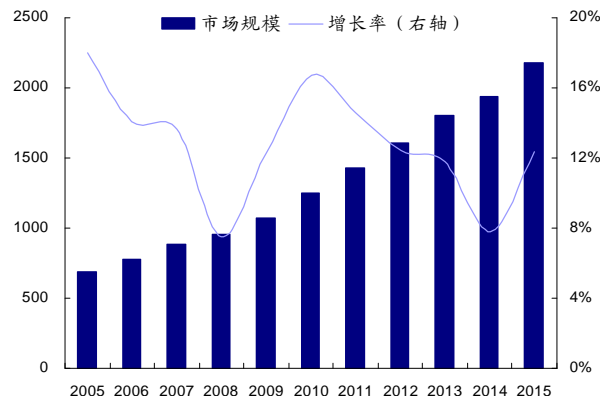
我们认为这些数据可以代表 2003~2008 年通产丽星下游中高端化妆品市场需求的增长速度，大约在 19.6%~33.2% 之间。因此这些大客户对化妆品市场的预测值，可以理解为通产丽星的未来潜在市场增速。宝洁、联合利华、玫琳凯、欧莱雅、资生堂五家公司对未来三年化妆品行业（包括个人皮肤护理与化妆品）市场规模（销售额）的增速预测大约在 20~30% 之间。

图 5: 城镇人均现金支出、人均 GDP 持续增长



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 6: 09~15 年中国化妆品市场复合年增 12.5%



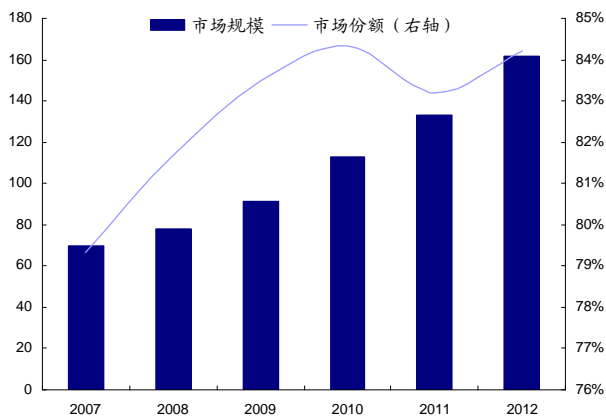
资料来源: 中国香料香精化妆品工业协会, 国信证券经济研究所

下游拉动, 化妆品塑料包装行业 09~12 年复合增长率 21.1%

化妆品包装作为展示化妆品品牌形象与技术内涵的载体, 在化妆品生产商的营销战略中起到不可或缺的作用, 07~09 金融危机使得化妆品厂商对包装差异化的需求更加明显。2008 年我国化妆品包装行业销售规模为 95 亿元左右, 预测 09~12 年化妆品包装行业复合年增速 19.2%, 2012 年达到 192 亿元。

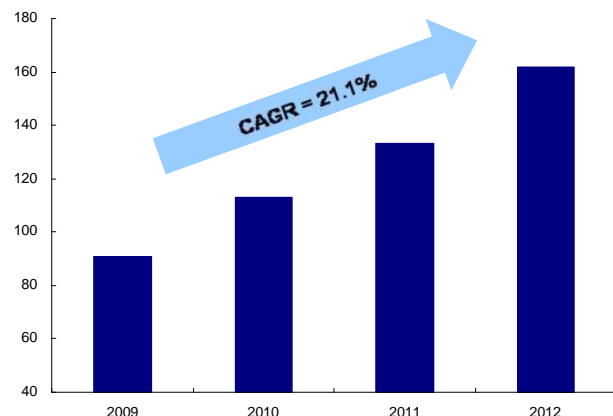
塑料、玻璃、金属三种材料是主要的化妆品包装容器材料, 前二者之间存在替代关系。一直以来, 玻璃容器的主要优势在于其水晶般透明的高档质感。但随着制造工艺、技术、材料的进步, 塑料包装也具备了透明特性, 并且易于印染, 其替代玻璃包装是包装工业发展的必然趋势。此外, 开发一个新的玻璃瓶包装周期相对过长, 时间和成本上消耗太大, 其竞争优势明显下降。我们预计 2012 年化妆品塑料包装的市场份额预计升至 84.2%, 工业规模将达到 162 亿元, 09~12 年复合年增长率达到 21.1%。

图 7: 2012 年化妆品塑料包装市场份额预计升至 84.2% 亿元



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 8: 09~12 年化妆品塑料包装市场复合年增 21.1% 亿元



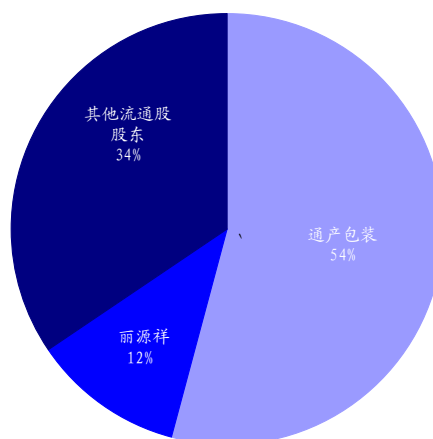
资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

以创新与质量为基石

国企体制融入长效激励机制

公司前身丽星丰达塑料有限公司成立于 1995 年 7 月 14 日，是一家中日合资经营企业，第一大股东深圳石化工业集团股份有限公司持股 70%。2005 年 2 月 25 日，经两次增资、三次股权转让，公司第一大股东变更为深圳市国企通产实业有限公司，持股比例 70%。同年 12 月 25 日，公司引入经营者长效激励制度，高管团队成立深圳丽源祥工贸有限公司，出资人民币现金 300 万元入股，持股比例 2.99%。2007 年 4 月 29 日，经深圳市国资委批准，公司以通产实业、丽源祥、中科宏易作为发起人，整体变更为股份有限公司，并同时更名为深圳市通产丽星股份有限公司，此时，丽源祥持股比例上升至 15.46%。国企母公司通产集团雄厚的实力以及经营骨干长效激励制度，形成了公司独特的制度优势。下图为上市至今的股东结构：

图 9：公司股权比例



资料来源：赛迪顾问，国信证券经济研究所

红海中杀出的黑马

通产丽星主营软管、吹塑、注塑三类化妆品塑料包装制造。自成立以来，公司始终专注于化妆品塑料包装领域，并积极拓广其一体化服务理念，业务范围涵盖包装设计、模具制造、包装制造、以及化妆品原料灌装，是中国覆盖产业链最长的化妆品塑料包装生产厂家。依靠强大的质量管理体系与突出的研发实力，公司与多家国际著名化妆品公司建立起长期合作关系，从几年前仅仅依靠产量和价格优势来竞争的红海中脱颖而出。公司与宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯等国际化妆品知名企业建立了良好的长期稳定的合作关系，甚至成为其全球供应商，并先后荣获宝洁“年度最佳业务合作伙伴奖”，资生堂“最佳供应商奖”及雅芳“中国雅芳供应链战略合作供应商”等殊荣。公司拥有该等客户资源为公司长期持续稳定的发展奠定了坚实的基础。

行业领袖地位造就了通产丽星的高端制造商模式，但它只是公司向一体化服务迈进的起点。在掌握技术与渠道之下，公司将更具避开红海竞争的能力，从而获得高于、稳定于同行业水平的经济效益。

表 6: 质量管理创行业先河

2004 年 (业内首家同时通过三项国际质量标准认证)	ISO9001:2000 质量管理体系 ISO14001:2004 环境管理体系 OHSAS18001:2001 职业健康和安全管理
2007 年	深圳市产品监督检验质量好企业
2009 年	SA8000 社会责任认证

资料来源: 国信证券经济研究所

表 7: 突出研发实力保证公司行业龙头地位

创新技术举例	功能及效果	形成优势
CAD、CAM 开发系统	复杂和高精度的产品模具开发设计;	为化妆品塑料包装企业的产品设计、制造和生产水平的发展带来质的飞跃, 成为众多化妆品塑料包装企业中信息化、集成化、网络化的最优选择。
CNC 电脑加工中心	行模具制造加工;	
五层复合塑料软管	业内龙头: 设备最先进、产品质量最好;	
柔版印刷加饰软管	处于国际领先地位, 提升和巩固公司在业界的技术水平;	
薄壁产品	降低产品原材料使用量, 降低成本;	
铝塑共挤软管	软管共挤技术上的突破性尝试, 提高公司产品附加值。	

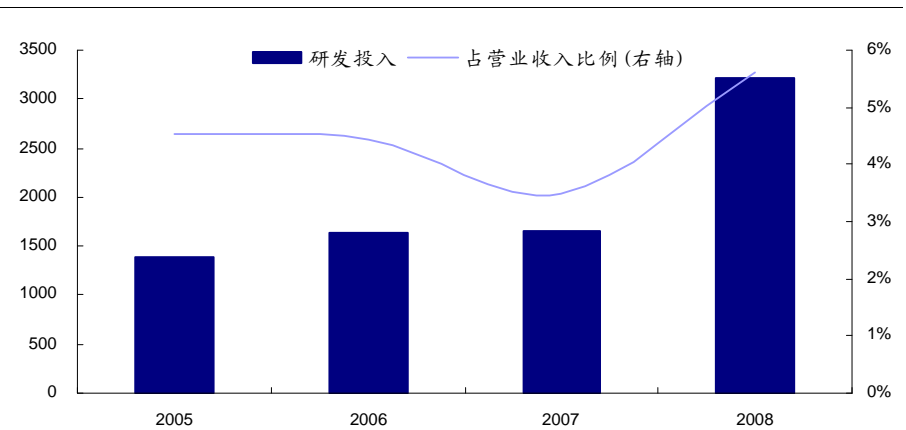
资料来源: 国信证券经济研究所

表 8: 2007~2008 年公司技术人员人数翻三倍

人员分类	2007		2008	
	人数	占比	人数	占比
生产人员	242	41.30%	729	57.77%
销售人员	32	5.46%	46	3.65%
行政人员	242	41.30%	267	21.16%
技术人员	70	11.95%	220	17.43%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

图 10: 研发投入占营业收入比例上升 2.1 个百分点



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

表 9: 公司主要产品

产品大类	产品	主要细目
软管	化妆品复合软管包装	洗发露、护发素、眼霜、精华素、防晒霜、湿粉、底液、清洁及润肤乳液等
注塑	硬质罐体 软管和吹瓶的盖子	高档化妆品: 面霜、唇膏、粉饼等
吹塑	日化产品瓶体	日用化妆品、食品: 沐浴液、洗发露、口香糖等

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

募投项目竣工, 产能瓶颈突破

2008 年公司上市募集资金 3.15 亿元, 按计划分别投资于表 11 中的四个项目, 已于 2009 年底竣工。但是由于 08-09 金融危机压抑了下游化妆品需求, 客户去库存进程致使产能并没有如预期般释放, 因此在 2009 年形成了销售额增速的放缓。然而, 随着下游化妆品生产商的销售复苏, 化妆品塑料包装行业进入上行通道是可以确定的, 在 10-11 年的复苏期间需要考虑的问题是: 1、下游需求的增速有多高; 2、是否有充足的产能匹配下游的增长; 3、订单增速能否高于行业增速。

首先, 根据前面的测算, 04~08 年公司五大客户在历年销售额增速在 19.6%~33.2%, 预计未来 10~12 年增速维持在 20%~30% 之间, 若以此作为中高端化妆品市场未来增长速度的估算值, 则此部分业务销售额的潜在增速预期中值为 25%。通过调查我们发现日用化妆品产品 06~08 年的累计提价幅度在 0%~10% 之间, 若取中值 5% 作为 10~12 年价格的复合增速, 则实际产量的复合增速至少为 19%。

其次, 随着募投项目的竣工投产, 公司产能扩充 72.1%, 如果暂时不计新业务的拓展, 以单纯客户规模排名前五的中高端化妆品厂商的产量增速 (19%) 来算, 下游需求于 10~12 年将增长 68.7%, 因此公司已具备足够的产能匹配下游的增长。

最后, 因为公司具备行业领先的质量管理能力、品牌效应, 以及由一体化带来的更为长期稳定的渠道关系, 我们判断公司至少将与其主要客户同步成长。进一步讲, 公司因采用一体化的服务模式而形成的各项竞争优势, 使得公司在新业务的拓展能力方面显著优于传统非一体化制造商, 我们将在下一部分重点阐述。

表 10: 募投项目产能测算

单位: 万支

产品分类	2007 年底合计	募投产能			新增合计	增幅
		广州丽盈	上海美盈	深圳通产丽星		
软管	33,891	5,555	8,800	12,000	26,355	78%
注塑	58,640	8,333	5,000	24,000	37,333	64%
吹瓶	17,267	10,000	5,500	-	15,500	90%

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

表 11: 公司募投项目进度及介绍

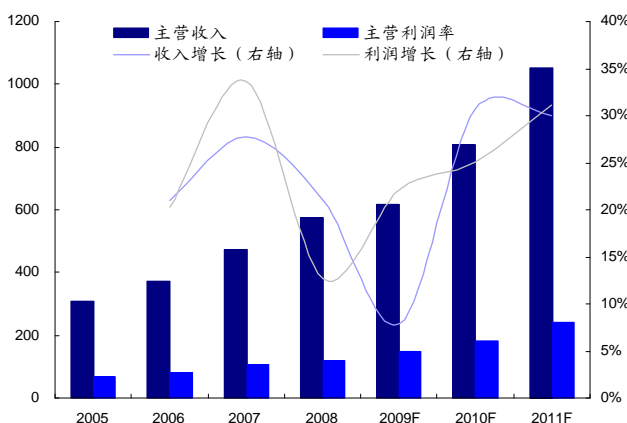
募投项目	投资额	竣工日期	进度	产能	目的
广州丽盈塑料有限公司高档化妆品塑料包装项目	8830 万	2009 年 12 月 31 日	≈ 100%	该项目新建软管生产线设计产量 5555 万支, 新建吹瓶生产线设计产量 1 亿支, 新建注塑生产线设计产量 8333 万支。项目预计在 2009 年年底达产。通过增加高档化妆品塑料包装产能, 通产丽星将进一步巩固塑料包装的国内龙头地位。	为贴近客户, 提高对客户的响应速度, 并最大限度的降低物流成本, 公司计划将广州丽盈建成大规模低成本面向华南地区为主的生产基地, 构建新的成本竞争优势。
广州丽盈塑料有限公司新建化妆品灌装项目	4680 万	2009 年 12 月 31 日	≈ 100%	本项目建成后, 年生产规模将达到 1 亿支, 其中塑料软管灌装 5400 万支, 塑料瓶灌装 4600 万支; 年产值总量 5500 万元, 其中塑料软管灌装 2970 万元, 塑料瓶灌装 2530 万元。	增强公司整体的配套服务水平, 缩短客户向市场推广新产品的的时间, 巩固与客户的业务合作关系。灌装项目作为公司包装产品的配套项目, 主要为重要客户提供整合供应链、控制成本、配套包装产品、就近提供一站式服务的项目, 与客户的需求相适应。
上海美盈塑料有限公司高档化妆品塑料包装生产线技术改造项目	4680 万	2009 年 12 月 31 日	≈ 100%	本项目建成后, 年生产规模达到 2 亿支, 其中塑料软管生产线设计产量 8800 万支, 吹瓶生产线设计产量 5500 万支, 注塑生产线设计产量 5000 万支。	本项目产品种类多, 工艺特殊, 专业性强, 目前市场上还没有现成的生产线, 通过本次技改, 将上海美盈建设成为辐射华东、华中、华北地区的生产基地, 以提高公司的远程服务能力。
深圳市通产丽星股份有限公司高档化妆品软管包装技改项目	8251 万	2009 年 12 月 31 日	≈ 100%	本项目建成后, 年生产规模达到 3.6 亿支, 其中塑料软管生产线设计产量 1.2 亿支, 注塑生产线设计产量 2.4 亿支。	购置先进生产设备改造软管和注塑生产线, 新增模具制造能力、初步满足生产需求。公司计划在 2010 年前, 将深圳本部建设成为技术研发中心及面向出口的生产基地, 构建新的核心竞争力。

资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

09 年预计主营收入增长 7%, 10~12 年主营收入复合增长 35%

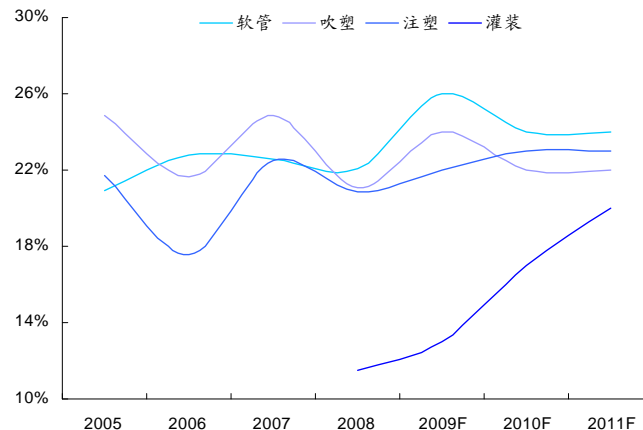
受石油价格下跌以及金融危机的影响, 公司大客户压缩包装物单价、经销商去库存导致订单下降, 公司 08~09 年主营业务收入增长速度出现较大幅度的下滑, 但由于生产原材料聚乙烯、聚丙烯价格下降的幅度更大, 我们预计公司 09 年毛利率水平将比 08 年有所上升, 达到 24% 以上的水平。随着经济复苏、消费升级, 公司募投项目的产能有望陆续释放出来, 10~11 年盈利将逐渐体现资本开支的充分收益, 我们预计 10~12 三年复合年增长率达到 35%。其中灌装业务收入占比将逐年提升, 对应的募投项目已按原计划竣工。

图 11: 2009~11F 年主营销售收入与利润有望加速上升 亿元



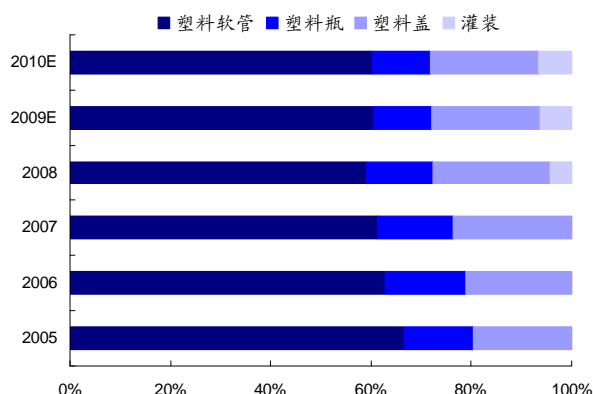
资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 12: 09~11F 毛利率保持稳定, 灌装业务是亮点



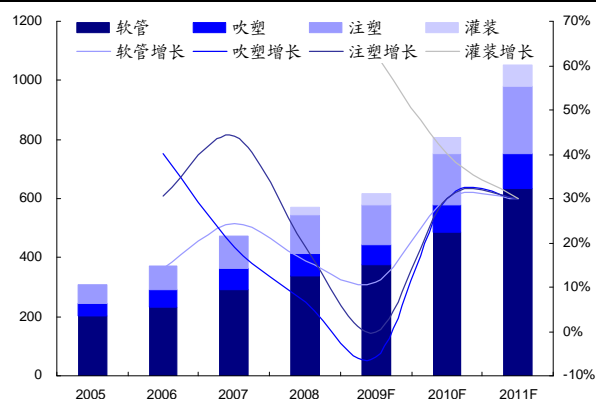
资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 13: 2009~11F 业务结构变化揭示新商业模式探索 亿元



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 14: 2009~11F 三大业务销售收入预计恢复高速增长 亿元



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

竞争优势集中体现在一体化服务模式

产业链延伸凸显一体化服务特色

包装产业链涉及图 15 中的几个环节, 公司与客户双赢的包装一体化服务模式提高了公司的市场竞争力。作为包装一体化服务供应商, 公司兼具传统生产商、模具设计及制造商、灌装厂商的特点, 从成本与效率两个方面, 为客户提供包装产品与服务, 绑定客户的同时拉动自身业务的快速增长。

表 12: 公司进入一体化服务的竞争优势

项目	优势	效果
设计与生产模具	包装设计与模具开发同步完成, 缩短开发周期	易于沟通、改进包装设计, 易于找到问题原因
制造与灌装	提高效率	节省包装材料的拆包废除成本
库存与物流	降低库存, 减少仓储空间	减少物流成本
总结	提升效率	降低成本
		提高资源利用率
		获取更多利润

资料来源: 国信证券经济研究所

传统包装供应商的盈利模式较为简单。在获得订单之后, 传统包装供应商采购原材料并完成生产加工步骤, 再以合同价格卖出即可盈利, 利润主要来自于其加工步骤。这种简单的模式缺乏差异化, 属于红海竞争: 利润空间变窄, 报价低者得订单。因此降低成本是其维持竞争力的主要因素, 而当上游化工原材料价格出现较大波动时, 厂家将面临较大的经营风险。

作为包装一体化服务供应商, 公司的经营模式与盈利能力与传统包装供应商有较大差别。公司价值链的创新对包装产业链的影响主要在于:

包装内涵得以扩充

- 设计开发制造相结合, 缩短供货周期, 提高包装设计效率, 打造包装产品差异化战略, 实现较高的利润率;
- 包装物制造与灌装相结合, 减少生产步骤提高生产效率, 缩短库存周期,

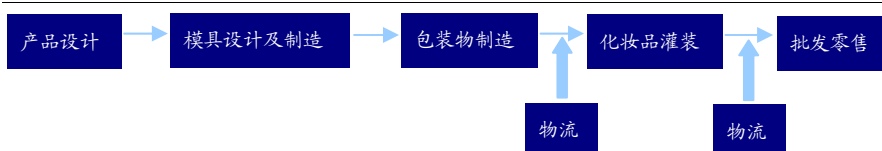
降低物流成本，获取更多利润；

产业链条之间的相互关系发生变化

传统的包装产业链中，由于原材料的价格是影响包装业利润的主要因素，因此按订单生产的化妆品塑料包装企业的业绩几乎与下游客户的关系更为离散，而与上游行业的关系更紧密；而在一体化经营模式下，一体化服务供应商与下游的化妆品制造业形成更为紧密的合作关系，因此相对来说此两者的相关性更强。

公司产品通过价值链的创新形成了更高的附加值，为公司带来了较高的毛利率，2005至2009年3季度公司毛利率能够一直在较高水平保持稳定，正是源于公司全方位的价值创造能力。

图 15：化妆品塑料包装行业制造链结构图



资料来源：国信证券经济研究所

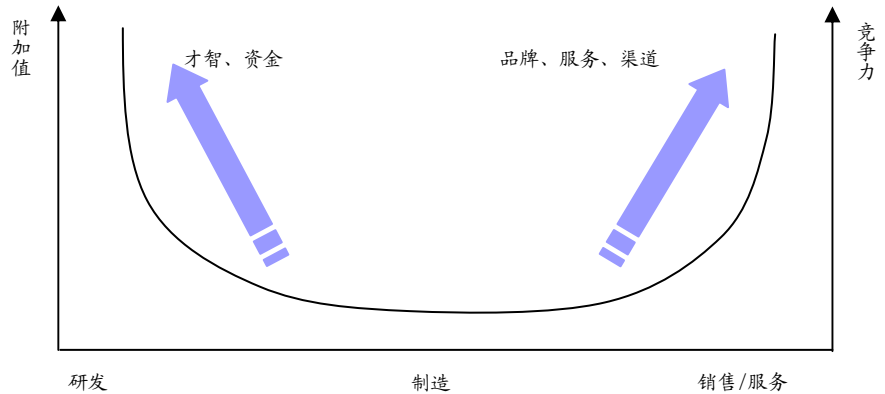
一体化凝聚核心竞争力

在化妆品塑料包装领域，客户需求多样化不断加强，尤其是国外企业的大举进入，对产品的质量、功能、结构、款式变化和外表处理的要求越来越高。要想企业产品的各方面都能跟上时代的步伐、适应客户的变化要求，在竞争中取得优势，产品和技术的创新能力就显得尤为重要。

此外，化妆品行业作为时尚产业，推陈出新速度较快，需要作为配套产业的化妆品包装企业因应情势变化而有快速反应，因此不断缩短供货周期和提供更为完善的服务成为制胜的关键；制定合理的渠道策略对于化妆品包装企业来说也显得尤为重要。因此，在化妆品包装渠道的拓展上，有些包装企业采取参与化妆品新品设计的策略，有些包装企业采取承接包装流程外包的策略，吸引更多客户转移采购重心。

因此，化妆品包装企业的核心竞争力来自于微笑曲线的两端：研发和销售及服务。通产丽星一体化的服务模式将微笑曲线两端的要素凝聚了起来。

图 16: 化妆品塑料包装行业制造链结构图



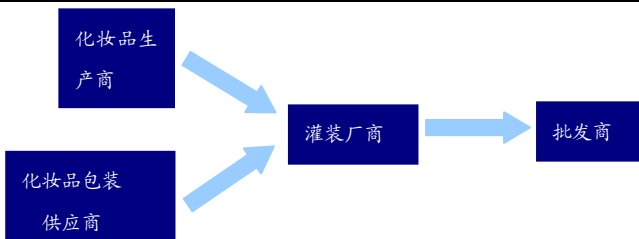
资料来源：国信证券经济研究所

与客户双赢诠释一体化价值

包装一体化服务有望在未来加速扩大公司的业务量,使公司业绩增长高于行业水平,既提高了盈利能力,也给客户带来了以下利益:

- a) **加快项目实施进程:** 从国内外产业发展的趋势看,作为生活必需品,化妆品行业产品生命周期很长,在可预见的未来没有被替代或出现衰退的危险。但市场已进入平稳发展的成熟期,竞争十分激烈,企业只能通过不断更新产品包装和增加产品线长度或通过开展横向整合来巩固、拓展市场。随着生活质量和购买力水平的不断提升,消费者对化妆品的需求越来越高,导致产生更多的专业化用品的细分市场,成为新的利润增长点。这要求企业在迅速调整产品结构,加快市场反应速度。通过公司的包装一体化服务,客户可以有效缩短开发周期。
- b) **减少浪费、降低生产成本:** 包装用户或多或少都存在一下4种形式的包装浪费:过度包装浪费;不必要的包装库存量浪费;不适当的包装作业过程浪费;仓储过程因包装组不合理带来的浪费。通过设计、制作、灌装乃至物流一体化,将显著减少浪费。其他方面如下图所示,灌装业务的推出将帮助企业减少一道物流环节,减少物流成本。

图 17: 传统制造商模式三道物流



资料来源：赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 18: 一体化服务供应商两道物流



资料来源：赛迪顾问, 国信证券经济研究所

财务分析

目前国内上市且可比的塑料包装类企业只有永新股份（002014）一家。公司经营彩印复合包装材料、镀铝包装材料，其产品主要应用于食品、日化产品、医药包装。另外我们选取了09年11月上市的美盈森（002303）。公司属于包装行业的瓦楞包装子行业，其一体化服务经营模式与通产丽星同出一辙，但起步较通产丽星更早，可以将其视为未来通产丽星之发展目标。

盈利能力仍在上升

2008年上市以后公司 ROE 明显摊薄，仅为 9.9%，低于另外两家公司。但考虑到 08 年公司盈利并不体现资本开支的充分收益，报告期的加权平均 ROE 为 15.4%，高于同行业的永新股份。进一步通过三步杜邦分析我们发现，公司 ROE 逐年下降的主要原因是公司上市及归还贷款造成其财务杠杆大幅下降：07、08、09(3Q)的权益乘数分别是：2.77、1.82、1.38（见偿债能力）。

表 13: 盈利能力

	2006	2007	2008	2009 (3Q)
净资产收益率(ROE)				
美盈森	32.1%	40.5%	36.8%	26.0%
永新股份	12.9%	9.3%	11.1%	9.3%
通产丽星	25.5%	30.6%	9.9%	9.4%
综合毛利率				
美盈森	25.6%	26.5%	29.1%	31.9%
永新股份	17.0%	15.5%	17.0%	19.7%
通产丽星	21.5%	22.6%	20.8%	24.2%

资料来源：国信证券经济研究所

成长性良好

2009年石油价格大幅下降导致主要原材料PP及PE价格从08年六月的峰值16650元/吨、15500元/吨，下降至09年三月的7600元/吨、8700元/吨，降幅达54%、44%，因此公司营业收入增长仅1.3%，不过这样的表现仍远胜其同行永新股份同期营收下降15.2%。随着石油价格的回升，预计营收增速放缓的趋势将反转。

通产丽星的单季度净利水平并没受营销滞涨影响，反而出现跳跃式上升，我们分析有四方面原因：其一、通产丽星采用的“成本加成”的定价方法，使其毛利率波动区间较窄；其二、募投项目释放部分产能，使主营业务销售量保持上升趋势；其三，公司在原材料存货管理、下游客户议价方面的能力有所增强；其四，公司被认定为高新技术企业，09~11三年税率下调至15%。

表 14: 成长能力

	2006	2007	2008	2009 (3Q)
营业收入增长率				
美盈森	-	78.9%	39.4%	17.0%
永新股份	20.0%	42.7%	16.6%	-15.2%
通产丽星	21.0%	27.8%	20.9%	1.3%
净利润增长率				
美盈森	-	111.9%	43.8%	39.7%
永新股份	6.9%	14.1%	26.5%	29.9%
通产丽星	19.5%	34.5%	7.5%	35.5%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所

偿债能力强

通产丽星负债率逐年下降，流动比率和速动比率逐年上升，财务十分健康，这三项数据相比美盈森与永新股份皆出于领先地位。不过公司现在财务过于稳健，直接造成 ROE 较低，杠杆利用效率有较大提升空间。

表 15: 偿债能力

	2006	2007	2008	2009 (3Q)
资产负债率				
美盈森	52.0%	45.2%	40.6%	38.5%
永新股份	33.4%	30.3%	30.8%	30.3%
通产丽星	59.4%	66.7%	31.5%	23.3%
流动比率				
美盈森	1.44	1.74	1.84	2.20
永新股份	1.49	2.19	2.03	2.05
通产丽星	0.88	0.65	1.96	2.33
速动比率				
美盈森	0.89	1.32	1.57	2.20
永新股份	0.99	1.66	1.64	1.69
通产丽星	0.69	0.46	1.65	2.03

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

经营效率较强

09 年 3 季度，公司应收账款周转天数与应付账款周转天数皆出现上升，这是塑料包装行业的普遍现象，前者主要由上半年下游企业推迟出货造成。两项数据说明公司对下游议价能力有所减弱但对上游议价能力有所增强，相比美盈森综合来讲仍显示出较强的经营效率

表 16: 经营效率

	2006	2007	2008	2009 (3Q)
应收账款周转天数				
美盈森	98	72	73	78
永新股份	42	41	38	46
通产丽星	65	59	54	61
库存周转天数				
美盈森	118	66	45	39
永新股份	52	47	43	44
通产丽星	31	42	47	46
应付账款周转天数				
美盈森	62	90	81	114
永新股份	33	28	33	66
通产丽星	42	53	50	57

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

费用率有下降空间

公司计划从明年起开始深化生产效率改革，目的是提高人均生产效率，有望降低部分费用率。

表 17: 费用比率

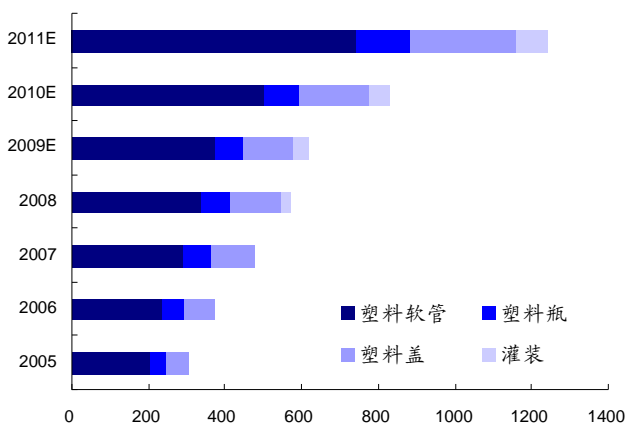
	2006	2007	2008	2009 (3Q)
销售费用率				
美盈森	9.6%	8.7%	9.3%	10.1%
永新股份	8.4%	8.5%	9.1%	9.7%
通产丽星	12.1%	12.3%	12.2%	12.7%
管理费用率				
美盈森	4.7%	3.7%	4.0%	4.4%
永新股份	3.6%	4.1%	4.2%	5.1%
通产丽星	7.5%	6.9%	6.8%	7.0%
财务费用率				
美盈森	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
永新股份	0.0%	0.1%	0.1%	-0.1%
通产丽星	0.3%	1.6%	1.3%	0.8%
期间费用率				
美盈森	14.3%	12.4%	13.2%	14.5%
永新股份	12.1%	12.6%	13.4%	14.8%
通产丽星	19.9%	20.7%	20.2%	20.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

盈利预测: 2010 年将是公司高速成长的起点

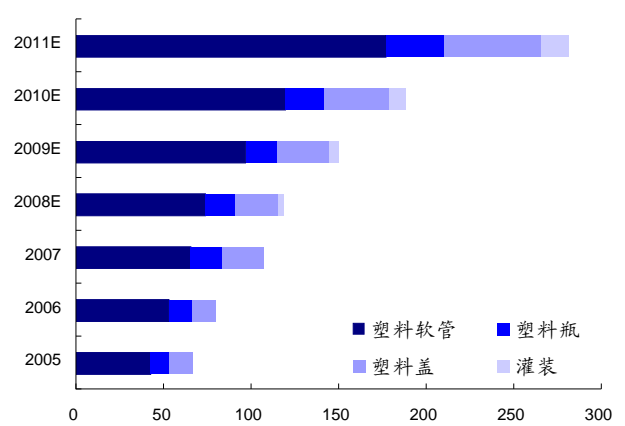
根据对公司基本面得分析, 我们假设四大主营业务: 软管、注塑、吹塑、灌装募投项目的产能于 2010 年释放, 并深化灌装业务拉动其他三块业务, 公司将走进高速成长的通道。我们预计 2010~2012 年销售收入增长比率为: 34.06%, 39.95%, 30%, 符合年增长率 35%。同期每股盈利能力也将持续上升, 预计 2010~2012 年 EPS 为 0.25、0.35、0.48。

图 19: 2005~11 年各类产品销售收入及预测 (E) 亿元



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

图 20: 2005~11 年各类产品销售毛利及预测 (E) 亿元



资料来源: 赛迪顾问, 国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、国内中高端化妆品消费增长速度低于预期;
- 2、石油价格下降导致原材料价格大幅下降;

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	217	221	290	409
应收款项	104	97	126	178
存货净额	68	50	76	111
其他流动资产	37	18	23	32
流动资产合计	426	386	515	730
固定资产	256	314	245	230
无形资产及其他	14	13	13	12
投资性房地产	3	3	3	3
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	699	717	776	976
短期借款及交易性金融负债	30	107	105	151
应付款项	70	54	86	122
其他流动负债	117	64	86	122
流动负债合计	217	224	277	395
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	3	5	7	9
长期负债合计	3	5	7	9
负债合计	220	229	284	404
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	479	487	541	615
负债和股东权益总计	699	717	826	1019

关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.29	0.27	0.30	0.41
每股红利	0.10	0.24	0.09	0.12
每股净资产	2.97	1.89	2.10	2.38
ROIC	15%	12%	13%	16%
ROE	10%	14%	14%	17%
毛利率	21%	25%	22%	23%
EBIT Margin	10%	12%	11%	11%
EBITDA Margin	14%	16%	14%	13%
收入增长	21%	2%	31%	41%
净利润增长率	7%	49%	10%	36%
资产负债率	31%	32%	34%	40%
息率	0.8%	3.0%	1.1%	1.5%
P/E	43.2	46.5	42.4	31.1
P/B	4.3	6.7	6.0	5.3
EV/EBITDA	29.2	36.9	32.8	25.3

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	574	585	768	1082
营业成本	454	440	595	837
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	23	29	35	49
管理费用	39	45	54	76
财务费用	7	3	5	6
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	47	67	77	112
营业外净收支	5	8	6	4
利润总额	52	75	83	116
所得税费用	4	5	6	10
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	47	70	77	105

现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	47	70	77	105
资产减值准备	(2)	0	(0)	(0)
折旧摊销	22	25	26	27
公允价值变动损失	1	(0)	(0)	0
财务费用	7	3	5	6
营运资本变动	(94)	(23)	(4)	(21)
其它	2	(0)	0	0
经营活动现金流	(24)	72	100	111
资本开支	(41)	(82)	(6)	(6)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(41)	(82)	(6)	(6)
权益性融资	304	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(17)	(62)	(23)	(32)
其它融资现金流	(31)	77	(2)	45
融资活动现金流	239	15	(25)	14
现金净变动	174	4	69	119
货币资金的期初余额	43	217	221	290
货币资金的期末余额	217	221	290	409
企业自由现金流	(63)	(15)	93	107
权益自由现金流	(94)	59	87	147

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我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或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵谦	021-60933153	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	黄学军	021-60933142	黄金香	010-82252922
		崔嵘	021-60933159	高健	0755-82130678
		廖喆	021-60933162	郑武	0755-82130422
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈焯	010-82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-82254160	吴美玉	010-82252911
左涛	021-60933164	秦波	010-82252922		
基础化工		医药		石油与石化	
邱伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
电力与公用事业		廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
徐颖真	021-60875162	非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良		程峰	021-60933167
		童成敦			
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82133476	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李然	0755-82130681	邱波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳瑾	0755-82131822				
周琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骞	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176 13482495069				
			江智俊	021-60875175 15221772073				
			孔华强	021-60875170 13681669123				