

通产丽星 (002243.SZ)

包装印刷行业

评级：买入 首次评级

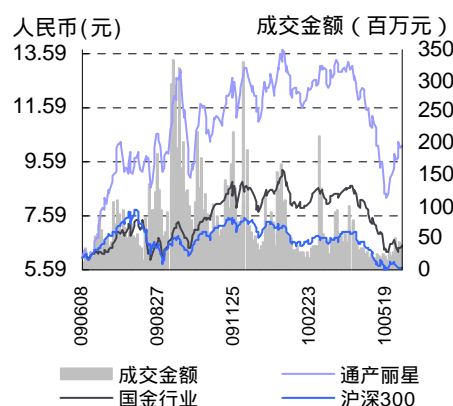
公司研究

市价(人民币)：10.20元  
目标(人民币)：12.00-14.00元

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)	101.41
总市值(百万元)	2,632.30
年内股价最高最低(元)	13.75/6.02
沪深300指数	2744.39
中小板指数	5709.16



## 从事美丽事业，实现美丽前景

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.263	0.411	0.516	0.658
每股净资产(元)	2.97	2.03	2.44	2.96	3.62
每股经营性现金流(元)	0.16	0.41	0.53	0.63	0.77
市盈率(倍)	23.84	47.71	24.34	19.36	15.20
行业优化市盈率(倍)	24.53	45.10	45.10	45.10	45.10
净利润增长率(%)	7.50%	43.23%	56.33%	25.70%	27.38%
净资产收益率(%)	9.89%	12.94%	16.82%	17.45%	18.19%
总股本(百万股)	161.29	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

- **配套化妆品获得持续增长**：公司经营化妆品包装业务，为下游化妆品行业配套，具有类消费品性质，伴随化妆品行业，公司能够获得持续增长。
- **行业龙头能够获得超越行业速度的增长**：预计未来化妆品行业增长速度12% - 15%，同时优势品牌化妆品市场占有率会逐渐提高，化妆品包装的龙头企业一般都为领先的化妆品品牌服务，在未来的时间里能够获得超越行业的增速。
- **公司不断强化自身的优势**：公司逐步从简单的制造企业转向为化妆品厂商提供一体化服务。公司不断加大研发，参与下游的设计；增强模具制造和新材料制的研发能力，这会降低公司的成本，更重要的是提高公司对客户的快速响应能力。公司的行业领先地位不断加强，我们看好公司在行业中的发展。
- **未来三年公司年均复合增长 35%**：公司未来的高速增长源于产能的增长，尤其是华东新产能将解决了公司生产基地布局的不足，在占国内40%的化妆品市场扩张，以公司目前的行业地位，一定能够获得高增长。

## 投资建议

- 我们看好化妆品国内市场未来的发展，从而看好化妆品包装。而公司在行业内的领先地位使得我们相信未来公司能够不断做大，获得较快的增长。我们预计公司2010 - 2012年EPS分别为0.410元、0.515元、0.657元，建议“买入”。

## 估值

- 我们给予公司未来6-12个月12 - 14元目标价位，相当于2010年29 - 34倍PE。

## 风险

- 原材料价格大幅波动、下游需求萎缩会给公司带来波动；
- 国企的体制可能会带来决策的缓慢
- 我们假设公司未来高毛利率的维持是基于公司内部效率的提高以及新产品的不断开发，如果毛利率下滑一个点可能带来公司业绩下滑3分钱。

万友林 分析师 SAC 执业编号：S1130209030266  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司简介 .....	4
行业的成长来自哪里 .....	5
国内化妆品行业持续增长潜力大 .....	5
化妆品塑料包装行业增长趋同于化妆品行业 .....	8
行业存在壁垒吗.....	9
下游行业的集中趋势带来客户壁垒.....	9
行业内的领先企业构建了软壁垒 .....	10
公司竞争力高于同行 .....	11
公司未来增长确定 .....	13
自然增长 + 新增产能释放 .....	13
成长中的化妆品包装龙头，发展潜力依然很大.....	13
盈利预测与估值.....	14
盈利预测假设 .....	14
绝对估值 .....	15
相对估值 .....	16
风险提示 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：公司产品 .....	4
图表 2：主要软管产品 .....	4
图表 3：注塑产品 .....	4
图表 4：吹塑产品 .....	4
图表 2：09 年公司收入构成.....	4
图表 3：09 年公司毛利构成.....	4
图表 1：公司股权结构示意图 .....	5
图表 11：欧元区人均 GNI 与居民消费率比较.....	5
图表 12：日本人均 GNI 与居民消费率比较 .....	5
图表 13：韩国人均 GNI 与居民消费率比较 .....	6
图表 14：巴西人均 GNI 与居民消费率比较 .....	6
图表 19：非食品类零售中化妆品占比变化 .....	6
图表 19：化妆品人均消费额比较（美元） .....	7
图表 21：各省市人均化妆品消费量与全国平均比较（元） .....	7
图表 19：1990 年以来化妆品销售收入快速增长 .....	8
图表 20：2012 年我国化妆品销售额有望接近 2000 亿元 .....	8

图表 17：化妆品塑料包装产业链 .....	8
图表 26：部分日化巨头对新兴市场的定位 .....	9
图表 27：日化企业市场集中度比较 .....	9
图表 24：国内不同城市不同年龄段消费者化妆品品牌选择 .....	10
图表 22：09 年大众化妆品品牌关注度前十位 .....	10
图表 23：09 年高档化妆品品牌关注度前十位 .....	10
图表 23：塑料包装行业不同供货期企业比重 .....	11
图表 25：国内化妆品塑料软管包装主力厂商客户覆盖情况 .....	11
图表 27：主要竞争者之间优劣势对比 .....	12
图表 3：公司研发投入及占比 .....	12
图表 38：公司产能增长情况（万支） .....	13
图表 29：长三角、珠三角化妆品收入合计占比达到 70% .....	13
图表 32：国际化妆品包装巨头雷盛集团主营业务收入长期增长 .....	14
图表 32：公司产品成本结构 .....	14
图表 34：期间费用率及所得税率假设 .....	14
图表 34：分产品销售预测表 .....	15
图表 36：DCF 估值 .....	16
图表 37：部分包装公司估值比较 .....	16

## 公司简介

- 公司主要业务是化妆品塑料包装的生产和销售，主要产品分为软管、注塑、吹塑三大类，其中更以软管为主，是化妆品的配套产业。

图表1：公司主要产品

名称	主要下游
软管	洗发露、护发素、眼霜、精华素、防晒霜、湿粉底液、清洁及润肤奶液等
注塑	高档化妆品（如面霜、唇膏、粉饼等），软管和吹瓶产品的盖子等
吹瓶	沐浴液、洗发露、口香糖等

来源：国金证券研究所

图表2：主要软管产品



来源：国金证券研究所

图表3：注塑产品

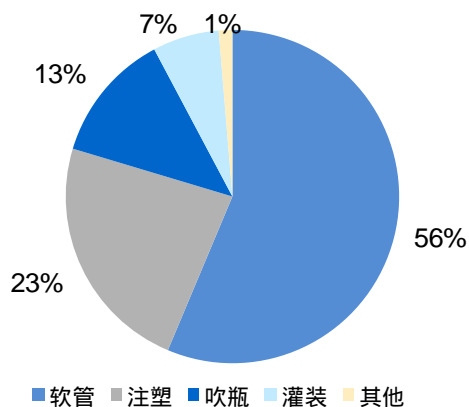


来源：国金证券研究所

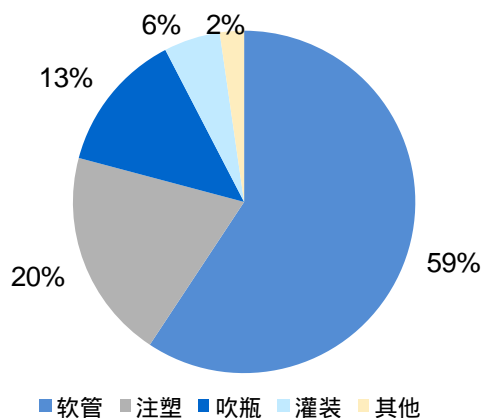
图表4：吹塑产品



图表5：09年公司收入构成

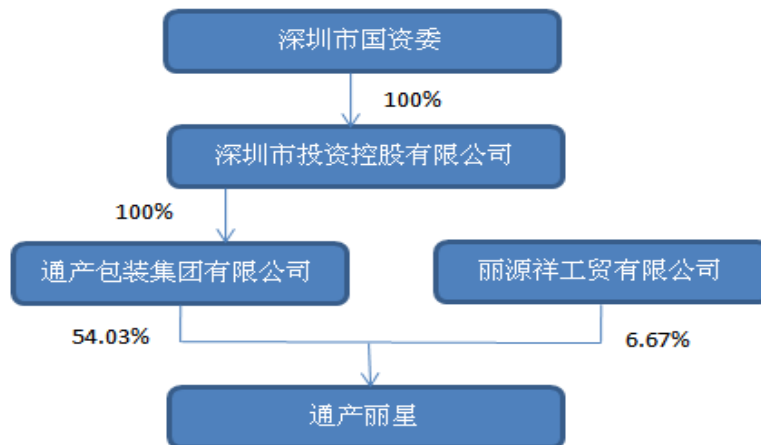


图表6：09年公司毛利构成



- 公司属于国有企业，第一大股东为深圳市通产包装集团有限公司，实际控制人为深圳市国资委；第二大股东为深圳市丽源祥工贸有限公司（由自然人股东组成，主要为公司高管、中层管理人员和主要技术人员）。高管与骨干员工的间接持股有利于公司的发展。

图表7：公司股权结构示意图



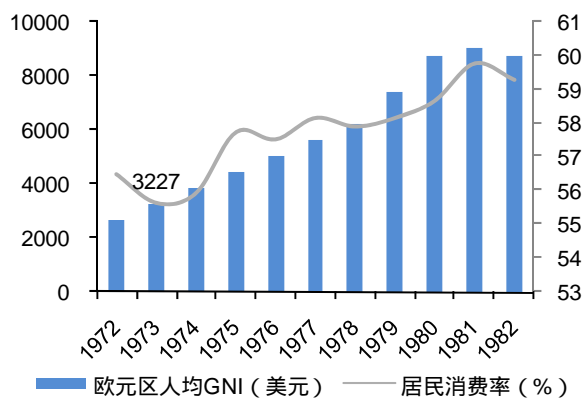
来源：国金证券研究所

### 行业的成长来自哪里

#### 国内化妆品行业持续增长潜力大

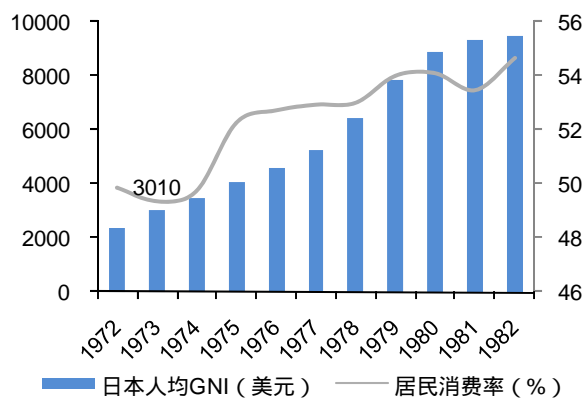
- 人均 GNI 达到 3000 美元，居民消费率上升
  - 通过比较欧元区、日本、韩国、巴西等国家和地区人均 GNI 和居民消费率（居民最终消费占 GDP 的比率）的变化情况，我们发现人均 GNI 达到 3000 美元之后，居民消费率均呈现出上升的趋势。

图表8：欧元区人均 GNI 与居民消费率比较

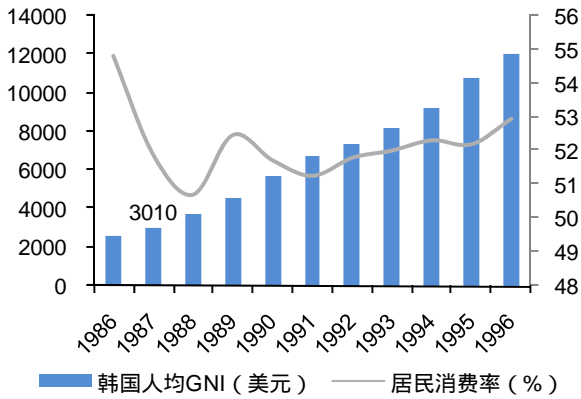


来源：国金证券研究所

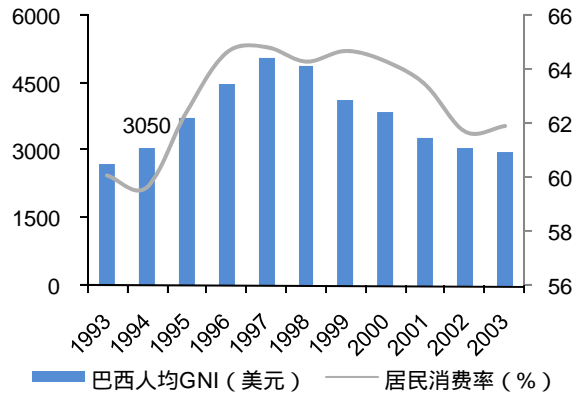
图表9：日本人均 GNI 与居民消费率比较



图表10：韩国人均GNI与居民消费率比较



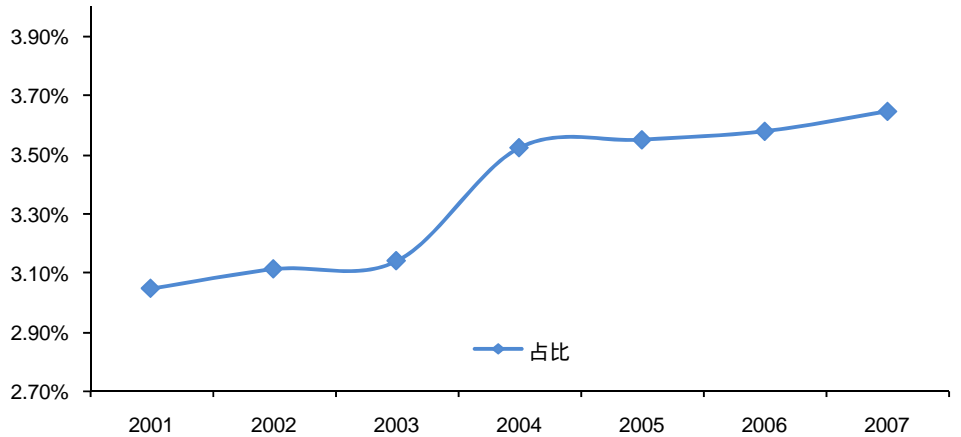
图表11：巴西人均GNI与居民消费率比较



来源：国金证券研究所

- 2008年我国人均GNI达到2940美元，已经接近3000美元这一临界点，从上述国家、地区的经验数据来看，我国居民消费率在未来一段时间内将有望逐步上升。
- 随着消费水平的提高，化妆品的消费逐渐提高。

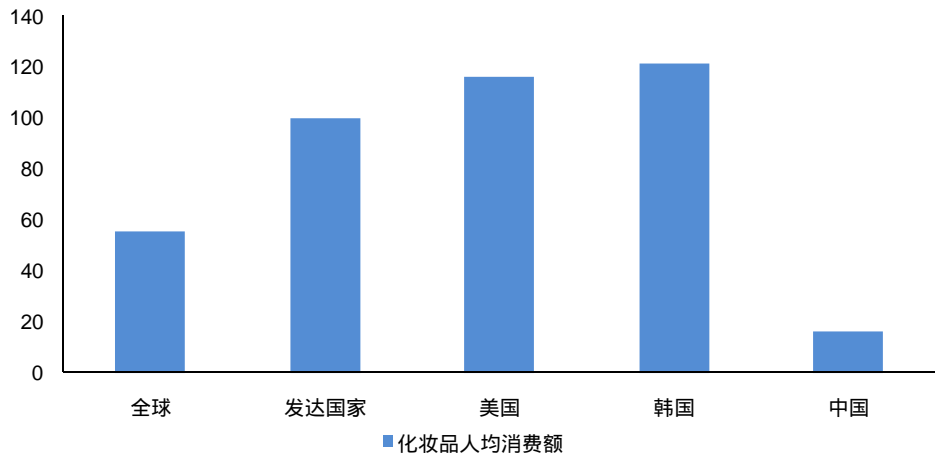
图表12：非食品类零售中化妆品占比变化



来源：国金证券研究所

- 我国化妆品人均消费仍处在低位
  - 2009年我国化妆品人均消费为16美元，约为欧美、韩国等发达国家的1/7，是全球人均消费的1/3左右，未来提升的空间很大。

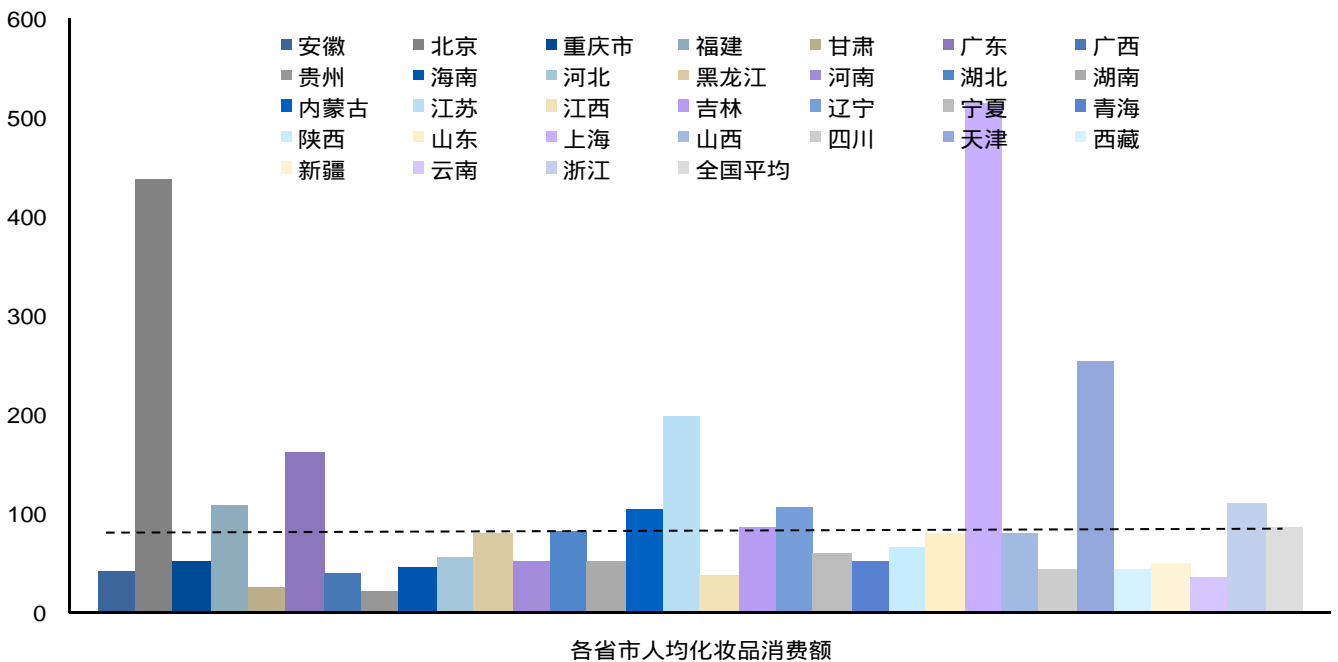
图表13：化妆品人均消费额比较（美元）



来源：国金证券研究所

- 国内经济发展的不平衡，很多的地区化妆品消费非常低，未来促进国内需求（特别是消费需求的持续增长）、增强居民的消费能力，完善促进消费的政策有利于化妆品消费的提升。

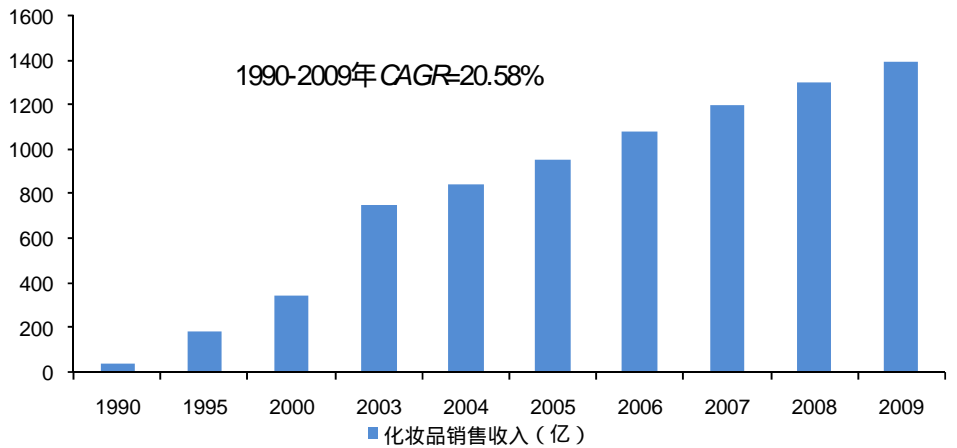
图表14：各省市人均化妆品消费量与全国平均比较（元）



来源：国金证券研究所

- 化妆品行业未来维持 12% - 15% 的增长
  - 近 20 年我国化妆品销售收入 CAGR 达到 20.58%，近五年 CAGR 在 12% 左右。
  - 化妆品具有明显的消费品属性，伴随着城乡居民收入水平的提升，人们对化妆品的需求也与日俱增。中国香料香精化妆品工业协会统计数据显示，1990 年，我国化妆品销售额仅为 40 亿元，2009 年则超过了 1400 亿元，19 年里增幅达到 34 倍，期间的年均复合增长率为 20.58%。

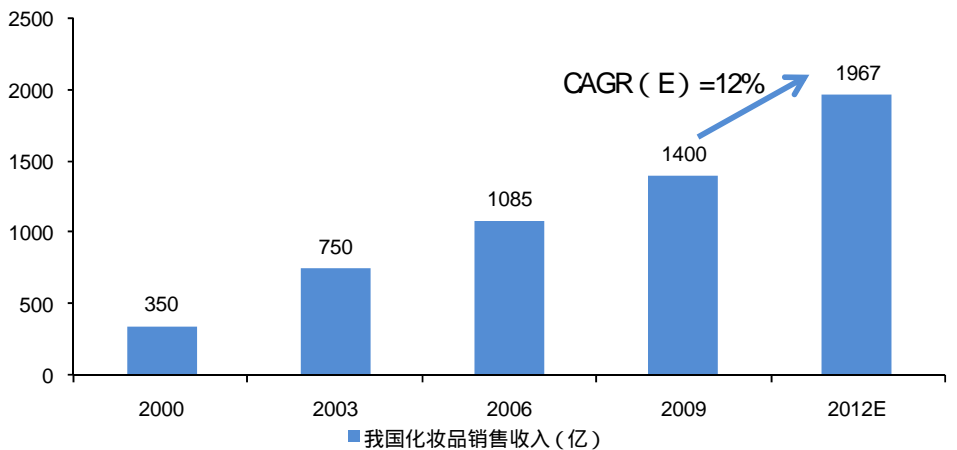
图表15：1990年以来化妆品销售收入快速增长



来源：国金证券研究所

- 未来 3-5 年化妆品行业快速增长有望延续：在城乡居民收入水平不断增加，以及居民消费率逐步提升的大背景下，我国化妆品行业快速增长将有望延续。
- 化妆品工业协会预计，未来 3-5 年，我国化妆品销售规模的年均增速将达到 12-15%，到 2012 年，化妆品销售收入将接近 2000 亿元。

图表16：2012年我国化妆品销售额有望接近2000亿元



来源：国金证券研究所

化妆品塑料包装行业增长趋同于化妆品行业

- 作为化妆品配套的产业，行业未来的增长趋同于化妆品行业，我们认为未来行业增速 12% - 15%。当前化妆品塑料包装行业规模在 160 亿元左右。

图表17：化妆品塑料包装产业链



来源：国金证券研究所



## 行业存在壁垒吗

### 下游行业的集中趋势带来客户壁垒

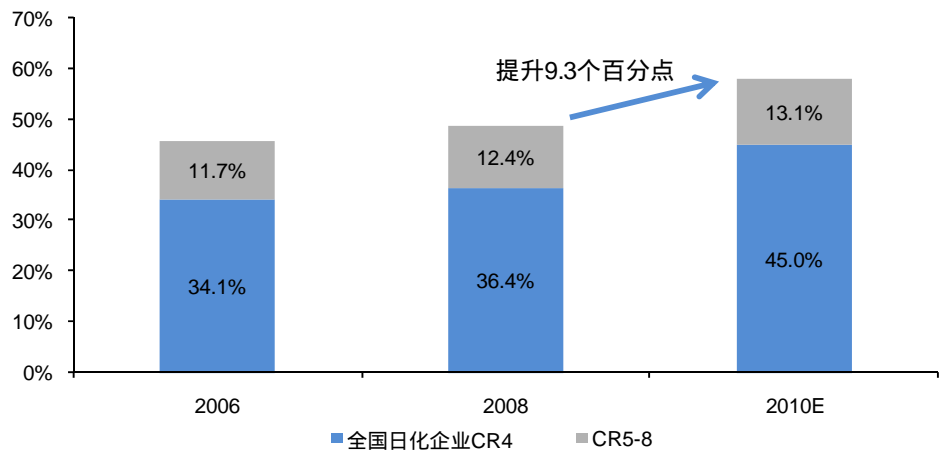
- 化妆品行业是我国最早向外资开放的领域之一，随着国内化妆品市场容量的快速扩大，外资巨头们基本上在国内都成立了研发和生产中心。2008 年外资（合资）企业销售收入占比达到 80%；虽然国内本土企业数量占比有 70%，但其合计的收入占比仅有 20%。
- 未来化妆品市场趋于集中：外资巨头已在我国化妆品市场建立了明显的品牌与渠道优势，在未来继续加大投入的背景下，其竞争优势或将更为明显。
- 欧睿国际（Euromonitor International）预计，2010 年我国日化企业（含化妆品）的 CR8 将达到 58.1%，较 2008 年提升 9.3 个百分点，未来仍有进一步提升的空间

图表18：部分日化巨头对新兴市场的定位

国际日化巨头	对新兴市场的定位
宝洁	发展中国家的机会是无限的，将进一步增加在当地的影响力
联合利华	在新兴市场（包括中国和俄罗斯），我们将继续积极投资
欧莱雅	对巴西，俄罗斯，印度，墨西哥和中国等新兴市场将持续追加投资，以实现快速的增长

来源：国金证券研究所

图表19：日化企业市场集中度比较



来源：国金证券研究所

- 09 年国内大众化妆品品牌关注度最高的前十大品牌中，只有自然堂（属于伽蓝集团旗下）为国产品牌，而关注度最高的十大高档化妆品品牌则全为外资巨头所占据。而从消费群体来看，年轻的更多的倾向于外资品牌。随着时间推移，位于前列的外资品牌可能获得更多的市场份额。

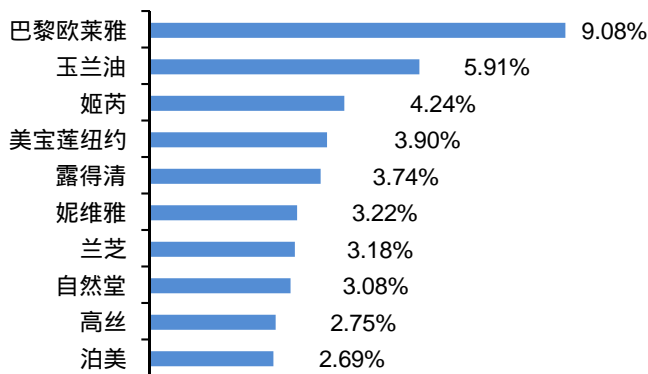
图表20：国内不同城市不同年龄段消费者化妆品品牌选择

年龄段	前三位城市		后三位城市	
	本土品牌	国外品牌	本土品牌	国外品牌
41 - 50	35	28	41	22
31 - 40	32	32	37	25
18 - 30	27	35	35	29

对国内12个城市不同年龄段的消费者选择化妆品品牌的抽样调查，城市排名按照富裕程度

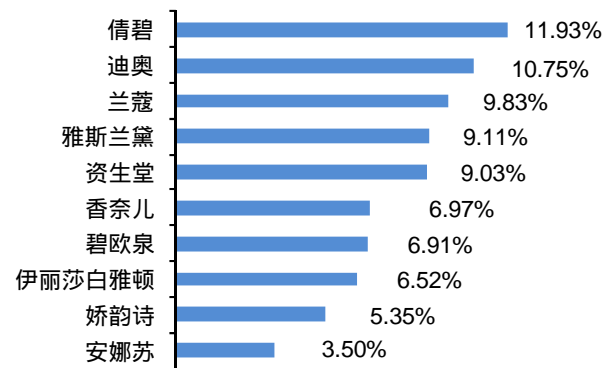
来源：国金证券研究所

图表21：09年大众化妆品品牌关注度前十位



■ 2009年大众化妆品品牌关注度前十位

图表22：09年高档化妆品品牌关注度前十位



■ 2009年高档化妆品品牌关注度前十位

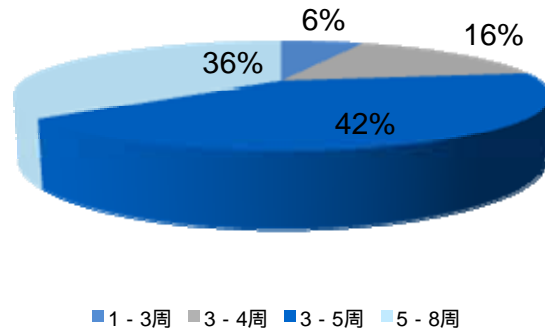
来源：国金证券研究所

- 下游行业的集中，下游企业规模的扩大，对其配套的供应商提出了更高的要求，也形成了客户壁垒。
  - 对包装企业建立了严格的供应商认证制度；
  - 量、质量要能够满足，这对包装企业的规模和技术提出了要求；
  - 响应速度是非常重要的环节。

**行业内的领先企业构建了软壁垒**

- 早期的设备加熟练工形成一定的成本壁垒并不稳固，优势企业如今通过一体化的服务构筑软壁垒。
  - 通过参与设计强化与下游的合作，使得联系更紧密。
  - 在不同地区建立生产基地，加强配套能力以及响应速度，尽可能克服运输半径的限制，加快供货期。

图表23：塑料包装行业不同供货期企业比重



来源：国金证券研究所

- 小企业由于资金少、技术研发投入少，服务跟不上现代服务水准，只能停留在低档化妆品的包装市场上，慢慢被淘汰。最终行业龙头优势企业将能够获得超越行业增速的增长速度。

### 公司竞争力高于同行

- 与主要对手相比，公司的客户覆盖面更广；规模更大，销售几乎超过第二位一倍。

图表24：国内化妆品塑料软管包装主力厂商客户覆盖情况

排名	厂商	客户覆盖
1	通产丽星	保洁、雅芳、欧莱雅、联合利华、玫琳凯、资生堂、雅诗兰黛、高丝、BOOTS、雅涛、曼秀雷敦、太平洋、完美、如新、LG、东洋之花、丝宝、香奈儿、CD等
2	群欣软管	联合利华、雅芳、玫琳凯、自然美、强生、妮维雅、可伶可俐、MOLTOBENE、柏纷、托普等
3	西博尔(中山)	玫琳凯、丝宝、欧莱雅、雅诗兰黛、迪奥等
4	三荣塑胶	欧莱雅、丁家宜、丹芭碧、郑明明、汉高、高丝、OPERA、索芙特、拉芳、柏丽丝、碧丝、塞莱拉、自然美等
5	烟台西蒙西	东洋之花、欧莱雅、索芙特、联合利华、雅倩、AVON、高丝、BOSS等

来源：国金证券研究所

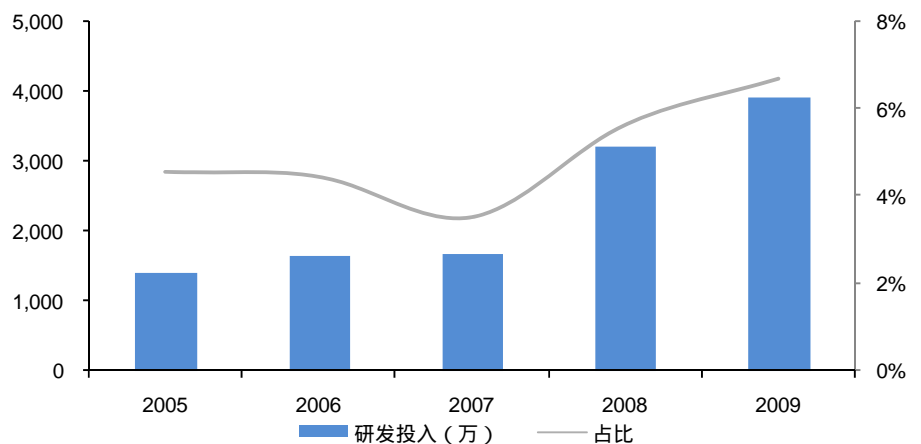
图表25：主要竞争者之间优劣势对比

公司	优势	劣势
通产丽星	国内领先品牌优势：优质的客户资源；CAD/CAM、热流道、CNC电脑加工等高新技术的使用，强大的技术研发能力，获得多项国家专利；具有自行研发制造模具能力；能够为客户提高一揽子解决方案；未来苏州生产基地投产形成合理的地域布局	产品应用领域有待拓宽
西博尔（中山）	法国西博尔技术支持，技术专家常驻中山保证产品质量和服务品质	客户市场集中在欧洲，市场拓展能力不足
群欣	生产和市场布局，拓展能力较强；产品质量控制严格，技术设备较为先进，能够配合客户要求，研发借重各领域人才的配合	产品结构单一，不能为客户提供一揽子解决方案
上海万臣	软管印刷技术先进，通过自动检测装置和自动剔除装置对产品进行100%的检验，确保产品的稳定性	产品单一，产能很小市场拓展能力弱，研发和创新能力不强
烟台西蒙西	引进先进的联动生产设备，控制技术较为先进，产品品质较优，提供全程跟踪服务	产品单一，市场拓展能力不强，过分依赖外部引进，产品研发能力不够
三荣塑胶	地理布局合理，拥有先进的进口设备，拥有固定品牌客户，企业形象信誉较好，模具、材料研发较强	市场开拓能力较弱，销售不大

来源：国金证券研究所

- 公司逐渐转型：从单纯的简单制造正逐渐转型为一体化服务的公司，这表现为公司逐渐参与化妆品包装的设计。我们从公司远高于制造业的研发费用以及近两年迅速增加的专利可以得到佐证。（上市前公司获得的相关专利十多项，近两年公司获得了七十多项专利）公司还在加强模具、上游新材料的研发生产，一方面节约成本，更重要的是能够增强服务下游的响应速度

图表26：公司研发投入及占比



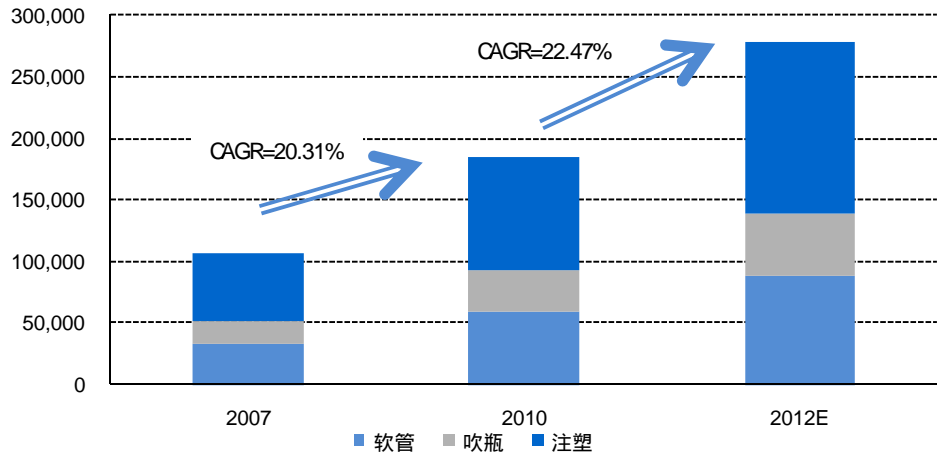
来源：国金证券研究所

## 公司未来增长确定

### 自然增长 + 新增产能释放

- 行业的自然增长：跟随化妆品行业，化妆品包装行业未来还有 12% - 15% 左右的持续增长。
- 新增产能带来量的提升：募投资项目增量在 2010 年的发挥、未来苏州项目的量增使得总产能再扩 50%。

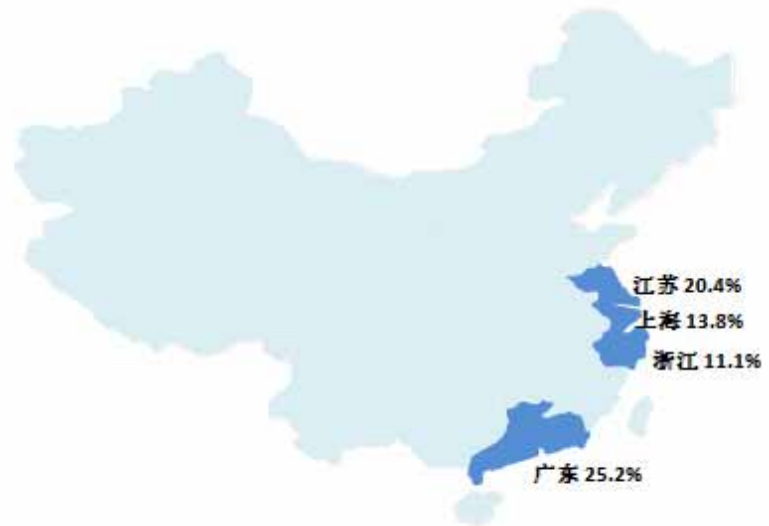
图表27：公司产能增长情况（万支）



来源：国金证券研究所

- 化妆品国内市场主要分布在华东和华南，华东超过了 40%、华南 25%，华东是最大的市场。公司原有产能几乎集中在华南，公司服务华东客户受到运输半径的约束。公司未来产能新扩主要在华东市场，在公司目前的市场地位的预期下，我们有理由相信公司的未来在华东地区的快速发展。

图表28：长三角、珠三角化妆品收入合计占比达到 70%



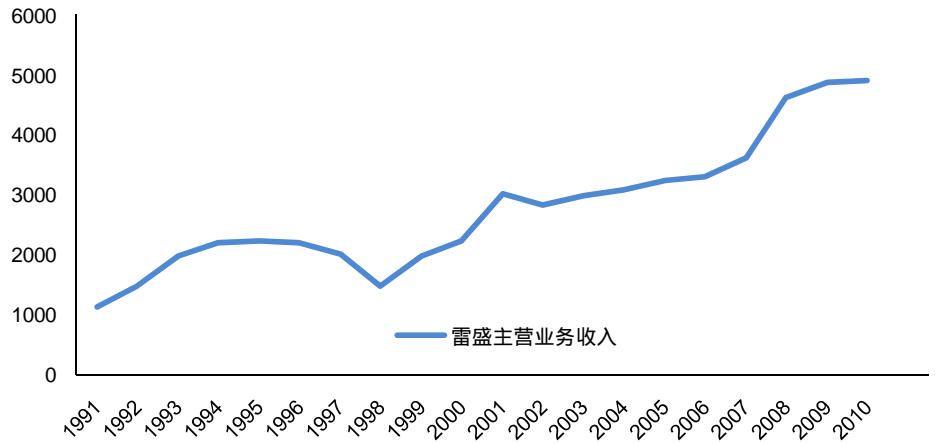
来源：国金证券研究所

### 成长中的化妆品包装龙头，发展潜力依然很大

- 类比国际化妆品包装龙头 Rexam，它是全球最大的消费品包装生产商之一，其 09 年实现销售收入 76.20 亿美元，其中化妆品塑料包装业务实现营业收入 19.43 亿美元；而作为国内最大的化妆品包装企业，公司 09 年的销售收入仅为 5.86 亿元（约 0.86 亿美元），两者差距明显。中国目前

是全球第二大化妆品消费市场，我们认为，伴随着下游行业的快速增长，公司未来的发展空间还很大。

图表29：国际化妆品包装巨头雷盛集团主营业务收入长期增长



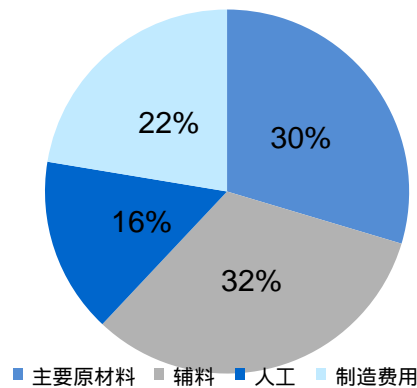
来源：国金证券研究所

### 盈利预测与估值

#### 盈利预测假设

- 假设公司 2010-2012 年综合毛利率较之 2009 年小幅上升（见分产品销售预测表），其原因在于自动化程度以及成品率的提高，同时近几年公司的新产品更新速度加快会提高毛利率

图表30：公司产品成本结构



来源：国金证券研究所

- IPO 募投资项目逐渐达产，公司规模效应将进一步显现，因此，预计公司销售费用率、管理费用率将小幅下降；所得税率优惠还在继续预计 2010 年的实际税率和 2009 年相差不大。

图表31：期间费用率及所得税率假设

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业费用/销售收入	5.22%	4.50%	4.30%	4.30%
管理费用/销售收入	6.51%	6.50%	6.40%	6.30%
所得税税率	6.43%	7.00%	8.00%	9.00%

来源：国金证券研究所

- 在以上假设的前提下，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.411 元、0.516 元和 0.658 元，同比增速分别为 55.82%、25.64% 和 27.73%。

图表32：分产品销售预测表

项 目	2009	2010E	2011E	2012E
<b>软管</b>				
销售收入 (百万元)	329.96	471.82	584.33	759.63
增长率 (YOY)	-2.04%	42.99%	23.85%	30.00%
毛利率	26.00%	27.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	244.16	344.43	426.56	554.53
增长率 (YOY)	-7.00%	41.07%	23.85%	30.00%
毛利 (百万元)	85.80	127.39	157.77	205.10
增长率 (YOY)	15.48%	48.47%	23.85%	30.00%
占总销售额比重	56.34%	58.49%	59.18%	60.97%
占主营业务利润比重	59.29%	62.38%	62.87%	64.48%
<b>吹瓶</b>				
销售收入 (百万元)	73.77	106.76	143.50	186.55
增长率 (YOY)	-2.92%	44.71%	34.42%	30.00%
毛利率	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	54.59	79.00	106.19	138.05
增长率 (YOY)	-8.95%	44.71%	34.42%	30.00%
毛利 (百万元)	19.18	27.76	37.31	48.50
增长率 (YOY)	19.63%	44.71%	34.42%	30.00%
占总销售额比重	12.60%	13.23%	14.53%	14.97%
占主营业务利润比重	13.26%	13.59%	14.87%	15.25%
<b>注塑</b>				
销售收入 (百万元)	136.44	170.10	195.62	234.74
增长率 (YOY)	1.89%	24.68%	15.00%	20.00%
毛利率	21.05%	21.00%	21.00%	21.00%
销售成本 (百万元)	107.72	134.38	154.54	185.45
增长率 (YOY)	-0.80%	24.75%	15.00%	20.00%
毛利 (百万元)	28.72	35.72	41.08	49.30
增长率 (YOY)	13.41%	24.39%	15.00%	20.00%
占总销售额比重	23.30%	21.09%	19.81%	18.84%
占主营业务利润比重	19.85%	17.49%	16.37%	15.50%
<b>灌装</b>				
销售收入 (百万元)	37.79	50.00	55.00	55.00
毛利率	20.37%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利 (百万元)	7.70	10.00	11.00	11.00
占总销售额比重	6.45%	6.20%	5.57%	4.41%
占主营业务利润比重	5.32%	4.90%	4.38%	3.46%
<b>其他</b>				
销售收入 (百万元)	7.71	8.00	9.00	10.00
毛利率	42.90%	42.00%	42.00%	42.00%
毛利 (百万元)	3.31	3.36	3.78	4.20
占总销售额比重	1.32%	0.99%	0.91%	0.80%
占主营业务利润比重	2.29%	1.65%	1.51%	1.32%
销售总收入 (百万元)	585.67	806.69	987.45	1245.93
销售总成本 (百万元)	440.96	602.45	736.51	927.83
毛利 (百万元)	144.71	204.23	250.94	318.10
平均毛利率	24.71%	25.32%	25.41%	25.53%

来源：国金证券研究所

## 绝对估值

### ■ 主要假设

- 根据国金证券宏观研究组的研究成果，无风险利率为 3.62%，风险溢价为 6.45%；
- 行业 Beta 值为 1；
- WACC=11.83%；
- TV=4%。

- DCF 估值结果显示，公司的合理价值为 11.83 元。

图表33：DCF 估值

每股价值	11.83	TV增长率	4.0%									
企业值	3,076.92	WACC	10.03%									
股票价值	3,051.83	债务	25.00									
		投资	0.00									
		少数股东权益	0.10									
会计年度截止日：12/31	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	TV	合计
FCF	-30.69	78.47	198.28	192.51	202.37	215.99	233.54	255.42	282.06	307.29	5,298.14	7,233.38
PV(FCF)	-27.89	64.82	148.84	131.34	125.47	121.71	119.60	118.88	119.31	118.13	2,036.73	3,076.92

来源：国金证券研究所

### 相对估值

- 沪深两市中与包装相关的公司有：永新股份，主业为彩印复合包装；大东南：主业为包装薄膜材料；紫江企业和珠海中富主业均为饮料瓶包装；合兴包装和美盈森：属于瓦楞纸箱包装行业；这 6 家公司对应 2010 年的平均 PE 为 30 倍，以 30 倍 PE 估算，公司股价应为 12.3 元。

图表34：部分包装公司估值比较

代码	上市公司	收盘价	EPS		PE	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002014	永新股份	16.27	0.82	1.01	20	16
002263	大东南	8.96	0.17	0.20	53	45
600210	紫江企业	5.71	0.48	0.53	12	11
000659	珠海中富	6.54	0.29	0.35	23	19
002303	美盈森	33.30	0.92	1.50	36	22
002228	合兴包装	15.51	0.48	0.65	32	24
	算术平均				30	23
002243	通产丽星	10.12	0.41	0.52	25	19

来源：国金证券研究所

- 公司未来三年年均复合增长为 35%，我们取 PEG = 1，估值为 14.35 元
- A 股上市公司中没有第二家化妆品包装企业，我们采取与整个中小板的估值水平进行比较。截至 5 月 28 日，整个中小板对应 2010 年的动态 PE 为 34 倍，按照中小板平均估值为 13.94 元。
- 公司业务具有独特性，具备消费品属性，且同时受益于“下游化妆品行业的快速增长”和“化妆品行业未来市场集中度的进一步提升”，我们综合绝对估值与相对估值，我们认为公司的合理价值区间为 12 元-14 元，给予“买入”建议。

### 风险提示

- 原材料价格大幅波动，下游需求萎缩或者是市场开拓不力，给公司正常经营将带来一定的负面冲击。
- 国企的体制可能会带来决策的缓慢。
- 我们假设公司未来高毛利率的维持是基于公司内部效率的提高以及新产品的不断开发，如果毛利率下滑一个点可能带来公司业绩下滑 3 分钱。



**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>主营业务收入</b>	<b>475</b>	<b>574</b>	<b>586</b>	<b>807</b>	<b>987</b>	<b>1,246</b>
增长率		20.9%	2.1%	37.7%	22.4%	26.2%
<b>主营业务成本</b>	<b>-367</b>	<b>-454</b>	<b>-441</b>	<b>-602</b>	<b>-737</b>	<b>-928</b>
% 销售收入	77.4%	79.2%	75.3%	74.7%	74.6%	74.5%
<b>毛利</b>	<b>108</b>	<b>119</b>	<b>145</b>	<b>204</b>	<b>251</b>	<b>318</b>
% 销售收入	22.6%	20.8%	24.7%	25.3%	25.4%	25.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-18</b>	<b>-23</b>	<b>-31</b>	<b>-36</b>	<b>-42</b>	<b>-54</b>
% 销售收入	3.8%	4.1%	5.2%	4.5%	4.3%	4.3%
<b>管理费用</b>	<b>-33</b>	<b>-39</b>	<b>-38</b>	<b>-52</b>	<b>-63</b>	<b>-78</b>
% 销售收入	6.9%	6.8%	6.5%	6.5%	6.4%	6.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>74</b>	<b>113</b>	<b>143</b>	<b>183</b>
% 销售收入	11.7%	9.6%	12.7%	14.0%	14.4%	14.7%
<b>财务费用</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>1</b>
% 销售收入	1.6%	1.3%	0.7%	0.1%	0.0%	-0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>69</b>	<b>111</b>	<b>142</b>	<b>184</b>
营业利润率	9.6%	8.2%	11.8%	13.8%	14.4%	14.7%
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>税前利润</b>	<b>47</b>	<b>52</b>	<b>72</b>	<b>114</b>	<b>145</b>	<b>187</b>
利润率	9.9%	9.0%	12.4%	14.1%	14.7%	15.0%
<b>所得税</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-12</b>	<b>-17</b>
所得税率	6.2%	8.6%	6.4%	7.0%	8.0%	9.0%
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>170</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属母公司净利润</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>170</b>
净利率	9.3%	8.3%	11.6%	13.1%	13.5%	13.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>净利润</b>	<b>44</b>	<b>47</b>	<b>68</b>	<b>106</b>	<b>133</b>	<b>170</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>35</b>	<b>46</b>	<b>55</b>	<b>66</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-7</b>	<b>-53</b>	<b>0</b>	<b>-14</b>	<b>-24</b>	<b>-34</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>55</b>	<b>26</b>	<b>105</b>	<b>137</b>	<b>163</b>	<b>198</b>
<b>资本开支</b>	<b>-93</b>	<b>-77</b>	<b>-87</b>	<b>-151</b>	<b>-67</b>	<b>18</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>-77</b>	<b>-87</b>	<b>-152</b>	<b>-67</b>	<b>18</b>
<b>股权募资</b>	<b>8</b>	<b>304</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>93</b>	<b>-55</b>	<b>-62</b>	<b>4</b>	<b>-34</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>-58</b>	<b>-23</b>	<b>-45</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>43</b>	<b>226</b>	<b>-107</b>	<b>2</b>	<b>-35</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>6</b>	<b>174</b>	<b>-89</b>	<b>-13</b>	<b>61</b>	<b>216</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>货币资金</b>	<b>43</b>	<b>217</b>	<b>133</b>	<b>120</b>	<b>181</b>	<b>396</b>
<b>应收款项</b>	<b>78</b>	<b>104</b>	<b>105</b>	<b>137</b>	<b>168</b>	<b>212</b>
<b>存货</b>	<b>52</b>	<b>68</b>	<b>54</b>	<b>66</b>	<b>81</b>	<b>102</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>12</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>61</b>	<b>76</b>
<b>流动资产</b>	<b>185</b>	<b>426</b>	<b>329</b>	<b>374</b>	<b>490</b>	<b>787</b>
% 总资产	42.5%	60.9%	50.1%	46.1%	52.1%	67.9%
<b>长期投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>固定资产</b>	<b>235</b>	<b>256</b>	<b>309</b>	<b>420</b>	<b>435</b>	<b>356</b>
% 总资产	54.0%	36.7%	47.0%	51.8%	46.2%	30.7%
<b>无形资产</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>14</b>	<b>14</b>
<b>非流动资产</b>	<b>250</b>	<b>273</b>	<b>328</b>	<b>437</b>	<b>452</b>	<b>371</b>
% 总资产	57.5%	39.1%	49.9%	53.9%	47.9%	32.1%
<b>资产总计</b>	<b>435</b>	<b>699</b>	<b>657</b>	<b>810</b>	<b>942</b>	<b>1,158</b>
<b>短期借款</b>	<b>75</b>	<b>30</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>173</b>	<b>149</b>	<b>77</b>	<b>111</b>	<b>136</b>	<b>171</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>38</b>	<b>38</b>	<b>26</b>	<b>35</b>	<b>43</b>	<b>54</b>
<b>流动负债</b>	<b>287</b>	<b>217</b>	<b>127</b>	<b>180</b>	<b>178</b>	<b>225</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>290</b>	<b>220</b>	<b>133</b>	<b>180</b>	<b>178</b>	<b>225</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>144</b>	<b>479</b>	<b>524</b>	<b>630</b>	<b>764</b>	<b>933</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>435</b>	<b>699</b>	<b>657</b>	<b>810</b>	<b>942</b>	<b>1,158</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.365	0.294	0.263	0.411	0.516	0.658
每股净资产	1.193	2.970	2.031	2.442	2.959	3.617
每股经营现金净流	0.459	0.160	0.406	0.530	0.630	0.767
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	30.56%	9.89%	12.94%	16.82%	17.45%	18.19%
总资产收益率	10.13%	6.77%	10.32%	13.08%	14.15%	14.66%
投入资本收益率	23.62%	9.89%	12.67%	15.85%	17.17%	17.80%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	27.81%	20.85%	2.08%	37.73%	22.41%	26.18%
EBIT增长率	56.75%	-0.62%	34.97%	52.26%	25.86%	28.08%
净利润增长率	34.45%	7.50%	43.23%	56.33%	25.70%	27.38%
总资产增长率	37.62%	60.76%	-6.03%	23.32%	16.24%	22.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	60.0	54.3	62.0	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	43.0	48.1	50.3	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	61.3	57.7	49.5	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	180.3	162.9	189.1	119.4	151.2	100.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	22.28%	-39.02%	-20.57%	-13.64%	-23.64%	-42.47%
EBIT利息保障倍数	7.5	7.5	18.6	125.4	401.6	-126.6
资产负债率	66.65%	31.48%	20.21%	22.21%	18.93%	19.39%

**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
强买	2	3	7	11	25
买入	0	1	2	5	12
持有	0	1	2	3	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**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：**

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号  
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室