

# 受益于国际顶级化妆品企业高速增长，应享有消费品估值水平

## ——通产丽星（002243）深度报告

2010年9月07日

强烈推荐/维持

通产丽星

深度报告

### 投资摘要:

- **通产丽星服务于国际化妆品知名品牌。**公司是国内最大的塑料软管化妆品包装企业，服务于国际知名化妆品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等国际化妆品顶级企业建立了良好的长期稳定的合作关系，其中前五大客户占比为 40-50% 之间。
- **化妆品包装材料受益于国际化妆品知名品牌在中国的快速增长。**中国已经成为化妆品第三大市场，未来保持 10% 以上的市场需求增速。中国的化妆品市场有 80% 被外资品牌控制，已经在国内建立规模相当大的研发中心和生产基地。其中，欧莱雅、联合利华、雅诗兰黛、资生堂等未来都会有不俗的表现。塑料包装优势很多，超过玻璃和金属包装材料发展，将会深受消费者的喜爱，化妆品塑料包装将保持在 15-20% 的需求增速。
- **公司业绩稳健，具有消费品行业特征，区域布局完善，研发投入高。**通产丽星自从上市以来，业绩一直保持了平稳的增长，虽然原材料有 22-25% 是 PE、PP，但是并没有产生毛利率的大幅波动；软管方面优势显著，占有 14% 的市场份额，国内规模最大；区域配置上布局华东、华南，在深圳、广州、上海建有生产基地；研发费用占比达到 6.68%，超过普通化工 2-3% 的研发投入占比。
- **未来三年公司的业绩增长可期。**近些年，公司包装材料产能进一步扩张，但是产品一直供不应求。未来产能扩张如下：1.公司在龙岗地区 2011 投产 4 亿元产值新项目；2.在苏州 2011 年年底建成 3 亿元产值新项目；3.在合肥 2012 年建成投产 2 亿元产值项目。公司逐渐向上下游扩展，未来将会加大在灌装、改性塑料和塑料回收方面的发展。
- **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 10-12 年的每股收益分别为 0.41 元、0.56 元、0.75 元。估值方面，绝对估值为 18.29 元，对应市盈率 32.67 倍；相对估值方面，通产丽星作为化妆品的包装材料行业的龙头企业，与化妆品行业共成长。我们借用上海家化的估值 2011 年的市盈率为 35 倍，目前的市盈率为 22.20 倍，综合考虑，给予“强烈推荐”评级。

指标	09A	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	585.69	732.50	1,051.44	1,416.23
增长率（%）	2.08%	25.07%	43.54%	34.69%
净利润（百万元）	67.82	104.72	145.73	201.15
增长率（%）	43.23%	54.40%	39.16%	38.03%
每股收益(元)	0.26	0.41	0.56	0.78
净资产收益率（%）	12.94%	22.06%	25.27%	28.04%

### 杨若木

基础化工行业分析师

执业证书编号：S1480209110083

010-66557316

yangrm@dxzq.net.cn

### 资产负债表数据

(10.09.07)

总资产（百万元）	699.70
股东权益（百万元）	539.84
每股净资产（元）	2.09
市净率（X）	5.95
负债率（%）	22.83

### 交易数据

52周股价区间（元）	8.36-21.18
总市值（万元）	32077.97
流通市值（万元）	13062.61
总股本/流通 A 股（万股）	25807/10509
流通 B 股/H 股	0
52 周日均换手率	5.12

### 52 周股价走势图



资料来源：wind

### 相关研究报告

- 1.《通产丽星调研报告：与国际化妆品行业巨头共同成长》 2009.5.19
- 2.《通产丽星调研快报：与国际化妆品知名企业共成长，估值水平偏低》 2010.08.11

## 目录

<b>1.通产丽星是国内化妆品包装龙头企业</b>	<b>4</b>
1.1 通产丽星专注于服务于国际顶级化妆品企业	4
1.2 公司是深圳国资委下属的上市公司	4
<b>2.中国化妆品行业维持高增长，是朝阳产业</b>	<b>5</b>
2.1 中国化妆品已经成为全球第三大市场，受益于未来内需的拉动	5
2.2 中国化妆品行业被外资企业占有 80%以上的市场份额	6
2.3 外资企业纷纷在中国建厂，走本地化路线	8
2.4 化妆品塑料包装市场未来需求持续增长，增速在 15-20%之间	9
<b>3.通产丽星做为化妆品行业龙头，具有文化创意产业概念</b>	<b>10</b>
3.1 通产丽星业绩稳定增长，不会受经济危机和原材料价格上涨的影响	10
3.2 公司在软管方面优势显著，行业内市场占有率排名第一	12
3.3 新产品设计研发费用投入占比高达 6.68%	14
3.4 公司的专注服务于国际化妆品行业巨星级企业	15
3.5 公司布局在化妆品企业的周边，缩短运输距离	16
3.6 公司向上下游逐渐拓展，产业链进一步延伸	17
3.7 四季度是公司的销售旺季，现在季节性逐渐弱化	17
<b>4.与包装行业和上海家化估值比较，通产丽星估值水平应提升</b>	<b>18</b>
4.1 通产丽星属于化妆品上游行业，估值向上海家化看齐	18
4.2 通产丽星的估值水平不能与普通包装行业相比	20
<b>5.盈利预测及投资评级</b>	<b>21</b>
5.1 盈利预测	21
5.2 估值分析及投资评级	21

## 表格目录

表 1: 国际知名化妆品公司在华销售情况分析 .....	7
表 2: 外资化妆品企业在中国建立生产基地和研发中心分析 .....	8
表 3: 国内外化妆品包装公司分析 .....	10
表 4: 化妆品软管包装企业竞争优势分析 .....	14
表 5: 包装行业上市产品及投资价值分析 .....	20
表 6: 通产丽星和上海家化行业竞争优势对比分析 .....	19
表 7: 绝对估值条件假设 .....	21
表 8: 绝对估值分析 .....	21

## 插图目录

图 1: 通产丽星股权结构分析 .....	4
图 2: 化妆品零售额和社会零售总额对比分析 .....	5
图 3: 未来五年化妆品行业增速分析 .....	6
图 4: 北京区域销售额排名前三十名的护肤品品牌 .....	7
图 5: 佰草集在中国八个城市销售排名 .....	8
图 6: 2007~2012 年中国化妆品塑料包装市场规模预测及增长 .....	9
图 7: 公司营业收入增长分析 .....	11
图 8: 公司净利润增长分析 .....	11
图 9: 公司毛利率和销售净利率分析 .....	11
图 10: 公司主要业务三项费用率分析 .....	11
图 11: LLDPE 价格走势 .....	12
图 12: HDPE 价格走势 .....	12
图 13: LDPE (注塑) 价格走势 .....	12
图 14: PP 价格走势 .....	12
图 15: 五层复合软管的结构分析 .....	13
图 16: 公司主营业务营业收入分析 .....	13
图 17: 公司主要业务毛利率分析 .....	13
图 18: 通产丽星部分产品展示 .....	14
图 19: 公司研发费用及占销售收入占比 .....	15
图 20: 前五大客户营业收入占比 .....	16
图 21: 公司产品主要销售区域 .....	16
图 22: 通产丽星的季节性分析 (净利润: 万元) .....	17
图 23: 通产丽星和上海家化毛利率比较 .....	19
图 24: 通产丽星和上海家化销售净利率比较 .....	19
图 25: 通产丽星和上海家化三项费用比较 .....	19
图 26: 通产丽星和上海家化净利润增长比较 .....	19

## 1.通产丽星是国内化妆品包装龙头企业

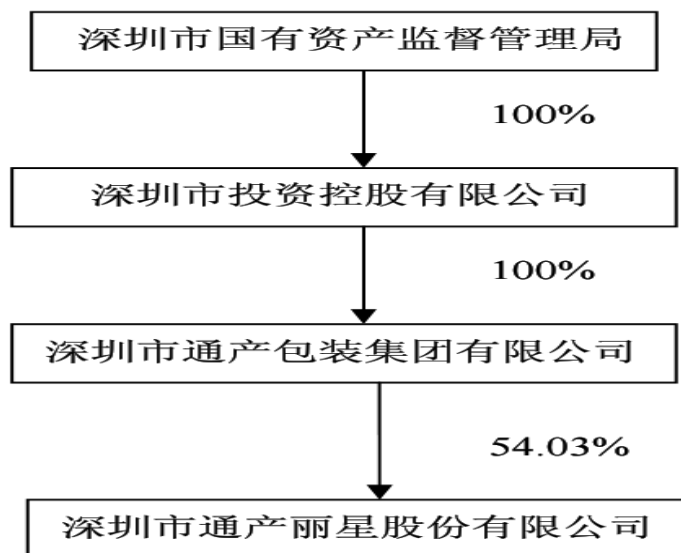
### 1.1 通产丽星专注于服务于国际顶级化妆品企业

公司凭借优良的产品品质、规范的管理体系、全面的综合配套能力以及快速的响应速度赢得了国际知名化妆品企业的青睐，与国际知名化妆品企业如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂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。这些公司均占据着中国相关市场的重要份额。公司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”和“产品质量免检”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。业务中有 40-50%来自于为国际化妆品大牌提供服务，发展模式上适应国际化妆品品牌的发展战略，迎合客户的需求。应该说，公司的业务与国际大品牌共同发展进步。公司选择为国外的大客户服务也就是选择了中国化妆品市场的主导力量，通产丽星也就成为了中国化妆品包装行业的龙头企业。

### 1.2 公司是深圳国资委下属的上市公司

通产丽星属于地方国资为的下属企业，持有公司 54.03%的股份，另外一个持股 5%以上的股东是深圳丽源祥工贸有限公司，是由公司高管共同成立，共有 50 个股东持有公司 6.7%的股份，其中有 8 位是公司现任高管，其他为公司的中高层管理人员。因此公司的业绩增长对高管人员都有很好的激励机制。

图 1：通产丽星股权结构分析



资料来源：Wind 资讯

## 2.中国化妆品行业维持高增长，是朝阳产业

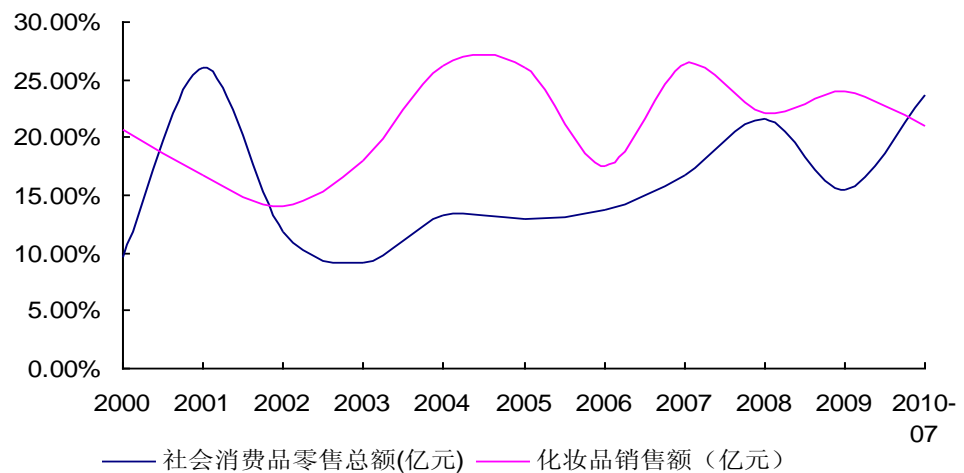
### 2.1 中国化妆品已经成为全球第三大市场，受益于未来内需的拉动

“十二五”期间，提高百姓收入及扩大消费作为重中之重，这是因为：中国当前经济失衡的核心问题是消费不足，在中国 GDP 总量在不断快速增长的同时，居民消费水平却出现了反方向的急速下降趋势。居民消费占 GDP 的比例已由改革开放初的 45% 下降到了近年的 35%。据相关数据统计显示，2000 年到 2008 年，投资增长 17.9%，净出口增长 34.7%，分别比消费增速快 7.2 和 24 个百分点。更值得注意的是，2008 年中国居民消费率(居民消费占 GDP 的比重)为 35.3%，美国为 70.1%，印度为 54.7%。从这个数据来看，中国的消费率不仅低于美国等发达国家，而且低于印度等发展中国家。未来化妆品行业作为日用消费品将会受益于未来政府提出的拉动内需，促进人民生活改善的政策中来，预计未来化妆品行业将会保持持续快速的的增长。

改革开放前，我国化妆品品种十分单调，仅有蛤蚧油、凡士林油、雪花膏、香粉、花露水、洗发膏、发蜡等几个品种。现在化妆品产品门类齐全，可分为清洁类化妆品、护理类化妆品及美容/修饰类化妆品等，品种划分越来越细，约有 2.5 万余种，基本满足了不同消费群体、不同年龄层次、不同档次的需要。

过去 10 年来，化妆品行业销售额保持了快速的增长，销售额增长了 5.6 倍，一直保持在 15%-25%之间的速度的增幅，大部分时间都是超过同期社会零售额。化妆品市场的增长保持在一个相对平稳的水平，没有出现大起大落。究其原因，由于化妆品属于日常快速消费品，其不仅具有一定刚性消费的特点，没有出现大起大落且所占家庭消费比重有限，受经济增速变化的影响不大。

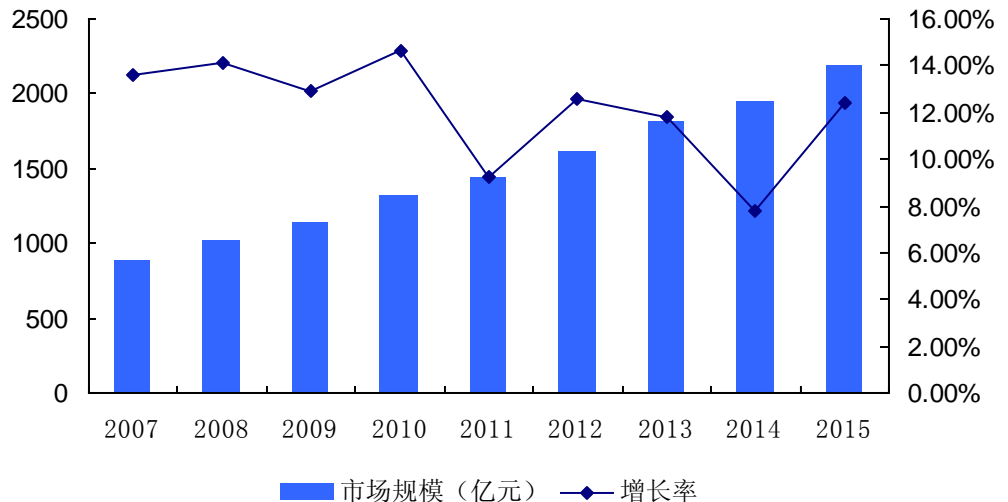
图 2：化妆品零售额和社会零售总额对比分析



资料来源：Wind 资讯

2009 年中国化妆品成为仅次于美国和日本的全球第三大化妆品销售市场，中国化妆品市场的整体规模在全球市场占据举足轻重的地位，这也促使中国成为跨国化妆品巨头进行全球战略布局的角力场。中国目前在经济上倡导内需拉动国内的经济增长，未来 5 年化妆品行业仍然能够保持 10% 以上的行业增速。

图 3：未来五年化妆品行业增速分析



资料来源：中国香料香精化妆品工业协会

## 2.2 中国化妆品行业被外资企业占有 80% 以上的市场份额，

中国化妆品市场可谓是最“国际化”的一个行业市场，多年来，洋品牌化妆品的销售量和销售额的 60% 和 90% 左右，利润份额更是超过九成五；本土品牌受到极度挤压，始终在夹缝和模仿中艰难前行，偶有崭露头角的本土品牌却被外资收购，如大宝、羽西、小护士等。2007 年，本土品牌在中国十大化妆品中尚有化妆品尚有一席之地；自 2008 年大宝被强生收购至今，羽西和小护士被欧莱雅收购，本土品牌无缘“十大”。当前，本土化妆品企业有 4000 多家，年销售超过 1 亿元人民币的仅 50 多家，超过 5 亿元规模的本土品牌更是凤毛麟角；数量不多的外资企业，销售额动辄几十亿，这种实力悬殊的较量也就滋生出许多关于洋品牌“围剿”本土品牌的广泛议论。

2009 年中国化妆品市场，宝洁以 132.32 亿销售额、17.9% 占有率位列第一，欧莱雅以 81.78 亿销售额、11.1% 占有率名列亚军。与此同时，中国高端奢侈品市场消费量仅次于日本，被视为全球奢侈品行业最强有力的引擎。以雅诗兰黛集团为例，2009 年其在中国市场增长了近 30%，中国已成为其全球增长最快的市场之一。联合利华虽然在中国拥有 80 亿元人民币的销售额，但是公司高管非常不满意这些年来联合利

华的缓慢发展，公司计划要加快速度加快发展，未来将在合肥建立联合利华在中国最大的生产基地。

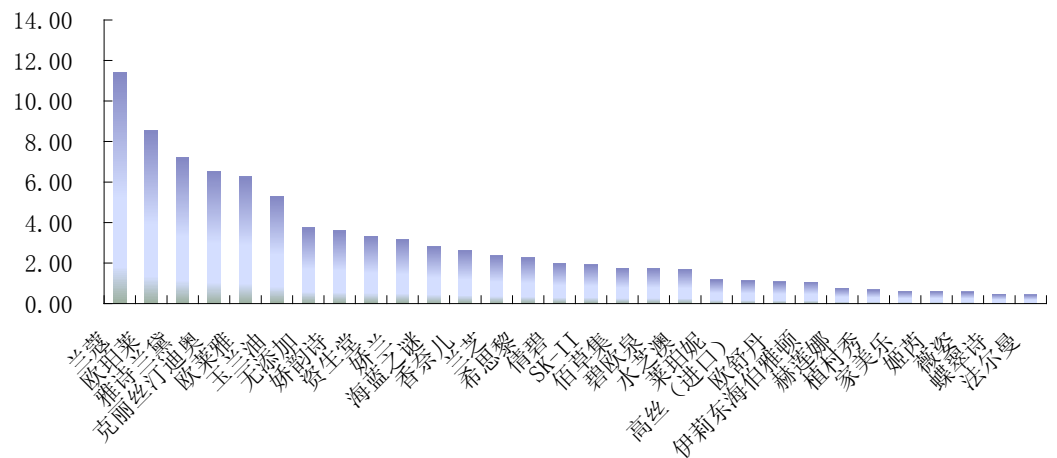
**表 1：国际知名化妆品公司在华销售情况分析**

公司名称	在中国销售总额	在中国市场增速	市场占有率
宝洁	132 亿元	7%	17.9%
欧莱雅	82 亿元	18%	11.1%
联合利华	80 亿元	超过 10%	10.8%
资生堂	约 66 亿元	20%-40%之间	8.9%
雅诗兰黛	-	30%	-
玫琳凯	45 亿元	22%	9.1%

资料来源：东兴证券研究所

我们按照专业机构统计的销售额前三十位的化妆品品牌排名，前三十个品牌大约占市场销量的 80%以上，以北京为例，选择需求量最大的“护肤品”作为研究对象，销售额前十名基本是法国和日本的品牌，只有美国宝洁的玉兰油能够进前十。前三十个品牌中，包含资生堂公司旗下的三个品牌、欧莱雅旗下的四个品牌、宝洁的两个品牌、雅诗兰黛的三个品牌、迪奥的两个品牌、上海的佰草集。

**图 4：北京区域销售额排名前三十名的护肤品品牌**

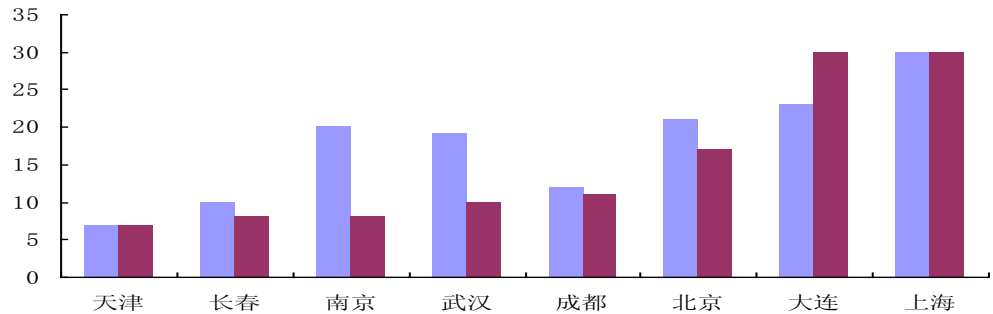


资料来源：中国化妆品 (行业版)

我们按照北京、上海、南京、武汉、成都、天津、大连、长春八大城市中佰草集在各城市销售排名如图，经济发达地区上海还没有列入前 30 名，排名最靠前的天津地区排名第七，市场份额在 3.69%，这说明佰草集作为国产高档化妆品在中国的市场空间

很大，但是也说明了通产丽星作为化妆品的包装塑料材料企业一直定位于外资顶级化妆品企业，做出了明智的战略决策。

图 5：佰草集在中国八个城市销售排名



资料来源：Wind 资讯

### 2.3 外资企业纷纷在中国建厂，走本地化路线

外资企业已经大举在中国建厂，公司服务的主要是化妆品企业宝洁、资生堂、欧莱雅联合利华、玫琳凯都在拥有研发中心和生产基地，使产品更加适合本地化的生产和销售。尤其是宝洁在北京顺义落成的研发中心是目前宝洁第一大全球性中心；联合利华过去十几年，一直是不温不火，销售额只占其全球总额的极小部分未来管理层将改变，未来将要大跨步发展。

在产品方面，外资的化妆品为未来适应中国的发展，在产品线逐渐形成了高中低档，资生堂在这方面做的最成功；而宝洁产品在送货下乡发面做过成功的尝试；一些公司产品路线上也曾经走过中草药的路线，以适应中国民众的消费需求。

外资化妆品企业在销售上不仅仅是销售渠道、品牌优势，在产品的研发方面的大规模的投入，也是支撑他们在中国市场的快速发展。近年以来，上海家化是国内排名第一的化妆品生产企业，每年都将销售额的 3%投入到科研活动中，09 年投入了大约 8000 万元的研发费用，而每年宝洁都会将销售额的 4%用于研发工作中。任何企业研发部门的生存和发展都是需要大量资金投入的，而宝洁在科研创新上的投资则始终处于行业领先水平。其每年投入于研发的经费超过 30 亿美元。其他的国际化妆品行业的巨头也是一般在 4%左右的研发费用。

表 2：外资化妆品企业在中国建立生产基地和研发中心分析

公司名称	基地名称	建立研发中心和生产基地分析
宝洁	研发中心	宝洁北京技术公司，位于北京顺义天竺空港开发区
	生产基地	目前在广州、北京、上海、成都、天津、东莞及南平等地设有分公司及工厂。
资生堂	研发中心	资生堂(中国)研究开发中心有限公司，位于北京经济开发区



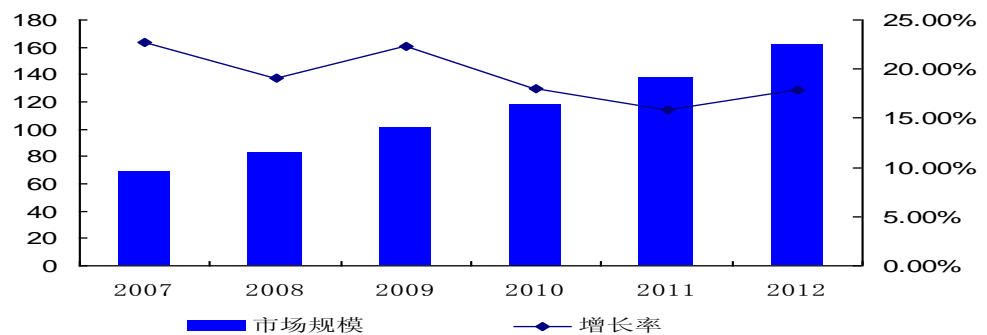
	生产基地	中国区总部设在上海市浦东新区，另有两个子公司：一是位于北京的资生堂丽源化妆品有限公司，另一个是位于上海的上海卓多姿中信化妆品有限公司成立。
雅诗兰黛	研发中心	在上海设立全球研发中心
	生产基地	在广州拥有生产基地
欧莱雅	研发中心	2010年7月7日，欧莱雅集团在上海浦东成立研发与创新中心
	生产基地	苏州尚美国际化妆品有限公司，是欧莱雅集团在亚洲最大的工厂
联合利华	研发中心	2009 位于上海的联合利华全球研发中心大楼建成并投入使用
	生产基地	2003 在合肥建立了家庭及个人护理产品生产基地，目前已成为联合利华全球最大的生产基地之一
玫琳凯	研发中心	中国杭州建有研发中心
	生产基地	2006年，玫琳凯亚太生产基地在杭州建成
雅芳	研发中心	雅芳在美国本土以外最大的海外研发中心将落户中国上海
	生产基地	在广州拥有生产基地

资料来源：东兴证券研究所

## 2.4 化妆品塑料包装市场未来需求持续增长，增速在 15-20%之间

目前，玻璃、塑料、金属三种材料是当前主要使用的化妆品包装容器材料，纸盒则常用作化妆品的外包装。塑料正在悄然进占玻璃在化妆品领域的特殊地位。然而，对于高档化妆品而言，建立自身的品牌与产品形象特色以及诱人的包装效果成为最重要的因素。因此，更高性能的可替代塑料材料已成为高档化妆品包装设计时的首选，现在塑料包装同透光度已经达到了玻璃的水平。对于化妆品包装而言，美学追求与实际之间的平衡关系相当微妙，新的加工方法、材料与工程技术可以为华丽的化妆品包装设计提供不同品质、不同价位的选择。为了达到所期待的效果，设计师与包装制造商共同完成包装的设计，并保持一定的灵活性以实现最终完美的化妆品包装。塑料化妆品包装行业的增速将会超过化妆品行业的增速水平，预计几年保持 15-20%的增速水平。

图 6：2007~2012 年中国化妆品塑料包装市场规模预测及增长



资料来源：赛迪顾问《中国化妆品塑料包装行业发展及市场竞争研究报告》

化妆品包装按照工艺来说，主要有软管、注塑、吹塑，相关的市场销售大概分别是 25 亿元、35 亿元、15 亿元的市场规模，其中在化妆品包装行业中规模较大的外资企业主要将精力放在注塑上面，这些容器的个性化更强，可以配套个性化的化妆品，而软管市场竞争压力并不是很大。软管包装经济方便，易于携带，适合容纳乳液和胶质，著名化妆品品牌逐渐增加对塑料软管的使用。

**表 3：国内外化妆品包装公司分析**

国际排名	公司名称	优势产品	主要客户
1	雷盛德奎	主要生产口红管、小粉盒、抽压式容器和睫毛油盒等注塑产品	公司业务遍及全球，与宝洁、雅芳、安利、露华浓、羽茜、美宝莲等著名厂家有着良好的合作关系。
2	Alcan Packaging	首要是食品包装，其次是化妆品。其中，美容及个人护理产品占公司销售额的 13%	联合利华、益达
3	吉野	化妆品包装（主要对准日本市场）	资生堂
4	TUPACK	在塑料软管和唇膏棒等注塑产品	在中国没有生产基地
5	Risdon International Inc.	产品主要在口红及唇彩系列包装、香水盖、化妆品盖、粉盒等注塑产品	在中国的工厂位于江苏太仓（服务全球知名化妆品）
国内排名	公司名称	优势产品	主要客户
1	通产丽星股份有限公司	软管国内排名第一，其次是注塑和吹塑产品	宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等
2	藤兴工业有限公司	主要优势在眼影盒、粉饼盒、口红管等注塑产品	
3	群欣塑胶软管股份有限公司	主要优势在软管	内资和外资化妆品品牌都有
4	中山环亚塑料包装有限公司	主要产品有吹塑瓶及注塑件	内资和外资化妆品品牌都有

资料来源：东兴证券研究所

### 3.通产丽星做为化妆品行业龙头，具有文化创意产业概念

#### 3.1 通产丽星业绩稳定增长，不会受经济危机和原材料价格上涨的影响

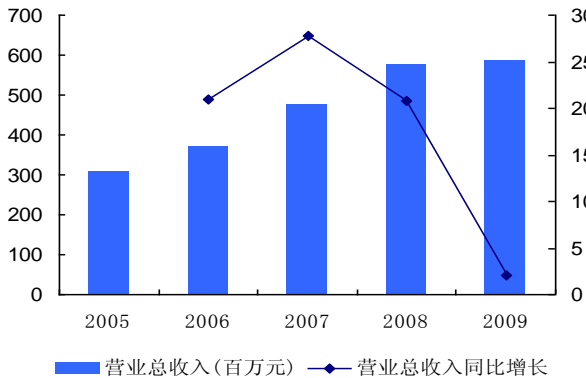
公司是国内最大的化妆品软管生产企业，总共拥有 18.2 亿个生产包装品的能力。其中，软管 6 亿个，占有国内 14% 的市场份额；吹瓶是 3.2 亿个，注塑 10 亿个，分别占有 4-5% 的市场份额。

公司自从上市以来，业绩一直保持了平稳的增长。相比于化工行业具有强周期的特征，这完全是不同的发展模式，体现了所处的特色行业，充分显示着化妆品行业的特征。

公司在 2006-2010 年中期之间，营业收入增速分别为 21.03%、27.81%、20.85%、2.08%（2009 年原材料价格较低，产品价格随着下降增速下降）、13.67%。净利润

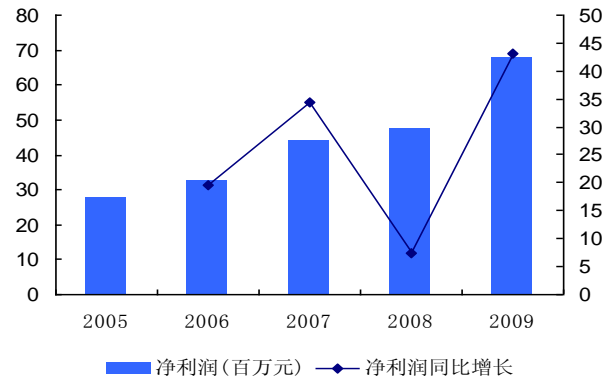
方面，除了 2008 年没有新建项目的投产，净利润增长 7.5% 之外，一般都是保持 30-50% 之间的均衡增长。

图 7：公司营业收入增长分析



资料来源：Wind 资讯

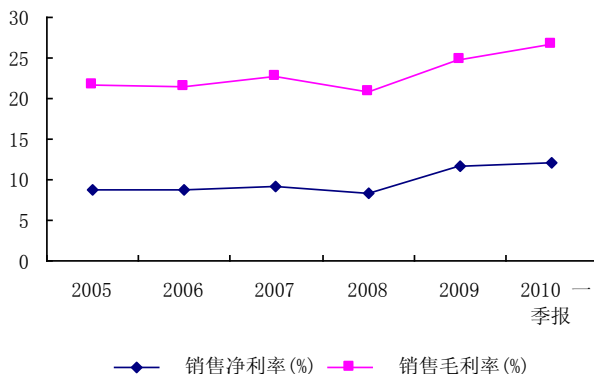
图 8：公司净利润增长分析



资料来源：Wind 资讯

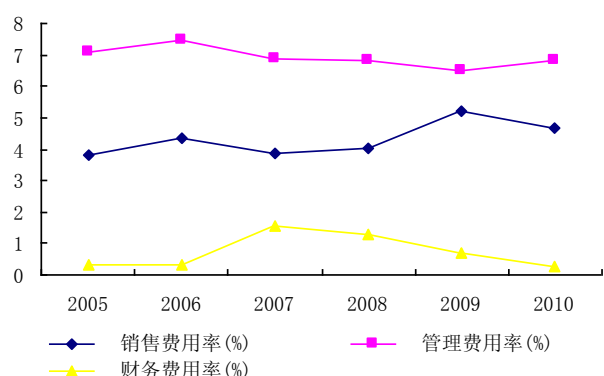
2008 年的经济危机对通产丽星的销量影响较小，2009 年公司受原油价格下跌和 2010 年原油价格上涨的业绩增长变化也同样很小。毛利率和销售净利率出现了稳步的攀升，毛利率一直平稳攀升（2008、2009、2010 年的中期的毛利率分别为 20.82、24.71、27.32）。公司业务的平稳发展，也表现了化妆品行业发展的特征，从发展特征上没有表现化工行业的强周期性的特征。通产丽星是原油价格上涨和内需拉动、国内经济增速下滑很好标的。

图 9：公司毛利率和销售净利率分析



资料来源：Wind 资讯

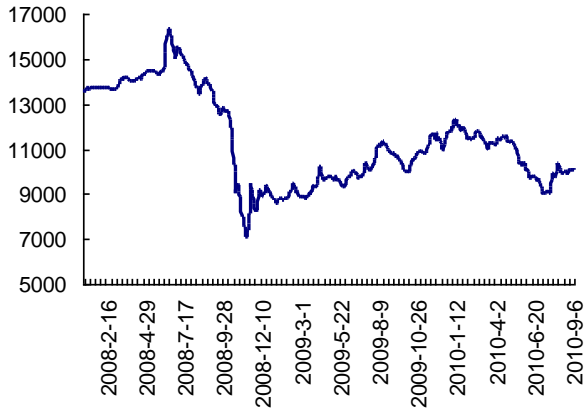
图 10：公司主要业务三项费用率分析



资料来源：Wind 资讯

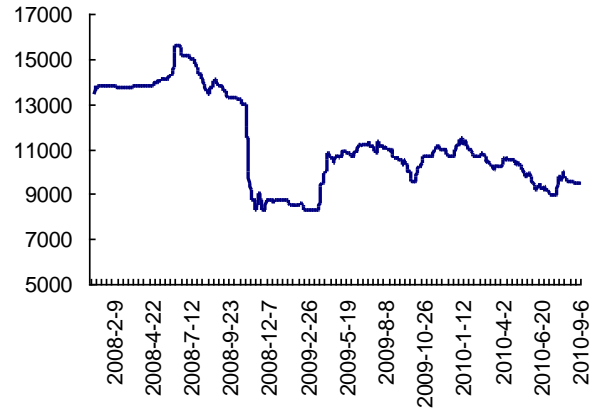
化妆品包装材料的原材料主要是 PE、PP、PET 等合成树脂，阻隔剂、黏合剂，油墨、光油，以及烫金纸和转印膜等。其中主要原材料包括 LDPE、LLDPE、HDPE、PP，约占公司总成本 22-25% 之间，根据公司招股说明书中披露主要原材料价格上涨 1%，公司的业绩下滑 2.1%，但是经过上市两年多，公司的业绩非常稳定，没有受到太多原材料价格的波动，没有对公司业绩产生较大的波动。

图 11: LLDPE 价格走势



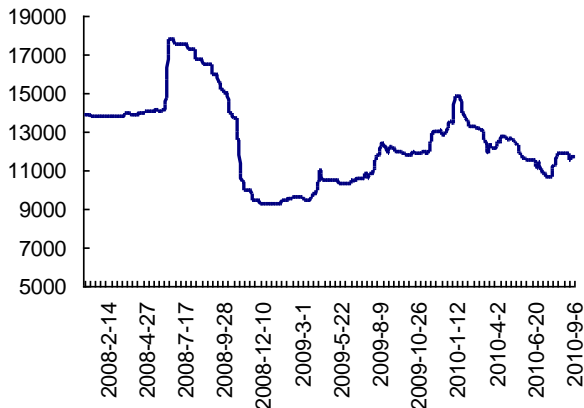
资料来源: Wind 资讯

图 12: HDPE 价格走势



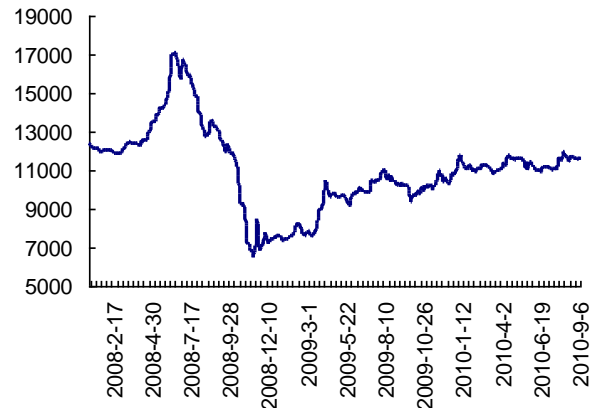
资料来源: Wind 资讯

图 13: LDPE (注塑) 价格走势



资料来源: Wind 资讯

图 14: PP 价格走势



资料来源: Wind 资讯

### 3.2 公司在软管方面优势显著，行业内市场占有率排名第一

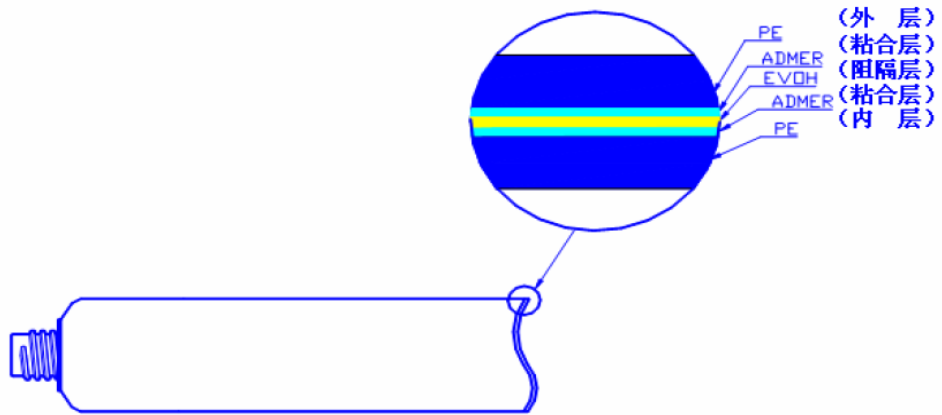
复合软管由多层材料通过复合工艺形成，其良好的阻隔性能，可以有效防止化妆品因被氧化、水解而产生的变质，又可有效防止化妆品水分及香味外逸，从而延长了化妆品的货架寿命和使用寿命。复合软管可以采用多种印刷方式，如：凹版印刷、柔性版印刷等，可使图案印刷更加精致美观，提高了企业产品的品牌形象，为生产厂家获取更大的商业利益，对消费者来说，也带来了愉悦的产品使用体验。复合软管具有较强的抗化学性，不易与内容物发生化学反应，保证了化妆品的品质，同时也使得包装物本身得以长期保持它们的机械力学性能和尺寸稳定性。

自上个世纪 90 年代开始，中国从欧美、日本和台湾省引进了大量先进的复合软管生产设备，发展势头很猛。多层、薄壁和透明的塑料复合软管是未来的发展趋势。软管

包装因其易于挤取、用途广泛、放置方便的特色而成为那些品种繁多产品的合理的包装方案选择，尤其是已成为个人护理品行业长期偏爱的包装方式。

通产丽星的核心产品为化妆品包装用全塑复合软管。以五层复合软管为例，产品结构图如下所示：

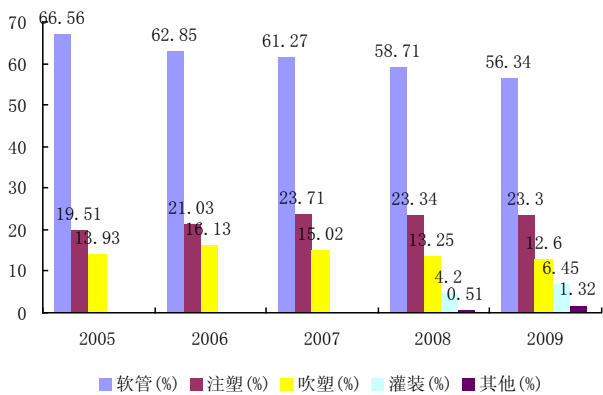
图 15：五层复合软管的结构分析



资料来源：招股说明书

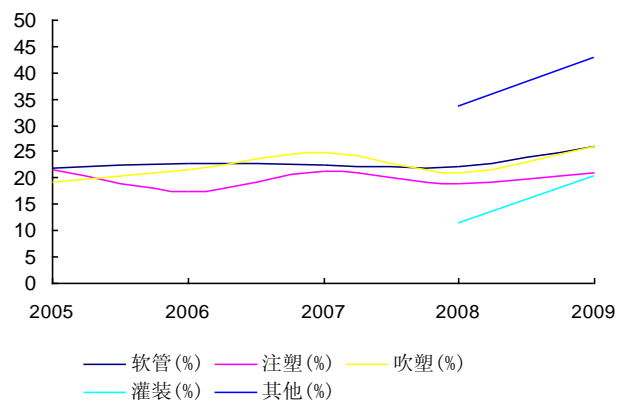
不仅公司整体业务发展平稳，单个业务发展与也比较稳定，比如软管、吹塑、注塑占业务的比例和毛利率也是变化不是很大，各业务中软管的占比一般都是在 60%左右，注塑是在 19-24%之间，吹塑是在 12-16%之间。

图 16：公司主营业务营业收入分析



资料来源：Wind 资讯

图 17：公司主要业务毛利率分析



资料来源：Wind 资讯

通产丽星是国内市场最大的化妆品软管生产企业，占有国内 14%的市场份额，产品的性能优势明显，明显了超过竞争对手，并且服务客户均是全球化妆品高端客户。

表 4：化妆品软管包装企业竞争优势分析

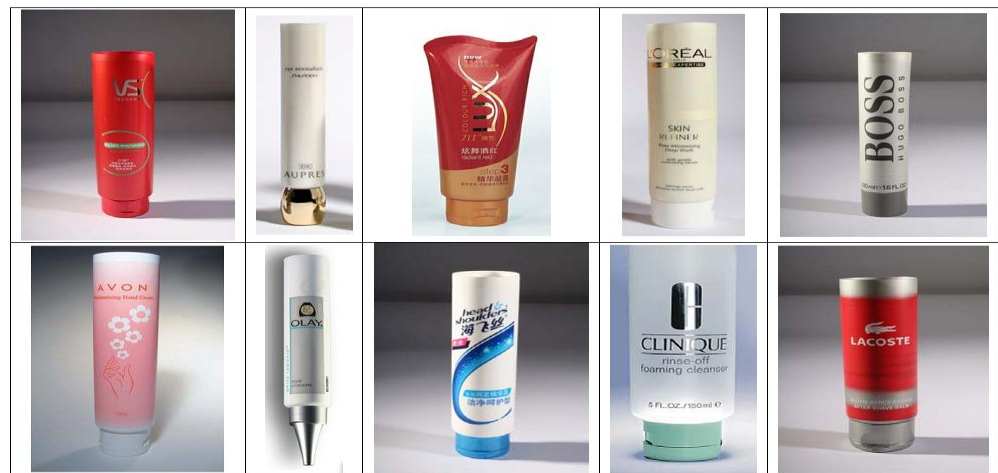
公司名称	主要客户	规模
通产丽星股份有限公司	宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等	6.8 亿支
三荣塑胶有限公司（台湾独资）	兰蔻、雅芳、伊莉莎白雅顿、欧莱雅、水芝澳、爱茉莉、日本 KOSE 欧美等知名客户。	1.8 亿支
群欣塑胶软管股份有限公司	雅芳、丝宝、雅倩、丁家宜、cleander	1.8 亿支
烟台西蒙西塑料包装品有限公司	索芙特、清逸、东洋之花、丹芭碧	1.8 亿支
上海万臣塑料包装容器有限公司	Cleancle、旁氏等	1 亿支

资料来源：东兴证券研究所

### 3.3 新产品设计研发费用投入占比高达 6.68%

通产丽星的化妆品包装材料不仅仅是简单的包装产品，需要具有化妆品包装产品具有更新换代快、规格品种多等特征，要求化妆品包装企业具备大规模的生产能力和快速的反应能力，具有良好的设计感，使化妆品包装不仅仅作为包装材料，还有具备审美感，诸多洋品牌携带着新技术、新产品，以炫目、优雅的精美包装出现在国内。随之而来的是铺天盖地的包装与宣传，而其最终的目的只有一个——争夺每一个可能的顾客。

图 18：通产丽星部分产品展示



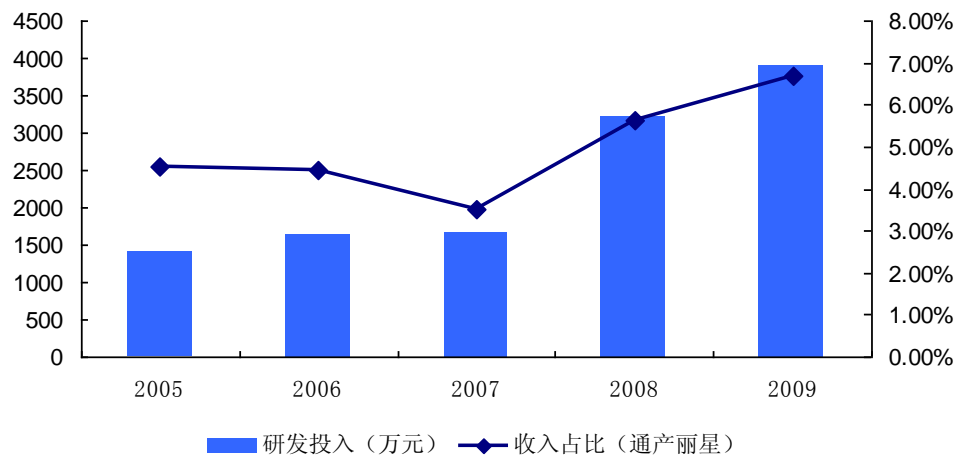
资料来源：招股说明书

公司是国内极少数自身拥有精密模具开发制造技术的化妆品塑料包装企业，可利用先进的 CAD、CAM 开发系统，进行复杂和高精度的模具开发设计、借助 CNC 电脑加

工中心进行模具制造加工，所以较业内大部分企业而言，公司可更快速响应不同客户的需求，持续不断的开发出新产品，产品的开发周期仅为 7~60 天。

公司的研发费用逐年提高，由 2005 年的每年 1392 万元，上升至 2009 年的每年 3913 万元，四年的时间接近翻了两番，年均增长增长率。在公司业务中占比很高，近五年不低于 3.5%，最高为 2009 年达到 6.68%，公司的高研发费用不仅仅用于材料研发，也有关于外观设计方面的研发。

图 19：公司研发费用及占销售收入占比



资料来源：东兴证券研究所

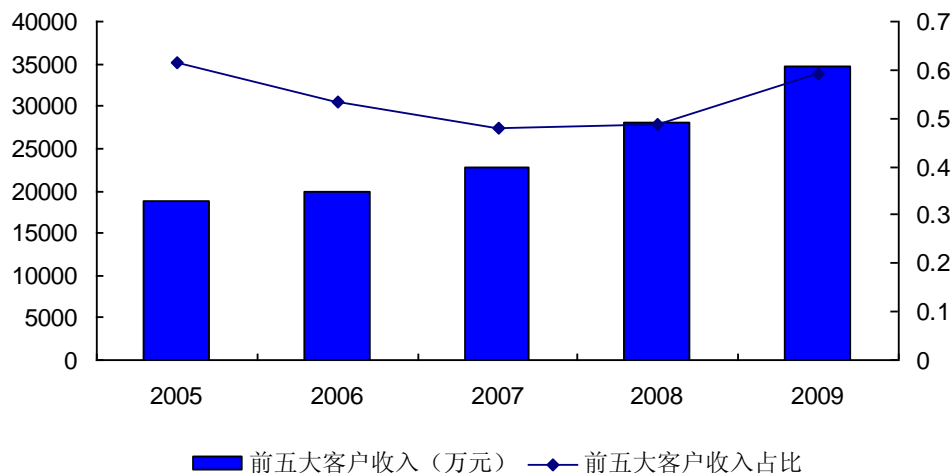
### 3.4 公司的专注服务于国际化妆品行业巨星级企业

公司凭借优良的产品品质、规范的管理体系、全面的综合配套能力以及快速的响应速度赢得了国际知名化妆品企业的青睐，并形成了以国际知名化妆品企业为主体的稳定、高端客户群，如宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂等，该等公司均占据着中国相关市场的重要份额。

公司与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”和“产品质量免检”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。

公司目前五大客户对公司的业绩贡献很大，约占到一半以上，大客户在中国的快速增长，对公司业绩未来有很好的拉动。

图 20：前五大客户营业收入占比



资料来源：东兴证券研究所

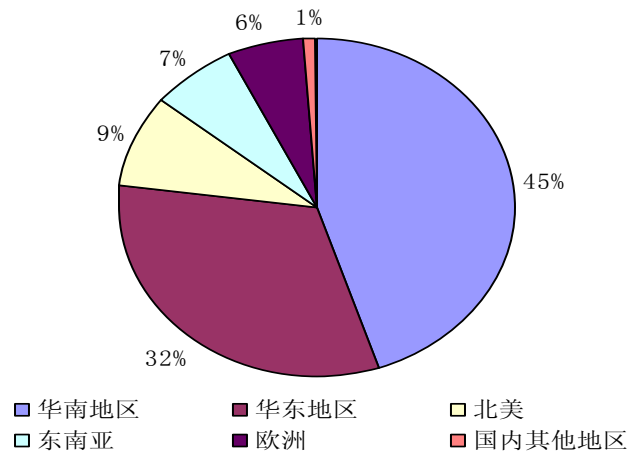
### 3.5 公司布局在化妆品企业的周边，缩短运输距离

化妆品包装产品由于质量轻，体积大，运输半径会受限，一般只有 200 公里的运输区域。因此，公司跟随者化妆品的生产基地而建设新建项目。主要是布局在长三角和珠三角。化妆品行业华南市场占总产量的 50%多，华南市场占 40%多。公司目前在广州、深圳和上海建设有三个生产基地，其中广东和深圳运营已相对成熟。2009 年，通产丽星在有深圳坂田本部 2 亿元的产值，广州地区有 2 亿元的产值，在上海生产基地有 1.5 亿元的产值。另外，仍然每年有 20-25%出口到国外，主要是包装较小的产品，包装相对高端、对价格不是很敏感的产品。而以上海为主的华东地区发展较快，目前增长已经超过深圳和广州，2010 年上半年收入增长主要来源于华东地区上海箭牌（口香糖行业在 2003-2008 年销量增长在 12%以上）、联合利华以及苏州欧莱雅订单量的快速增长。

未来公司将会进一步加强对华东和华南市场的拓展，公司在深圳市龙岗区计划建设的生产基地，配套了化妆品的包装材料、可回收塑料的包装材料、化妆品的罐装，预计业绩可以在明年贡献。在华东区域 2011 年年底苏州项目建成，预计能够贡献 3 亿元左右（苏州地区欧莱雅在国内最早的生产基地）。合肥建设的新项目正在论证阶段，预计 2011 年 2 月份能够审批，2012 年建成投产（合肥生产基地已成为联合利华全球四大生产基地之一）。

图 21：公司产品主要销售区域





资料来源：Wind 资讯

### 3.6 公司向上下游逐渐拓展，产业链进一步延伸

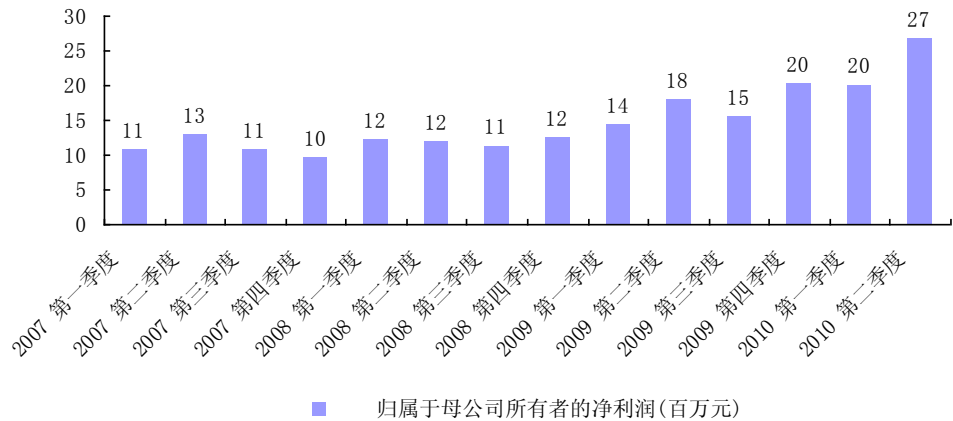
公司逐渐向上下游扩展。向上游方面，在广州建设的 5000 万元产值的化妆品包装生产线，预计今年能够达到满产，并且在以后的项目中都会伴有化妆品包装的配套生产线，包括在深圳龙岗地区的也会配套化妆品灌装生产线。目前灌装业务是全自动生产工艺，主要是给宝洁配套，不仅可以帮助公司创造收益，产业链延长，为客户创造更多的便利，对维护客户关系、拓展未来市场和贡献利润十分有益。

在上游方面，化妆品包装中需要添加一些改性塑料，公司开始研发改性塑料，主要以自用为主，可以降低公司生产成本，提高毛利率很好好处。公司还计划开始进军塑料回收再利用领域，

### 3.7 四季度是公司的销售旺季，现在季节性逐渐弱化

化妆品产品国内销售存在一定的周期性、区域性和季节性，第四季度销售情况最好，属于旺季，第二和第三季度销售处于淡季，包装产品也遵循着这样的周期性和季节性销售特性。在区域性方面，包装产品的销售主要受化妆品企业所在区域地理位置的影响。但伴随着国内企业越来越多的参与国际竞争，该等周期性、区域性、季节性特征将趋于淡化。公司全部募投的项目在今年中期完成，而公司的生产线是边建设边投产，下半年的产量会稍好于上半年，业绩会稍微也会好于上半年。

图 22：通产丽星的季节性分析（净利润：万元）



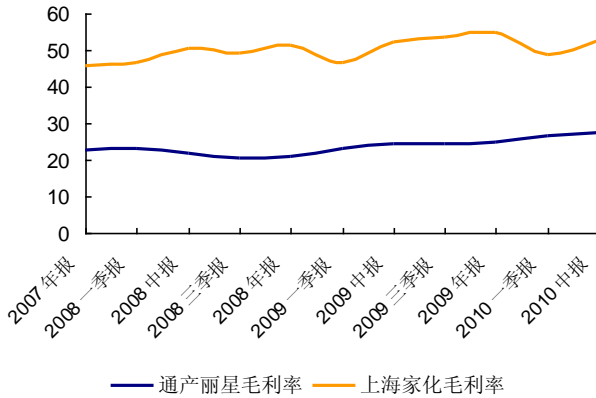
资料来源：东兴证券研究所

## 4.与包装行业和上海家化估值比较，通产丽星估值水平应提升

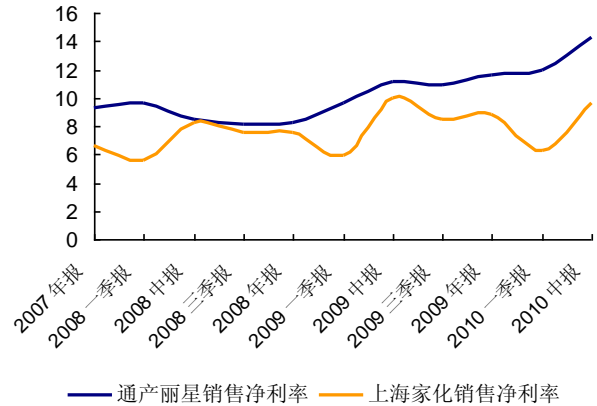
### 4.1 通产丽星属于化妆品上游行业，估值向上海家化看齐

上海家化是民族化妆品业的领头羊。拥有六神、美加净、佰草集、高夫、清妃、Adidas 等多个知名品牌组成了家化品牌部落，分别占据了各自细分市场的领导地位，其强大研发和品牌实力体现出综合竞争力，使得家化成为唯一能与国际同行展开全方位竞争的本土日化企业。公司在 05 年以来逐步剥离了与主营业务化妆品无关的其他业务，使之成为了专注于国内化妆品行业的上市公司。列产品为主要利润来源，同时加快了佰草集、高夫等产品的发展，并成为公司业绩增长的重要来源。

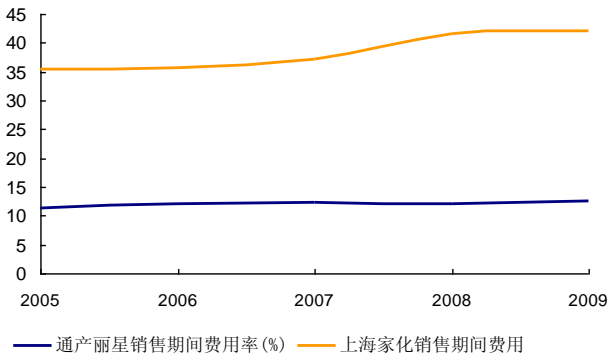
通产丽星是化妆品的包装企业，而上海家化是化妆品的生产制造企业。通产丽星属于化妆品行业的上游企业，从各行业历史估值来看，上下游行业的发展如果不是产能过剩的话，整个发展是具有一定联动性的，即房地产的火爆也会拉动建材、水泥、钢铁，甚至煤炭的火爆；基础设施的大发展，点燃了长达一年多的民爆行情。在未来在消费概念盛行的年代，化妆品行业受到了热捧，而化妆品包装行业的通产丽星却受到了市场的冷落，实属不该！通产丽星在历史上业绩还未出现大幅波动，不属于传统意义上的周期性行业行业的特征，公司的开工率饱满，产品仍然是供不应求，处于成长期的行业，未来的行业发展是深受人民生活水平提高、消费升级，对化妆品的需求更加追求品牌化，甚至向中高端化妆品需求增加。应该说，从今两年通产丽星和上海家化相比较，通产丽星的净利润的增速要高于上海家化的增速，行业发展的阻力要小于上海家化，我们强烈认为通产丽星应该具有与上海家化相同的估值水平。

**图 23: 通产丽星和上海家化毛利率比较**


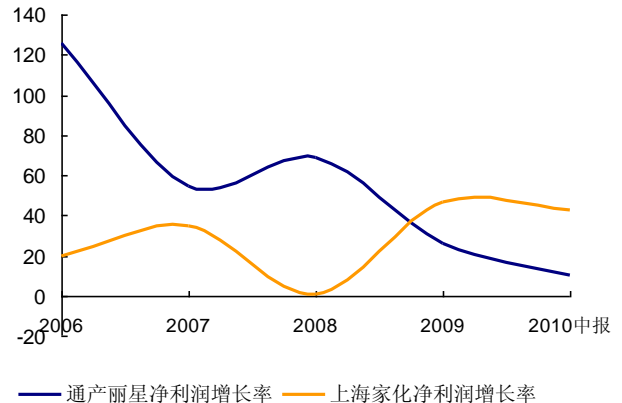
资料来源: Wind 资讯

**图 24: 通产丽星和上海家化销售净利率比较**


资料来源: Wind 资讯

**图 25: 通产丽星和上海家化三项费用比较比较**


资料来源: Wind 资讯

**图 26: 通产丽星和上海家化净利润增长比较**


资料来源: Wind 资讯

**表 5: 通产丽星和上海家化行业竞争优势对比分析**

竞争力比较	各子项目	通产丽星	上海家化	点评分析
盈利能力	毛利率 (2010 年中期)	27.32	52.59	上海家化的三项费用很高, 在 41.8% 左右, 而通产丽星仅为 11.5%
	销售净利率 (2010 年中期)	14.23	9.68	
成长能力	销售收入增长率 (2010 年中期)	23%	19%	2008 年通产丽星由于新项目尚未投产增速下降
	利润总额增长率 (近三年)	55%	55%	
	今年中期净利润增长率	42.51%	9.86%	
品牌		拥有 Beatystar 品牌, 在灌装产品上, 或注塑产品上能见到 (益达)	拥有六神、佰草集、美加净、清妃、家安、可采	相对而言上海家化的品牌优势明显
所处行业未来的发展	未来化妆品行业将会保持 15% 的速度增长	和外资企业共同成长, 增速高于内资企业	佰草集增速较快, 但是不得不面对外资企业的包围中,	从行业发展看通产丽星受外界阻力较小

估值水平 (市盈率)	夹缝生存			从估值水平上看，通产丽星 落后上海家化 50%左右
	2010 年	31.08 倍	46.83 倍	
	2011 年	22.60 倍	34.10 倍	
	2012 年	15.94 倍	24.39 倍	

资料来源：东兴证券研究所

## 4.2 通产丽星的估值水平不能与普通包装行业相比

虽然通产丽星是化妆品包装企业，本身公司在行业分类上就是基础化工行业。我们对包装行业进行系统分析一下，只有未来美盈森的行业增速还好，劲嘉股份和陕西金叶面对的下游是烟草，烟草行业本身增速就不是很快，3%左右；紫江企业和中海珠海中富是给饮料（尤其是可乐）做包装材料的，增速都很有限，高成长已经过去；永新股份下游是食品行业，行业增速还是可以的，但是经常开工率在 70-80%。美盈森的下游是电子产品，但是很多电子产品是有周期性的，2008 年的金融风暴，让当时的电子受到了不少的打击。

表 6：包装行业上市产品及投资价值分析

证券简称	主营产品名称	今年中报 毛利率	行业评述	2010 年 PE	2011 年 PE
劲嘉股份	香烟商标	39.44	行业增速仅为 3%	20	15
陕西金叶	香烟商标	31.35	行业增速仅为 3%	56	17
美盈森	IBM、艾默生、思科、三星等 OEM 提供电子产品包装材料	34.13	发展正在黄金时期	46	26
通产丽星	化妆品包装材料，主要服务于宝洁、联合利华、欧莱雅、玫琳凯、箭牌、雅芳、雅诗兰黛、资生堂。	27.32	正处于良好发展时机	31	22
紫江企业	公司为可口可乐、百事可乐、统一、强生、柯达、肯德基等提供 PET 瓶及瓶盖、标签、喷铝纸及纸板、BOPET 薄膜等新型材料。（参股房地产）	26.26	黄金时期已经过去	12	11
珠海中富	公司为美国“可口可乐”、“百事可乐”两大国际饮料公司在中国的灌装厂，以及国内名牌饮料厂家提供 PET 瓶食品饮料容器包装。	23.48	黄金时期已经过去	48	23
永新股份	公司主要生产真空镀铝膜、塑胶彩印复合软包装材料，可为食品、医药、日化、农化、建材、电子等多个领域服务。	19.14	竞争非常激烈，行业增速 10%	27	21
合兴包装	瓦楞纸箱	18.27		55	30

资料来源：Wind 数据库，东兴证券研究所

## 5.盈利预测及投资评级

### 5.1 盈利预测

关于盈利预测我们是基于几点假设：

- A、按照公司的规划，2010 年预计能够实现 8 亿元产值；
- b、2011 年公司龙岗生产基地开始投产，预计贡献产值 4 亿元；
- c、2011 年年底苏州项目建成，预计能够贡献 3 亿元左右（苏州地区欧莱雅在国内最早的生产基地）；
- d、合肥建设的新项目正在论证阶段，预计 2011 年 2 月份能够审批，2012 年建成投产（合肥生产基地已成为联合利华全球四大生产基地之一）。

我们采取较为谨慎预测，公司 10-12 年的每股收益分别为 0.41 元、0.56 元、0.75 元。

### 5.2 估值分析及投资评级

绝对估值方面，我们认为通产丽星成长性稳定，按照 10%的二阶段的增长，2%为永续增长，DCF 估值为 18.29 元，对应 2011 年的市盈率为 32.67 倍。

**表 7：绝对估值条件假设**

假设	数值
第二阶段(2015-2022)年数	8
第二阶段增长率	10.00%
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	2.80%
$\beta$ ( $\beta$ levered)	0.98
Rm	11.00%
Ke	10.84%

**表 8：绝对估值分析**

估值方法	估值结果	估值区间			敏感度分析区间
FCFF	17.84	14.88	-	22.49	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
FCFE	17.40	14.55	-	21.82	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
DDM	10.64	8.43	-	14.34	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
APV	16.55	13.55	-	21.24	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
AE	19.10	16.23	-	23.38	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$
EVA	17.03	14.58	-	20.88	贴现率 $\pm 1\%$ ，长期增长率 $\pm 1\%$

相对估值方面，通产丽星作为化妆品的包装材料行业的龙头企业，与化妆品行业共成长，而且从市场的发展来说，通产丽星会比上海家化更加顺势而为，应该享有化妆品行业的估值水平，按照上海家化 2011 年 35 倍的市盈率，和一般的消费品行业的估值水平大抵差不多，为此我们给予通产丽星 2011 年的估值水平为 35 倍，目前的估值水平为 22.20 倍，综合考虑，而给予“强烈推荐”评级。

营业收入预测	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
软管(百万元)	336.83	329.96	412.45	598.05	807.37
销售收入增长百分比	44.30%	-2.04%	25.00%	45.00%	35.00%
毛利率	22.06	26.00	27.50	27.00	27.00
注塑(百万元)	133.91	136.44	170.55	247.30	333.85
销售收入增长百分比	71.44%	1.89%	25.00%	45.00%	35.00%
毛利率	18.91	21.05	25.50	25.00	25.00
吹塑(百万元)	75.99	73.79	92.24	133.74	184.57
销售收入增长百分比	26.86%	-2.90%	25.00%	45.00%	38.00%
毛利率	21.10	26.00	27.00	27.00	27.50
灌装(百万元)	24.10	37.79	47.24	59.52	74.40
销售收入增长百分比		56.80%	25.00%	26.00%	25.00%
毛利率	11.51	20.37	25.00	25.00	25.00
其他(百万元)	2.92	7.71	10.02	12.83	16.04
销售收入增长百分比		164.04%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率	33.63	42.90	40.00	40.00	40.00
营业收入	573.75	585.69	732.50	1051.44	1416.23
营业成本	454.32	440.97	534.86	772.02	1039.00

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	573.75	585.69	732.50	1,051.44	1,416.23
营业成本	454.32	440.97	534.86	772.02	1,039.00
营业费用	23.24	30.56	32.96	47.31	63.73
管理费用	39.15	38.15	48.34	69.40	93.47
财务费用	7.32	4.00	2.77	3.80	1.03
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.07	69.24	110.21	154.55	213.46
利润总额	51.82	72.49	113.21	157.55	217.46

所得税	4.46	4.66	8.49	11.82	16.31
净利润	47.35	67.82	104.72	145.73	201.15
归属母公司所有者的 净利润	47.35	67.83	104.72	145.73	201.15
NOPLAT	49.70	68.54	104.51	146.47	198.40
每股收益	0.33	0.26	0.41	0.56	0.78

资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
货币资金	216.97	132.84	146.50	210.29	283.25
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	98.05	101.08	125.43	180.04	242.50
预付款项	36.64	36.31	52.35	75.52	106.69
存货	67.55	53.91	73.27	105.76	142.33
流动资产合计	425.88	328.95	405.08	582.41	789.32
非流动资产	273.39	328.18	311.80	295.40	273.98
资产总计	699.27	657.14	716.88	877.80	1,063.30
短期借款	30.00	25.00	110.96	73.18	7.82
应付帐款	69.61	50.11	65.94	95.18	128.10
预收款项	0.98	1.99	1.99	1.99	1.99
流动负债合计	217.16	127.28	205.86	197.96	166.25
非流动负债	3.00	5.50	36.25	103.05	179.46
少数股东权益	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
母公司股东权益	479.01	524.26	474.67	576.69	717.49
净营运资本	208.72	201.67	199.22	384.44	623.07
投入资本IC	292.14	416.51	439.23	439.67	442.16

现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
净利润	47.35	67.82	104.72	145.73	201.15
折旧摊销	35.95	47.62	0.00	21.41	21.42
净营运资金增加	310.58	(7.05)	(2.45)	185.22	238.63
经营活动产生现金流	510.38	538.21	59.60	88.29	124.29
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(5.58)	(6.00)	(1.00)
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	(40.37)	(18.50)	(50.33)

---

现金净增（减）	124.03	281.64	13.66	63.79	72.96
---------	--------	--------	-------	-------	-------

---

### 分析师简介

---

杨若木

工学硕士，石油和化工行业研究员，2007年加盟东兴证券研究所，有三年石油和化工行业研究经验，对化工（不含化纤）行业中小板和创业板上市公司有着较深入的研究。

### 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。