

2011年1月26日

通产丽星

美丽产业，纤丽星繁

A
买入

002243.SZ - 人民币 12.52

目标价格: 人民币 15.11

倪晓曼*

(8621) 68604866 分机 8319

Xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	(11)	2	(3)
相对新华富时A50指数(%)	(10)	(7)	18	15

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	258
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	1,260
3个月日均交易额(人民币 百万)	55
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
通产包装集团	54

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*项晓曼为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

通产丽星是国内化妆品包装行业的龙头企业, 客户包括了宝洁、联合利华、欧莱雅等世界顶级化妆品公司。2008年上市以来, 公司在保持传统业务不断增长的同时, 通过外延式收购和自身强大的研发实力积极向食品、药品包装市场拓展。我们预计公司在未来两年将受益于化妆品消费市场的高速增长, 净利润复合增长率达33%。我们将首次评级定为买入, 给予15.11元的目标价。

支撑评级的要点

- 强大的研发实力确保公司行业龙头地位。长期以来, 通产丽星一直将技术研发作为公司的绝对核心竞争力。公司先后注册了15项专利技术, 是业内极少数拥有精密模具开发制造技术的塑料包装企业。
- 全国性布局, 助公司业绩腾飞。公司从2008年上市以来积极扩张经营版图。公司目前在广州、深圳和上海建设有三个生产基地。与此同时, 公司计划在未来2年内打造出华北区的第四生产基地。
- 按照公司募投项目依次达产情况, 我们预计公司未来三年内软管、注塑和吹塑产品的产能增速将达25%。此外, 公司计划在江苏投资设立合资企业, 为进一步扩大公司规模, 积极推动公司产业链的延伸, 为长三角客户提供深更优化的服务。

评级面临的主要风险

- 下游客户集中度过高。最近3年, 公司前5大客户贡献销售额约占总营业额的50%-60%。

估值

- 当前, 包装业可选样本的2011年市盈率为22.73倍。我们给予公司2011年26倍市盈率, 基于2011年每股收益预测, 得出目标股价为15.11元。因此, 我们将评级定为买入。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	574	586	824	1,083	1,411
变动(%)	21	2	41	31	30
净利润(人民币百万)	47	68	109	150	196
全面摊薄每股收益(人民币)	0.290	0.265	0.424	0.581	0.759
变动(%)	(20.7)	(8.6)	60.2	37.2	30.6
核心市盈率(倍)	43.2	47.3	29.5	21.5	16.5
每股现金流量(人民币)	0.16	0.41	0.47	0.48	0.78
价格/每股现金流量(倍)	78.2	30.8	26.8	26.2	16.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	23.6	29.1	20.2	16.9	12.5
每股股息(人民币)	0.112	0.077	0.070	0.070	0.070
股息率(%)	0.9	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

目录

估值.....	3
公司概况.....	5
行业概述.....	11
盈利分析.....	15
财务分析.....	20
风险分析.....	22
研究报告中所提及的有关上市公司.....	24

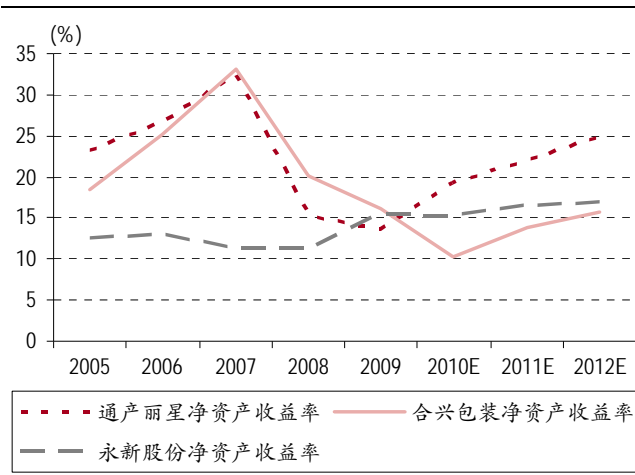
估值

相对估值法

基于26倍的2011年市盈率，我们将公司的目标价格定在15.11元，首次评级为买入

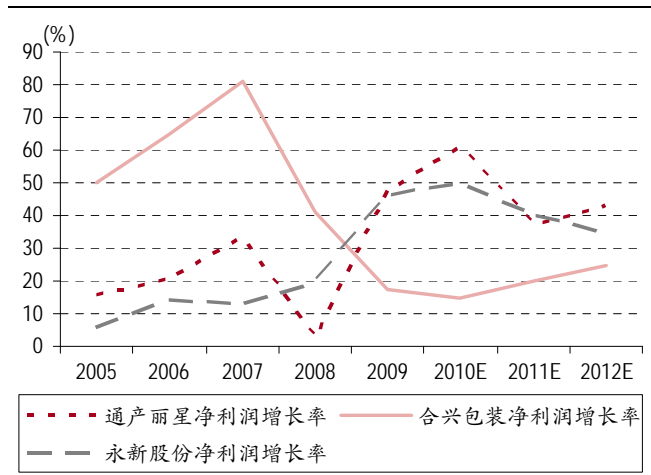
通产丽星属于化妆品包装企业，目前国内没有与其业务完全一致的上市公司。我们选取了2家包装领域的公司——合兴包装与永新股份作为样本。永新股份经营复合包装材料、镀铝包装材料，产品应用于食品、日化和医药的外包装。合兴包装是我国瓦楞纸包装的领军企业。从估值表中我们发现，两公司2011年平均市盈率水平为22.73倍。再通过更进一步比较，我们发现通产丽星2010-12年在净资产收益率和净利润增长率方面均拥有一定领先优势。

图表 2. 公司与合兴包装及永新股份净资产收益率对比



资料来源: 公司年报及中银国际研究

图表 3. 公司与合兴包装及永新股份净利润增长率对比



资料来源: 公司年报及中银国际研究

图表 4. 估值

印刷包装公司	总市值 (人民币亿元)	股价 (人民币元)	每股收益(人民币元)			市盈率(倍)		每股收益增长率(%)		净资产收益率(%)		市净率(%)
			2009	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	
永新股份	30.66	21.43	0.72	0.83	1.00	25.82	21.43	15.28	20.48	15.22	16.48	4.49
合兴包装	30.17	13.94	0.35	0.41	0.58	34.00	24.03	17.14	41.46	9.93	13.69	4.34
平均		17.08	0.47	0.53	0.65	29.91	22.73	12.68	21.88	11.69	14.62	4.39
通产丽星	32.88	12.52	0.26	0.42	0.58	29.54	21.53	60.23	37.16	19.22	22.07	6.62

资料来源: 公司数据, 万得

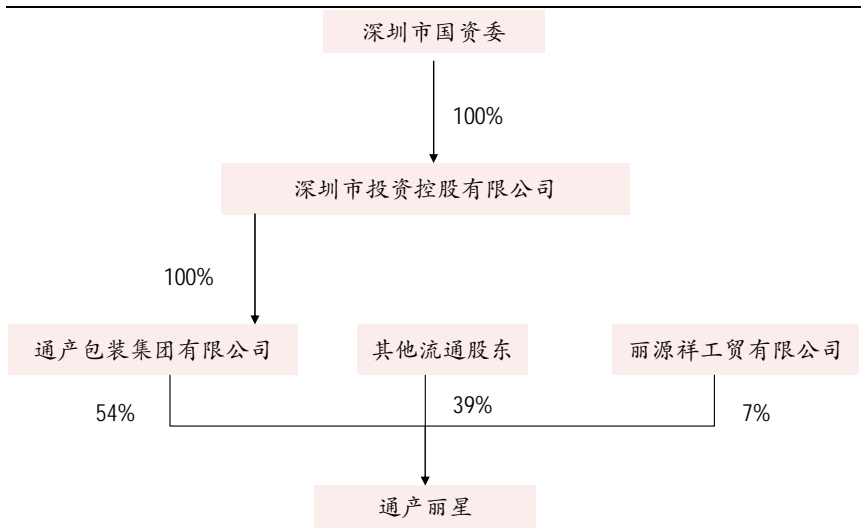
未来3年产能的不断扩充,为公司业绩增长带来了新的动力。我们预计公司未来3年年净利润复合增长率达33%。另一方面,通产丽星具备消费品属性,且同时受益于下游化妆品市场的高速成长,我们认为公司理应享受一定高估值。我们给予通产丽星的估值对应2011年为26倍市盈率,并基于2011年0.581元的每股收益预测,得出目标股价为15.11元。因此,我们将评级定为**买入**。

公司概述

公司是国内领先的化妆品包装企业。工艺及研发实力强大。主营业务为化妆品，食品包装产品的生产、销售

通产丽星是深圳市国资委的下属企业。深圳市国资委持有公司 54.03% 的股份，另一大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 个股东持有通产丽星约 7% 的股份，其中有 8 位是通产丽星现任高管，其他为通产丽星的中高层管理人员。

图表 5. 股权结构图



资料来源：公司公告，中银国际研究

通产丽星是国内化妆品包装行业绝对的龙头企业。近些年来，公司凭借优良的产品品质、先进的管理体系、全面升级的综合配套能力成为了国际知名品牌在中国内地的首选供应商以及全球供应链应合作伙伴。公司现有客户包括，宝洁、联合利华、箭牌、欧莱雅、雅诗兰黛、玫琳凯、雅芳、资生堂等国际化妆品知名企业以及食品企业。下游客户占据着中国各阶层化妆品消费市场近 70% 的份额。

图表 6. 公司产品



资料来源：公司资料

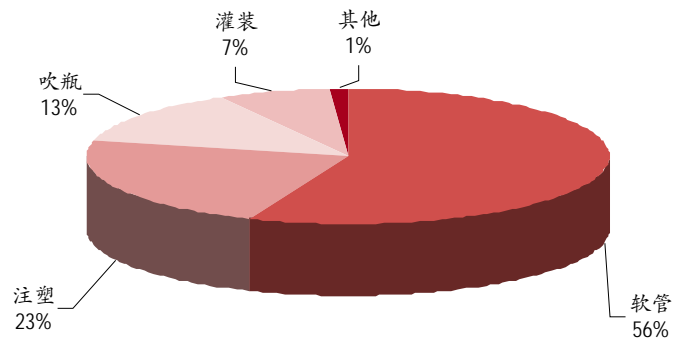
通产丽星先后荣获宝洁“年度最佳业务合作伙伴奖”、资生堂“最佳供应商奖”及雅芳“中国雅芳供应链战略合作供应商”和“产品质量免检”等殊荣。公司与这些国际知名品牌建立了良好的合作关系。

图表 7. 公司产品

业务	用途方向
软管	洗发露、眼霜、精华素、防晒霜、湿粉底液等
注塑	面霜、唇膏、粉饼等，软管和吹瓶的盖子等
吹瓶	沐浴液、洗发露、口香糖等

资料来源：公司数据

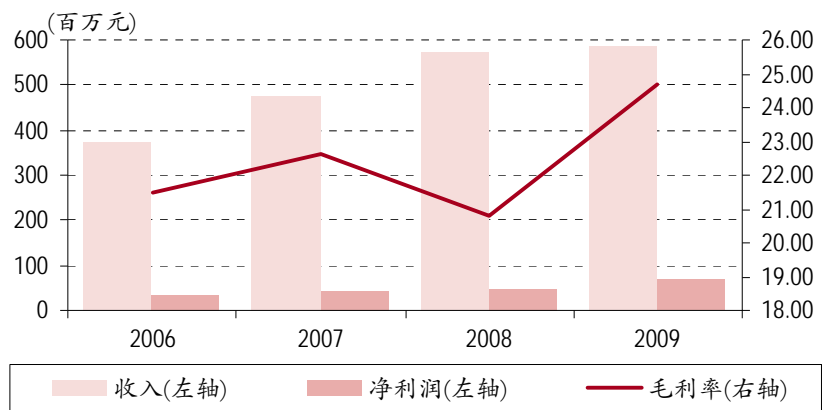
图表 8. 2010 半年报公司收入构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

当前，公司主要业务是化妆品塑料包装袋生产和销售。主要产品分为软管、注塑、吹塑三大类。公司是国内最大的化妆品软管生产企业。目前通产丽星总共拥有 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。

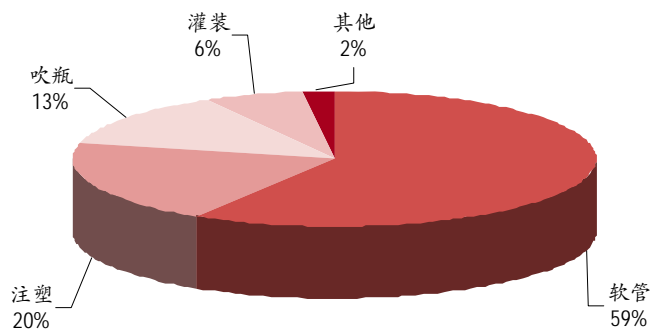
图表 9. 公司收入和净利润与毛利率变化



资料来源：公司公告，中银国际研究

公司自从上市以来，一直保持了稳定的业绩增长。从 2006 年至 2009 年，公司营业收入复合增长率 16%，净利润复合增长率达 27%。

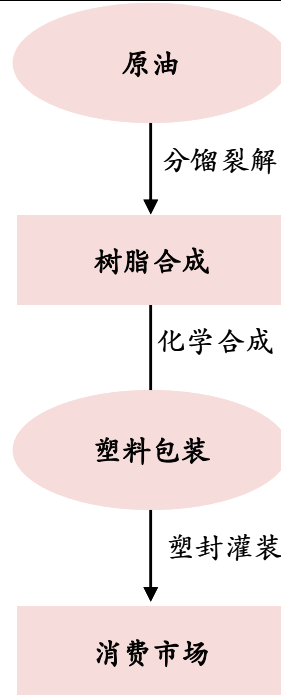
图表 10. 2010 半年报公司利润构成



资料来源：公司公告，中银国际研究

化妆品最外包装通常为纸包装，内包装则由玻璃、塑料、金属三种材料为主。从成本、手感和重量、以及美观效果来考虑，塑料材料已成为当家高档化妆品包装设计时的首选。通产丽星可针对不同价位、不同款式、不同效果，提供从设计到生产的一条龙服务。

图表 11. 包装品生产流程图



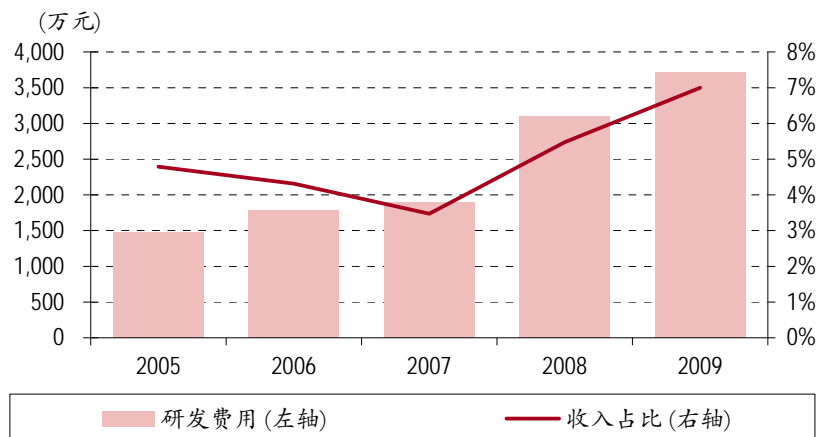
资料来源：公司公告，中银国际研究

领先的研发实力确定公司行业龙头地位

长期以来，通产丽星一直将技术研发作为公司核心竞争力。公司先后注册 15 项专利技术。公司是业内极少数拥有精密模具开发制造技术的塑料包装企业。公司能够通过 CAD、CAM 设计高精度模具，从而极快的相应客户的包装新要求，并持续不断推出新产品（新产品开发周期为 10-50 天），引导下游客户的需求。近 5 年来，公司的研发投入占当年主营业务收入占比一直保持在 3% 以上，2009 年公司的研发投入占主营业务收入占比达到 6.68%。

依托领先的研发实力，近些年来公司逐渐从被动的包装制造商转型为一体化的包装解决方案供应商，服务从包装设计到生产以及终端消费市场的研究。凭借包装一体化服务供应商优势，通产丽星盈利能力大幅领先其竞争对手。公司从产品的初期设计到产品中期制造，再到末期的灌装紧密衔接，将大大缩短供货周期和自身的库存周期，为客户提供更快速高效的服务。

图表 12. 公司研发费用与研发费用在收入中的占比

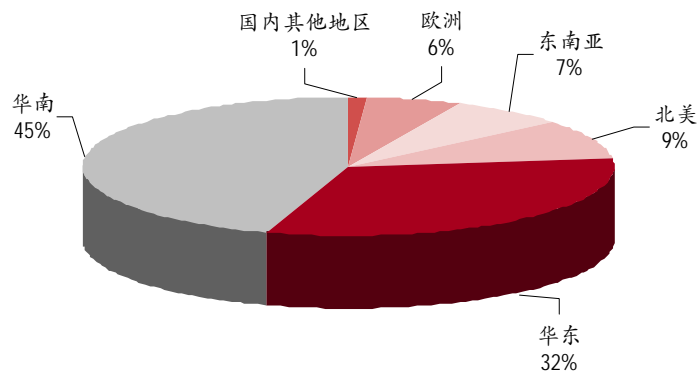


资料来源：公司公告，中银国际研究

全国性布局，助公司业绩腾飞

化妆品包装物，由于其体积较大，单位价值较低的因素限制，其运输和销售半径一般为 400 公里左右。在这种短腿工业模式下，制造商生产布局是增强产品竞争力的最重要手段。

图表 13. 2009 年公司主要销售区域



资料来源：公司数据，中银国际研究

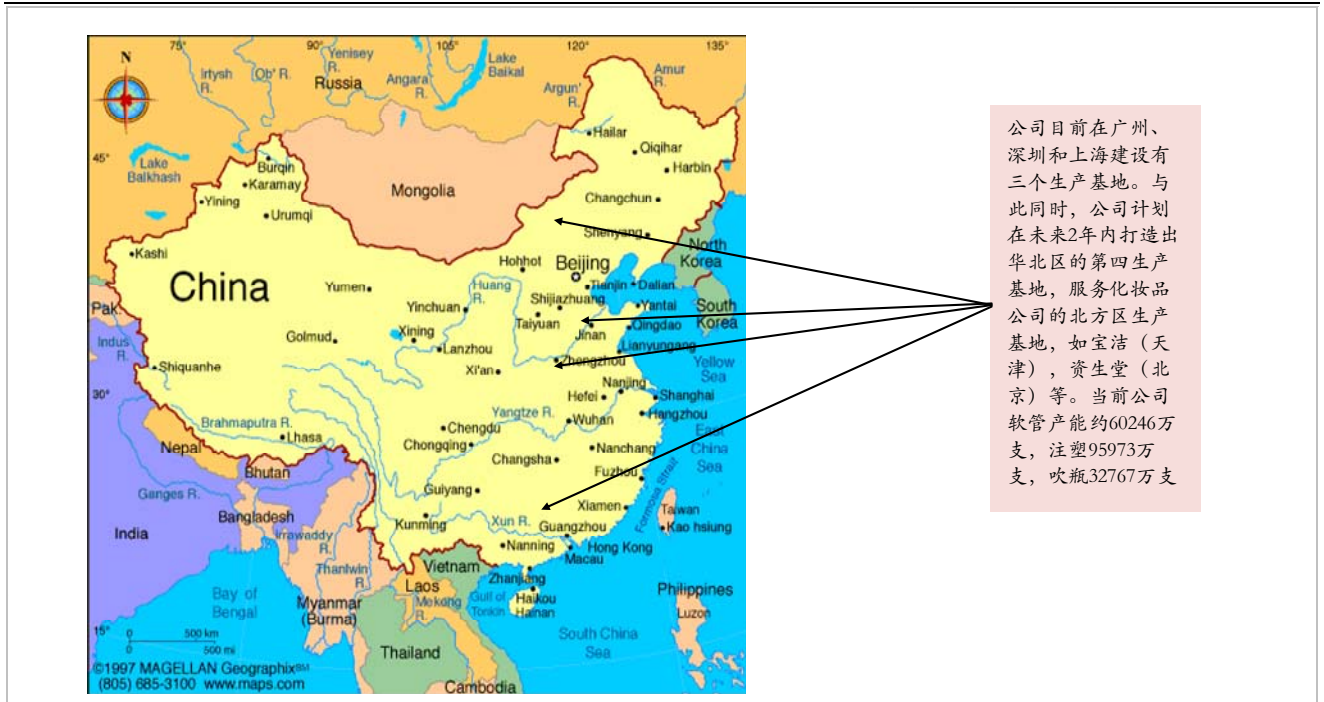
另一方面，由于地域性经济因素，知名品牌化妆品的生产基地一般集中在华北、华东及华南。在我国，华东和华南与华北占据整个国内化妆品市场近 80%，分别约为 40%、28%和 14%。因此化妆品包装的区域性配套服务是占据市场关键性因素。通产丽星通过其华东与华南两大生产基地已牢牢占据市场龙头地位，同时公司在近期加大投入，计划未来两年内在华北投资第四大生产基地，服务华北区客户，抢占更大的市场份额。公司的全国性布局战略，将确保其业绩的稳定成长。

图表 14. 国际知名品牌中国市场概况

公司	研发中心	生产基地
宝洁	宝洁（北京）技术有限公司	广州工厂、北京工厂、上海工厂、成都工厂、东莞工厂等
资生堂	资生堂（北京）研发中心	上海工厂，北京工厂
欧莱雅	欧莱雅上海研发与创新中心	苏州工厂、广州工厂
联合利华	联合利华（杭州）研发中心	合肥工厂、北京工厂、沈阳工厂

资料来源：中银国际研究

图表 15. 通产丽星全国性布局



资料来源：公司数据

行业概述

大消费市场方兴未艾

一个由“十二五”规划引领的大消费时代正向我们走来。未来五年，中国经济增长方式将要从投资驱动转向消费拉动而过渡。化妆品属于典型的消费品，随着国民经济迅速增长，人们生活水平不断提高，化妆品/护肤品市场近些年来迅猛发展。化妆品批发额从2003年至2009年增长了6.5倍。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，市场规模近1,300亿元。如今，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，目前世界前20大化妆品巨头均已在国内成立了研发中心和商业机构。

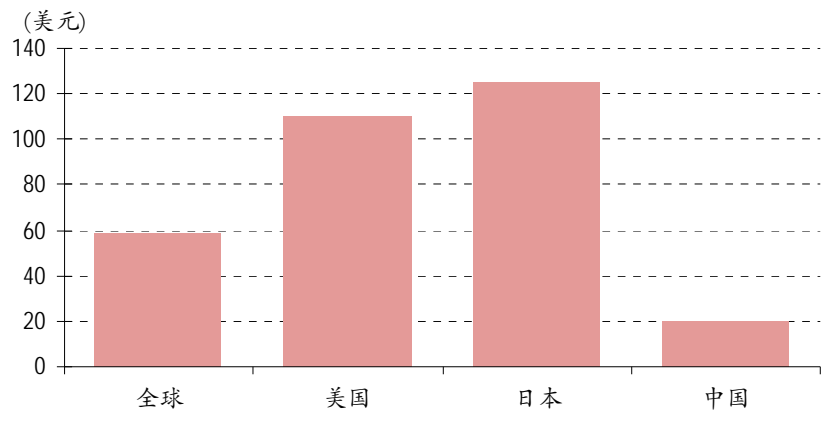
图表 16. 2009 年国际知名品牌中国市场概况

公司	在华销售额 (亿元)	在华市场增速 (%)	市场占有率 (%)
宝洁	132	8	17.9
欧莱雅	82	18	11.1
联合利华	80	15	12.0
资生堂	68	35	9.0
雅诗兰黛	60	28	11.0
玫琳凯	45	28	10.0

资料来源：百度数据中心

近些年来，国际化妆品公司在中国通过自身投资和外延式收购，建立起针对不同消费阶层的相应品牌。与此同时，很多国内品牌的迅速崛起为广大消费者提供了更广的选择。化妆品、护肤品逐渐成为国人生活的重要消费品。但国人目前的化妆品消费品种还较为单一，且从中国化妆品消费协会的统计数据来看，人均化妆品消费支出约20美元。如果对比于欧美发达国家，我国的化妆品消费市场还有很大的上升空间。

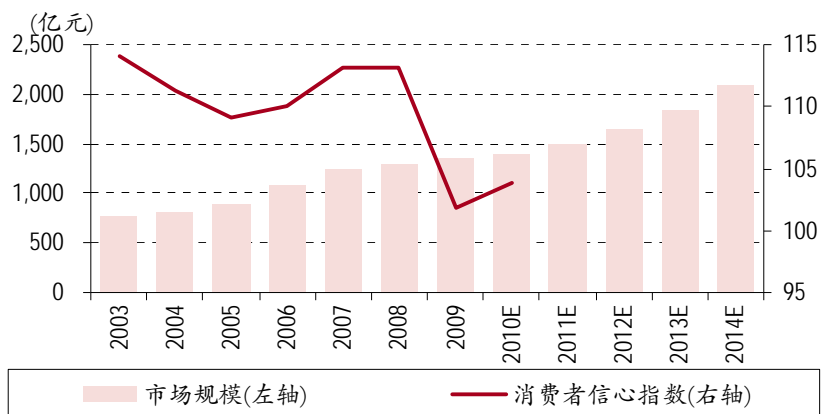
图表 17. 2009 年化妆品人均消费概况



资料来源：百度数据中心

我们预计未来 5 年，随着城乡居民可支配收入的不断提高，我国化妆品行业快速发展有望持续。根据化妆品协会的预测，未来 3-5 年我国化妆品销售规模的年均增速将达 14%。届时，2014 年我国化妆品销售收入将接近 2,000 亿元。

图表 18. 我国化妆品市场展望



资料来源：百度数据中心

化妆品包装将受益于化妆品行业高速增长

作为化妆品的配套产业，公司属于化妆品上游。从产业角度来看，上下游行业的发展具备很大的连带效果。例如房地产行业与家电行业和建材行业，汽车行业与其配件行业等。我们认为化妆品包装的成长应趋近于化妆品。我们预计未来 3 年行业增速在 12% 左右。

化妆品包装具有较高的行业壁垒

近些年，国际知名化妆品公司通过收购或者合资建厂的模式在中国建立生产基地以及研发中心。

图表 19. 国际知名品牌中国市场概况

公司	研发中心	生产基地
宝洁	宝洁（北京）技术有限公司	广州工厂、北京工厂、上海工厂、成都工厂、东莞工厂等
资生堂	资生堂（北京）研发中心	上海工厂，北京工厂
欧莱雅	欧莱雅上海研发与创新中心	苏州工厂、广州工厂
联合利华	联合利华（杭州）研发中心	合肥工厂、北京工厂、沈阳工厂

资料来源：中银国际研究

当前化妆品市场上占主导地位的都是国际性的大品牌。这些品牌公司对其配套的供应商均有一系列的认证体系，如产能供应、质量水平、环保要求以及新产品设计。一般来说，这些国际化妆品公司的产品认证期往往需要3年或更长时间。从目前来看，国内化妆品包装企业约有360余家，但与国际化妆品公司建立合作关系并取得相应认证执照的仅仅30余家企业而已。可见这些严格的认证体系就为化妆品包装行业设定了极高的准入门槛。

公司是化妆品包装市场绝对的龙头公司

从市场相关数据我们了解到，除通产丽星以外的国内化妆品包装公司的年收入基本在5,000万以下。公司与行业内主要竞争对手相比，下游客户覆盖面更广，市场规模更大，公司销售额几乎等于之后三名之和。另一方面，通产丽星除了维护好传统的化妆品领域的世界顶级公司外，还积极开拓食品、医药等包装客户。

图表 20. 化妆品包装公司市场概况

排名	公司	下游客户
1	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
2	西博尔（中山）包装有限公司	资生堂、强生、BOSS、妮维雅、曼秀雷敦、CD等
3	群欣塑胶软管股份有限公司	联合利华、雅芳、玫琳凯、自然美、强生、妮维雅、MOLTOBEVE、托普等
4	上海万臣包装有限公司	玫琳凯、丝宝、欧莱雅、雅诗兰黛、迪奥等
5	烟台西蒙西包装有限公司	东阳之花、欧莱雅、索芙特、联合利华、雅倩、AVON、高丝等

资料来源：公司数据

我们将通产丽星与欧洲第一大化妆品及消费品包装公司英国雷盛德奎公司做简单比较。2009年，雷盛德奎年销售额48亿欧元，净利润2亿欧元。通产丽星2009年收入5.9亿元人民币，净利润0.68亿元。我们可以看到之间的巨大差距。作为全球第三大化妆品消费市场的龙头公司，未来的发展潜力不可限量。

盈利分析

产能提升推动公司业绩增长

按照公司募投项目依次达产情况，公司未来三年内软管、注塑和吹塑产品的产能增速将达 25%。此外，公司计划在江苏投资设立合资企业——苏州通产丽星包装科技有限公司，将进一步扩大公司规模，并推动公司产业链的延伸，为长三角客户提供更深度多服务、更优化公司产品结构。

公司 2008 年上市募集资金 3.15 亿元，募投项目已于 2009 年年底竣工，产能已于 2010 年全面释放。

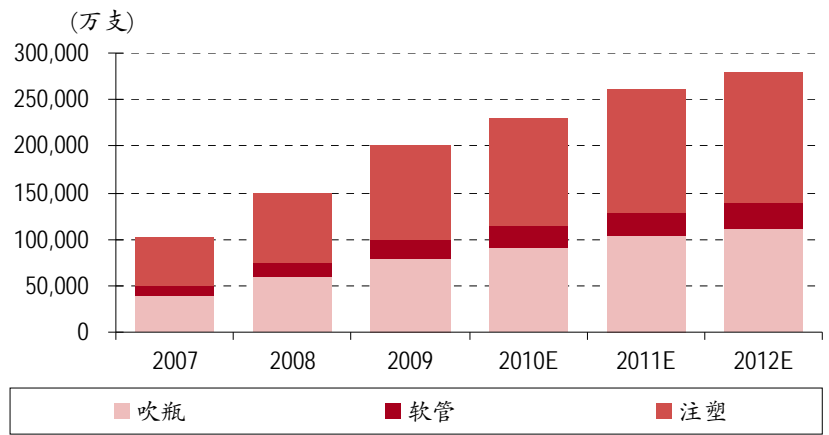
图表 21. 公司产能概况 (单位: 百万支)

产品	2008 年产能	募投产能			新增产能	2010 年产能	2011 年产能预测	2012 年产能预测
		广州丽盈	上海美盈	深圳通产丽星				
软管	338	56	88	120	264	602	722	889
注塑	586	83	50	240	373	959	1822	2205
吹瓶	173	100	55	0	155	328	410	504

资料来源: 公司数据, 中银国际研究

目前联合利华合肥工业园已经成为联合利华全球第三大生产基地。为了向联合利华提供更便捷的配套服务，通产丽星将在合肥经济技术开发区桃花工业园内投资包装及新材料基地。预计 2011 年 3 月审批完成，2012 年建成投产。我们预计 2012 年底，随着通产丽星苏州和合肥项目达产，公司总产能将增加 25%。

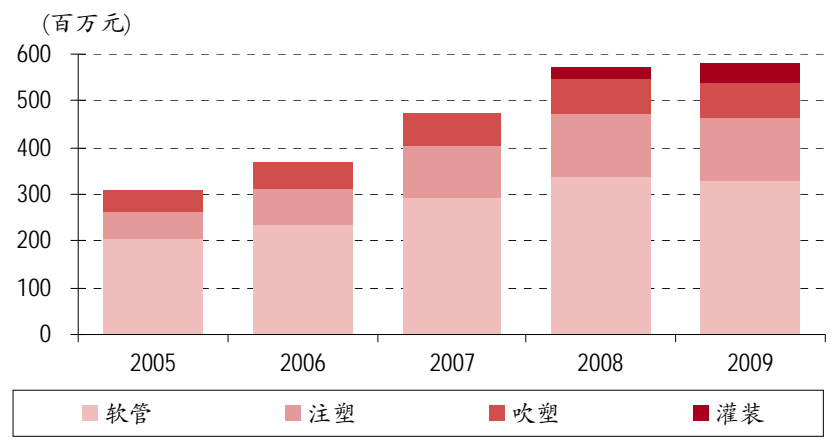
图表 22. 公司产能展望



资料来源: 公司公告, 中银国际研究

通产丽星的前五大客户全部为全球顶尖的化妆品和食品企业，并且公司已成为这些客户的全球供应商。最近3年，公司前5大客户贡献销售额约占营业总收入的50-60%。当前，宝洁、联合利华等全球知名化妆品企业国内销售收入增速达到25%或更高水平，远超过行业平均12%的增速。基于公司优质的客户资源，我们有理由对于公司未来销售收入增速持乐观态度。

图表 23. 公司产品销量明细



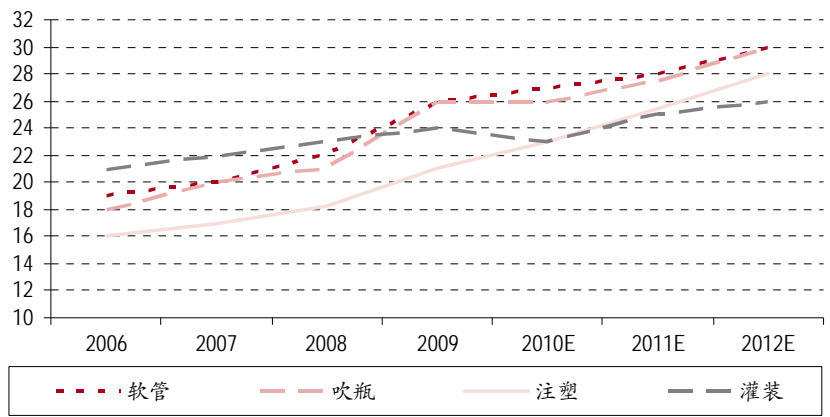
资料来源: 公司数据

目前，公司软管、注塑和吹瓶占国内市场占有率超过7%，未来市场占有率比重有望进一步提升。在扩展化妆品市场的同时，公司将逐步向食品、保健品、食品塑料、以及药品包装相关业务方面发展。目前市场上箭牌木糖醇口香糖塑料包装产品约90%是通产丽星供应。

成本分析

通产丽星的生产定价模式是成本加成，因此对上游原材料的波动有一定防御效果。我们可以看到，公司上市近3年，业绩非常稳健，基本没有受到原材料价格的波动影响。

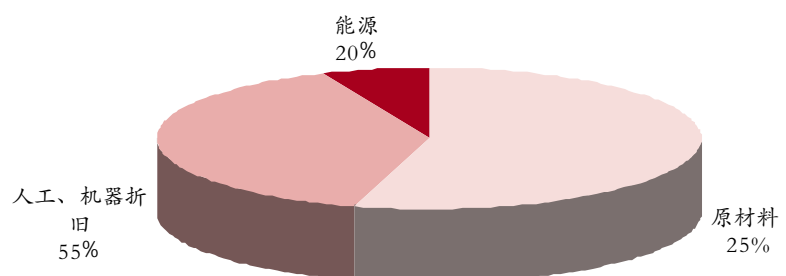
图表 24. 公司产品毛利率走势



资料来源：公司公告，中银国际研究

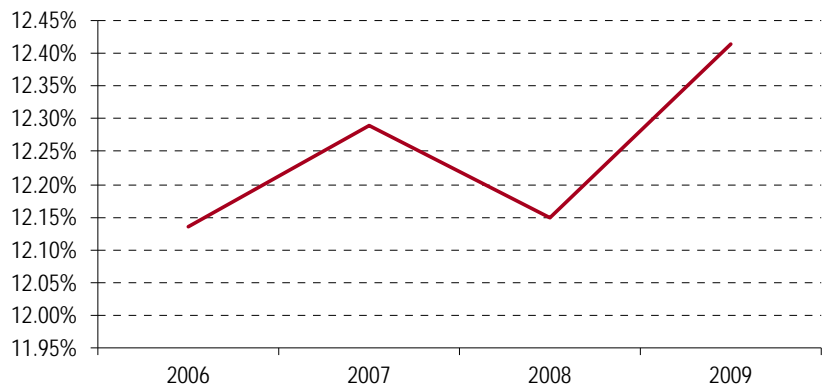
化妆品包装材料的原材料主要是PE、PP、PET等合成树脂，阻隔剂、黏合剂，油墨、光油，以及烫金纸和转印膜等。其中主要原材料包括LDPE、LLDPE、HDPE、PP，约占公司总成本23-25%。其他分别是人工、机器折旧及能源消耗。虽然未来公司的原材料成本方面有很多不确定因素，但由于公司所采用的成本加成的定价模式，我们相信公司可以确保未来毛利率的稳定增长。

图表 25. 公司成本



资料来源：公司公告，中银国际研究

另一方面，公司积极拓展上游。因为化妆品包装中需要添加一些改性塑料，公司目前在研发改性塑料，主要以自用为主，可以降低公司生产成本，并提高毛利率。同时，公司还计划开始进军塑料回收再利用领域。我们十分看好公司在成本控制方面的研发投入，并乐观估计公司未来毛利率稳步成长。

图表 26. 三项费用与主营业务占比


资料来源：公司公告，中银国际研究

长期以来，公司对期间费用有良好的管理。从公司数据我们可以看到，在毛利率稳步上升到同时，公司的三项费用与主营业务占比始终控制在 12.1% 至 12.4% 的稳定的范围内。

盈利展望

图表 27. 收入预测

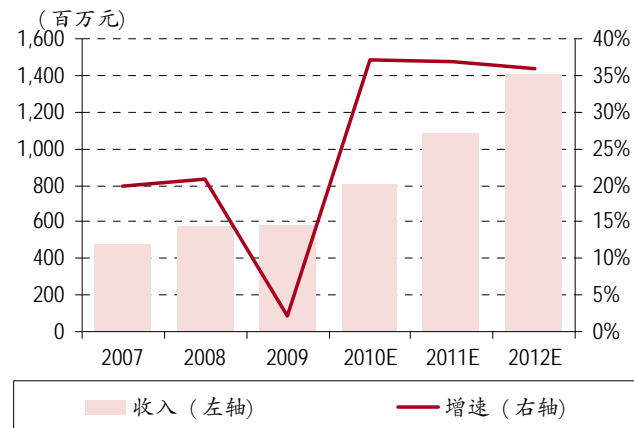
产品 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
软管	336.83	329.96	480.00	643.42	836.45
收入增长率 (%)	44.30	(2.04)	45.47	34.05	30.00
毛利率 (%)	22.06	26.00	27.00	28.00	28.00
吹瓶	75.99	73.79	110.00	144.63	195.25
收入增长率 (%)	26.86	(2.90)	49.07	31.48	35.00
毛利率 (%)	21.10	26.00	26.00	27.50	27.50
注塑	133.91	136.44	170.00	223.49	290.54
收入增长率 (%)	71.44	1.89	24.60	31.46	30.00
毛利率 (%)	18.19	21.05	23.00	25.50	25.50
灌装	24.10	37.79	52.91	58.95	73.69
收入增长率 (%)	40.00	56.80	40.00	11.43	25.00
毛利率 (%)	11.51	20.37	23.00	25.00	25.00
其他	2.92	7.71	10.79	12.05	15.06
收入增长率 (%)	50.00	164.04	40.00	11.61	25.00
毛利率 (%)	33.63	42.90	40.00	40.00	40.00
综合毛利率 (%)	20.82	24.71	25.36	28.04	28.88
收入总计	573.75	585.69	823.70	1,082.54	1,410.98

资料来源：公司数据，中银国际研究

我们认为公司的营业收入在 2010-2012 年将持续受益于下游化妆品消费品市场需求攀升，从而实现营业收入快速增长。我们预测公司 2010-2012 年将分别实现营业收入 7.6 亿元、10.8 亿元和 14.1 亿元。我们预计公司的总体毛利率将稳中有升，毛利率的略微提升主要受益于公司在软管和注塑的新产品推出。

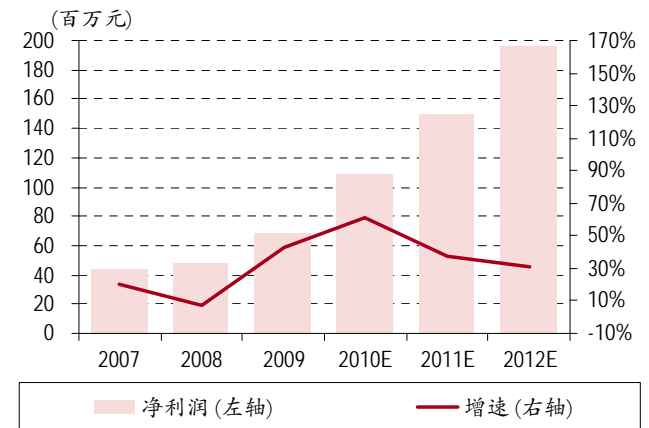
基于我们对公司未来3年三项费用的预测，我们预计公司未来3年的净利润复合增长率达33%。净利润分别达到1.09亿元、1.50亿元和1.96亿元。

图表 28. 公司营业收入增长及预测



资料来源: 公司年报及中银国际研究

图表 29. 公司净利润增长及预测

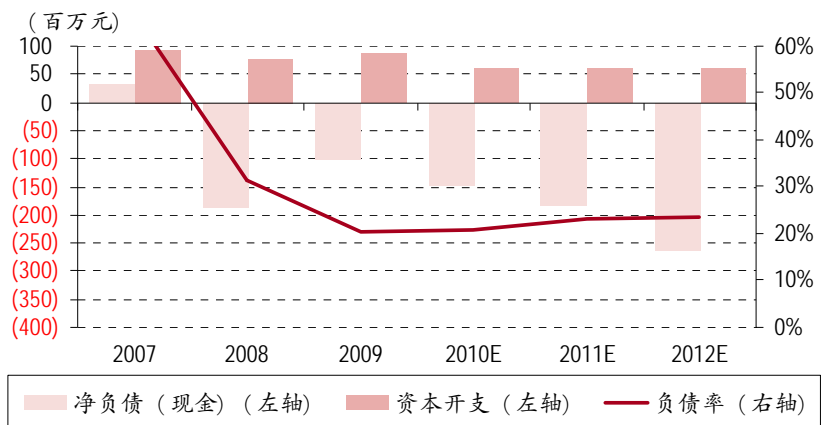


资料来源: 公司年报及中银国际研究

财务分析

由于公司产品的回款率一直较高，目前通产丽星现金流十分充沛。随着公司 IPO 募投项目的完成，公司未来三年的资本开支逐步减少，其投资主要集中在苏州、合肥项目，以及未来的华北区第四生产基地。我们预计 2010 年公司资本开支为 6,000 万元，2011 年资本开支为 5,800 万元，2012 年资本开支 5,800 万元。

图表 30. 净负债和资本支出

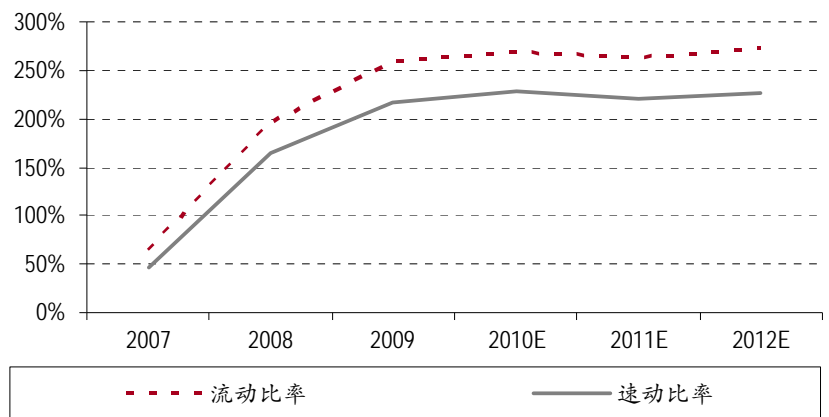


资料来源：公司公告，中银国际研究

从 2008 年上市以来，公司经营活动收入、盈利能力逐年上升，现金流十分充沛。同时公司优秀的经营管理保证了公司极好的流动比率与速度比率，确保了公司很强的偿债能力。近三年公司的速动比率（倍）分别是 1.6、2.2 和 2.3。而包装行业的合兴包装近 3 年来的速度比率为：1.38、0.81 和 1.01。永新股份近 3 年的速动比率分别是 1.64、1.80 与 1.88。

随着公司销售收入的不断增长，我们预计公司受益于规模效益的成长。我们预计未来 3 年，公司的财务指标将继续保持在一个平稳的状态中。

图表 31. 流动比率和速动比率



资料来源：公司公告，中银国际研究

风险分析

身处消费市场的前端，公司需要具备较快的市场响应机制以及勇于变革创新的精神。作为深圳国资委控股的国有企业，通产丽星的决策效率是一个值得考虑到风险。

另一方面，长期依赖于大客户、下游客户集中度过高也是公司一个潜在风险。最近3年，公司前5大客户贡献销售额约占营业总收入的50-60%。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	574	586	824	1,083	1,411
销售成本	(454)	(441)	(575)	(779)	(1,004)
经营费用	(42)	(37)	(96)	(123)	(173)
息税折旧前利润	78	108	153	180	234
折旧及摊销	(22)	(33)	(34)	(17)	(18)
经营利润(息税前利润)	55	74	119	163	216
净利息收入(费用)	(8)	(4)	(3)	(4)	(6)
其他收益/(损失)	4	2	1	1	0
税前利润	51	73	117	160	209
所得税	(4)	(5)	(8)	(10)	(13)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	47	68	109	150	196
核心净利润	43	66	108	149	196
每股收益(人民币)	0.290	0.265	0.424	0.581	0.759
核心每股收益(人民币)	0.267	0.257	0.420	0.578	0.759
每股股息(人民币)	0.112	0.077	0.070	0.070	0.070
收入增长(%)	21	2	41	31	30
息税前利润增长(%)	(1)	35	60	37	32
息税折旧前利润增长(%)	9	39	42	18	30
每股收益增长(%)	(21)	(9)	60	37	31
核心每股收益增长(%)	(29)	(4)	63	38	31

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	217	127	165	207	326
应收帐款	104	105	143	201	233
库存	68	54	70	95	123
其他流动资产	37	43	54	71	89
流动资产总计	426	329	432	575	771
固定资产	256	309	315	336	356
无形资产	14	15	34	53	72
其他长期资产	3	5	5	5	5
长期资产总计	273	328	353	394	433
总资产	699	657	785	969	1,204
应付帐款	71	57	75	101	130
短期债务	30	25	25	26	27
其他流动负债	116	45	66	90	117
流动负债总计	217	127	166	217	274
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	6	6	6	6
股本	161	258	258	258	258
储备	318	266	356	488	666
股东权益	479	524	614	746	924
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	699	657	785	969	1,204
每股帐面价值(人民币)	2.97	2.03	2.38	2.89	3.58
每股有形资产(人民币)	2.88	1.97	2.25	2.69	3.30
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.16)	(0.40)	(0.54)	(0.70)	(1.16)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	51	73	117	160	209
折旧与摊销	22	33	34	17	18
净利息费用	8	4	3	4	6
运营资本变动	(53)	1	(27)	(50)	(22)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(3)	(6)	(7)	(8)	(10)
经营活动产生的现金流	26	105	121	123	202
购买固定资产净值	(78)	(87)	(60)	(60)	(60)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(77)	(87)	(60)	(60)	(60)
净增权益	304	0	0	0	0
净增债务	(55)	(62)	0	1	1
支付股息	(18)	(18)	(20)	(18)	(18)
其他融资现金流	(3)	(24)	(3)	(4)	(6)
融资活动产生的现金流	228	(104)	(23)	(21)	(23)
现金变动	176	(86)	38	43	119
期初现金	43	216	127	165	207
公司自由现金流	(51)	23	63	65	144
权益自由现金流	(115)	(45)	58	61	137

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.5	18.4	18.6	18.7	18.6
息税前利润率(%)	9.6	12.7	14.4	15.1	15.3
税前利润率(%)	8.9	12.5	14.2	14.8	14.8
净利率(%)	8.1	11.7	13.3	13.9	13.9
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.6	2.6	2.6	2.8
利息覆盖率(倍)	6.1	14.3	14.8	14.6	14.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	2.2	2.2	2.2	2.4
估值					
市盈率(倍)	43.2	47.3	29.5	21.5	16.5
心业务市盈率(倍)	46.9	48.7	29.8	21.7	16.5
目标价对应核心业务	56.6	58.7	36.0	26.2	19.9
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.2	6.2	5.3	4.3	3.5
价格/现金流(倍)	78.2	30.8	26.8	26.2	16.0
企业价值/息税折旧前	23.6	29.1	20.2	16.9	12.5
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	48.1	50.3	39.4	38.8	39.6
应收帐款周转天数	57.7	65.2	55.1	58.1	56.2
应付帐款周转天数	47.9	40.0	29.2	29.6	29.9
回报率					
股息支付率(%)	38.5	28.9	16.5	12.0	9.2
净资产收益率(%)	15.0	13.6	19.2	22.1	23.5
资产收益率(%)	8.9	10.3	15.4	17.4	18.6
已运用资本收益率(%)	15.4	14.4	20.3	23.3	25.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

合兴包装 (002228.SZ/人民币 13.94, 未有评级)

永新股份 (002014.SZ/人民币 21.43, 未有评级)

通产丽星 (002243.SZ/人民币 12.52, 买入)

以 2011 年 1 月 25 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述
指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371