

稳定增长是主旋律

事件：公司公布 2008 年年报，报告期实现销售收入 5.74 亿元，同比增长 20.85%，利润总额 5181 万元，同比增长 10.63%，归属于母公司的净利润 4735 万元，同比增长 7.50%。实现每股收益 0.33 元（全面摊薄后为 0.29 元），分配预案为每 10 股派 1.2 元。

研究结论

- **公司未来两年仍能保持稳定增长。**通产丽星子公司广州丽盈的高档化妆品包装项目和新建化妆品灌装项目完成率都在 90% 以上，其效益将在 09 年得到释放。而上海美盈和股份公司的两项募投项目也将在 09 年底之前完工，我们预计公司 09—10 年产能扩张速度将在 20% 左右。我们认为在经历了 08 年原料价格的巨幅波动之后，09—10 年的原料市场价格将会相对平稳，公司业绩将随产能的释放而稳步提升。
- **净利润增速落后于收入增速主要是由于成本变化过快，并非经营不善。**公司 08 年主营收入为 5.74 亿元，同比增长 20.85%，高于净利润 7.5% 的增速。其主要原因是 2008 年公司原材料价格变动过于迅速，而公司合同定价具有一定的滞后性，这导致合同提价未能完全覆盖成本的增加，我们相信 09—10 年原材料价格剧烈波动的风险将大大降低。
- **研发费用增速远大于营业收入增速，公司技术领跑的格局仍将维持。**通产丽星 08 年研发投入为 3223.1 万元，同比增幅 93.74%，远高于营业收入 20.85% 的增速。由于公司的主要客户均为国际化妆品巨头或国际知名公司，自身较强的研发实力是公司面对客户的有效砝码之一，公司高额的研发费用有利于公司的长期发展。
- **公司 09 年经营计划相对保守。**通产丽星将 09 年定位为“管理年”、“提升年”，并在 09 年的经营计划中将内部经营目标定为实现营业收入 6.5 亿元，利润总额 5280 元，净利润 4980 元。我们认为该目标相对保守，鉴于我们对化妆品行业的增速不会放缓的预期，以及公司产能的迅速增长，我们认为公司 09 年的业绩可能会好于预期。
- **维持增持投资评级：**化妆品包装行业具有一定的抗周期性，我们认为公司仍将保持稳定的增长态势。我们维持公司 09—10 年 EPS0.36，0.42 元的预测，维持公司增持的投资评级



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

庄琰

化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶

石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 买入 **增持** 中性 减持（维持）

股价（2009 年 3 月 20 日） 8.95 元

目标价格（6 个月） 9 元

总股本/A 股（万股） 16129.31

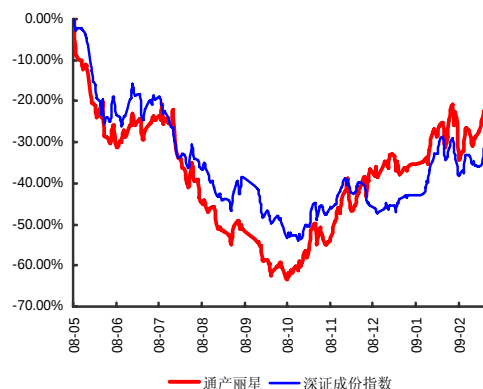
A 股市值（百万元） 1443.57

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2009 年 3 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	10.08%	46.97%	-21.49%
相对表现 (%)	4.80%	25.04%	8.28%

资料来源：WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008A	2009E	2010E
营业收入	475	574	660	792
同比(%)	28%	21%	15%	20%
归属母公司净利润	44	47	58	68
同比(%)	34%	7%	21%	17%
毛利率(%)	22.6%	20.8%	21.5%	21.5%
ROE(%)	30.6%	9.6%	10.5%	11.0%
每股收益(元)	0.27	0.29	0.36	0.42
P/E	27.24	25.34	20.80	17.73
P/B	8.32	2.44	2.19	1.95

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

表. 公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	185	426	378	474	营业收入	475	574	660	792
现金	43	217	170	228	营业成本	367	454	518	622
应收账款	73	98	118	138	营业税金及附加	1	2	1	2
其它应收款	5	6	8	9	营业费用	18	23	22	29
预付账款	12	37	15	18	管理费用	33	39	40	51
存货	52	68	66	80	财务费用	7	7	-1	-1
其他	0	1	0	0	资产减值损失	2	1	3	4
非流动资产	250	273	328	322	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	234	256	311	305	营业利润	46	47	77	90
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	1	5	0	0
其他	2	4	3	4	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	435	699	705	796	利润总额	47	52	77	90
流动负债	287	217	155	179	所得税	3	4	19	23
短期借款	75	30	0	0	净利润	44	47	58	68
应付账款	74	70	95	115	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	138	118	60	64	归属于母公司净利润	44	47	58	68
非流动负债	3	3	0	0	EBITDA	53	72	100	115
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.29	0.36	0.42
其他	3	3	0	0	主要财务比率				
负债合计	290	220	155	179	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	1	1	1	1	成长能力				
股本	121	161	161	161	营业收入	27.8%	20.9%	15.0%	20.0%
资本公积	0	257	259	259	营业利润	33.4%	2.8%	20.5%	17.4%
留存收益	23	71	129	196	归属于母公司净利润	34.5%	7.5%	21.1%	17.4%
归属母公司股东权益	144	479	549	617	获利能力				
负债和股东权益	435	699	705	796	毛利率	22.6%	20.8%	21.5%	21.5%
现金流量表					净利率	9.3%	8.3%	8.7%	8.5%
单位:百万元					ROE	30.6%	9.6%	10.5%	11.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	25.4%	12.7%	14.0%	15.9%
经营活动现金流	55	26	66	75	偿债能力				
净利润	44	47	58	68	资产负债率	66.7%	22.4%	22.0%	22.5%
折旧摊销	0	23	24	26	净负债比率				
财务费用	7	8	-1	-1	流动比率	0.65	2.13	2.43	2.65
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.46	1.75	2.00	2.20
营运资金变动	0	311	-15	-17	营运能力				
其它	4	-363	-0	0	总资产周转率	1.26	1.07	0.99	1.06
投资活动现金流	-93	-77	-20	-20	应收账款周转率	6	7	6	6
资本支出	93	78	20	20	应付账款周转率	5.95	5.88	5.90	5.92
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.27	0.29	0.36	0.42
筹资活动现金流	45	228	-1	2	每股经营现金流	0.34	-0.27	0.41	0.47
短期借款	45	-150	0	0	每股净资产	0.89	3.04	3.40	3.82
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	51	41	0	0	P/E	27.24	25.34	20.80	17.73
资本公积增加	-8	259	0	0	P/B	8.32	2.44	2.19	1.95
其他	-43	78	-1	2	EV/EBITDA	23	17	12	11
现金净增加额	6	174	44	57					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

王晶：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 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在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn