

防伪瓶盖龙头企业，随消费行业稳定增长

丽鹏股份（002374）

定价区间：16.2-24.3 元

新股分析报告

2010 年 3 月 3 日 星期三

农林牧副渔小组

李臣燕

010-59707122

licy_777@126.com

农林牧副渔

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	4000
本次发行股数(万股)	1350
发行后总股本(万股)	5350

财务指标

每股收益	0.70
每股净资产	4.39
净资产收益率	17.05%
资产负债率	43.64%

申购要点

- ❑ **防伪瓶盖龙头企业：**公司是国内最大的铝板复合型防伪印刷和铝防伪瓶盖生产企业，产销规模已连续十年居同行业第一。是目前国内唯一拥有从铝板复合型防伪印刷、瓶盖制造、制盖机械及模具制造到产品技术研发和售后服务完整业务体系的企业。2007 年 10 月被中国企业发展监督委员会和中国质量管理体系认证中心评为“中国瓶盖十强企业”，是中国防伪瓶盖行业标准的主要起草单位。
- ❑ **行业特点：**我国铝防伪瓶盖目前主要应用于白酒、保健酒等产品包装，从国外的应用情况来看，铝防伪瓶盖已广泛应用于啤酒、葡萄酒、饮料等领域。随着人民生活水平及消费需求的提高，瓶盖的使用量也将不断增长。未来的需求空间广阔。
- ❑ **核心竞争优势：**公司业务涵盖了防伪瓶盖制造领域的各个业务环节，能够充分发挥从设计制版、复合型防伪印刷、模具制造、瓶盖加工一条龙服务的优势，快速、高效地为下游客户提供“一站式”服务，特别是在新产品设计制作、突发订单生产等方面发挥了其他企业无法比拟的优势。同时公司在行业中具有较强的技术创新优势。
- ❑ **定价区间与申购建议：**我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 4327 万、4753 万和 5032 万，其 CARG 为 5.16%，摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.81、0.89 和 0.94。综合市场可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 20-30 倍，对应的询价区间为 16.2-24.3 元之间。

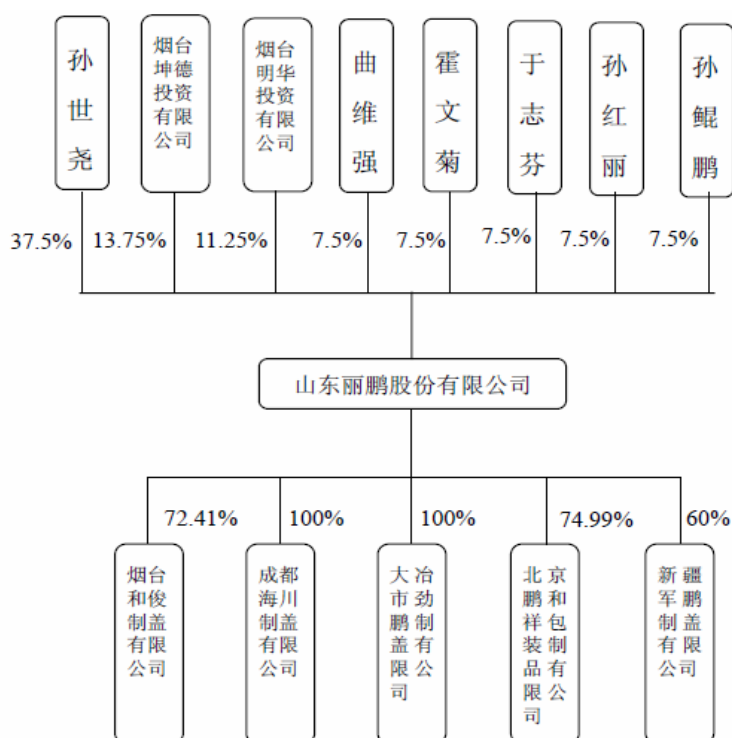
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司是国内最大的铝板复合型防伪印刷和铝防伪瓶盖生产企业。公司 IPO 前股本 4000 万股，此次拟发行 1350 万股，上市后总股本 5350 万股。

公司 IPO 前的控股股东为孙世尧先生，直接持有发行人 1,500 万股股份，占发行人总股本的比例为 37.50%。公司实际控制人为孙世尧家族，共计持有发行人 2,700 万股股份，占发行人总股本的比例为 67.5%。本次公开发行 1350 万股后，孙世尧家族间接持有本公司 50.47% 的股份，仍具有公司实际控制权。

图 1: IPO 前丽鹏股份股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司的主营业务是防伪瓶盖和复合型防伪印刷铝板的生产和销售。

自设立以来，产销规模已连续十年占据同行业第一的位置。按照中国包装联合会金属容器委员会所统计的 2007 年全国 110 亿只铝防伪瓶盖产量计算，2007 年公司的产量占国内总产量的 6.79% 左右。根据中国包装联合会行业工作部《铝防伪瓶盖涂料印刷的现状和发展》，公司涂印成品市场占有率达 30% 左右。

截至目前，公司各类产品已销往全国二十八个省、自治区和直辖市，

下游酿酒行业客户达 130 余家，包括“北京红星、牛栏山”、“新疆伊力特”、“四川剑南春”、“泸州老窖”、“烟台张裕”、“广东蓝带啤酒”、“青岛啤酒”等几十家品牌酒。目前，公司铝防伪瓶盖已在国内同类产品市场中占据第一，并进入俄罗斯、东南亚、澳大利亚、非洲、南北美洲等海外市场。

2、行业背景

2.1 随国民经济增长不断扩大的市场发展空间

我国铝防伪瓶盖制造业发展时间较短，目前主要应用于白酒、保健酒等产品包装，从国外的应用情况来看，铝防伪瓶盖已广泛应用于啤酒、葡萄酒、饮料等领域，还可应用于医药、化妆品等领域的产品包装，下游市场空间广阔。随着人民生活水平及消费需求的提高，瓶盖的使用量也将不断增长。因此可以预计，铝防伪瓶盖在我国未来的需求空间十分广阔，也有利于铝防伪瓶盖制造业的持续发展。

2.2 铝防伪瓶盖的应用将是主流

我国酿酒行业包装用防伪瓶盖主要包括铝防伪瓶盖和组合式防伪瓶盖，从使用数量情况来看，其中约有 50% 的酒瓶使用铝防伪瓶盖，近年来，我国铝防伪瓶盖每年均以超过 10% 的速度增长，预计到 2010 年，我国市场约需铝防伪瓶盖 150 亿只。组合式防伪瓶盖可分为铝塑组合式防伪瓶盖和塑料组合式防伪瓶盖，是一种由铝板涂覆品与塑料件组合或各种塑料件组合，经开启使用后，不能再复原的瓶盖，组合式防伪瓶盖的特点是具有防倒灌功能，但其制造主要靠人工组装，不适合工业化大生产，下游用户难以进行自动化流水线包装，可回收性差。从未来发展趋势来看，铝防伪瓶盖的应用将是主流。

3、公司竞争力分析

3.1 一条龙服务优势

公司业务涵盖了防伪瓶盖制造领域的各个业务环节，已形成制盖行业中完整的业务体系，能够充分发挥从设计制版、复合型防伪印刷、模具制造、瓶盖加工一条龙服务的优势，快速、高效地为下游客户提供“一站式”服务，特别是在新产品设计制作、突发订单生产等方面发挥了其他企业无法比拟的优势。同时品种齐全，能满足客户对不同防伪瓶盖的需求。

3.2 技术装备和技术创新优势

公司拥有国际、国内同行业最先进的生产设备。实现了大面积精印，印刷水平与国外同行基本相当，部分高端产品的印刷质量甚至优于国外产品。在瓶盖冲制环节，公司拥有国内外同行业中自动化程度最高的铝防伪瓶盖生产线。2007 年，公司建成了国内唯一一家 30 万级净化标准的铝防伪瓶盖加工车间，用医药包装的标准生产瓶盖，这不仅提高了瓶盖的档次，还极大提高了产品在国际市场的竞争力。

公司围绕着瓶盖生产过程所涉及的各个技术环节，进行了不断的改进与革新。公司自主研发的十头全自动瓶盖生产线、全自动五头滚花机、全自动、半自动三头滚轧机、自动双头加垫机、铣字机、自动抹油机、数控冲床等设备具有生产自动化程度高、操作简便、安全可靠、维修方便、废品率低等特点，达到同行业先进水平。

3.3 市场开拓优势

公司依托强大的业务体系后盾，在传统直销的基础上，以“零距离服务、就近服务”的理念，进一步发展了在“北京红星、牛栏山”、“四川剑南春、全兴、泸州老窖、沱牌、丰谷”、“湖北劲酒、枝江大曲”等大客户所在地设厂的经营模式，形成了以点代面的区域市场开拓体系。

同时，公司充分发挥所形成的技术优势积极开发国际市场，公司出口业务逐年上升，公司的复合型防伪印刷铝板和防伪瓶盖已进入俄罗斯、东南亚、中亚、澳大利亚、非洲、南北美洲等海外市场。

另外，公司密切关注铝防伪瓶盖在国外发达国家啤酒、葡萄酒等传统包装领域的应用与发展趋势，积极推动铝防伪瓶盖在我国相关领域的市场开拓。目前，公司已成功开发多家啤酒业客户，国内葡萄酒名牌之一的“烟台张裕”也已开始试用铝防伪瓶盖包装。

4、公司财务分析

复合型防伪印刷铝板、防伪瓶盖及相关业务是公司营业收入的主要来源，2007 年、2008 年和 2009 年主营业务收入占营业收入的比例分别为 95.53%、98.27%和 97.71%，主营业务十分突出。

公司主营业务收入不断增长，2007 年、2008 年和 2009 年分别较上年增长了 22.88%、9.61%和 3.07%。2007 年至 2009 年，净利润分别为 2,610.75 万元、2,889.58 万元和 3,351.27 万元，分别较上年同期增长 10.68%和 15.98%，净利润持续稳定增长。公司的毛利率水平维持在 20%左右，销售净利率在 10%左右，体现出行业的毛利率和销售净利率较为稳定的特征。

公司所处行业受下游消费类行业需求影响较大，而消费类行业由于其行业特征，防御性较强，但增长平稳。因此公司的业绩增长也表现得较为平稳，爆发式的增长往往来源于生产规模的迅速扩张。公司的业绩数据正体现了这一特点。在生产规模一定的情况下，利润的提高则主要来源于生产成本的降低和对三费的控制，公司对成本的控制较好，但从内部挖潜是有限的，公司的利润增长从长期来看将呈现稳定增长的态势。

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 47.13%、48.99%和 43.64%，资产负债结构保持较为稳定，但是债务结构不尽合理，负债均为流动负债，使得公司的短期偿债压力较大。

表 1：公司其他财务指标

其他财务指标	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.19	1.19	1.26
速动比率	0.74	0.77	0.67
应收账款周转率	7.04	8.15	6.93
存货周转率	3.56	3.47	3.26
资产负债率（母公司）	47.02%	49.13%	46.09%
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	6,247.27	5,098.67	4,546.38
利息保障倍数	7.21	5.31	8.01
每股经营活动的现金流量（元）	1.09	1.22	0.33
每股净现金流量（元）	-0.43	1.03	0.06
基本每股收益（元/股）	0.71	0.65	0.70
加权平均净资产收益率	17.69%	19.40%	25.52%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 原材料价格波动风险

公司生产所需主要原材料为铝板、涂料、油墨和塑料等。铝作为基础原材料，价格随宏观经济波动呈现出相应的周期性变动规律。公司利润对原材料的价格敏感度高，若上述原材料的价格出现较大波动，将对公司的生产经营产生较大影响，从而显著影响公司盈利水平和经营业绩。

5.2 汇率变动风险

人民币汇率形成机制改革后，人民币总体呈升值趋势，对国内企业产品出口造成一定的影响。随着公司出口业务规模的不断扩大，公司面临着汇率变动及人民币升值的风险。

5.3 税率和政府补贴变化的风险

公司控股子公司烟台和俊和北京鹏和祥分别自 2004 年和 2006 年开始享受所得税“两免三减半”的税收优惠政策，在享受所得税优惠政策期满后，所得税执行税率变化将对公司净利润产生一定的影响。

近年来我国对出口商品的退税率进行多次调整，目前公司出口产品中复合型防伪印刷铝板出口退税率为 13%，铝防伪瓶盖出口退税率为 13%，组合式防伪瓶盖出口退税率为 13%，设备出口退税率为 17%，模具出口退税率为 15%。随着公司产品出口业务的不断增长，如果国家对出口商品的退税率进一步调整，将一定程度上影响本公司经营业绩。

公司除享受上述税收优惠政策外，在技术改造、技术研发、环境保护等方面获得了一定的政府补贴，未来该等政府补贴政策的变化也将对公司的净利润造成影响。

6、募集资金投向

本次 IPO 计划发行 1,350 万股,募集资金拟以轻重缓急顺序投资于“铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目”和增资大冶劲鹏实施“年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目”两个项目,项目总投资额 15,800 万元。

表 2: 募集资金投向

项目名称	项目总投资	占募投资金比	建设期	项目达产后预计新增收入
铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目	11,800	13.7%	1 年	7710 万元
年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目	4,000	16.1%	1 年	4800 万元
合计	15,800	100%		12510 万元

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

铝板复合型防伪印刷及制盖生产线项目建设期为一年,税后投资回收期为 6.3 年(含 1 年建设期),内部收益率为 15.5%。预计资金投入后第二年达到设计生产能力。项目达产后预计年新增销售收入 7,710 万元,利润总额 2,000 万元。

年产 3 亿只高档铝防伪瓶盖生产线技术改造项目建设期为一年,税后投资回收期为 5.4 年(含建设期),内部收益率 21%。预计资金投入后第二年达到设计生产能力。项目达产后预计年新增销售收入 4,800 万元,利润总额 920 万元。

产能扩张的内在需求: 公司现有的生产能力已成为目前制约公司发展的主要瓶颈。本次募集资金投资项目的实施将有利于公司有效缓解公司产能不足的问题,为进一步满足不断增长的市场需求创造有利条件。

下游市场扩大的拉动需求: 经过市场进一步规范和整合后,我国白酒产量自 2005 年起逐步进入稳步上升的趋势。2006 年、2007 年和 2008 年,我国白酒产量分别比上年增长 15.66%、22.02% 和 15.47%。根据中国酿酒工业协会《调整白酒产业政策的研究》,在今后 5~10 年内,我国白酒年总产量以 5~10% 的幅度递增,年销售额以 10~20% 幅度递增。

在我国,铝防伪瓶盖在啤酒、葡萄酒等领域的应用尚处于起步阶段。按照我国现有的啤酒产销规模,每年需求的封装瓶盖数量约为 500 亿只左右,随着在啤酒行业的逐步应用,铝防伪瓶盖将面临着更为巨大的市场空间。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、不考虑募投项目的影响，公司原有生产能力每年实现销售收入 4% 的增长；2、募投项目投产后 2010 年新增销售收入 8000 万元，2011 和 2012 年每年新增 1 亿元；3、公司综合企业所得税率以 25% 计算；4、上市后财务费用率首先大幅下降，随后略有上升，管理费用率和销售费用率首先缓慢上升、随后正常上升。

表 3：丽鹏股份盈利预测

项 目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	277,000,292.51	295,140,719.90	305,948,681.20	398,186,628.45	514,114,093.59	634,678,657.33
其中：营业收入	277,000,292.51	295,140,719.90	305,948,681.20	398,186,628.45	514,114,093.59	634,678,657.33
二、营业总成本	244,843,017.14	262,492,346.22	262,759,924.41	341,845,940.58	452,192,174.17	569,037,398.31
其中：营业成本	221,744,236.91	232,387,308.41	229,988,789.45	310,585,570.19	406,150,133.93	507,742,925.86
营业税金及附加	813,875.12	1,239,185.69	1,633,830.64	1,990,933.14	2,570,570.47	3,173,393.29
销售费用	4,573,163.95	7,580,516.31	8,794,130.45	9,954,665.71	12,852,852.34	19,040,359.72
管理费用	11,969,181.59	12,655,272.20	14,819,292.13	15,927,465.14	25,705,704.68	31,733,932.87
财务费用	4,911,215.11	8,274,819.23	6,896,939.61	2,787,306.40	4,112,912.75	6,346,786.57
资产减值损失	831,344.46	355,244.38	626,942.13	600,000.00	800,000.00	1,000,000.00
加：投资收益	80,784.00	110,880.00	104,035.98	150,000.00	250,000.00	250,000.00
三、营业利润	32,238,059.37	32,759,253.68	43,292,792.77	56,490,687.87	62,171,919.42	65,891,259.02
加：营业外收入	918,641.27	908,757.81	1,635,898.99	1,500,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
减：营业外支出	138,833.39	326,995.22	247,354.62	300,000.00	300,000.00	300,000.00
四、利润总额	33,017,867.25	33,341,016.27	44,681,337.14	57,690,687.87	63,371,919.42	67,091,259.02
减：所得税费用	6,910,364.28	4,445,235.44	11,168,631.09	14,422,671.97	15,842,979.85	16,772,814.75
五、净利润	26,107,502.97	28,895,780.83	33,512,706.05	43,268,015.90	47,528,939.56	50,318,444.26
总股本	40,000,000.00	40,000,000.00	40,000,000.00	53,500,000.00	53,500,000.00	53,500,000.00
稀释每股收益	0.7	0.65	0.71	0.81	0.89	0.94

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司为传统工业产品生产商，产品毛利率和销售净利率不高，但相对稳定，基于公司募投将使产能扩大和行业第一的市场地位的考虑，我们认为公司的销售收入在募投项目投产的一两年内，将会有较大的提高，随之进入稳定增长期，考虑到公司销售净利率较为稳定，利润将随着营业收入同步增长。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 20-30 倍，对应的询价区间为 16.2-24.3 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧副渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9 年证券从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122