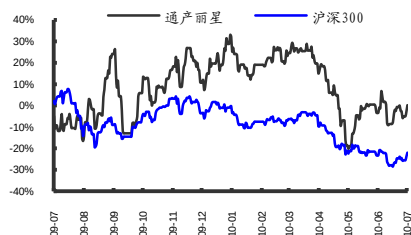


通产丽星（002243）调研报告：站在化妆品国际巨人肩膀上的隐形消费冠军

新消费专题研究报告

首次评级：买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
通产丽星	3.7	-13.7	0.1
沪深 300	1.7	-13.6	-22.1

市场数据 2010.7.20

当前价格（元）	10.37
52 周价格区间（元）	8.05-22
总市值（百万）	2676.18
流通市值（百万）	1089.78
总股本（万股）	25806.90
流通股（万股）	10508.94
日均成交额（百万）	68.60
近一月换手（%）	25.87

新型消费研究小组

联系人：鄢祝兵

证书编号：S0350210050001

电话：0755-83704850

邮件：yanzb@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **通产丽星是国内化妆品塑料包装行业龙头企业。**公司致力于高档化妆品塑料包装的生产、销售以及配套模具的研究和生产。公司与包括宝洁、联合利华、欧莱雅、箭牌等在内的国际著名化妆品及食品巨头建立了长期、稳定的合作关系，目前成为国内化妆品塑料包装细分子行业的绝对龙头。
- **中国化妆品塑料包装行业发展潜力巨大。**伴随着中国化妆品行业以及包装行业的迅速发展，同时未来化妆品包装材料“以塑代玻”趋势不断确立，中国化妆品包装行业正以远高于GDP的增速迅速增长，预计到2012年化妆品塑料包装行业市场规模将超过160亿元，根据迪赛顾问预测，未来五年内我国化妆品塑料包装行业的年均需求增速将超过15%。
- **化妆品塑料包装行业产业链价值集中于产品设计与渠道服务两端。**化妆品塑料包装行业已由发展初期仅仅依靠产量和价格优势来取胜的模式，向综合配套服务模式转变。**化妆品包装行业竞争格局为外资占据高端，内资龙头份额逐步提高。**国际化妆品塑料包装巨头目标主要定位于全球高端市场，内资企业主要定位于国内市场，未来内资龙头企业市场份额有望逐步提升。
- **公司核心竞争力集中体现在技术研发和一体化营销服务模式。**作为包装一体化服务供应商，公司兼具传统生产商、模具设计及制造商、罐装厂商的特点，从降低成本与提高效率两方面为客户提供包装产品与服务，绑定客户的同时拉动自身业务快速增长。
- **“募投项目+新建项目+毛利率稳定”带来公司稳健持续增长。**我们预测公司2010年——2012年EPS分别为0.40元、0.51元、0.64元，公司在2010年至2012年三年内保持年均30%以上的净利润增速，公司作为致力于国际化妆品巨头提供贴身式服务的包装企业，具消费股特征，公司属于攻防兼备的良好投资品种，我们首次给予公司“买入”的投资评级。

预测指标	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	586	815	1,004	1,278
营业利润（百万元）	69	106	138	173
净利润（百万元）	68	102	132	165
摊薄每股收益（元）	0.26	0.40	0.51	0.64
摊薄每股净资产（元）	2.03	2.31	2.67	3.11
加权平均 ROE（%）	12.9%	17.1%	19.2%	20.5%

通产丽星是国内化妆品塑料包装行业龙头企业

公司专注于国内化妆品塑料包装，发展思路清晰

通产丽星主营业务是化妆品塑料包装制造。公司主营业务包括软管、吹塑、注塑三大类，其中，软管为主打产品。公司多年来致力于高档化妆品塑料包装的生产、销售以及配套模具的研究和生产。作为全国第一家设备最先进、产品质量最好的五层复合塑料软管生产企业，公司核心产品化妆品塑料复合软管的产量及市场占有率位居全国同类产品生产企业前列，目前已成为化妆品塑料包装细分行业的龙头之一。

公司与包括宝洁、联合利华、欧莱雅等在内的国际著名化妆品及食品生产厂商建立了长期、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”，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。

图1 公司的主要软管产品类型



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 2 公司的主要注塑产品类型



资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 3 公司的主要吹塑产品类型



资料来源：公司资料 国海证券研究所

表 1 公司的主要产品细目

产品大类	产品	主要细目
软管	化妆品复合软管包装	精华素、护发素、眼霜、防晒霜、清洁及润肤奶液等
注塑	硬质罐体、软管和吹塑的包装瓶	面霜、高档化妆品、唇膏、粉饼等
吹塑	日化产品瓶体	沐浴露、洗发水、口香糖、食品等

资料来源：公司公告 国海证券研究所

公司目前上海、广州、深圳三地均有生产基地（其中，在苏州吴江和安徽即将建成新的生产基地），目前公司在国内的市场占有率在 7% 左右。目前，公司旗下共有 6 家子公司，其中，上海通产丽星和广州丽盈构成公司除本部外的重要的利润来源。

表 2 公司主要控股子公司基本情况

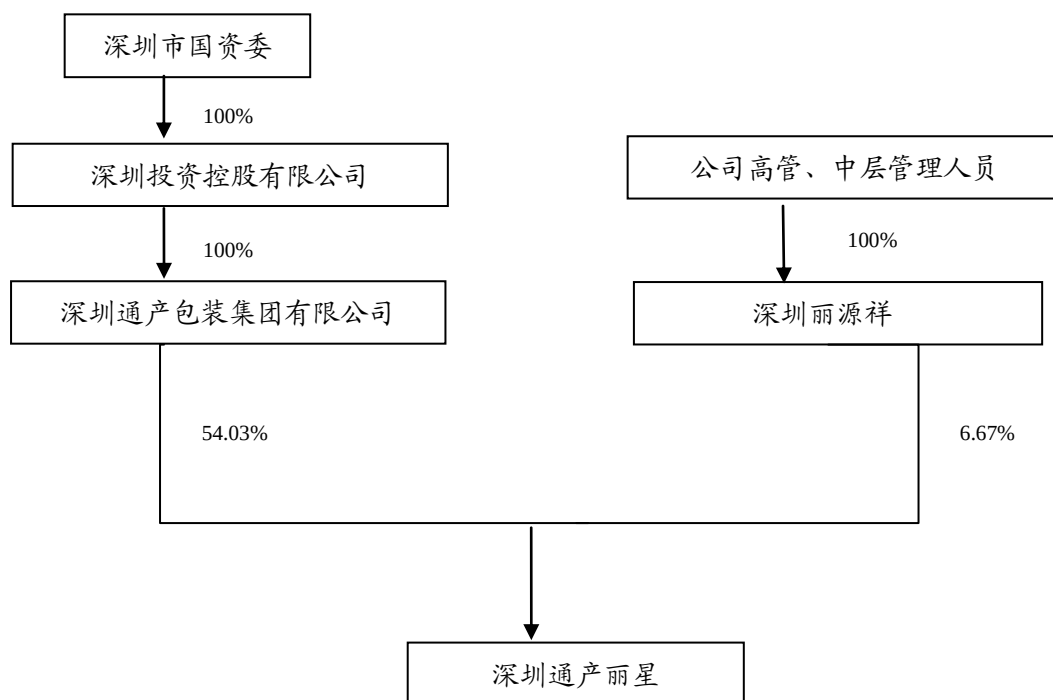
控股公司名称	注册资本	持股比例	参控股公司净利润	经营范围
上海美星	35 万美元	75%		生产高阻隔塑料容器、塑料制品；包装装潢印刷，销售自产产品
上海通产丽星	6520 万元	100%	1363.38 万元	
广州丽盈	2074.48 万美元	100%	762.66 万元	生产塑料容器、塑料制品、化妆品灌装、销售自产产品
深圳市丰达	50 万元	75%		塑料容器、模具、塑料机械的技术开发，销售
深圳丽彩	550 万元	100%		塑料制品真空镀膜件的科技开发、生产、销售，货物及技术进出口
香港丽通	2150 万港元	100%		销售塑料原料，塑料制品，塑料机械，印刷材料，日用化学品材料

资料来源：国海证券研究所

深圳国资委控股+管理层持股有利于公司长期发展

公司前身丽星丰达塑料有限公司成立于1995年7月，是一家日资经营企业，公司第一大股东深圳石化工业集团股份有限公司持股70%。2005年2月，经过两次增资，三次股权转让，公司第一大股东变更为深圳国企通产实业有限公司。2007年4月，经深圳国资委批准，公司以通产实业、丽源祥、中科宏易作为发起人，整体变更为股份有限公司。2008年5月，公司成功上市，目前公司第一大股东为深圳市通产包装集团有限公司（占比达到54.03%），第二大股东为深圳市丽源祥工贸有限公司（丽源祥工贸有限公司主要由自然人股东组成，其中主要为高管、中层管理人员和主要技术人员，目前占比达到6.67%）。第三大股东为中科宏易创投有限公司（占比达到1.89%）。

图 4 公司股权结构图



资料来源：公司资料 国海证券研究所

公司控股股东通产包装集团有限公司雄厚的实力以及公司管理层间接持股形成长效的激励制度，形成了公司独特的制度优势，有利于公司长期的发展。

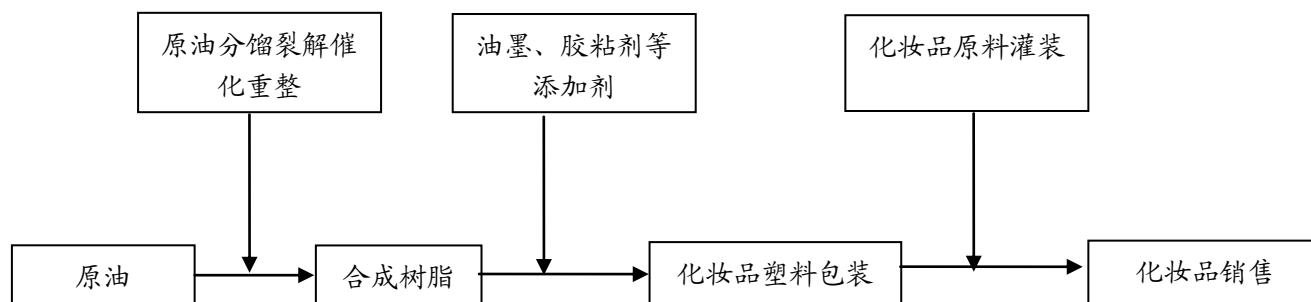
国内化妆品塑料包装行业发展潜力巨大

化妆品塑料包装为化妆品行业重要的配套产业

公司所处的细分行业为塑料制品业中的化妆品塑料包装行业。化妆品塑料包装行业既是化妆品行业重要的配套产业，又是包装行业的重要

要组成部分。化妆品塑料包装行业的主要业务是采用吹塑或注塑工艺生产盛装化妆品，以方便储存、运输等用途的塑料包装箱及塑料容器制品。化妆品包装行业上游主要是合成树脂、油墨、粘合剂等化工原材料，下游为化妆品行业。

图 5 化妆品塑料包装行业产业链图



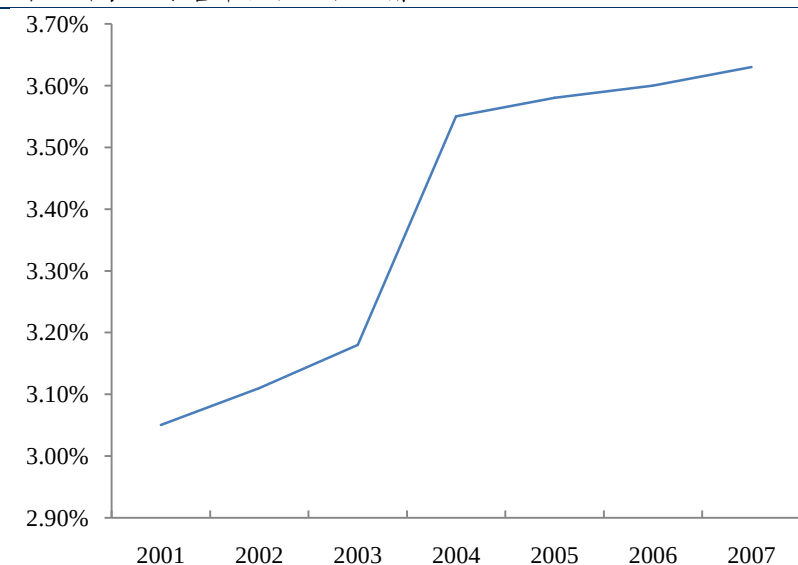
资料来源：公司资料 国海证券研究所

化妆品行业的快速发展带动化妆品包装的迅速发展

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，我们发现在人均 GNI 达到 3000 美元之后，居民消费率呈现上升趋势。1978 年我国人均 GNI 只有 190 美元，2001 年突破 1000 美元，2007 年又迈上新的台阶，达到 2360 美元，比 1978 年增长了 11 倍，2007 年相当于世界平均水平的 29.7%，比 1978 年提高了 19.6 个百分点。2008 年我国人均 GNI 达到了 2940 美元，已经接近了 3000 美元的临界点。从欧元区、日本、韩国、巴西等国家和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逐步上升。

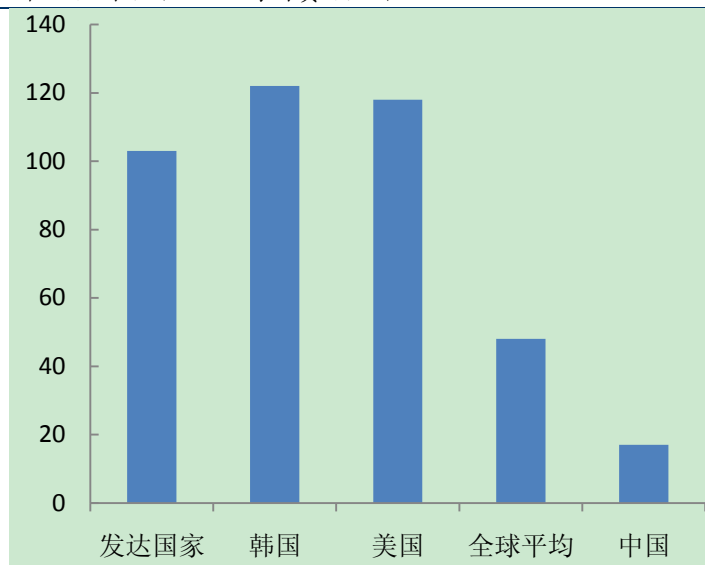
通过 2001-2007 年国内化妆品在非零售食品中销售占比中我们可以看出，随着销售水平提高，化妆品的销售比重逐步提升。此外，我们通过比较中国与国外人均化妆品销售额中可以看出，我国化妆品人均销售额与欧美、日韩等发达国家存在较大差异，未来提升空间巨大。

图 6 非食品零售中化妆品占比情况



资料来源：国海证券研究所

图 7 全球化妆品人均消费额比较

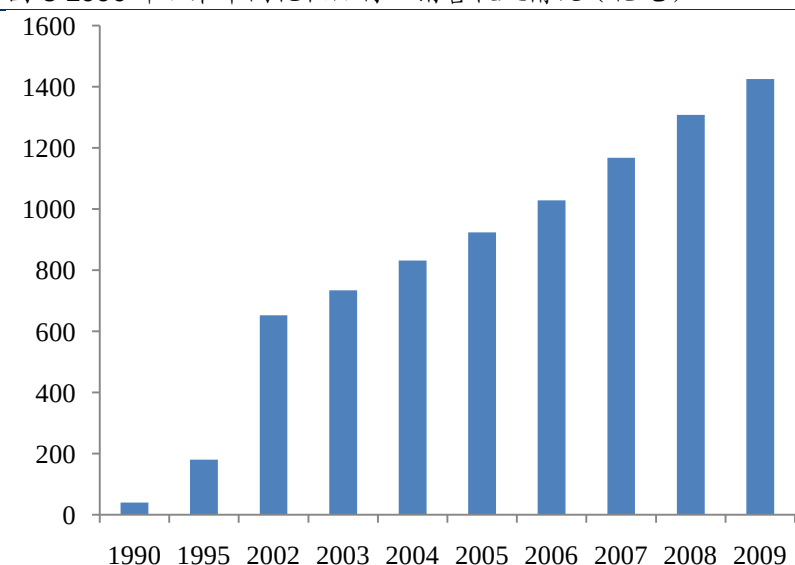


资料来源：国海证券研究所

国内化妆品行业未来需求增速有望保持在 12% 左右

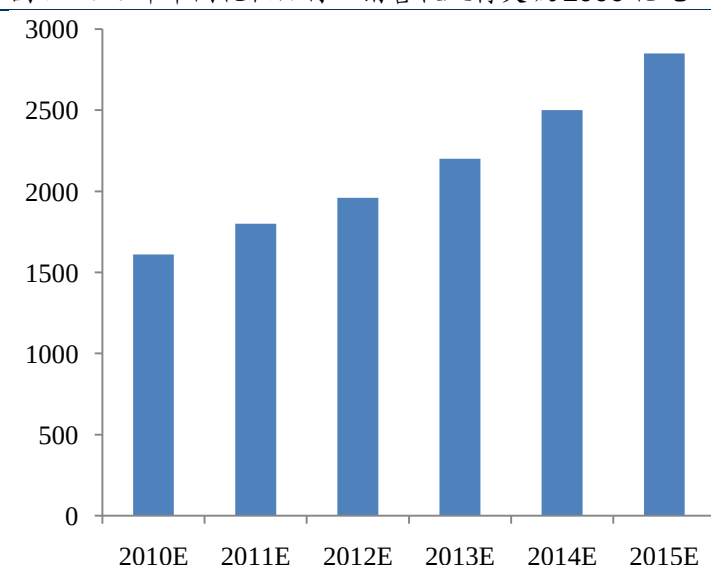
近 20 年国内化妆品行业销售收入年均增速达到 20% 左右，近 10 年化妆品行业年均需求增速为 11.8%，根据中国香料香精化妆品工业协会统计数据显示，1990 年我国化妆品销售额仅为 40 亿元，而 2009 年达到 1425 亿元，在 19 年间化妆品销售收入增幅达到 35 倍，年均增速超过 20%。根据香料香精化妆品工业协会预测，未来 5 年内化妆品行业需求增速将保持 12% 或更高水平，预计到 2013 年国内化妆品行业销售额将突破 2000 亿元，国内化妆品行业增速将远超全球平均水平。

图 8 1990 年以来中国化妆品行业销售收入情况（亿元）



资料来源：国海证券研究所

图 9 2013 年中国化妆品行业销售收入将突破 2000 亿元



资料来源：国海证券研究所

国内日化产业在未来 5 年内在我国正进入繁荣期，发展潜力和利

润空间都非常巨大，随着跨国集团收购步伐的加快，引发众多产业巨头介入日化行业，未来几年内，行业的整体规模将进一步扩大。化妆品厂商的营销需要促进化妆品包装产业快速增长。由于外观新颖，使用更人性化的包装形式会让消费者为之倾心，从而增强化妆品在市场上的销售竞争力，所以我们认为化妆品包装行业与化妆品行业呈现正相关性，国内化妆品市场的快速发展将有效带动化妆品包装市场的高速发展。

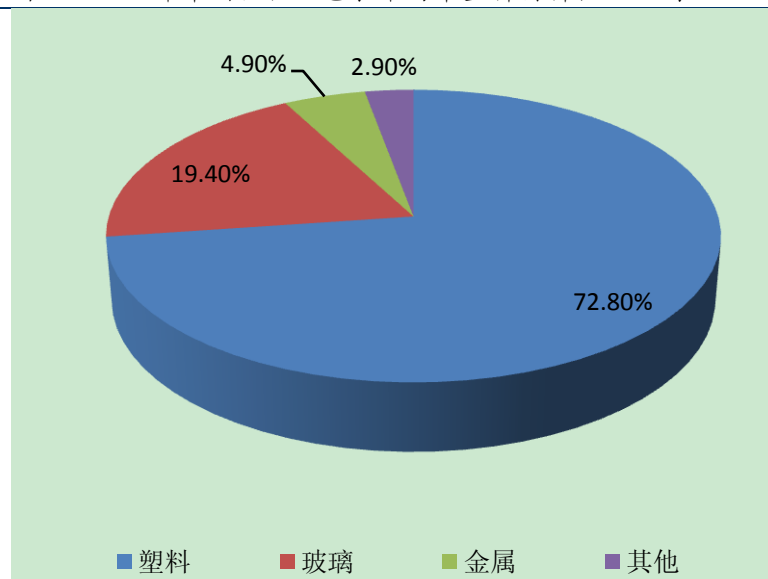
全球产业转移给中国化妆品包装行业带来市场机遇

众多国际知名化妆品制造企业纷纷到中国选订包装产品，有力带动了中国化妆品塑料包装行业的发展。九十年代以来，国际上著名的化妆品厂商纷纷来华投资建厂，建立合资或者独资企业，截止到2006年，共建立外商投资企业500多家，其中包括宝洁、联合利华、旁氏、威娜、资生堂等。目前中国70%-80%的化妆品市场被外资公司的产品占领。中国拥有众多廉价的劳动力资源和广阔的市场，且化妆品包装产品制造能力与水平快速提升，正在成为国际化妆品包装产业转移最重要的承接区域，未来中国化妆品包装行业发展迎来广阔机遇。

“以塑代玻”的趋势将促进化妆品塑料包装的发展

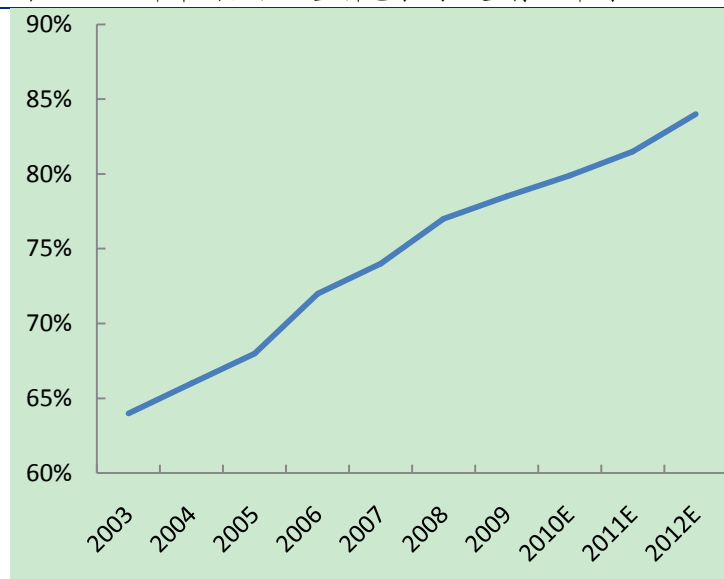
化妆品包装材料主要包括塑料、玻璃和金属三种包装容器材料，塑料因为其坚固耐久而被广泛使用。玻璃则给人一种高贵的外观感，因此也是化妆品包装常用的材料，随着新技术新产品的不断推陈出新，塑料容器取得了从前只有玻璃才有的透明特性，此外，塑料包装有着较为明显的优势：比重小、容易着色、可塑性强、强度大、质量轻和不易破碎，可以制成各种造型的瓶型并且价格较低，适于大规模生产，塑料的多样性及可塑性令塑料材料及其复合材料在化妆品包装中的应用范围越来越大，正逐渐成为化妆品包装的主流，2006年占化妆品包装市场的72.8%，根据对化妆品市场主要厂商的调查，预计到2012年这一比例将提高到84%左右。

图 10 2006 年中国化妆品包装市场中塑料材料占比达到 72.8%



资料来源：国海证券研究所

图 11 2012 年中国化妆品塑料包装的比重将上升到 84%

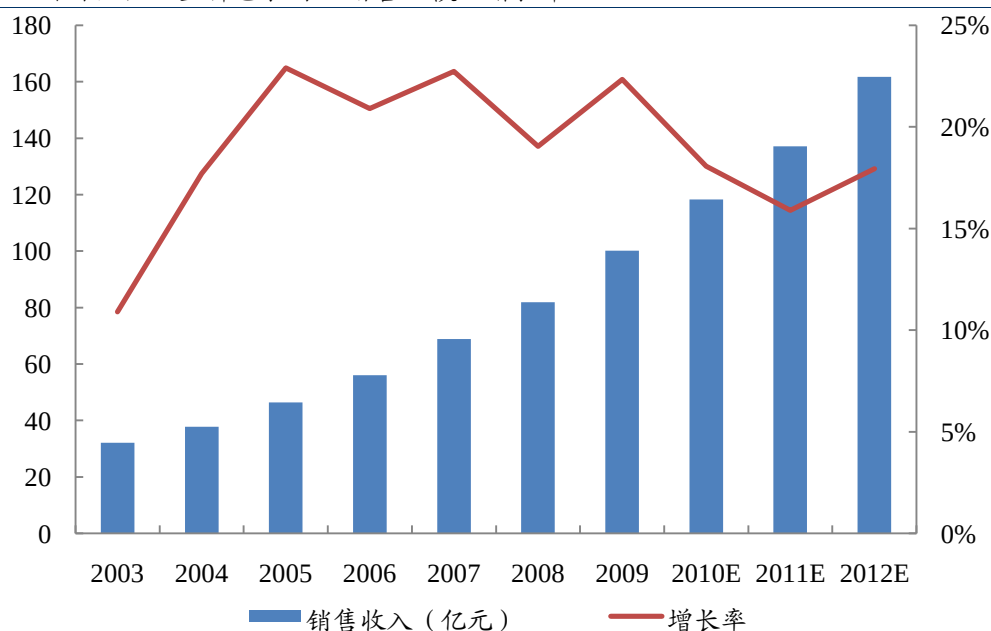


资料来源：国海证券研究所

中国化妆品塑料包装行业未来五年内年均需求增速超过 15%

伴随着国内化妆品行业以及包装行业的迅速发展，同时未来化妆品包装材料“以塑代玻”趋势不断确立，化妆品包装行业正以远高于 GDP 的增长速度迅速增长，2003 年，中国化妆品塑料包装行业的市场规模为 32.05 亿元，到 2008 年销售规模突破 80 亿元，预计到 2012 年化妆品塑料包装行业市场规模将超过 160 亿元，根据迪赛顾问预测，未来五年内我们化妆品塑料包装行业的年均需求增速将超过 15%。

图 12 国内化妆品塑料包装行业销售规模及增长率

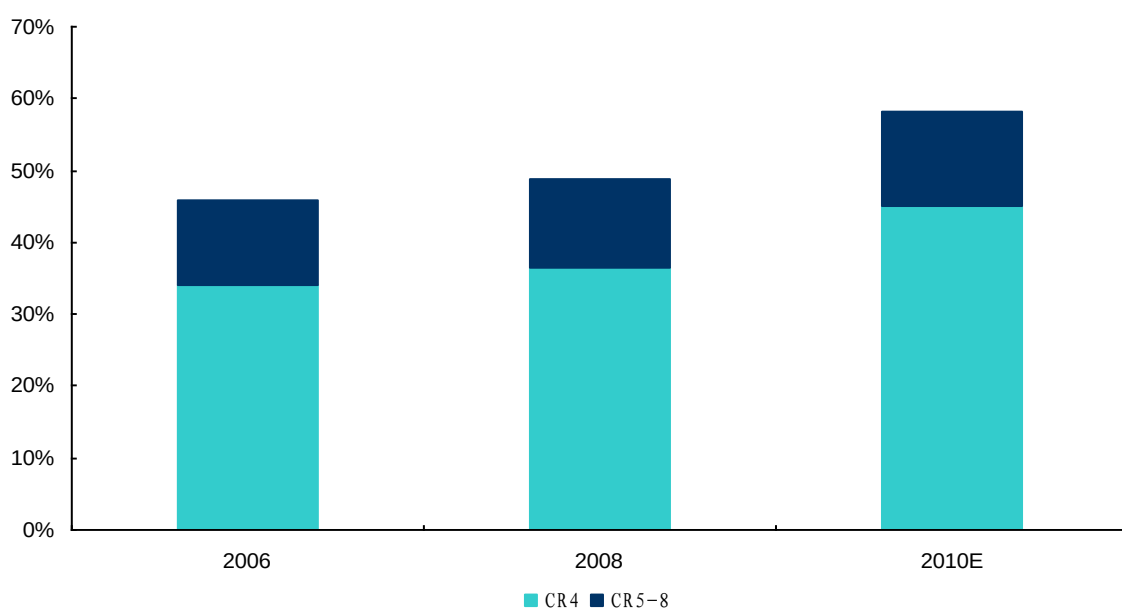


资料来源：迪赛顾问 国海证券研究所

下游化妆品行业集中的趋势构成了化妆品包装行业的客户壁垒

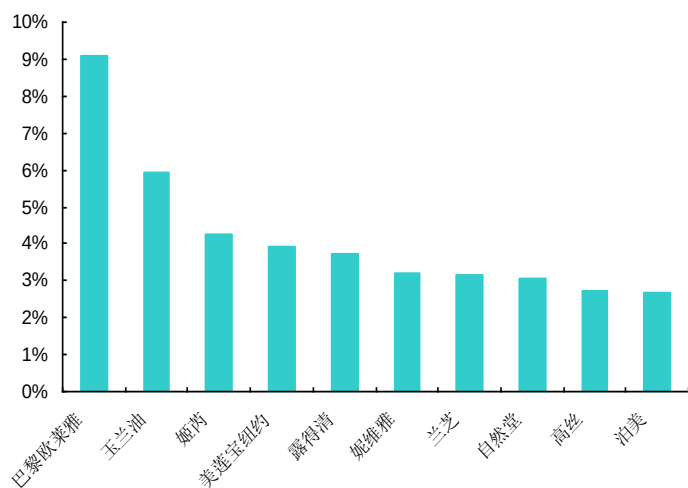
随着化妆品市场容量的快速扩大,外资巨头们基本上在国内都形成了研发和生产中心,2008年本土化妆品企业数量占比超过70%却仅贡献20%左右是收入,而外资(含合资)企业仅占30%左右的数量却贡献了80%收入。未来在外资品牌继续加大投入的背景下,其竞争优势将更加明显。在2009年国内大众化妆品品牌关注度最高的前10位品牌中,只有自然堂为国产品牌,而关注度最高的十大高档化妆品品牌则全为外资巨头所占据。

图 13 中国日化企业市场集中度将逐步提高



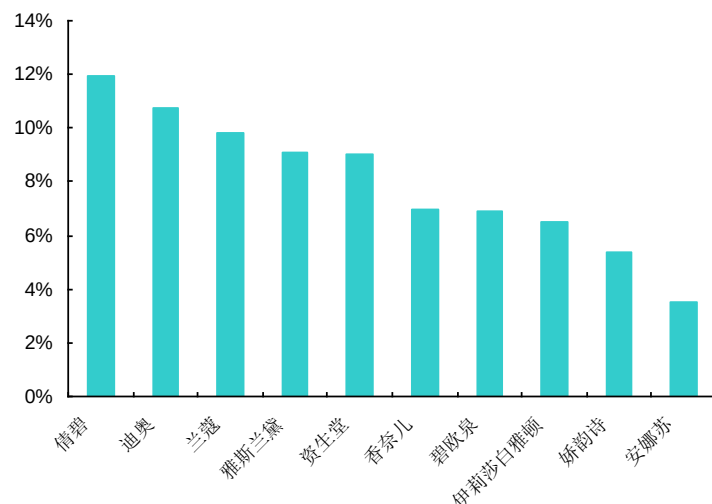
资料来源：迪赛顾问 国海证券研究所

图 14 2009 年中国大众化妆品品牌关注度排名



资料来源：国海证券研究所

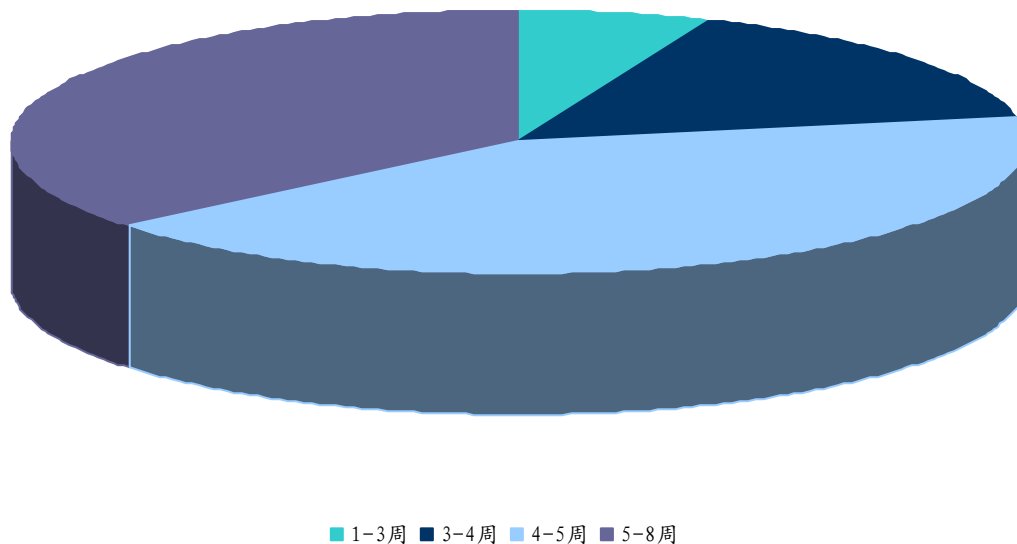
图 15 2009 年中国高档化妆品关注度排名



资料来源：国海证券研究所

下游行业的集中以及下游企业的规模不断扩大,对其配套的供应商提出了更高的要求,形成了较强的客户壁垒。对包装企业建立了严格的供应商认证制度,同时,对于包装企业的配套能力和不同产品的响应速度有了更高的要求,尽可能客户运输半径,加快包装企业的供货周期。

图 16 塑料包装行业不同供货期比重 (供货期越短越具竞争力)



资料来源: 国海证券研究所

化妆品塑料包装行业产业链价值集中于产品设计与渠道服务两端

化妆品塑料包装行业由生产制造向综合配套服务商转变

经过近 20 多年的发展,化妆品塑料包装行业已由发展初期仅仅依靠产量和价格优势来取胜的模式,向综合配套服务模式转变。下游化妆品求新的需求使得行业不仅要满足功能、结构、款式变化需求,而且向满足下游化妆品厂商上至参与产品的设计,新品开发,下至材料采购、灌装、库存管理等一站式的综合配套商转变。

产品设计和技术创新能力尤为重要

在化妆品塑料包装领域,客户需求多样化不断加强,尤其是国外企业的大举进入,对产品的质量、功能、结构、款式变化和外表面处理的要求越来越高。要想企业产品的各方面都能跟上时代的步伐、适应客户的变化要求,在竞争中取得优势,产品和技术创新能力就显得尤为重要。

研发速度和研发工具方面具有较高要求

与一般包装物不同，化妆品包装需要不断跟随时尚潮流进行更新换代，对于国际著名品牌的化妆品而言，更新周期甚至通常在数月之内。这无疑对化妆品包装生产企业的技术创新能力提出了较高的要求。化妆品包装企业只有不断提高研发能力、不断进行技术创新、不断缩短研发周期，方能快速响应甚至引领客户需求，否则将在竞争中被淘汰。这不仅需要长期的经验积累作为基础，还需要对国际化妆品包装市场发展趋势具备较深刻理解与判断。

化妆品行业的快速发展决定了化妆品生产企业对于化妆品包装的美观度、精度的要求不断提高。为提高生产效率与生产质量，利用CAD/CAM进行模具的设计与制造已成为化妆品包装企业的必由之路。模具CAD/CAM是计算机技术在模具生产中综合应用的一个新的飞跃，是改造传统模具生产方式的关键技术，是一项高科技、高效益的系统工种。它以计算机软件的形式，为用户提供一种有效的辅助工具，使研发人员能借助于计算机对产品、模具结构、成形工艺、数控加工及成本等进行设计和优化。模具CAD/CAM技术的迅猛发展，为化妆品塑料包装企业的产品设计，制造和生产水平的发展带来了质的飞跃，已经成为化妆品塑料包装企业信息化、集成化、网络化的最优选择。

完善的服务成为行业制胜的关键

此外，化妆品行业作为时尚产业，推陈出新速度较快，需要作为配套产业的化妆品包装企业因应情势变化而有快速反应，因此不断缩短供货周期和提供更为完善的服务成为制胜的关键；制定合理的渠道策略对于化妆品包装企业来说也显得尤为重要。因此，在化妆品包装渠道的拓展上，有些包装企业采取参与化妆品新品设计的策略，有些包装企业采取承接包装流程外包的策略，吸引更多客户转移采购重心。

化妆品包装行业竞争格局：外资占据高端，内资龙头份额逐步提高

目前，国际化妆品塑料包装巨头主要包括Rexam、Alcan、吉野、TUPACK、Risdon等企业，国际化妆品包装巨头生产、销售规模较大，目标主要定位于高端市场，由于高端产品在国内化妆品塑料包装市场中占比较小，且外资厂在中低端市场中没有成本上处于劣势，未来内资企业主要占据国内市场。

表3 国内化妆品塑料包装内外资企业优劣势比较

	竞争优势	竞争劣势	目标市场
外资（含合资）	产品技术、设计能力、营销渠道	产品周期长、变化慢，生产规模偏大	高端市场
内资	生产规模小，产品周期短，变化快	产品技术、设计投入少	中低端市场

资料来源：公司资料 国海证券研究所

表4 全球主要化妆品塑料包装企业基本情况

公司名称	2006年销售收入情况	备注
Rexam	37亿英镑	化妆品包装部门的总部在法国，在美国、巴西、中国以及印度尼西亚都有运营，全球拥有14家工厂。2007年以18亿美元收购美国O-I塑料包装公司之后，该公司的销售总额已经接近37亿英镑，其中塑料包装部门的销售额为7亿英镑。其业绩实力排名第一。
Alcan Packing	60亿美元	公司主要产业为食品饮料包装，药物包装，化妆品包装和烟草包装。其中，食品和饮料包装占63%，药品和医疗占16%，美容及个人护理产品占13%，烟草占据8%。其业绩实力排名第二。
吉野	16亿美元	吉野是日本一家老牌塑料包装企业，建立于1935年1月，产品以软管、吹注塑为主，总部位于日本东京都，除了日本的20家工厂以外，还在美国芝加哥和泰国拥有工厂。年营业额约16亿美元，是资生堂在日本的重要合作伙伴，其业绩实力排名第三。
TUPACK		TUPACK在生产高品质塑料管材和嘴唇护理产品包装上有着悠久的历史，目前是全球最大的化妆品塑料包装生产商之一，在塑料软管和唇膏棒方面尤其特色，是全球化妆品集团的供应商，其业绩实力排名第四。
Risdon	1亿美元以上	Risdon International Inc. 是美国一家生产化妆品塑料包装企业，主要进行注塑和吹塑生产，提供化妆品包装设计和生产，其产品涵盖口红及唇彩系列包装、香水盖、化妆品盖、粉盒等。该公司目前在美国拥有5家工厂，并在上海设立了办公室，在中国的工厂位于江苏太仓。其业绩实力排名第五。

资料来源：公司资料 国海证券研究所

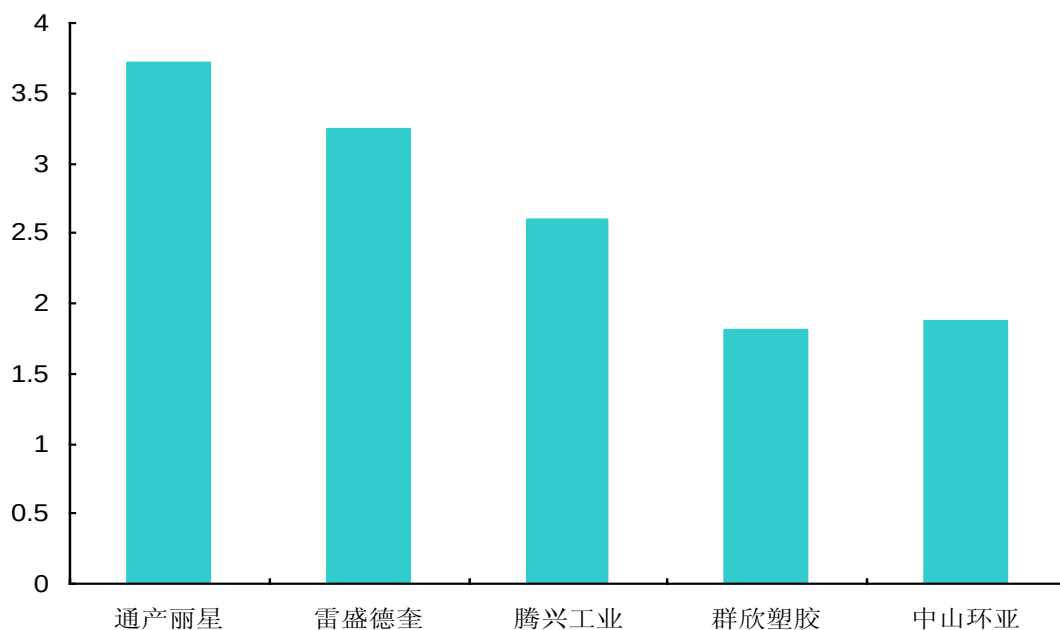
目前，国内化妆品塑料包装企业共有400多家，约95%以上为国内市场。国内400多家企业中，年营业额超过1亿元以上的只有7家，他们构成第一梯队，年营业额在5000万元到1亿元之间的企业为6家，构成第二梯队，其它实力弱小企业构成第三梯队。

表5 中国化妆品塑料包装市场助理企业梯队划分

梯队	代表企业	特点说明
第一梯队	通产丽星、雷盛德奎、群欣软管、中山环亚、兴中塑胶、西博尔（中山）、兴中塑胶、洽兴塑胶	国外市场普遍集中在欧美日韩，国内主要集中在珠三角和长三角地区，生产规模都比较大，年营业额超过1亿元，综合实力强劲。
第二梯队	三荣塑胶、烟台西蒙西、江门敬记、上海永裕、上海万臣、誉丰塑胶	他们的市场覆盖率相对第一梯队较弱，主要集中在内地市场和港澳台地区，国外市场占有率不高，生产规模较第一梯队要弱一些，年营业额在5000万元-1亿元之间。
第三梯队	众多实力弱小的企业和市场新进入者	由目前化妆品塑料包装市场上的一些规模较小企业和新进入者构成，他们经过发展，或者因为缺乏竞争力退出市场，或者在中低端市场维持生存，又或是迅速发展，闯入第二、第一梯队，如一些新进入的外国企业

资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 17 2006 年国内主要塑料包装企业销售收入情况（亿元）



资料来源：公司资料 国海证券研究所

随着国外企业大批涌进中国市场，化妆品塑料包装市场竞争将更为激烈。通过充分的市场竞争，行业的集中度将逐步趋于集中——一部分具备核心竞争力的企业将依靠其技术创新能力、市场开发能力、服务能力及市场美誉度在激烈的市场竞争中脱颖而出，占据越来越多的市场份额；而另一部分不具备核心竞争力的企业则将逐步被竞争者所取代。国内龙头企业市场份额将逐步提升。

公司核心竞争力集中体现在技术研发和一体化营销服务模式

突出的研发实力和深厚的技术底蕴保证公司行业龙头地位

自设立以来，公司一直将技术研发作为提升公司核心竞争力的关键所在。2000年，公司被中华人民共和国科学技术部认定为全国CAD应用工程示范企业，并被深圳市科学技术局认定为高新技术企业；2006年，公司技术中心被深圳市贸易工业局、深圳市财政局、深圳市国家税务局、深圳市地方税务局四方联合认定为“深圳市企业技术中心”。

公司先后注册了13项专利技术，正在申请注册的专利有10项。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。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。

最近五年，公司的研发投入占当年主营业务收入的比重一直保持在3%以上，2009年公司研发投入占主营业务收入比重达到6.68%。2005年、2006年、2007年公司分别开发新品1047件、1580件、1457件，新产品的开发周期仅为7~60天，当年实现销售收入分别占同期母公司主营业务收入总额的46.62%、61.24%、41.50%。

表6 公司质量管理位居行业前列

2004	业内首家同时通过三项国际质量标准认证：ISO9001:2000质量管理体系；ISO14001:2004环境管理体系；OHSAS18001:2001职业健康和安全管理体系
2007	深圳市产品监督检验质量好企业
2009	SA8000社会责任认证

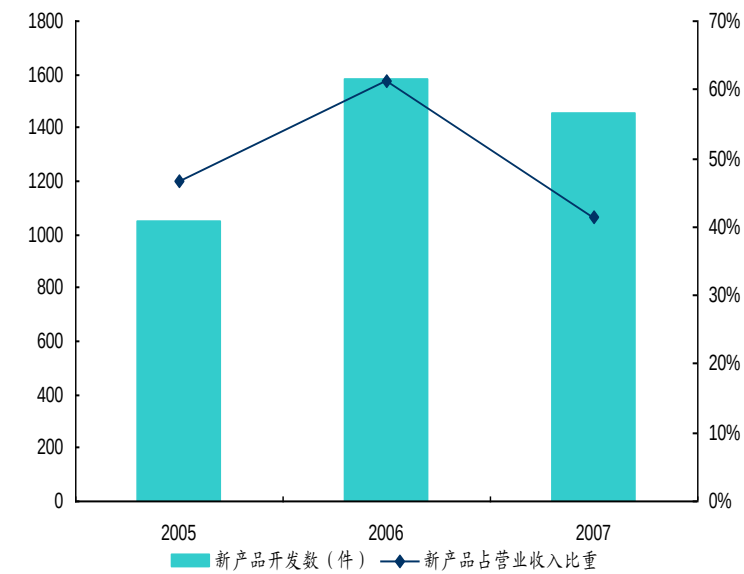
资料来源：国海证券研究所

表7 突出研发实力保证公司行业绝对领先地位

创新技术举例	功能及效果	形成优势
CAD、CAM开发系统	复杂和高精度的产品模具开发设计；	为化妆品塑料包装企业的产品设计，制造和生产水平的发展带来质的飞跃，成为众多化妆品塑料包装企业中信息化、集成化、网络化的最优选择。
CNC电脑加工中心	行模具制造加工；	
五层复合塑料软管	产品质量最好	
柔版印刷加饰	处于国际领先地位，提升和巩固公司在业界的技术水平；	
薄壁产品	降低产品原材料施用量，降低成本；	
铝塑共挤软管	软管共挤技术上的突破性尝试，提高公司产品附加值。	

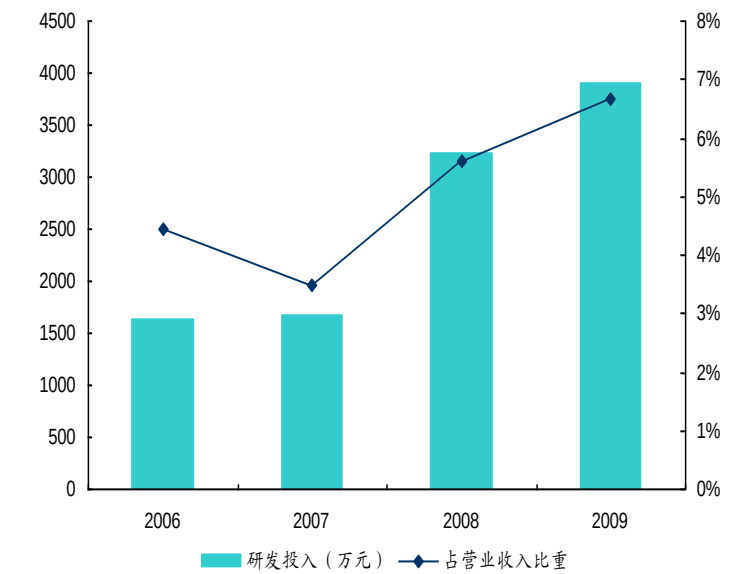
资料来源：公司资料 国海证券研究所

图 18 公司最近几年新产品开发数及占营业收入比重



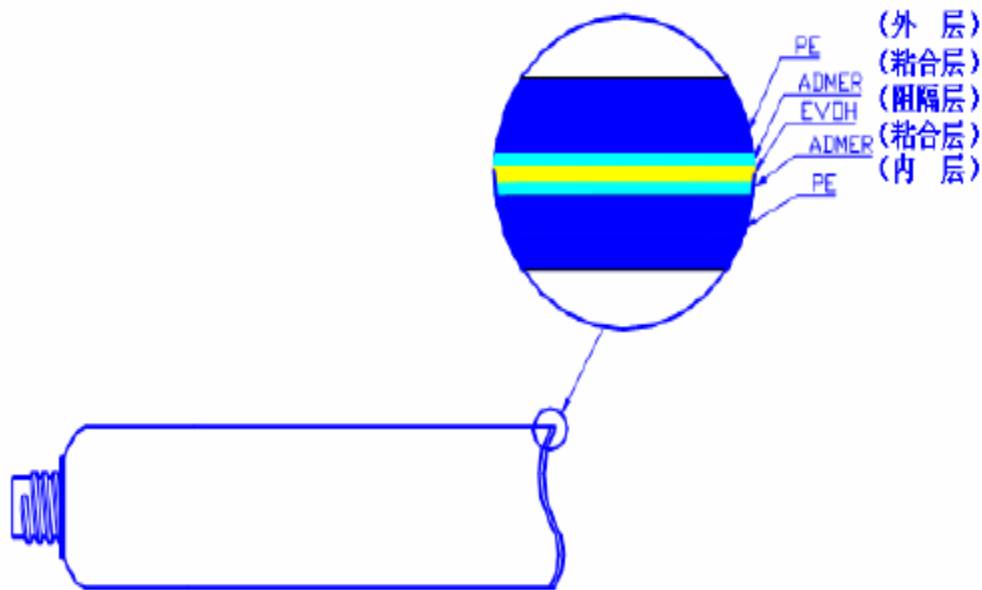
资料来源：国海证券研究所

图 19 公司研发投入占营业收入比重上升到 6.68%



资料来源：国海证券研究所

图 20 公司核心技术产品五层复合软管结构

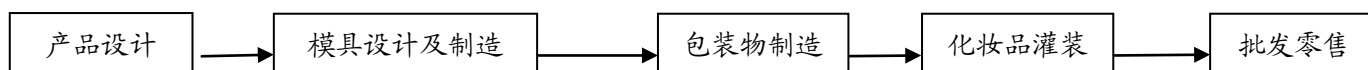


资料来源：公司资料 国海证券研究所

贴身管家式的一体化服务模式具较高毛利率，下游客户认可度高

化妆品塑料包装产业链涉及图 21 中的几个环节，公司与客户双赢的包装一体化服务模式提高了公司的整体市场竞争力。作为包装一体化服务供应商，公司兼具传统生产商、模具设计及制造商、罐装厂商的特点，从降低成本与提高效率两方面，为客户提供包装产品与服务，绑定客户的同时拉动自身业务快速增长。

图 21 化妆品塑料包装行业制造链结构图



资料来源：公司资料 国海证券研究所

作为包装一体化服务供应商，公司的经营模式与盈利能力与传
统包装供应商有较大差异。公司的价值链的创新对于包装产业链的
影响主要在于如下几个方面：（1）设计开发制造相结合，缩短供货
周期，提高包装设计效率，实现较高的利润率；（2）包装物制造与
灌装相结合，减少生产步骤提高生产效率，缩短库存周期；（3）传
统的包装产业链中，由于原材料的价格是影响包装业利润的最主要
的因素之一，而在一体化经营模式下，一体化服务供应商与下游化
妆品企业形成更为紧密的联系，因此毛利率得以维持较高水平。

全球知名化妆品厂商成为公司稳定合作伙伴奠定公司行业地位

目前，中国日化产业集群主要是以广东为中心的珠江三角洲地
区和以上海为龙头的长江三角洲地区。从公司销售网络分布图来看，
公司网络均在沿海地区，分别位于长三角与珠三角地区。公司销售网
络的分布充分说明公司快速响应终端客户要求、提供贴身周到服务具
有良好的基础与条件。

图 22 中国日化产业集群与公司生产基地分布

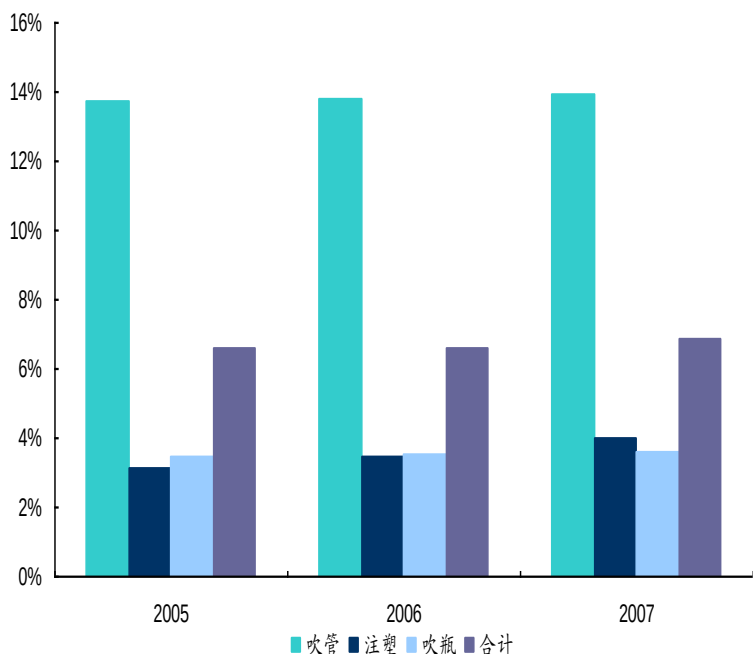


资料来源：公司资料 国海证券研究所

过十余年的积累，公司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，公司与该等国际化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。

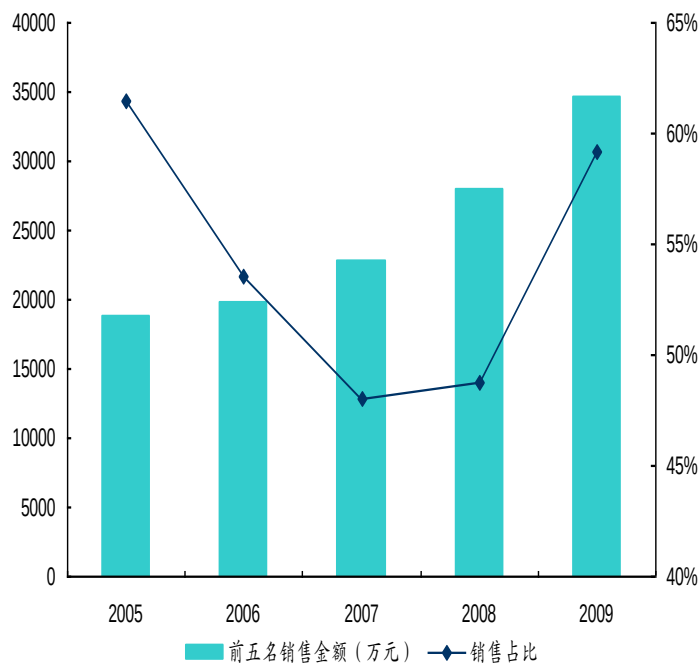
公司前五名客户全部为全球顶尖的化妆品和食品企业，从图23中，我们可以看出，前五名客户占公司营业收入比重超过45%以上，在2009年占比接近60%，由于向宝洁、联合利华等全球知名化妆品企业国内销售收入增速达到25%或更高水平，远超过行业平均12%的增速，由于与国际化化妆品巨头的良好合作关系，我们有理由对于公司未来销售收入增速持乐观态度。目前，公司软管、注塑和吹瓶占国内市场占有率超过6.9%，未来市场占有率比重有望进一步提升。公司在扩展化妆品市场的同时，同时逐步向保健品、食品塑料包装相关业务方面渗透，目前公司已经成为箭牌木糖醇口香糖塑料包装最主要供应商。

图 23 公司各类产品国内市场占有率情况



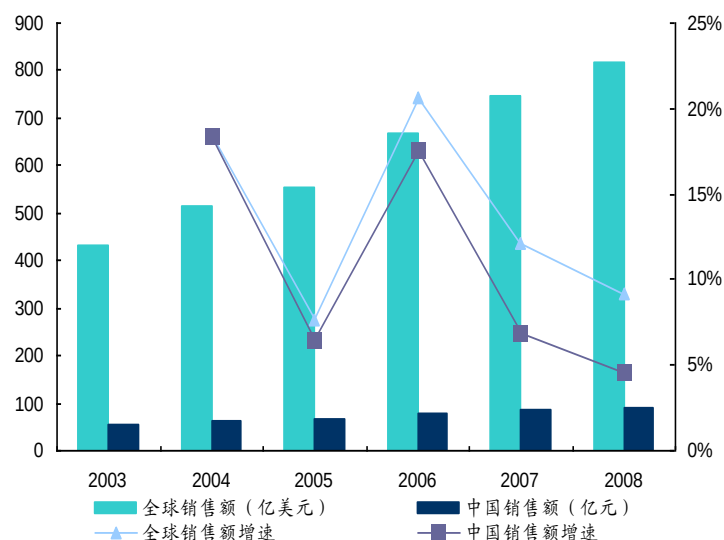
资料来源：国海证券研究所

图 24 公司前五名客户销售金额及占营业收入比重情况



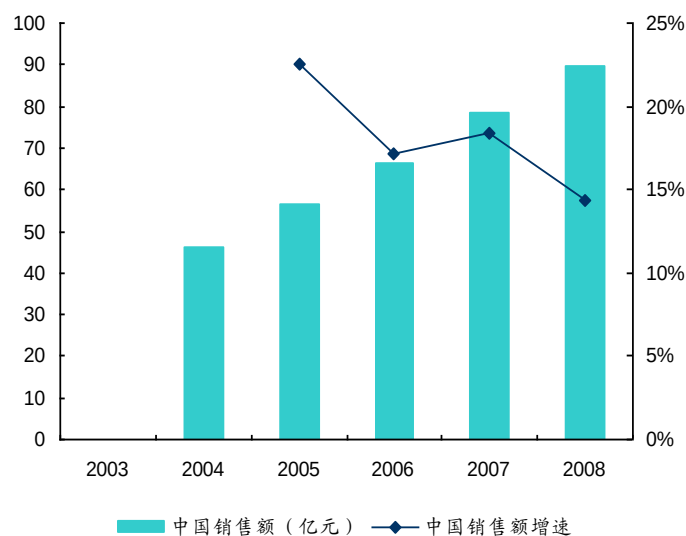
资料来源：国海证券研究所

图 25 近年来宝洁公司在全球和在中国销售额增长情况



资料来源：国海证券研究所

图 26 近年来联合利华在中国销售额增长情况



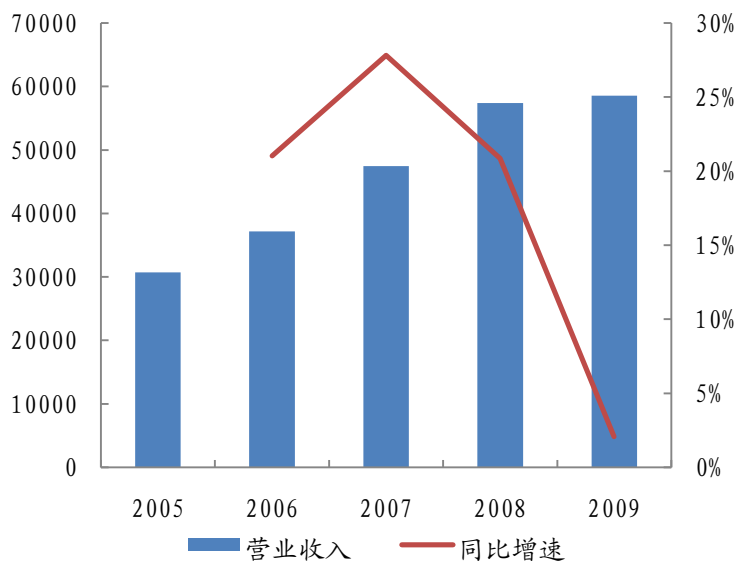
资料来源：国海证券研究所

“募投项目+新建项目+毛利率稳定”带来公司稳健持续增长

公司近年来营业收入和净利润稳健增长

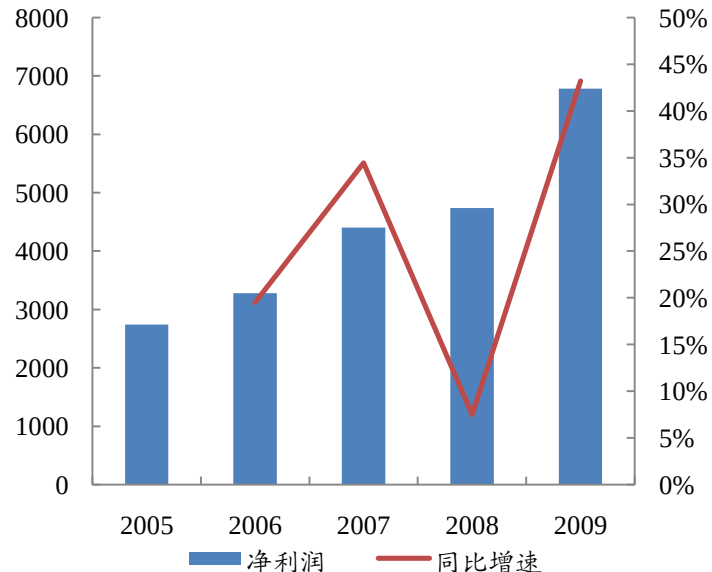
得益于公司不断地研发以及市场拓展，公司2005-2009年销售收入复合增长率20%，净利润复合增长率25%，保持了较快的增速。在三大类产品中，2005-2009年软管销售收入复合增长率13%左右，注塑产品为23%，吹塑产品为15%。值得注意的是，公司销售增速已经受到了产能不够的严重制约，因此，通过募集资金和自有资金扩大产能，满足快速增长的需求已成为当务之急。

图 27 近年来公司营业收入增长情况



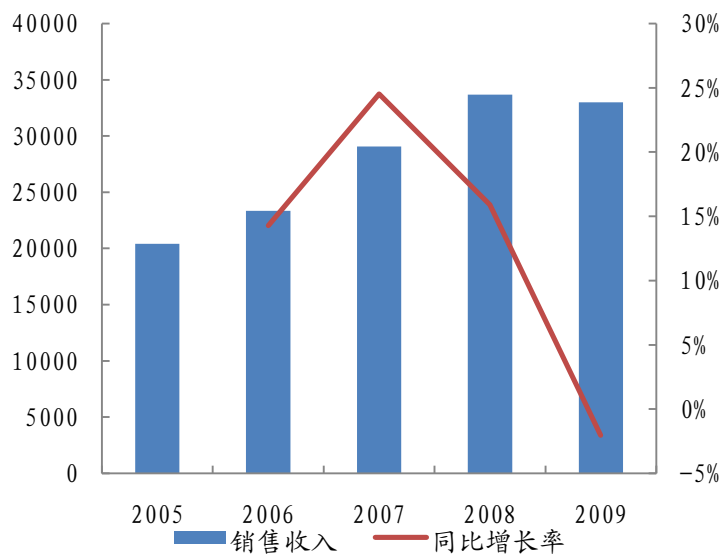
资料来源：国海证券研究所

图 28 近年来公司净利润增长情况



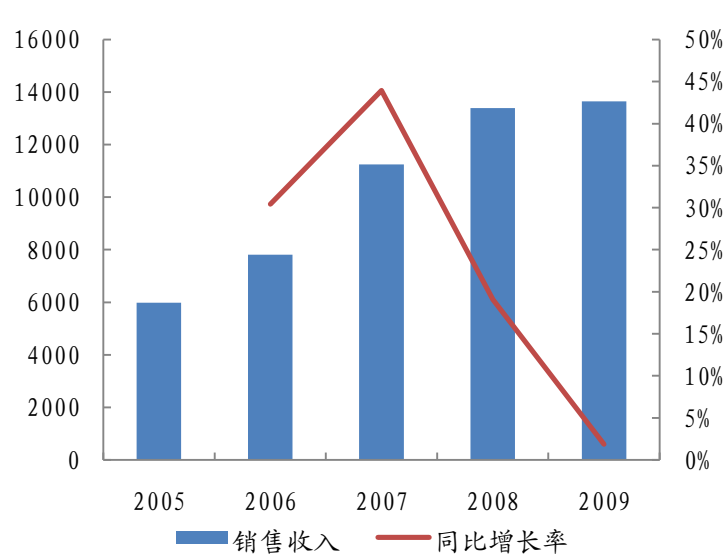
资料来源：国海证券研究所

图 29 公司软管产品销售收入及增长率



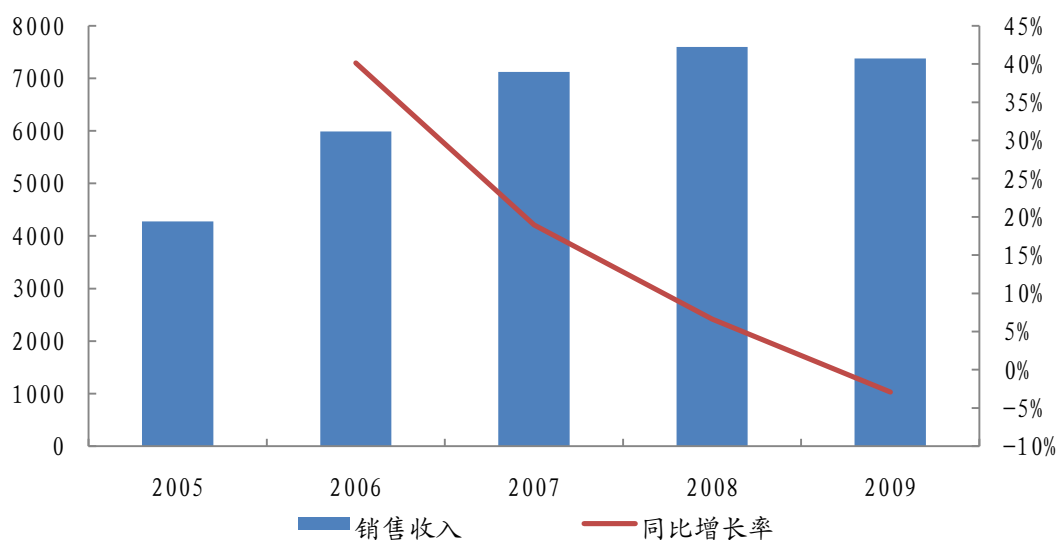
资料来源：国海证券研究所

图 30 公司注塑产品销售收入及增长率



资料来源：国海证券研究所

图 31 公司吹塑产品销售收入及增长率



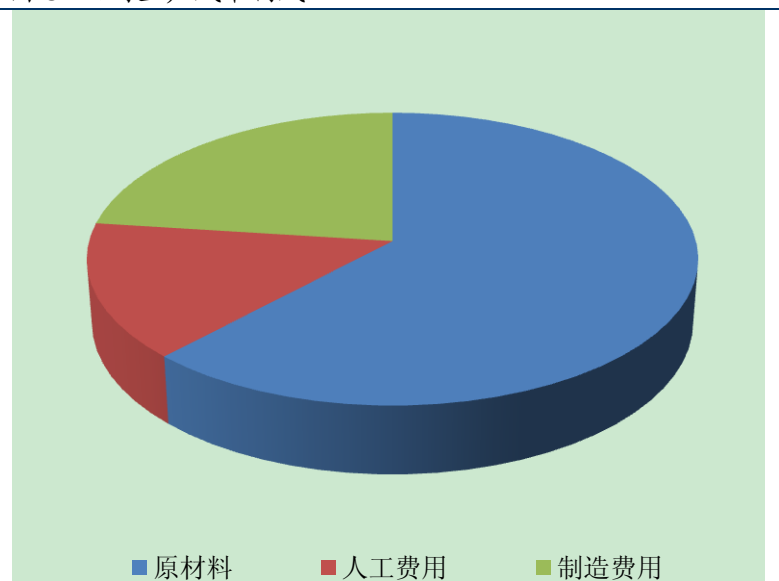
资料来源：公司资料 国海证券研究所

成本加成法的定价模式使得公司毛利率较为稳定

原材料占公司生产成本达到60%以上，公司主要原材料包括PE、PP合成树脂、阻隔剂、粘合剂、油墨、光油、转印膜等，近年来随着油价大幅波动，公司主要原材料PE、PP价格出现较大波动，由于公司客户主要是国际知名化妆品品牌，公司产品价格根据双方核定的材料定额采购成本、制造费用（含工人工资等）、管理费用和利润率指标以及核定废品率指标，按照双方确定的定价公式进行定价。公司在

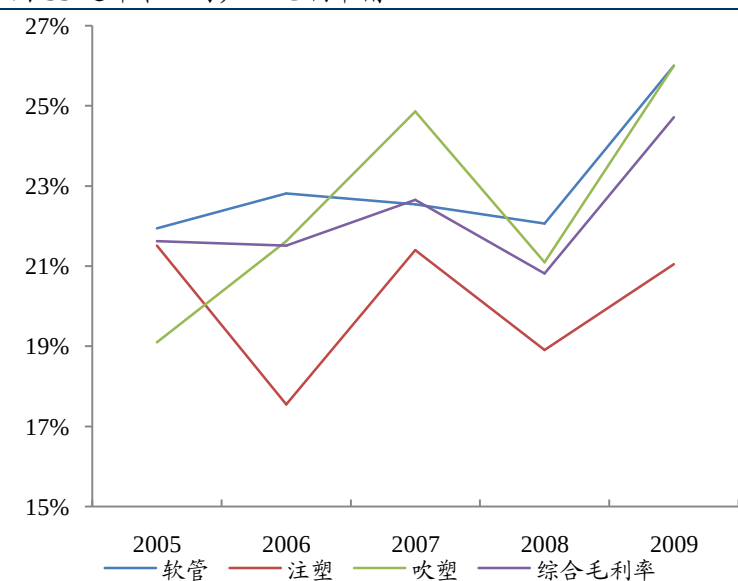
面对成本上涨时候，采取成本加成定价模式和公司不断开发新产品，降低材料耗费等措施使公司综合毛利率在24%或更高的水平。

图 32 公司生产成本构成



资料来源：国海证券研究所

图 33 近年来公司产品毛利率情况



资料来源：国海证券研究所

募投项目进展顺利，新建项目带来新的增长

截止到2009年12月31日，公司四个募投项目合计进度超过78%，我们预计在2010年下半年公司四个募投项目将陆续达产，募投项目在未来三年内将逐步释放产能。

表8 公司募投项目进展情况

募投项目	募投资金(万元)	截止2009年12月31日项目进展
广州丽盈塑料有限公司高档化妆品塑料包装项目	8830	98.3%
广州丽盈塑料有限公司新建化妆品灌装项目	4680	88.7%
上海通产丽星包装材料有限公司高档化妆品塑料包装生产线技术改造项目	4680	72.14%
深圳市通产丽星股份有限公司高档化妆品软管包装技改项目	8251	54.46%

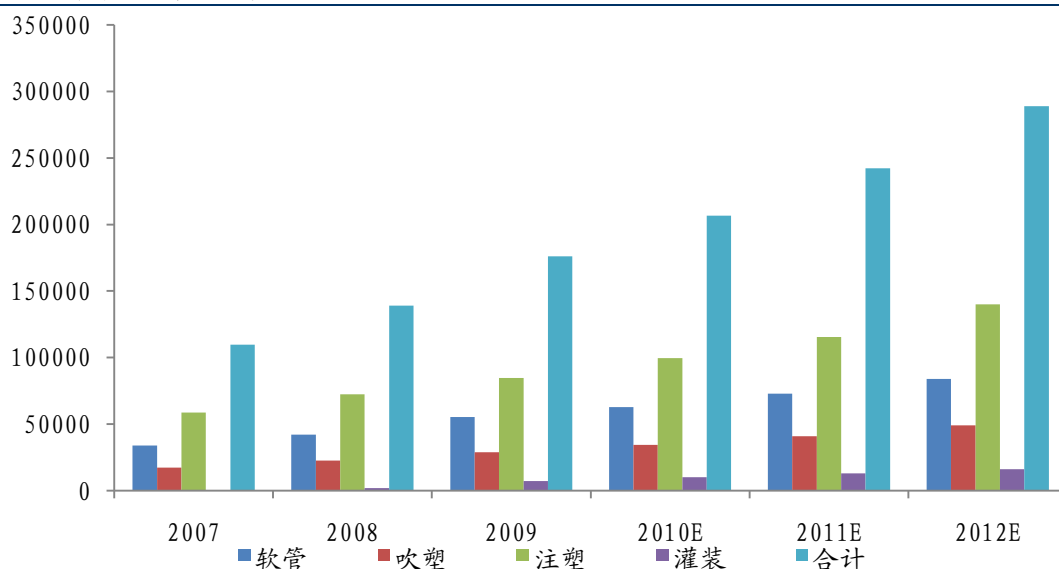
资料来源：国海证券研究所

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超过20%。此外，公司计划在江苏吴江经济开发

区投资设立中外合资经营企业——苏州通产丽星包装科技有限公司，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度服务、优化公司产品结构。

同时，近期公司公布深圳与合肥经济技术开发区桃花工业园管委会（以下简称“工业园”）于**2010年6月11日**签订《投资意向书》，根据意向书，公司拟在合肥经济技术开发区桃花工业园内投资兴办企业，投资方向为包装及新材料。工业园同意批租给公司位于工业园内创新大道以东、繁华西路以南的土地，面积约为150亩，土地使用年限为50年。如果届时苏州和合肥项目达产，公司产能增速将远超过20%，基于公司毛利率稳中有升态势，公司未来几年内年均净利润增速将超过30%。

图 34 近年来公司产能情况（万支）



资料来源：公司资料 国海证券研究所

成立全资子公司致力于化妆品包装循环利用

2009年7月，公司公告以自有资金出资2000万元人民币，设立一家全资子公司深圳市通产丽星新材料有限公司，新公司为公司全资子公司，将立足于循环节能高科技，重点发展塑料改性、环保及高阻隔材料的开发及生产，公司已在上述方面积累了丰富的经验，子公司的设立将加快公司纵向一体化包装产业的发展，并带来积极影响。我们认为未来国内化妆品塑料包装的循环回收利用存在较大的发展空间，这一块未来可能成为公司重要收入和利润来源，同时对于公司的整体估值水平也将显著提升。

盈利预测

由于公司未来三年内募投项目陆续达产，同时公司苏州和合肥项

目将逐步达产，公司未来三年内销售收入将保持稳健增长，同时公司成本加成的模式保证公司毛利率稳中有升，公司未来三年内业绩持续增长可期，我们盈利预测主要假设如下：

1)、公司软管业务2010年、2011年、2012年销售收入增速分别为45%、25%、30%；毛利率依次为27%、27%、27%。

2)、公司吹瓶业务2010年、2011年、2012年销售收入增速分别为45%、35%、30%；毛利率依次为26%、26%、26%。

3)、公司注塑业务2010年、2011年、2012年销售收入增速分别为35%、25%、30%；毛利率依次为21%、21%、21%。

4)、公司灌装业务2010年、2011年、2012年销售收入增速分别为35%、20%、25%；毛利率依次为20%、21%、22%。

5)、公司三项费率维持不变水平。

6)、公司业务所涉及的营业税与所得税税率保持不变。

7)、我们在做盈利预测时暂不考虑塑料包装回收利用带来的收入和利润。

表 9 利润表预测（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	586	815	1,004	1,278
减：				
营业成本	441	608	744	949
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	31	42	52	66
管理费用	38	53	65	83
财务费用	4	0	0	-1
资产减值损失	1	3	3	4
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	69	106	138	173
营业外收支	3	3	3	3
利润总额	72	109	141	176
所得税费用	5	7	9	11
净利润	68	102	132	165
归属于母公司所有者的净利润	68	102	132	165
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.26	0.40	0.51	0.64

资料来源：国海证券研究所

投资建议

我们预测公司2010年~2012年EPS分别为0.40元、0.51元、0.64元，公司目前股价对应于未来三年内的动态PE分别为26、20和16左右，公司未来三年内保持年均30%以上的净利润增速，同时公司为国际化妆品巨头提供贴身式服务的包装企业，公司具有类消费股特征，同时公司介入化妆品塑料包装循环利用领域，公司估值水平将得到显著提升，公司属于典型攻防兼备的防御性品种，我们给予公司买入的投资评级。

风险提示

- 1、 原材料价格波动带来公司业绩短期波动的风险；
- 2、 销售客户较为集中的风险；
- 3、 新建项目产能投放带来管理和销售方面的风险；
- 4、 国企的体制可能带来决策缓慢的风险。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。