

审慎推荐-A (首次)

通产丽星 002243.SZ

目标估值: NA

当前股价: 15.29 元

2011年5月10日

享受高端化妆品长期增长

基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	25807
已上市流通股(万股)	10509
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	2.4
ROE(TTM)	16.5
资产负债率	28.1%
主要股东	深圳市通产包装
主要股东持股比例	54.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	13	38
相对表现	4	24	28



相关报告

王旭东

021-12345678
wangxd@cmschina.com.cn
S1090511040043

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
S1090511040031

事件:

年报公布后,我们进行了首次实地调研。公司10年实现销售收入7.14亿元,净利润9670万元,合0.37元EPS。此外,公司还给出11年经营目标:计划营业收入9亿元,净利润1.30亿元。

1、公司产能稳步扩大,享受高端化妆品市场增长。

公司从事塑料制中高档化妆品制造(软管、注塑、吹塑/灌装),借助IPO,公司已完成深圳、广州、上海三地四基地的布局。包装业务增量:

(1)、合资设立苏州通产丽星,其中公司出资2475万美元(含土地使用权地)。建设期1年,预计12年投产。

(2)、龙岗坪地项目(租地),已建7-8万平米(总14-15万平米),预计11年下半年投产。

(3)、出资1000万元设“兴丽通”子公司,从事主营包装业务。

2、10年毛利率提高显示公司研发能力及竞争实力。毛利率提高的原因:

(1)、加强新材料、改性材料的研发;

(2)、提高了原料利用率,降低废品率;

(3)、提高生产线提高效率(如缩短注塑件成型时间,提高自动化程度);

(4)、规模上升,边际成本下降。

3、收购京信通和组建新材料公司延伸公司产品链。

(1)、11年3月收购持有深圳“京信通”公司53.33%股份,主营模具、汽车注塑类配件,京信通在模具上的经验与技术,可助公司扩大模具生产能力。

(2)、出资人民币2000万元设立全资子公司深圳市“中科通产环保材料”公司,主营环保材料和包装材料,公司受益于深圳市对新材料业务的扶持将有所发展,并延续公司在新材料研究方面的业务强势,将业务由内供拓展为向市场销售新材料。

4、减持发生于09年-11年,并非集中于11年。

实际上减持是于09-11年持续减持的累计结果,并不能理解为是11年集中减持。例如从11年3月28日公告上看,09年10月12日前就减持了370万股,10年报显示未减持,实际11年减持数并不多。

5、11 年利润增长点。

- (1)、通过提高自动化水平等手段提高生产线效率，来满足订单增长。
- (2)、坪地项目 11 年下半年投产；
- (3)、京信通带来业务增量（10 年京信通的收入 5800 万，净利润规模是 375 万）。
- (4)、预计苏州子公司业务 12 年开始有增量。

6、预估每股收益 2011 年 0.50 元、2012 年 0.64 元（按 2.36 亿股本摊薄）。同比分别增长 32%和 29%。

7、首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。推荐理由：

- (1)、中高档化妆品消费量增长是长期性的，行业环境好；
- (2)、公司为国内化妆塑料包装龙头公司，对国际和国内知名化妆品公司已形成业务粘性，支持公司业务总量及份额的稳定增长。
- (3)、目前股价对应 2011、2012 年 PE 分别为 31 倍、24 倍，PEG=1，首次给予“审慎推荐-A”。

8、风险提示：我们认为该行业应该是化妆品牌公司与包装供货商粘性提高的过程，市场集中度提高是趋势。但要观察是否有竞争加剧趋势，对毛利率产生有负面影响。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1
营业收入	140	148	150	166	161	185	201	194
营业毛利	36	35	39	44	45	47	48	44
营业费用	7	7	9	8	5	10	9	8
管理费用	8	12	7	11	11	11	12	11
财务费用	3	0	0	0	1	0	2	2
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	18	16	21	23	27	26	24	23
归母净利润	18	15	20	20	27	23	27	25
EPS (元)	0.069	0.060	0.079	0.077	0.103	0.090	0.104	0.097
主要比率								
毛利率	25.8%	23.7%	26.2%	26.6%	28.1%	25.1%	23.8%	22.7%
营业费用率	5.3%	4.9%	6.3%	4.7%	3.4%	5.5%	4.6%	4.1%
管理费用率	5.9%	8.3%	5.0%	6.8%	7.0%	5.7%	6.1%	5.5%
营业利润率	12.5%	10.6%	14.0%	13.7%	16.7%	13.8%	11.9%	11.6%
有效税率	5.1%	14.6%	1.7%	14.6%	16.5%	11.3%	-0.2%	10.3%
净利率	12.7%	10.4%	13.5%	12.0%	16.5%	12.6%	13.3%	12.8%
同比 (YOY)								
收入	-9.2%	-0.8%	4.3%	12.6%	14.8%	25.5%	34.2%	17.0%
归母净利润	51.3%	38.3%	65%	40%	49.2%	51.3%	32.1%	25.2%

资料来源：招商证券

表 2: 主营预测

单位: 百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入合计	586	714	909	1155	1390
软管	330	415	534	660	816
注塑	136	123	171	229	247
吹塑	74	111	114	147	176
灌装	38	61	85	114	147
其他	8	4	4	4	4
合计收入增长率	2%	22%	27%	27%	20%
软管	-2%	26%	29%	24%	24%
注塑	2%	-10%	39%	34%	8%
吹塑	-3%	50%	3%	29%	19%
灌装	57%	62%	39%	34%	29%
其他	164%	-53%	5%	5%	5%
合计毛利率	25%	26%	26%	27%	27%
软管	26%	27%	27%	28%	28%
注塑	21%	25%	25%	25%	26%
吹塑	26%	23%	24%	25%	25%
灌装	20%	24%	25%	26%	27%
其他	43%	55%	55%	55%	55%

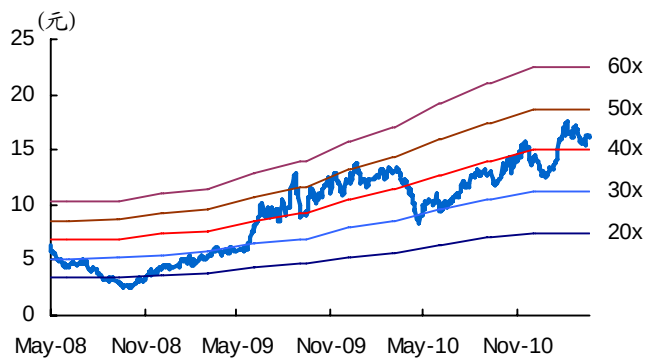
资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	586	714	909	1155	1390
营业成本	441	530	669	845	1012
营业税金及附加	2	2	2	3	3
营业费用	31	33	42	53	63
管理费用	38	45	58	73	88
财务费用	4	4	4	4	5
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	99	135	177	219
营业外收入	5	11	11	11	11
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	73	108	144	186	228
所得税	5	12	15	20	24
净利润	68	97	128	166	204
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	68	97	128	166	204
EPS (元)	0.26	0.37	0.50	0.64	0.79

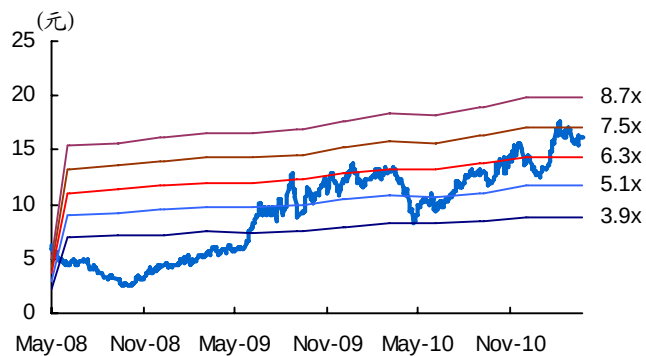
资料来源: 招商证券

图 1: 通产丽星历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 通产丽星历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《通产丽星--已进入长期价值区域》2008/09/01

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	329	395	449	530	623
现金	133	110	100	100	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	11	14	17	21
应收款项	101	148	188	227	279
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	54	83	104	131	157
其他	41	44	43	55	66
非流动资产	328	408	459	466	472
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	303	384	440	449	457
无形资产	15	15	14	12	11
其他	10	9	5	5	5
资产总计	657	803	908	996	1095
流动负债	127	210	250	272	309
短期借款	25	90	112	112	128
应付账款	50	66	83	105	126
预收账款	2	1	2	2	3
其他	50	53	53	53	53
长期负债	6	3	3	3	3
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	3	3	3	3
负债合计	133	213	253	275	313
股本	258	258	258	258	258
资本公积金	176	176	176	176	176
留存收益	90	156	220	286	347
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	524	590	654	721	782
负债及权益合计	657	803	908	996	1095

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	105	80	136	164	191
净利润	68	97	128	166	204
折旧摊销	0	0	50	53	54
财务费用	0	0	4	4	5
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	(46)	(71)	(68)
其它	37	(16)	0	12	(3)
投资活动现金流	(87)	(134)	(100)	(60)	(60)
资本支出	0	0	(100)	(60)	(60)
其他投资	(87)	(134)	0	0	0
筹资活动现金流	(104)	27	(45)	(104)	(131)
借款变动	0	0	22	(0)	16
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(64)	(100)	(142)
其他	(104)	27	(4)	(4)	(5)
现金净增加额	(86)	(26)	(10)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	586	714	909	1155	1390
营业成本	441	530	669	845	1012
营业税金及附加	2	2	2	3	3
营业费用	31	33	42	53	63
管理费用	38	45	58	73	88
财务费用	4	4	4	4	5
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	69	99	135	177	219
营业外收入	5	11	11	11	11
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	73	108	144	186	228
所得税	5	12	15	20	24
净利润	68	97	128	166	204
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	68	97	128	166	204
EPS (元)	0.26	0.37	0.50	0.64	0.79

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	2%	22%	27%	27%	20%
营业利润	47%	43%	36%	31%	24%
净利润	43%	43%	33%	29%	23%
获利能力					
毛利率	24.7%	25.7%	26.4%	26.8%	27.2%
净利率	11.6%	13.5%	14.1%	14.4%	14.6%
ROE	12.9%	16.4%	19.6%	23.0%	26.0%
ROIC	12.5%	13.6%	16.1%	19.4%	22.0%
偿债能力					
资产负债率	20.2%	26.5%	27.9%	27.6%	28.6%
净负债比率	3.8%	11.2%	12.4%	11.3%	11.7%
流动比率	2.6	1.9	1.8	2.0	2.0
速动比率	2.2	1.5	1.4	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	1.0	1.2	1.3
存货周转率	7.3	7.8	7.2	7.2	7.0
应收帐款周转率	5.9	5.7	5.4	5.6	5.5
应付帐款周转率	7.4	9.1	9.0	9.0	8.8
每股资料(元)					
每股收益	0.26	0.37	0.50	0.64	0.79
每股经营现金	0.41	0.31	0.53	0.63	0.74
每股净资产	2.03	2.29	2.53	2.79	3.03
每股股利	0.12	0.00	0.25	0.39	0.55
估值比率					
PE	61.0	42.8	32.2	24.9	20.3
PB	7.9	7.0	6.3	5.7	5.3
EV/EBITDA	23.1	17.1	13.0	10.5	8.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

王旭东，毕业于西安交通大学和东南大学电子工程系（硕士），七年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工行业分析师。2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五，2008年“今日投资”公用事业最佳行业分析师，2008年新财富公用事业第四名（团队），2007年“21世纪金牌分析师”公用事业第二名。

濮冬燕，经济学学士，09年至今任造纸轻工行业研究助理，2010年中国证券分析师金牛奖轻工制造行业第五（小组）。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。