

奥瑞金 (002701.SZ) 包装印刷行业

评级：增持 下调评级

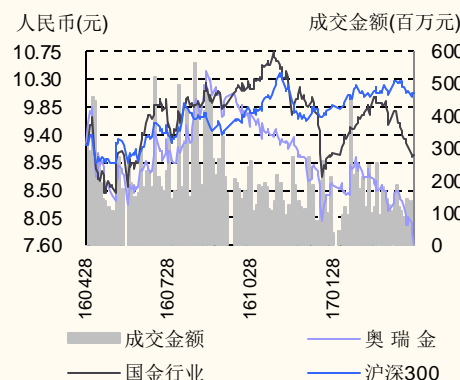
公司点评

市场价格 (人民币): 7.60 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,799.91
总市值(百万元)	17,899.71
年内股价最高最低(元)	10.43/7.60
沪深 300 指数	3446.72
深证成指	10229.19



相关报告

- 《奥瑞金 2016 年三季报点评-三片罐业务回暖, 二片罐业务爆发, ...》, 2016.10.27
- 《奥瑞金 2016 年半年报点评-主业延伸“大包装”, 体育产业版图...》, 2016.8.26

揭力 分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

邱思佳 联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博 联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

业绩尚存压力, 后续关注外延扩张与产业整合

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.04	0.49	0.41	0.48	0.56
每股净资产(元)	4.44	2.17	1.15	1.25	1.37
每股经营性现金流(元)	1.21	0.32	0.42	0.27	0.30
市盈率(倍)	27	18	19	16	14
行业优化市盈率(倍)	49	34	43	43	43
净利润增长率(%)	25.71%	13.43%	-16.59%	17.34%	16.47%
净资产收益率(%)	23.32%	22.57%	14.81%	15.99%	17.04%
总股本(百万股)	981.34	2,355.23	2,355.23	2,355.23	2,355.23

来源: Wind、国金证券研究所

业绩简评

- 2016 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 75.99 亿元、14.83 亿元和 11.54 亿元, 同比分别增长 14.05%、14.43% 和 13.43%。实现全面摊薄 EPS0.49 元/股, 符合预期。经营活动净现金流为 7.60 亿元, 低于同期净利润。分季度看, 公司 Q1/Q2/Q3/Q4 营收同比增速分别为 3.11%/4.60%/19.81%/29.36%, 归母净利润同比增速分别为 15.24%/6.26%/25.61%/-4.27%。2017 年一季度, 公司营业收入与归属于上市公司股东的净利润 12.96 亿元和 1.63 亿元, 同比分别降低 24.56% 和 47.39%。公司同时预计 2017 年 1-6 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度 -50% 至 -10%。

经营分析

- 业绩保持稳增长, 二片罐业务继续发力。**2016 年, 公司收入继续保持稳定增长 (+14.05%), 其中二片罐业务收入继续保持较高增长态势, 增速达 37.49%。毛利率小幅升至 34.56% (+0.39pct.)。期间费用率增加 1.10pct.。其中, 销售费用率下降 0.12pct., 管理费用率与财务费用率均有所上升 (+0.36pct./+0.87pct.), 财务费用大幅增加主要系由于发行公司债和借款增加导致相应利息费用增加所致。公司归母净利润率为 15.18% (-0.08pct.), 公司盈利能力表现基本持稳。
- 二片罐产能提升, 三片罐业务不确定性有望消除, 四季度收入增速提升符合预期。**正如我们此前所述, 得益于下半年红牛销量回升以及二片罐产能贡献, 公司四季度收入增速显著回升。同时, 公司积极开发拓展新客户, 公司全年客户集中度较上年有进一步降低 (2016 年前五名客户销售额占比较上期降低 5.26pct.)。二片罐业务方面, 年内公司与古巴冶金工业集团签订合作协议, 双方将在古巴合作投资建厂, 共同在古巴开展铝罐的生产、销售等业务。随着古巴国内经济的发展, 国内易拉罐饮料需求逐年提升, 目前市场需求约达每年 6 亿罐, 此次合作将为公司贡献新业绩增长点, 有效巩固行业龙头地位。三片罐业务方面, 公司与红牛已保持多年稳定合作关系, 目前有关中国红牛的品牌运营权等问题, 各方仍在谈判中, 年内或有望落地, 公司三片罐业务不确定性也将消除。
- 持续推进大包装战略目标, 积极寻求外延拓展。**公司确立了综合包装解决方案提供商战略方向, 为客户全面提供品牌策划、包装设计与制造、灌装服务

以及信息化辅助营销等一体化综合服务。同时，公司通过对产业链上企业股权战略投资，实现主营业务协同互补，增强公司核心竞争力。除了投资永新股份及中粮包装，3月，公司还认购沃田农业20%股份，向下游消费行业战略投资，不仅有助于推动大包装战略的深化落实，也有助于形成未来大包装业务与快消品业务协同发展的良性格局。

- **完成收购法国欧塞尔 59.95%股权，体育产业版图持续扩张。**公司下游客户红牛、青啤等与体育产业有紧密的联系，自2015年起公司积极落实体育产业外延式发展规划，增强公司为客户提供增值服务的能力。2015年，公司已通过多项投资合作大举进军体育产业。10月，公司已完成以自筹资金700万欧元收购法国欧塞尔足球俱乐部59.95%股权。通过此次收购，公司品牌将在国际体育产业范围内得到有力的推广与传播，并提升为下游客户服务的能力，同时俱乐部运作经验也有助于公司现有冰球计划的推广。此次收购也充分体现了公司的资源整合能力及资本运作实力，未来借助体育产业平台，公司下游食品饮料客户将得到公司在市场渠道和品牌推广等多方面的增值服务，公司客户粘性 & 新客户开发能力都将有效增强。

风险因素

- 同业竞争加剧；食品饮料行业增速放缓；新领域、新业务拓展不力；并购整合效应低于预期。

盈利预测与投资建议

- 公司三片罐业务尚存不确定性，二片罐业务增长稳健，但是主要原材料马口铁和铝与去年同期均有程度不等上涨，**我们预测公司2017-2019年EPS为0.41/0.48/0.56元/股，对应PE分为19/16/15倍，下调公司评级至“增持”。**

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	5,455	6,662	7,599	7,912	9,042	10,254
增长率		22.1%	14.1%	4.1%	14.3%	13.4%
主营业务成本	-3,765	-4,386	-4,973	-5,644	-6,476	-7,360
%销售收入	69.0%	65.8%	65.4%	71.3%	71.6%	71.8%
毛利	1,690	2,277	2,626	2,268	2,566	2,894
%销售收入	31.0%	34.2%	34.6%	28.7%	28.4%	28.2%
营业税金及附加	-39	-52	-69	-40	-45	-51
%销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-117	-157	-170	-178	-203	-230
%销售收入	2.1%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
管理费用	-405	-464	-556	-572	-621	-669
%销售收入	7.4%	7.0%	7.3%	7.2%	6.9%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	1,129	1,604	1,831	1,479	1,697	1,943
%销售收入	20.7%	24.1%	24.1%	18.7%	18.8%	19.0%
财务费用	-96	-153	-241	-189	-185	-185
%销售收入	1.8%	2.3%	3.2%	2.4%	2.0%	1.8%
资产减值损失	-35	-119	-232	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	-36	124	5	5	5
%税前利润	0.8%	n.a	7.9%	0.4%	0.3%	0.3%
营业利润	1,007	1,296	1,483	1,295	1,517	1,764
营业利润率	18.5%	19.5%	19.5%	16.4%	16.8%	17.2%
营业外收支	29	61	91	3	3	3
税前利润	1,036	1,357	1,573	1,298	1,520	1,767
利润率	19.0%	20.4%	20.7%	16.4%	16.8%	17.2%
所得税	-231	-344	-421	-322	-377	-438
所得税率	22.3%	25.4%	26.7%	24.8%	24.8%	24.8%
净利润	805	1,013	1,153	976	1,143	1,329
少数股东损益	-4	-4	-1	14	14	14
归属于母公司的净利润	809	1,017	1,154	962	1,129	1,315
净利率	14.8%	15.3%	15.2%	12.2%	12.5%	12.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	805	1,013	1,153	976	1,143	1,329
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	235	370	537	347	397	449
非经营收益	80	159	101	256	208	204
营运资金变动	-351	-352	-1,026	815	-241	-259
经营活动现金净流	769	1,189	765	2,394	1,506	1,723
资本开支	-892	-1,194	-1,097	-575	-918	-964
投资	-64	-944	-2,897	-1	0	0
其他	-18	37	-39	5	5	5
投资活动现金净流	-973	-2,101	-4,033	-571	-913	-959
股权募资	63	45	6	942	0	0
债权募资	798	1,868	3,032	-2,371	-74	-69
其他	-460	-96	-696	-258	-697	-777
筹资活动现金净流	401	1,816	2,342	-1,688	-770	-845
现金净流量	197	904	-927	136	-177	-82

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,206	2,328	1,411	1,547	1,370	1,288
应收款项	1,259	1,902	2,931	2,052	2,346	2,660
存货	636	574	522	844	969	1,101
其他流动资产	409	369	685	309	355	403
流动资产	3,510	5,172	5,549	4,753	5,040	5,453
%总资产	51.9%	49.3%	37.1%	33.2%	33.3%	34.0%
长期投资	52	919	3,738	3,739	3,738	3,738
固定资产	2,790	3,462	4,819	5,358	5,889	6,414
%总资产	41.2%	33.0%	32.3%	37.5%	39.0%	40.0%
无形资产	246	331	532	452	446	440
非流动资产	3,254	5,310	9,389	9,550	10,075	10,593
%总资产	48.1%	50.7%	62.9%	66.8%	66.7%	66.0%
资产总计	6,765	10,481	14,939	14,303	15,114	16,046
短期借款	1,026	2,089	2,908	1,470	1,397	1,327
应付款项	661	976	1,331	1,288	1,476	1,676
其他流动负债	226	263	310	716	834	963
流动负债	1,913	3,328	4,549	3,474	3,706	3,966
长期贷款	484	944	2,059	2,059	2,059	2,060
其他长期负债	508	1,697	3,040	2,082	2,082	2,082
负债	2,905	5,969	9,648	7,614	7,847	8,107
普通股股东权益	3,749	4,361	5,111	6,496	7,060	7,718
少数股东权益	111	152	179	193	207	221
负债股东权益合计	6,765	10,481	14,939	14,303	15,114	16,046

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	1.32	1.04	0.49	0.41	0.48	0.56
每股净资产	6.11	4.44	2.17	1.15	1.25	1.37
每股经营现金净流	1.25	1.21	0.32	0.42	0.27	0.30
每股股利	1.00	0.66	0.45	0.09	0.10	0.12
回报率						
净资产收益率	21.58%	23.32%	22.57%	14.81%	15.99%	17.04%
总资产收益率	11.96%	9.70%	7.72%	6.73%	7.47%	8.19%
投入资本收益率	14.97%	13.86%	10.85%	9.04%	9.97%	10.90%
增长率						
主营业务收入增长率	19.44%	22.14%	14.05%	4.12%	14.29%	13.40%
EBIT 增长率	29.41%	42.07%	14.17%	-19.26%	14.74%	14.55%
净利润增长率	31.86%	25.71%	13.43%	-16.59%	17.34%	16.47%
总资产增长率	25.94%	54.94%	42.52%	-4.25%	5.67%	6.17%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73	79	108	86	86	86
存货周转天数	56	50	40	55	55	55
应付账款周转天数	51	48	60	63	63	63
固定资产周转天数	163	160	169	173	159	147
偿债能力						
净负债/股东权益	20.71%	39.81%	106.56%	60.75%	57.33%	52.65%
EBIT 利息保障倍数	11.8	10.5	7.6	7.8	9.2	10.5
资产负债率	42.95%	56.95%	64.58%	53.23%	51.92%	50.52%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	3	9
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.10

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

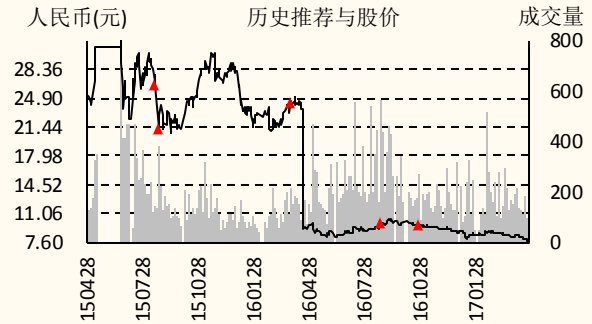
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-21	买入	26.70	35.00
2	2015-08-26	买入	23.77	35.00~38.00
3	2016-03-31	买入	24.66	N/A
4	2016-08-26	买入	9.73	N/A
5	2016-10-27	买入	9.53	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD