

奥瑞金 (002701.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

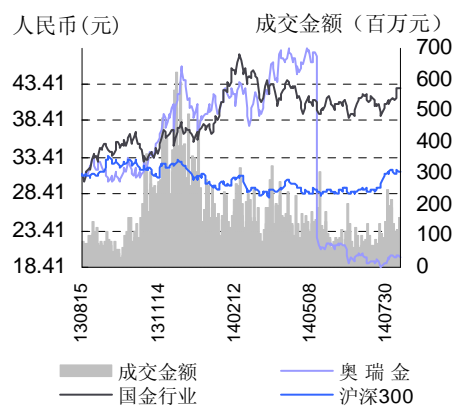
市价(人民币): 19.78元

## 谋划大包装

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)	324.12
总市值(百万元)	12,131.87
年内股价最高最低(元)	48.28/18.41
沪深 300 指数	2335.95
中小板综指	6963.22



## 相关报告

1. 《业绩符合预期,建议逐步布局》, 2014.7.31
2. 《迎接二季度旺季到来》, 2014.4.25
3. 《质地优良,成长可期》, 2014.3.30

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001  
(8621)60230237  
zhouwb@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.320	2.001	1.310	1.654	2.003
每股净资产(元)	9.68	10.70	13.32	16.63	20.64
每股经营性现金流(元)	1.35	2.18	3.53	2.79	5.04
市盈率(倍)	18.97	19.13	15.04	11.91	9.83
行业优化市盈率(倍)	9.44	17.07	17.80	17.80	17.80
净利润增长率(%)	27.65%	51.53%	30.96%	26.25%	21.13%
净资产收益率(%)	13.64%	18.70%	19.66%	19.89%	19.41%
总股本(百万股)	306.67	306.67	613.34	613.34	613.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 奥瑞金公布中报: 营业收入 26.95 亿元, 增长 20.2%; 营业利润 5.24 亿元, 增长 35.1%; 归属上市公司股东净利润 4.23 亿元, 增长 37.8%, EPS 0.69 元, 公司预计前三季度增长 30%-50%。

## 经营分析

- **营收增速尚可, 成本红利驱动利润快速增长:** 公司上半年营业收入增长 20.2%, 因马口铁等原料成本的下降, 净利润增速要快于收入, 达 37.8%; 其中二季度收入、净利润增速分别为 20.1%、33.1%, 符合我们预期。分业务看: 三片饮料罐增长 18.2%, 其中红牛罐增长 22.1%, 依然保持较快增长。但其它客户如旺旺、露露等因产品价格下调等原因, 增速相对较慢; 三片食品罐下滑 25.1%, 主要原因是新中基、中粮屯河的订单持续减少, 同时普罗旺斯订单也有所下滑; 二片饮料罐增长近 70%, 其中加多宝销售额达 1.87 亿元, 增长 39%, 占二片饮料罐比重近 60%, 加多宝的快速增长主要是抢了竞争对手的份额; 此外啤酒罐依然保持较快增长, 目前青啤、燕京、雪花都已是公司客户, 其中青啤、燕京是战略合作伙伴。总的来说, 红牛依然是公司增长核心驱动力, 同时加多宝以及啤酒罐的贡献也开始上升, 随着公司新的生产基地陆续投产, 我们预计公司收入依然可以保持 20% 以上增长。
- **生产基地建设稳步推进:** 目前公司正在建设江苏宜兴基地二期工程, 预计年底将投产, 配套生产红牛罐; 此外广西 8 亿只二片罐生产基地预计明年年初投产, 配套生产燕京啤酒罐; 山东青岛 9 亿只二片罐生产基地预计明年下半年投产, 配套供货青岛啤酒。同时公司正规划在四川建设新的红牛生产基地。随着新基地的陆续投产, 将确保公司明后年的业绩增长, 同时啤酒罐的收入占比也将进一步上升。
- **成本下降, 驱动毛利率提升:** 上半年公司毛利率 31.1%, 上升 2.4 个百分点, 提升的原因主要是马口铁等原料成本的下行(14 年马口铁价格较 13 年均价下降幅度约 5%), 同期期间费用率上升近 0.3% (销售费用率、财务费用率分别下滑 0.37、0.4 个百分点; 但管理费用率上升 1 个百分点), 因此上半年公司净利率上升近 2 个百分点。目前马口铁价格相对稳定, 同时公司在二季度针对非红牛三片罐价格有所下调, 我们预计下半年毛利率在目前基础上保持平稳或略有下滑。

- **转型，谋划大包装：**近年来公司努力进行商业模式和技术创新，在环保型复合金属包装材料、食品安全领域均处于国内领先水平；同时积极从提供包装产品到提供包装产品整体解决方案转型。国内包装业市场规模非常大，具孕育大公司的土壤，而且市场环境的变化，国内包装业的整合已到时间窗口，依靠红牛提供的高盈利及现金流，公司具备整合行业的能力，未来将通过收购兼并方式积极拓展大包装领域，我们看好公司发展前景。

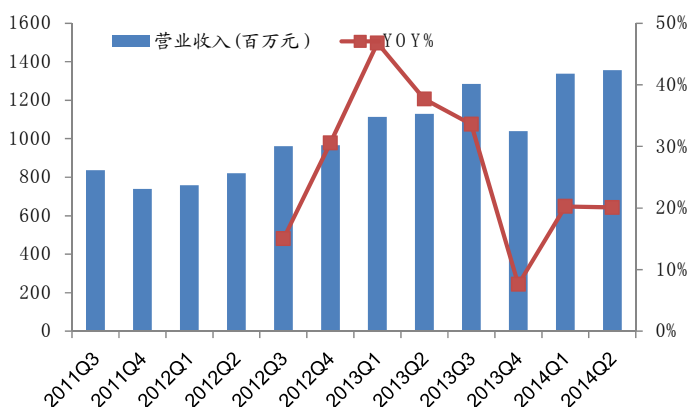
### 盈利预测及投资建议

- 我们维持公司盈利预测，2014-2016 年公司归属于上市公司股东净利润 8.03 亿元、10.14 亿元、12.3 亿元，分别增长 31%、26.3%、21.3%；实现全面摊薄 EPS 分别为 1.31 元、1.65 元、2 元。目前股价对应 14 年 15 倍 PE，建议买入。

### 风险

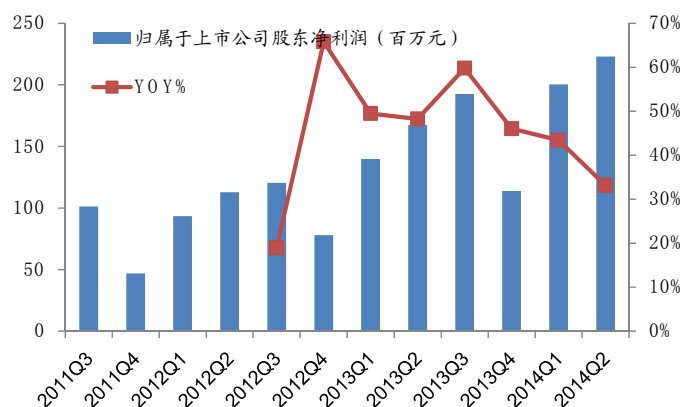
- 单一客户占比过高；小非减持；红牛罐价格变动

图表1：公司营业收入（百万元）

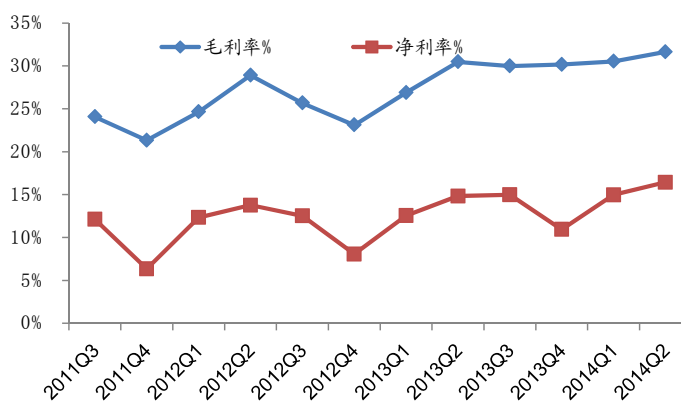


来源：公司财务报告、国金证券研究所

图表2：公司净利润（百万元）

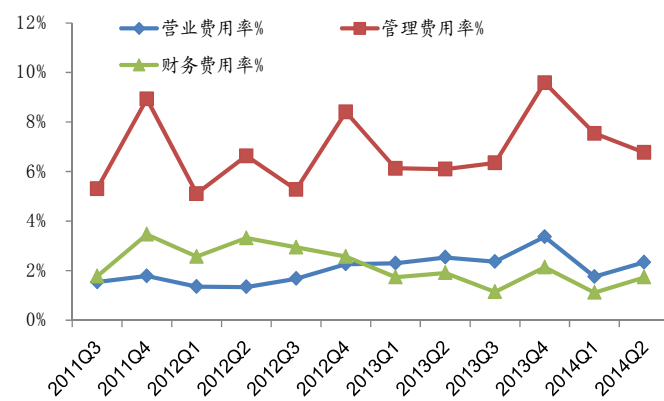


图表3：公司毛利率/净利率



来源：公司财务报告、国金证券研究所

图表4：公司期间费用率



图表5: 三张表摘要

损益表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,841</b>	<b>3,506</b>	<b>4,567</b>	<b>5,602</b>	<b>6,742</b>	<b>7,962</b>
增长率		23.4%	30.2%	22.7%	20.3%	18.1%
主营业务成本	-2,153	-2,613	-3,225	-3,916	-4,671	-5,502
<b>%销售收入</b>	<b>75.8%</b>	<b>74.5%</b>	<b>70.6%</b>	<b>69.9%</b>	<b>69.3%</b>	<b>69.1%</b>
毛利	688	894	1,342	1,686	2,071	2,460
%销售收入	24.2%	25.5%	29.4%	30.1%	30.7%	30.9%
营业税金及附加	-13	-16	-31	-39	-47	-56
%销售收入	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-45	-59	-120	-140	-169	-199
%销售收入	1.6%	1.7%	2.6%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-182	-225	-318	-392	-472	-557
%销售收入	6.4%	6.4%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润(EBIT)	449	593	873	1,115	1,383	1,648
%销售收入	15.8%	16.9%	19.1%	19.9%	20.5%	20.7%
财务费用	-63	-100	-78	-44	-30	-10
%销售收入	2.2%	2.8%	1.7%	0.8%	0.5%	0.1%
资产减值损失	-1	-4	-26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0	0
<b>%税前利润</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
营业利润	386	490	768	1,071	1,353	1,638
营业利润率	13.6%	14.0%	16.8%	19.1%	20.1%	20.6%
营业外收支	8	26	15	0	0	0
税前利润	<b>393</b>	<b>516</b>	<b>783</b>	<b>1,071</b>	<b>1,353</b>	<b>1,638</b>
利润率	13.9%	14.7%	17.1%	19.1%	20.1%	20.6%
所得税	-78	-112	-176	-268	-338	-410
所得税率	19.8%	21.7%	22.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	316	404	607	803	1,014	1,229
少数股东损益	-1	-1	-7	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>317</b>	<b>405</b>	<b>614</b>	<b>803</b>	<b>1,014</b>	<b>1,229</b>
净利率	11.2%	11.5%	13.4%	14.3%	15.0%	15.4%

现金流量表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	316	404	607	803	1,014	1,229
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	74	101	156	183	237	277
非经营收益	41	75	67	77	49	33
营运资金变动	-522	-162	-160	20	-445	8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-92</b>	<b>418</b>	<b>669</b>	<b>1,083</b>	<b>855</b>	<b>1,547</b>
资本开支	-456	-430	-1,126	-1,052	-553	-385
投资	12	0	0	-1	0	0
其他	2	0	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-442</b>	<b>-430</b>	<b>-1,126</b>	<b>-1,053</b>	<b>-553</b>	<b>-385</b>
股权募资	2	1,591	45	0	0	0
债权募资	559	-93	258	14	-453	-500
其他	-159	-114	-414	-64	-49	-33
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>402</b>	<b>1,384</b>	<b>-111</b>	<b>-50</b>	<b>-502</b>	<b>-533</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-132</b>	<b>1,373</b>	<b>-568</b>	<b>-20</b>	<b>-200</b>	<b>629</b>

来源: 国金证券研究所

资产负债表(人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	250	1,578	1,020	1,000	800	1,429
应收款项	846	991	1,144	1,250	1,505	1,777
存货	374	495	520	644	768	904
其他流动资产	168	188	252	198	236	277
流动资产	1,638	3,251	2,936	3,092	3,308	4,388
%总资产	60.0%	69.7%	56.3%	49.6%	48.9%	55.2%
长期投资	9	9	8	9	8	8
固定资产	1,014	1,329	2,038	2,910	3,117	3,344
%总资产	37.1%	28.5%	39.1%	46.7%	46.1%	42.1%
无形资产	65	71	221	216	212	207
非流动资产	1,094	1,417	2,280	3,137	3,453	3,561
%总资产	40.0%	30.3%	43.7%	50.4%	51.1%	44.8%
<b>资产总计</b>	<b>2,732</b>	<b>4,668</b>	<b>5,217</b>	<b>6,229</b>	<b>6,761</b>	<b>7,949</b>
短期借款	860	835	1,088	800	500	300
应付款项	642	744	718	923	1,102	1,298
其他流动负债	57	65	146	134	-73	190
流动负债	1,560	1,644	1,952	1,858	1,529	1,788
长期贷款	191	129	92	92	92	92
其他长期负债	29	30	6	153	0	0
<b>负债</b>	<b>1,780</b>	<b>1,803</b>	<b>2,050</b>	<b>2,103</b>	<b>1,621</b>	<b>1,880</b>
普通股股东权益	996	2,969	3,282	4,086	5,100	6,029
少数股东权益	3	2	40	40	40	40
<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,778</b>	<b>4,773</b>	<b>5,371</b>	<b>6,229</b>	<b>6,761</b>	<b>7,949</b>

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.379	1.320	2.001	1.310	1.654	2.003
每股净资产	4.329	9.680	10.701	13.324	16.631	20.638
每股经营现金净流	-0.388	1.354	2.181	3.532	2.789	5.044
每股股利	0.000	0.980	1.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	31.86%	13.64%	18.70%	19.66%	19.89%	19.41%
总资产收益率	11.42%	8.48%	11.42%	12.90%	15.00%	14.90%
投入资本收益率	17.57%	11.80%	15.02%	16.66%	18.09%	18.28%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	44.71%	23.43%	30.25%	22.66%	20.35%	18.10%
EBIT增长率	53.10%	32.16%	47.11%	27.77%	24.05%	19.15%
净利润增长率	34.17%	27.65%	51.53%	30.96%	26.25%	21.13%
总资产增长率	55.89%	71.82%	12.53%	19.41%	8.54%	17.57%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	67.9	78.1	77.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	50.4	60.7	57.4	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	78.9	83.0	66.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	93.3	132.1	144.6	161.7	148.8	136.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	80.20%	-20.67%	4.85%	-2.61%	-4.04%	-16.28%
EBIT利息保障倍数	7.2	5.9	11.2	25.6	45.4	171.6
资产负债率	64.06%	37.77%	38.16%	33.76%	23.98%	22.79%

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	6	10	12	31
增持	0	1	1	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.14	1.11	1.13	1.13

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2014-03-24	买入	46.02	60.00 ~ 60.00
2 2014-03-30	买入	44.26	N/A
3 2014-04-25	买入	46.40	N/A
4 2014-07-31	买入	19.82	N/A

来源：国金证券研究所

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



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 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

**特别声明:**

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为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: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD