

紫江企业 (600210.SH) 塑料行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

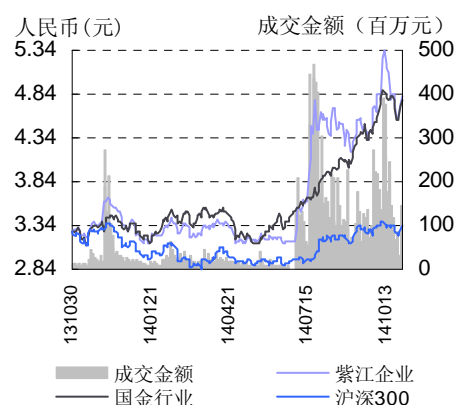
市价 (人民币): 4.82 元

季报风险释放, 逢低买入

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)	1,436.74
总市值(百万元)	6,925.07
年内股价最高最低(元)	5.34/3.13
沪深 300 指数	2451.38
上证指数	2373.03



相关报告

1. 《铝塑膜国产化的最大受益者》, 2014.9.29

公司基本情况 (人民币)

项 目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.113	0.159	0.169	0.245	0.320
每股净资产(元)	2.52	2.54	2.71	2.96	3.28
每股经营性现金流(元)	0.78	0.73	0.68	0.59	0.63
市盈率(倍)	31.17	20.49	28.47	19.58	15.00
行业优化市盈率(倍)	36.94	32.70	34.90	34.90	34.90
净利润增长率(%)	-69.21%	40.86%	6.27%	45.44%	30.52%
净资产收益率(%)	4.47%	6.23%	6.21%	8.29%	9.76%
总股本(百万股)	1,436.74	1,436.74	1,436.74	1,436.74	1,436.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 紫江企业三季报: 营业收入 6721.49 百万元, 增长 1.3%; 归属于上市公司股东净利润 188.23 百万元, 下滑 25.3%, 扣非后下滑 23.3%, EPS 0.13 元。

经营分析

- **天气原因致三季度业绩大幅下滑:** 受今年天气比较凉爽的影响, 三季度国内饮料消费不佳, 单季软饮料产量基本无增长, 环比 Q2 增速下滑 13pct。公司主营饮料包装, PET 瓶、皇冠盖及饮料 OEM 等业务收入占公司总收入 45% 左右, 贡献毛利 60%。受此影响, 公司三季度单季收入 22.11 亿元, 下滑 4.8%, 其中饮料包装业务下滑幅度大于此增速。由于饮料包装属于重资产行业, 开工率偏低对盈利的弹性影响较大, 导致三季度单季公司净利润下滑 60%, 业绩低于预期。
- **13Q4 基数低, 全年业绩不悲观:** 13Q4 公司净利润-2400 万元, 基数偏低; 同时近期原油价格暴跌, 作为塑料粒子的上游, 公司原材料采购也将有所受益, 我们预计全年业绩增速将有所改善。
- **铝塑膜进展略有延后:** 公司 6 月份开始正式开始市场化销售铝塑膜产品, 月销量 8-10 万平方米, 其中 ATL 是重点客户。其它如三星、LG、力神、比克、光宇等客户多处于产品审核及商务谈判阶段。三星、LG 原预期 10-11 月份供货, 但由于双方在合作细节方面略有分歧(铝塑膜技术开放程度), 正式供货期略有后延, 预计明年初。而力神、比克商务谈判已结束, 年内应该可正式供货。
- **看好公司逻辑不变:** 铝塑膜作为锂电池产业链门槛相对较高的材料之一, 目前主要依赖进口, 日韩企业占近 90% 市场份额。紫江企业是国内首家实现铝塑膜规模化生产的企业, 无论是技术成熟度, 还是市场推广方面都走在国内企业前列, 后续将通过性价比及优质服务抢占进口产品的市场份额, 公司将受益于铝塑膜的国产化替代。而且随着电动汽车的快速发展, 铝塑膜的应用领域及市场空间也将打开。此外, 公司参股的中航通用电气民用航电系统公司(公司持有 7.5% 股份), 未来也将受益国产大飞机 C919 的发展。

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

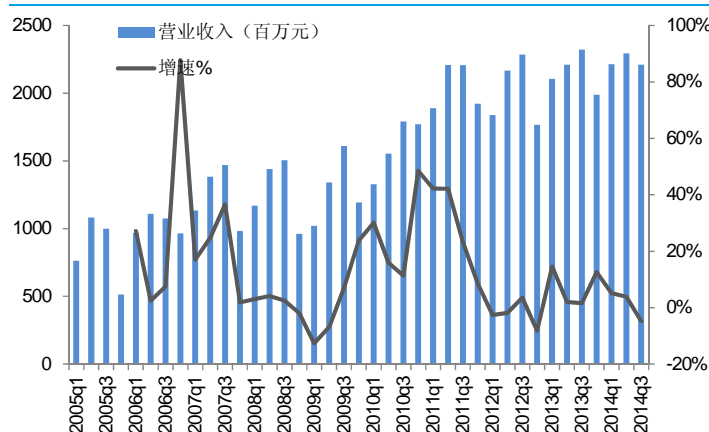
盈利预测及投资建议

- 我们暂维持 2014-2016 年营业收入为 92.26 亿元、102.64 亿元、113.31 亿元，分别增长 7%、11.2%、10.4%；归属于上市公司股东净利润分别为 2.42 亿元、3.52 亿元、4.6 亿元，增长 6.3%、45.4%、30.5%；EPS 分别为 0.17 元、0.25 元、0.32 元。
- 基于公司传统业务稳健增长，安全边际高，且新业务铝塑膜进口替代空间大，公司将显著受益，且后续大飞机也将成为公司新的利润贡献点，维持公司“买入”评级。

风险

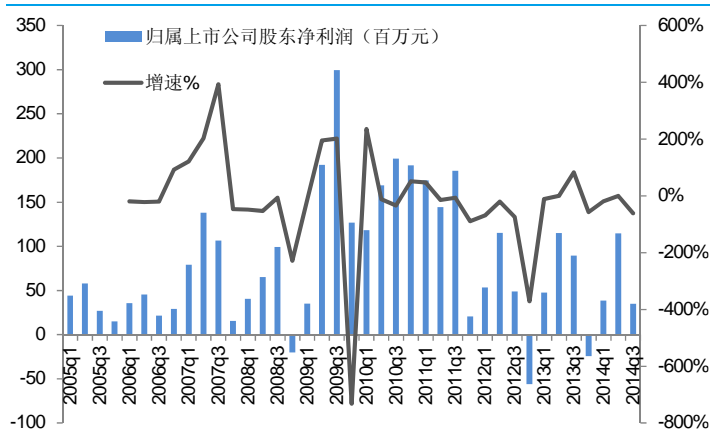
- 铝塑膜销售低于预期；因竞争加剧，铝塑膜价格快速下滑；传统业务恢复低于预期

图表1：公司营业收入及增速%

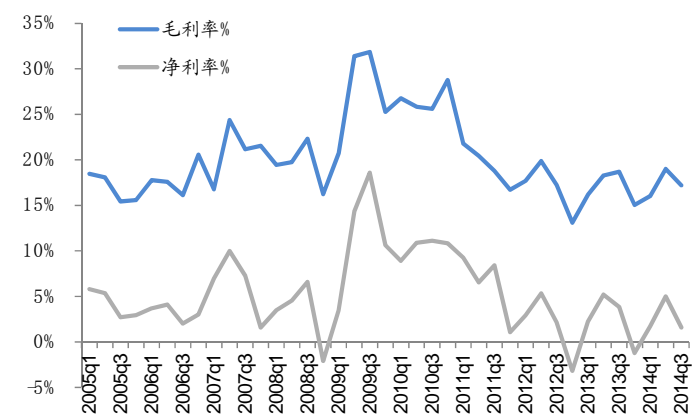


来源：国金证券研究所

图表2：公司净利润及增速%

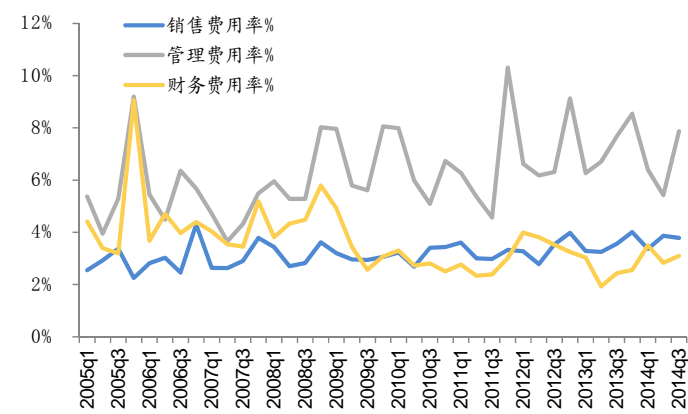


图表3：公司利润率%



来源：国金证券研究所

图表4：公司期间费用率%



图表5：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	8,228	8,057	8,626	9,226	10,264	11,331
增长率		-2.1%	7.1%	7.0%	11.2%	10.4%
主营业务成本	-6,628	-6,675	-7,148	-7,685	-8,493	-9,356
%销售收入	80.6%	82.9%	82.9%	83.3%	82.7%	82.6%
毛利	1,599	1,382	1,478	1,541	1,771	1,975
%销售收入	19.4%	17.1%	17.1%	16.7%	17.3%	17.4%
营业税金及附加	-37	-36	-41	-46	-51	-57
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-264	-272	-303	-323	-359	-397
%销售收入	3.2%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-536	-561	-628	-646	-718	-793
%销售收入	6.5%	7.0%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	762	513	507	526	642	729
%销售收入	9.3%	6.4%	5.9%	5.7%	6.3%	6.4%
财务费用	-215	-294	-214	-205	-160	-118
%销售收入	2.6%	3.6%	2.5%	2.2%	1.6%	1.0%
资产减值损失	-3	-6	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	137	50	37	35	35	35
%税前利润	19.4%	17.3%	11.1%	9.8%	6.8%	5.4%
营业利润	681	264	319	356	516	646
营业利润率	8.3%	3.3%	3.7%	3.9%	5.0%	5.7%
营业外收支	23	27	11	0	0	0
税前利润	704	291	330	356	516	646
利润率	8.6%	3.6%	3.8%	3.9%	5.0%	5.7%
所得税	-129	-93	-77	-89	-129	-162
所得税率	18.4%	32.2%	23.5%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	575	197	253	267	387	485
少数股东损益	49	35	25	25	35	25
归属于母公司的净利润	526	162	228	242	352	460
净利率	6.4%	2.0%	2.6%	2.6%	3.4%	4.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	575	197	253	267	387	485
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	511	512	517	483	507	519
非经营收益	79	245	185	176	144	101
营运资金变动	-202	167	94	47	-194	-202
经营活动现金净流	963	1,121	1,048	973	844	903
资本开支	-627	-368	-471	218	-199	0
投资	-374	-316	-365	-1	0	0
其他	72	24	17	35	35	35
投资活动现金净流	-928	-660	-820	252	-164	35
股权募资	21	0	24	0	0	0
债权募资	501	-110	485	-980	-501	-801
其他	-1,020	-16	-831	-224	-179	-136
筹资活动现金净流	-497	-125	-323	-1,204	-680	-938
现金净流量	-463	336	-95	21	0	0

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	662	975	879	900	900	900
应收款项	1,223	1,234	1,342	1,386	1,542	1,702
存货	1,913	1,727	1,826	1,790	1,978	2,179
其他流动资产	538	308	329	79	87	96
流动资产	4,336	4,244	4,376	4,155	4,507	4,877
%总资产	42.8%	41.3%	41.1%	42.8%	46.2%	50.8%
长期投资	1,058	1,340	1,569	1,570	1,569	1,569
固定资产	4,355	4,245	4,182	3,758	3,459	2,948
%总资产	43.0%	41.3%	39.3%	38.7%	35.5%	30.7%
无形资产	370	415	410	224	216	208
非流动资产	5,795	6,036	6,267	5,554	5,246	4,727
%总资产	57.2%	58.7%	58.9%	57.2%	53.8%	49.2%
资产总计	10,130	10,280	10,643	9,709	9,753	9,604
短期借款	2,679	2,575	3,297	2,341	1,840	1,038
应付款项	1,257	1,039	1,310	1,317	1,457	1,605
其他流动负债	76	702	374	169	188	207
流动负债	4,012	4,316	4,981	3,828	3,485	2,850
长期贷款	891	876	600	600	600	601
其他长期负债	1,024	1,026	1,046	998	998	998
负债	5,927	6,218	6,627	5,425	5,082	4,448
普通股股东权益	3,756	3,622	3,656	3,899	4,251	4,711
少数股东权益	448	440	360	385	420	445
负债股东权益合计	10,130	10,280	10,643	9,709	9,753	9,604

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.366	0.113	0.159	0.169	0.245	0.320
每股净资产	2.614	2.521	2.545	2.714	2.959	3.279
每股经营现金净流	0.669	0.780	0.729	0.677	0.588	0.628
每股股利	0.050	0.300	0.200	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.99%	4.47%	6.23%	6.21%	8.29%	9.76%
总资产收益率	5.19%	1.57%	2.14%	2.49%	3.61%	4.79%
投入资本收益率	7.07%	4.08%	4.34%	4.80%	5.94%	7.02%
增长率						
主营业务收入增长率	27.64%	-2.08%	7.06%	6.96%	11.25%	10.39%
EBIT增长率	-25.44%	-32.70%	-1.15%	3.84%	21.94%	13.60%
净利润增长率	-22.54%	-69.21%	40.86%	6.27%	45.44%	30.52%
总资产增长率	5.14%	1.47%	3.54%	-8.78%	0.46%	-1.53%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.5	46.4	47.6	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	99.1	99.5	90.7	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	28.4	30.9	34.0	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	184.6	180.2	163.3	141.8	116.8	89.3
偿债能力						
净负债/股东权益	92.82%	85.46%	99.96%	70.92%	54.31%	33.66%
EBIT利息保障倍数	3.6	1.7	2.4	2.6	4.0	6.2
资产负债率	58.51%	60.49%	62.26%	55.88%	52.11%	46.32%

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	2	4	6
增持	0	0	1	2	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.33	1.33	1.37

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 2014-09-29	买入	4.84	6.50 ~ 6.50

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