



三季度业绩略低预期，中长期格局值得关注

2014年10月29日

强烈推荐/首次

紫江企业

财报点评

——紫江企业（600210）三季报点评

万力	分析师	执业证书编号: S1480514030001
	wanli@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件:

公司公布2014年三季报，2014年1-9月公司实现营业收入67.21亿元，同比增长1.25%，营业利润2.70亿元，同比减少19.44%，归属于母公司所有者净利润1.88亿元，同比减少25.33%，基本每股收益0.13元。

公司分季度财务指标

指标	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3
营业收入（百万元）	2106.26	2210.63	2321.63	1987.54	2214.93	2295.46	2211.11
增长率（%）	14.52%	2.01%	1.61%	12.56%	5.16%	3.84%	-4.76%
毛利率（%）	16.17%	18.29%	18.70%	15.05%	16.03%	19.01%	17.22%
期间费用率（%）	12.58%	11.87%	13.67%	15.09%	13.26%	12.12%	14.74%
营业利润率（%）	3.50%	6.47%	5.10%	-0.81%	2.61%	6.94%	2.39%
净利润（百万元）	59.00	126.23	96.79	-29.51	43.00	123.47	40.31
增长率（%）	-04.56%	-02.27%	61.10%	-45.26%	-27.12%	-02.19%	-58.35%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.08	0.06	-0.02	0.03	0.08	0.02
资产负债率（%）	61.03%	59.91%	60.47%	62.26%	62.71%	61.96%	64.36%
净资产收益率（%）	1.43%	3.00%	2.30%	-0.73%	1.05%	2.94%	0.97%
总资产收益率（%）	0.56%	1.20%	0.91%	-0.28%	0.39%	1.12%	0.35%

观点:

- **暑期平均气温偏低，收入增长放缓。**公司前三季度营收同比增长1.3%，增速较上半年下滑3.2个百分点，其中Q1-Q3单季收入增速分别是5.16%、3.84%和-4.76%，三季度收入负增长为历年来罕见，一方面碳酸饮料等整体需求增速趋缓，另一方面本年暑期平均气温偏低，高温天数减少影响了饮料及瓶装水消费，上游包装配套订单相应下滑。
- **前三季度综合毛利率同比略有下滑。**公司前三季度综合毛利率为17.4%，同比下滑0.4个百分点，由于上半年是同比提升0.2个百分点，因此Q3单季毛利率下滑拖累了毛利率表现（Q3: 17.2%，同比下滑1.5个百分点）。原因主要是本年三季度饮料配套订单的下滑使得相对高毛利率的PET瓶及瓶坯、防盗盖和饮料OEM业务占比下降，拉低了综合产品盈利能力。
- **融资规模增加，期间费用率上升。**前三季度，公司整体期间费用率为13.4%，同比上升0.7个百分点，主

要是7亿元短融及新增短期借贷拉升了财务费用, 前三季度财务费用同比增加29%, 财务费用率上升0.6个百分点。由于综合毛利率和期间费用率差值缩小, 前三季度公司营业利润率和净利率分别同比下滑1个百分点和1.2个百分点。

- **中长期看好包装走出低谷, 铝塑膜和智能膜成为新成长亮点。**中长期看, 公司作为国内PET瓶供应龙头, 有四大积极因素将助力公司瓶包装业务走出低谷: 1) 康师傅收购百事可乐后调整供应策略的边际影响已经较小; 2) 公司在饮用水包装瓶市场已经成功突破, 相继斩获恒大、昆仑山和达能等知名客户, 产品品质、供应效率及能力受重量级客户认可, 单一依赖碳酸饮料客户的局面逐步打破, 饮用水尤其是中高端饮用水市场增速明显高于碳酸饮料, 包装成本占比更低, 定价及盈利空间更大; 3) 两年多的行业低谷令市场主体竞争格局有所变化, 公司龙头地位进一步巩固, 议价能力有所提升。4) 公司瓶坯、瓶、盖、标签、OEM一体化产业链优势突出, 能适应客户全方位、多层次采购需求, 便于客户开拓, 提升客户粘性和价值创造能力。新业务方面, 公司铝塑膜经过多年技术积累, 产品已进入认证到量产的关键阶段, 6月公司斩获来自ATL的锂电池厂商认证首单, 逐步开始供货, 其他厂商的认证仍在进行中。从下游应用来看, 新能源汽车推广、消费电子轻薄化、可穿戴设备柔性设计均对锂电池轻便、安全以及多样化外观提出了强烈需求, 而采用铝塑膜外包正是重要的实现手段, 市场空间广阔, 2013年国内铝塑膜市场已超15亿元, 目前高度依赖进口, 超9成由日本企业垄断。获得ATL认证标志着公司铝塑膜产品已在技术品质、工艺稳定、供应效率等多个方面获得了下游权威厂商的充分肯定, 激发了国产化替代的市场预期, 同时公司在这一进程中已经具备了先发优势。预计公司会继续斩获更多厂商的最终认证, 并陆续实现量产。智能膜是公司薄膜业务向工业化高端应用转型的又一重要方向, 目前公司的智能膜产品主打温控节能, 但核心技术有别于市场上现存的其他产品, 一是纳米分子材料的使用, 二是纳米材料的使用工艺并非传统的涂布或者溅射, 而是在基材的生产中作为原料加入进去, 对于这一工艺的研发公司目前正与中科院开展全方位合作。从目前掌握的行业内技术情况看, 这一工艺有望实现全球领先。

结论:

公司前三季度业绩下滑并结束上半年降幅收敛趋势, Q3气候反常成为超预期因素。趋势研判上, 我们认为公司传统饮料包装业务以产业链一体化程度、产能规模、区域布局、技术研发等全方位优势依旧确保其行业龙头地位, 饮用水客户开拓的成功突破有望逐步摆脱单一依赖碳酸饮料客户的经营困局, 实现增长切换, 饮料包装业务将大概率迎来盈利回升期。公司以稳定的投资回报为前提来实现与包装行业客户合作共赢的模式取向将进一步夯实现金流和盈利基础, 构筑安全边际。而审慎稳健的创新转型已经曙光初现, 契合锂电池轻薄柔性化变革的公司铝塑膜产品有望逐步认证量产, 在国产化替代浪潮中发挥先发优势; 以纳米分子材料及其创新性使用工艺为核心的全球领先智能膜产品也已渐行渐近。新产品兑现预期使得公司估值提升预期较为强烈。预计公司2014-2016年的EPS分别为0.14元、0.22元和0.29元, 对应动态PE分别为34倍、22倍和16倍, 首次给予“强烈推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
流动资产合计	4244	4376	5178	4779	5222	营业收入	8057	8626	8724	9495	10317			
货币资金	975	879	1570	950	1032	营业成本	6675	7148	7171	7748	8355			
应收账款	1038	1211	1315	1301	1413	营业税金及附加	36	41	39	43	46			
其他应收款	66	79	80	87	95	营业费用	272	303	332	361	392			
预付款项	308	257	257	257	257	管理费用	561	628	611	665	722			
存货	1727	1826	1827	1974	2129	财务费用	294	214	285	243	200			
其他流动资产	0	71	81	158	240	资产减值损失	5.58	10.51	5.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	6036	6267	6326	5883	5518	公允价值变动收益	0.00	-0.06	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	1029	1243	380	380	380	投资净收益	50.30	36.51	35.00	36.00	40.00			
固定资产	3978.0	3858.7	3881.0	3480.8	3036.4	营业利润	264	319	316	472	641			
无形资产	239	232	224	215	207	营业外收入	33.09	27.72	25.00	30.00	30.00			
其他非流动资产	25	93	100	25	25	营业外支出	6.25	16.83	15.00	15.00	15.00			
资产总计	10280	10643	11504	10662	10740	利润总额	291	330	326	487	656			
流动负债合计	4316	4981	5597	4408	4031	所得税	93	77	95	141	190			
短期借款	1910	3192	3131	2271	2119	净利润	197	253	232	346	466			
应付账款	576	756	688	743	801	少数股东损益	35	25	30	36	44			
预收款项	150	139	139	139	139	归属母公司净利润	162	228	202	310	422			
一年内到期的非流	665	105	415	415	415	EBITDA	1055	1029	1169	1294	1429			
非流动负债合计	1902	1646	1646	1646	1646	BPS (元)	0.11	0.16	0.14	0.22	0.29			
长期借款	876	600	600	600	600	主要财务比率								
应付债券	995	998	998	998	998		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E			
负债合计	6218	6627	7243	6054	5677	成长能力								
少数股东权益	440	360	390	426	470	营业收入增长	-2.08%	7.06%	1.13%	8.84%	8.65%			
实收资本(或股本)	1437	1437	1437	1437	1437	营业利润增长	-61.26	20.98%	-0.92%	49.20%	35.86%			
资本公积	485	435	478	526	579	归属于母公司净利润	-11.57	53.57%	-11.57	53.57%	36.21%			
未分配利润	1325	1380	1525	1748	2052	盈利能力								
归属母公司股东权	3622	3656	3871	4182	4593	毛利率 (%)	17.15%	17.14%	17.80%	18.40%	19.01%			
负债和所有者权	10280	10643	11504	10662	10740	净利率 (%)	2.45%	2.93%	2.65%	3.64%	4.51%			
现金流量表					单位:百万元					总资产净利润 (%)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E					1.57%	2.14%	1.75%	2.90%	3.93%
经营活动现金流	1120	1047	1310	581	627	偿债能力				4.47%	6.23%	5.21%	7.40%	9.18%
净利润	197	253	232	346	466	资产负债率 (%)	60%	62%	63%	57%				
折旧摊销	497.18	496.54	568.12	579.22	588.02	流动比率	0.98	0.88	0.93	1.08	1.30			
财务费用	294	214	285	243	200	速动比率	0.58	0.51	0.60	0.64	0.77			
应收账款减少	0	-173	-104	14	-113	营运能力								
预收帐款增加	0	-11	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.82	0.79	0.86	0.96			
投资活动现金流	-660	-820	-597	-100	-182	应收账款周转率	8	8	7	7	8			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.26	12.95	12.08	13.27	13.36			
长期股权投资减少	0	-228	-120	-111	-122	每股指标 (元)								
投资收益	50	37	35	36	40	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.16	0.14	0.22	0.29			
筹资活动现金流	-121	-332	-22	-1102	-363	每股净现金流(最新)	0.24	-0.07	0.48	-0.43	0.06			
应付债券增加	0	2	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.52	2.54	2.69	2.91	3.20			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	42.65	30.31	34.36	22.37	16.43			
资本公积增加	-8	-50	43	48	53	P/B	1.91	1.89	1.79	1.66	1.51			
现金净增加额	340	-104	691	-621	82	EV/EBITDA	9.86	10.63	8.98	7.93	7.02			

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

万力

西南财经大学数量经济学硕士, 曾任职于大型国企财务部、天相投顾, 4 年证券市场从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 现专注于轻工制造、林业领域的研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。