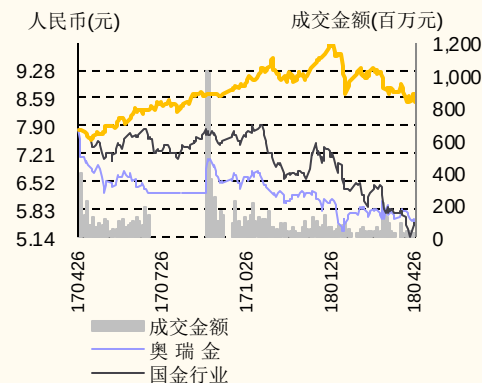


奥瑞金 (002701.SH) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 5.46 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1798.00
总市值(百万元)	12900.00
年内股价最高最低(元)	7.80/5.30
沪深 300 指数	3755.49
深证成指	10292.12

**相关报告**

- 1.《奥瑞金 2017 年半年报点评-新客户开发持续, 包装服务能力提升》, 2017.8.30
- 2.《奥瑞金 2016 年年报点评-业绩尚存压力, 后续关注外延扩张与产...》, 2017.4.28

揭力

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

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiushijia@gjzq.com.cn

核心业务尚存不确定性, 但已初现好转态势**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.49	0.30	0.38	0.48	0.60
每股净资产(元)	2.17	2.41	2.67	2.99	3.39
每股经营性现金流(元)	0.31	0.80	0.34	0.49	0.56
市盈率(倍)	18	21	14	11	9
行业优化市盈率(倍)	9	6	5	5	5
净利润增长率(%)	13.43%	-38.98%	27.38%	25.94%	24.70%
净资产收益率(%)	22.57%	12.39%	14.27%	16.04%	17.64%
总股本(百万股)	2,355.23	2,355.23	2,355.23	2,355.23	2,355.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年, 公司分别实现营收/营业利润/归母净利润 73.42 亿元/9.97 亿元/7.03 亿元, 同比分别下滑 3.37%、32.86%和 38.98%, 实现全面摊薄 EPS0.30 元, 符合预期。公司 2017 年分配预案为每 10 股派发现金红利 1.76 元 (含税)。1Q2018, 公司营收和归母净利润同比增长 53.81%和 31.13%。同时, 公司预计 2018 年上半年归母净利润同比增长 0%至 30%。

经营分析

- 2017 年受大客户影响, 公司收入出现上市后首次下滑。受第一大客户华彬集团与泰国天丝关于中国红牛商标使用权的纠纷影响, 公司红牛业务收入下滑 11.93%, 拖累整体营收下滑 3.37%。进入今年, 红牛业务正产运转, 下游客户春节备货订单收入开始确认, Q1 公司实现收入 19.93 亿元, 同比增长 53.81%, 较 2016 年同期收入仍有 16%的增长, 收入端已有好转态势。
- 原材料价格波动影响去年毛利率, 但今年 Q1 价格企稳调整。原材料铝板和镀锡板, 2017 年最大涨幅分别为 24.66%和 14.88%。同时, 去年公司金属包装和灌装产品出厂价分别下调 2.10%和 24.10%, 使得整体毛利率水平同比下跌 6.97pct。今年一季度, 核心原材料价格出现企稳回调, 公司毛利率略有好转, 同比提升 0.28pct。
- 公司客户资源丰富, 第一大客户年内将推出新品。公司除红牛以外, 还与加多宝、青岛啤酒和旺旺等国内知名食品饮料企业有着良好合作关系, 去年也先后与东鹏特饮和健力宝达成战略合作。第一大客户华彬集团于 2016 年推出功能饮料新品牌战马, 经历一年的宣传铺设, 今年华彬将大力推动战马销售, 目标销售额 15 亿元。目前, 战马已推出二片罐包装, 公司作为华彬的长期供应商, 有望在战马销售全力推进过程中受益。

盈利预测与投资建议

- 公司在金属包装行业优势明显, 虽然核心业务尚存不确定性, 但是 18 年 1 季度已现回升迹象, 我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.38/0.48/0.60 元 (三年 CAGR26%), 对应 PE 分为 14/11/9 倍, 维持公司“增持”评级。

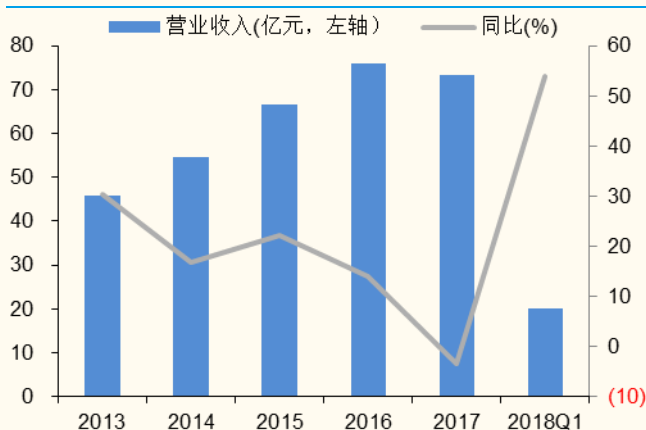
风险因素

- 大客户丧失红牛商标使用权的风险; 新客户开发不及时的风险; 新领域、新业务拓展不力的风险。

金属包装龙头，年内业绩有望迎向上反转

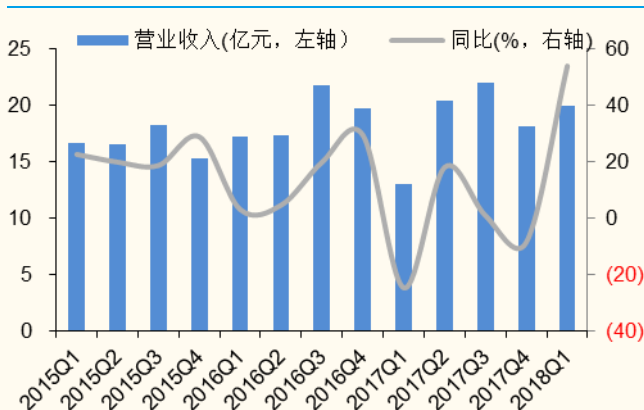
■ **2017 年受大客户影响，公司收入出现上市后首次下滑。**受第一大客户华彬集团与泰国天丝关于中国红牛商标使用的纠纷影响，公司于去年 Q1 一季度主动实施短期战略停产，当季收入下滑 24.56%。但 Q2 后公司恢复红牛业务生产，且在红牛红包促销活动之下，营收有明显增长好转。另一方面，由于今年农历新年较晚，下游客户春节备货期有所延后，Q4 收入也略有下滑，致使 2017 年全年收入小幅下滑 3.37% 至 73.42 亿元。今年 Q1 公司红牛方面业务维持正常运转，且下游客户春节备货订单收入于期内开始确认，实现收入 19.93 亿元，同比增长 53.81%，较 2016 年同期收入仍有 16% 的增长，公司收入端已有好转态势。

图表 1：2017 年奥瑞金营收小幅下滑



来源：wind，国金证券研究所

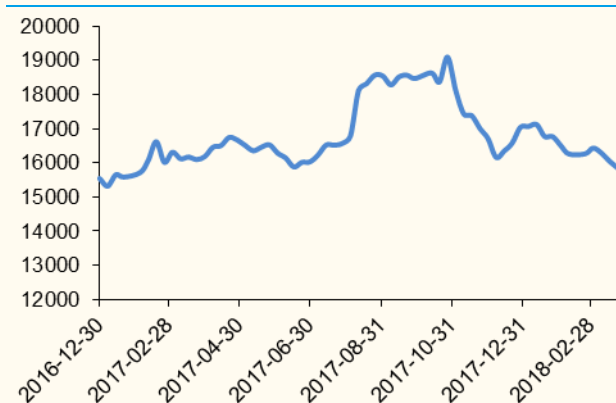
图表 2：2018Q1 奥瑞金营收大幅增长



来源：wind，国金证券研究所

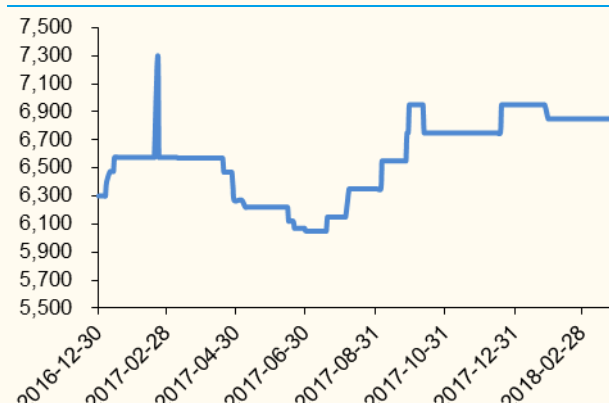
■ **原材料价格波动影响去年毛利率，但今年 Q1 价格企稳调整。**公司核心原材料铝板与镀锡板，在 2017 年年内均有明显上涨，最大涨幅分别为 24.66% 和 14.88%。同时，与 2016 年相比，去年公司金属包装和灌装产品出厂价分别下调 2.10% 和 24.10%，致使整理毛利率水平同比下跌 6.97pct。但进入今年，Q1 期间内铝板价格下跌 7.08%，镀锡板价格也仅上调 100 元/吨，核心原材料价格出现企稳回调，公司毛利率略有好转，同比提升 0.28pct，环比下滑 0.72pct。

图表 3：2017 年铝板价格走势



来源：wind，国金证券研究所

图表 4：2017 年镀锡板价格走势



来源：wind，国金证券研究所

■ **客户储备充足，持续优化客户和产品结构。**公司作为金属包装龙头，除红牛以外，还与加多宝、青岛啤酒、旺旺等国内知名食品饮料企业有着良好合作关系。2017 年内，公司也仍在推进新客户开发与客户结构优化，5 月和 7 月先后与东鹏特饮和健力宝达成战略合作。公司将为两家新晋客户提供包装产品及饮料灌装等一体化的综合服务，尤其是健力宝，公司还将为

其提供“厂中厂”式的贴身供应服务，并利用自身已有的灌装基地提供配套灌装服务，带动服务附加值提升。

- **调整部分经营战略。**2017 年内，公司与关联方中粮包装共同收购浙江地区的包装企业纪鸿包装，进一步增强双方的战略协同性，有利于双方发挥各自优势拓展新客户，提升公司在长三角地区对客户的服务能力，有助公司进一步开拓新市场。同时，公司还针对北京冬奥会带来的冰雪运动产业机遇和快消品客户冰雪产业平台的服务需求，去年 5 月出资 8,000 万元设立冰雪产业子公司，推进冰球培训、赛事运营、体育衍生产品开发等业务，体育产业布局得以进一步完善。我们认为，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。
- **与泰国天丝诉讼中止，大客户年内大力推新品。**去年公司曾因大客户华彬集团的原因遭到泰国天丝起诉。目前关于中国红牛商标使用权问题虽未最终定论，但去年 9 月泰国天丝已中止对公司的起诉。在商标问题尚未盖棺定论之前，公司红牛端业务仍可正常运转。另一方面，第一大客户华彬集团于 2016 年底推出全新功能饮料品牌“战马”，经过去年一年的宣传与广告铺设，今年华彬集团将大力推进战马销售，目标销售额 15 亿元，其中清爽型（含气）产品 3 亿元，原味（不含气）产品 5 亿元，罐装（强化型）战马 7 亿元。受益华彬力推战马销售，且已推出二片罐包装，公司作为多年供应商合作伙伴，有望获得新品包装订单，并借此对冲部分因红牛商标归属问题所带来的经营风险。

图表 5：华彬功能饮料新品——战马，已推出二片罐包装



来源：搜狐，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	6,662	7,599	7,342	8,580	10,202	12,262
增长率		14.1%	-3.4%	16.9%	18.9%	20.2%
主营业务成本	-4,386	-4,973	-5,317	-6,246	-7,432	-8,917
%销售收入	65.8%	65.4%	72.4%	72.8%	72.8%	72.7%
毛利	2,277	2,626	2,026	2,334	2,770	3,345
%销售收入	34.2%	34.6%	27.6%	27.2%	27.2%	27.3%
营业税金及附加	-52	-69	-70	-94	-112	-134
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-157	-170	-236	-300	-356	-427
%销售收入	2.4%	2.2%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-464	-556	-529	-644	-764	-916
%销售收入	7.0%	7.3%	7.2%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	1,604	1,831	1,191	1,296	1,538	1,867
%销售收入	24.1%	24.1%	16.2%	15.1%	15.1%	15.2%
财务费用	-153	-241	-402	-189	-158	-133
%销售收入	2.3%	3.2%	5.5%	2.2%	1.5%	1.1%
资产减值损失	-119	-232	-60	-27	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-36	124	162	170	179	188
%税前利润	n.a	7.9%	16.4%	13.7%	11.6%	9.9%
营业利润	1,296	1,483	997	1,250	1,555	1,915
营业利润率	19.5%	19.5%	13.6%	14.6%	15.2%	15.6%
营业外收支	61	91	-7	-8	-8	-8
税前利润	1,357	1,573	990	1,242	1,547	1,907
利润率	20.4%	20.7%	13.5%	14.5%	15.2%	15.5%
所得税	-344	-421	-300	-360	-433	-515
所得税率	25.4%	26.7%	30.3%	29.0%	28.0%	27.0%
净利润	1,013	1,153	690	882	1,114	1,392
少数股东损益	-4	-1	-14	-15	-16	-16
归属于母公司的净利润	1,017	1,154	704	897	1,129	1,408
净利率	15.3%	15.2%	9.6%	10.4%	11.1%	11.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,013	1,153	690	882	1,114	1,392
少数股东损益	-4	-1	-14	-15	-16	-16
非现金支出	359	512	418	407	395	405
非经营收益	159	101	237	65	25	1
营运资金变动	-352	-1,026	546	-555	-370	-476
经营活动现金净流	1,178	740	1,892	799	1,163	1,322
资本开支	-1,194	-1,097	-583	-141	-156	-152
投资	-944	-2,897	867	0	0	0
其他	37	-39	128	170	179	188
投资活动现金净流	-2,101	-4,033	411	30	23	36
股权募资	45	6	18	0	0	0
债权募资	1,868	3,032	-1,194	-468	-500	62
其他	-96	-696	-868	-525	-569	-646
筹资活动现金净流	1,816	2,342	-2,044	-992	-1,069	-584
现金净流量	894	-951	259	-163	118	774

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,328	1,411	1,981	1,817	1,935	2,709
应收款项	1,902	2,931	2,167	2,839	3,376	4,058
存货	574	522	762	770	916	1,099
其他流动资产	369	685	646	676	730	796
流动资产	5,172	5,549	5,556	6,103	6,957	8,662
%总资产	49.3%	37.1%	38.7%	41.7%	45.6%	51.8%
长期投资	919	3,738	2,935	2,935	2,935	2,935
固定资产	3,462	4,819	5,078	4,868	4,642	4,400
%总资产	33.0%	32.3%	35.4%	33.2%	30.4%	26.3%
无形资产	331	532	599	561	545	531
非流动资产	5,310	9,389	8,792	8,546	8,305	8,051
%总资产	50.7%	62.9%	61.3%	58.3%	54.4%	48.2%
资产总计	10,481	14,939	14,348	14,649	15,262	16,713
短期借款	2,089	2,908	3,237	2,731	2,192	2,213
应付款项	976	1,331	1,582	1,712	2,042	2,451
其他流动负债	263	310	231	284	326	379
流动负债	3,328	4,549	5,050	4,726	4,559	5,043
长期贷款	944	2,059	1,529	1,579	1,629	1,679
其他长期负债	1,697	3,040	1,911	1,900	1,889	1,879
负债	5,969	9,648	8,490	8,204	8,077	8,601
普通股股东权益	4,361	5,111	5,683	6,284	7,040	7,984
少数股东权益	152	179	175	160	145	129
负债股东权益合计	10,481	14,939	14,348	14,649	15,262	16,713

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.036	0.490	0.299	0.381	0.479	0.598
每股净资产	4.444	2.170	2.413	2.668	2.989	3.390
每股经营现金净流	1.201	0.314	0.803	0.339	0.494	0.561
每股股利	0.450	0.000	0.000	0.126	0.158	0.197
回报率						
净资产收益率	23.32%	22.57%	12.39%	14.27%	16.04%	17.64%
总资产收益率	9.70%	7.72%	4.91%	6.12%	7.40%	8.42%
投入资本收益率	13.86%	10.85%	6.84%	7.50%	8.85%	10.09%
增长率						
主营业务收入增长率	22.14%	14.05%	-3.37%	16.86%	18.91%	20.19%
EBIT 增长率	42.07%	14.17%	-34.96%	8.76%	18.75%	21.35%
净利润增长率	25.71%	13.43%	-38.98%	27.38%	25.94%	24.70%
总资产增长率	54.94%	42.52%	-3.95%	2.09%	4.19%	9.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78.6	108.0	118.1	115.0	115.0	115.0
存货周转天数	50.3	40.2	44.1	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	48.1	60.0	67.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	160.3	168.9	231.7	188.9	150.4	117.6
偿债能力						
净负债/股东权益	39.81%	106.56%	72.93%	61.76%	46.94%	32.93%
EBIT 利息保障倍数	10.5	7.6	3.0	6.8	9.8	14.0
资产负债率	56.95%	64.58%	59.17%	56.01%	52.92%	51.46%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	0	0	0	2	8
	0	0	2	2	4
	0	0	1	2	4
	0	0	0	0	0
	0.00	0.00	2.33	2.00	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-26	买入	9.73	N/A
2	2016-10-27	买入	9.53	N/A
3	2017-04-28	增持	7.60	N/A
4	2017-08-30	增持	6.22	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


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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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。

本报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH