

消费升级与娱乐研究中心

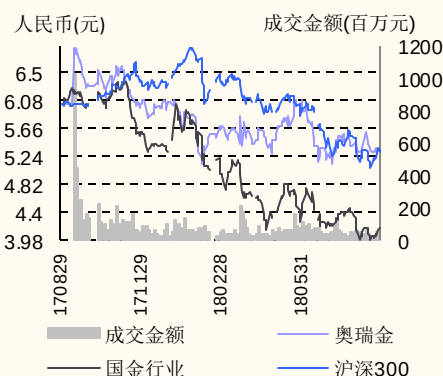
奥瑞金 (002701.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.32 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,798.19
总市值(百万元)	12,529.80
年内股价最高最低(元)	6.88/5.14
沪深 300 指数	3386.57
中小板综	8849.36



相关报告

- 1.《奥瑞金 2017 年年报点评-核心业务尚存不确定性, 但已初现好转...》, 2018.4.27
- 2.《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

经营逐步企稳, 二片罐盈利存在改善可能

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	0.34	0.39	0.43
每股净资产(元)	2.17	2.41	2.64	2.90	3.19
每股经营性现金流(元)	0.31	0.80	0.33	0.45	0.46
市盈率(倍)	18	21	16	14	12
净利润增长率(%)	13.43%	-38.98%	14.25%	13.56%	10.90%
净资产收益率(%)	22.57%	12.39%	12.92%	13.36%	13.48%
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

- 2018 上半年, 公司分别实现营收/归母净利润 40.40 亿元/4.51 亿元, 同比分别增长 21.14%/11.33%, 实现全面摊薄 EPS0.20 元, 符合预期。

经营分析

- **客户深度合作达成, 食品罐收入增长最快。**上半年公司核心三片罐业务实现收入 29.7 亿元, 同比增长 26.62%。其中, 饮料罐得收入实现 25% 以上的增长, 食品罐增长达到 46.63%。分区收入上, 东北地区收入较上年同期增长 72.06%。饮料罐的稳定增长得益于泰国天丝对公司诉讼中止, 红牛端业务得以正常推进。而饮料罐的增长则得益于, 公司与合作三年的飞鹤乳业实现深度合作, 通过在飞鹤乳业工厂内投资建立制罐生产线, 实现了“厂中厂”贴身服务, 带动了食品罐产销量的增长。目前“厂中厂”还未实现全线运转, 今年才能完成全部建设, 因此后续公司食品罐业务还将取得长足进步。
- **咸宁工厂投产, 利好二片罐毛利改善。**目前, 公司二片罐业务毛利率仅为 4.97%, 而通常情况下, 该业务毛利率可达到 13%-14% 左右。上半年, 公司湖北咸宁新型二片罐工厂建成投产, 该工厂拥有灌装生产能力, 且已取得特定饮料品种加工资质。新工厂具备持续开发功能饮料和国际品牌客户的能力, 有利于加速新产能爬坡, 推动产能利用率上升, 逐步增强公司二片罐业务盈利能力。
- **多罐型开发利好新客户开拓。**目前中国红牛商标归属权问题仍旧悬而未决, 根据三方预期数据, 受商标事件影响, 今年红牛在华销量存在下滑可能, 将影响公司红牛方面业务的增长。为逐步降低对大客户的依赖度, 公司推进新型罐种的开发, 上半年已研发覆膜铁碗罐、酒杯罐、葫芦罐、哑铃罐等新产品, 有利于推进各类型新客户开发。在功能饮料方面, 华彬集团新品功能饮料战马二片罐包装仍与公司保持合作。同时, 达能采用公司纤体二片罐生产的灌装脉动也已上市, 纤体二片罐较传统二片罐用料更少毛利更高, 目前该饮料主要以北京地区推广为主, 预计年内整体销量可能在千万罐上下。

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, 但经营已经企稳, 我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.34/0.39/0.43 元 (三年 CAGR12.9%), 对应 PE 分为 16/14/12 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。

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

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	8,272	9,430	10,874
增长率		14.1%	-3.4%	12.7%	14.0%	15.3%
主营业务成本	-4,386	-4,973	-5,317	-6,135	-7,069	-8,232
%销售收入	65.8%	65.4%	72.4%	74.2%	75.0%	75.7%
毛利	2,277	2,626	2,026	2,137	2,361	2,642
%销售收入	34.2%	34.6%	27.6%	25.8%	25.0%	24.3%
营业税金及附加	-52	-69	-70	-95	-108	-125
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
营业费用	-157	-170	-236	-298	-339	-390
%销售收入	2.4%	2.2%	3.2%	3.6%	3.6%	3.6%
管理费用	-464	-556	-529	-641	-729	-839
%销售收入	7.0%	7.3%	7.2%	7.8%	7.7%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	1,604	1,831	1,191	1,103	1,185	1,288
%销售收入	24.1%	24.1%	16.2%	13.3%	12.6%	11.8%
财务费用	-153	-241	-402	-187	-156	-135
%销售收入	2.3%	3.2%	5.5%	2.3%	1.6%	1.2%
资产减值损失	-119	-232	-60	-26	-4	-5
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%	16.2%	15.0%	14.1%
营业利润	1,296	1,483	997	1,060	1,205	1,337
营业利润率	19.5%	19.5%	13.6%	12.8%	12.8%	12.3%
营业外收支	61	91	-7	-8	-8	-8
税前利润	1,357	1,573	990	1,052	1,197	1,329
利润率	20.4%	20.7%	13.5%	12.7%	12.7%	12.2%
所得税	-344	-421	-300	-263	-299	-332
所得税率	25.4%	26.7%	30.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,013	1,153	690	789	898	997
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	804	913	1,013
净利率	15.3%	15.2%	9.6%	9.7%	9.7%	9.3%

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	789	898	997
少数股东损益	-4	-1	-14	-15	-16	-16
非现金支出	359	512	418	406	393	403
非经营收益	159	101	237	62	22	1
营运资金变动	-352	-1,026	546	-469	-253	-320
经营活动现金净流	1,178	740	1,892	788	1,059	1,081
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	-555	-412	62
其他	-96	-696	-868	-491	-495	-516
筹资活动现金净流	1,816	2,342	-2,044	-1,047	-907	-454
现金净流量	894	-951	259	-229	175	663

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	1,752	1,928	2,590
应收款项	1,902	2,931	2,167	2,737	3,120	3,598
存货	574	522	762	756	871	1,015
其他流动资产	369	685	646	671	714	767
流动资产	5,172	5,549	5,556	5,917	6,634	7,971
%总资产	49.3%	37.1%	38.7%	40.9%	44.4%	49.8%
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%	33.7%	31.1%	27.5%
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%	59.1%	55.6%	50.2%
资产总计	10,481	14,939	14,348	14,463	14,939	16,023
短期借款	2,089	2,908	3,237	2,643	2,192	2,213
应付款项	976	1,331	1,582	1,681	1,941	2,261
其他流动负债	263	310	231	278	310	350
流动负债	3,328	4,549	5,050	4,602	4,443	4,824
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	8,081	7,960	8,382
普通股股东权益	4,361	5,111	5,683	6,222	6,834	7,512
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	14,463	14,939	16,023

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	1.036	0.490	0.299	0.341	0.388	0.430
每股净资产	4.444	2.170	2.413	2.642	2.901	3.190
每股经营现金净流	1.201	0.314	0.803	0.335	0.450	0.459
每股股利	0.450	0.000	0.177	0.113	0.128	0.142
回报率						
净资产收益率	23.32%	22.57%	12.39%	12.92%	13.36%	13.48%
总资产收益率	9.70%	7.72%	4.91%	5.56%	6.11%	6.32%
投入资本收益率	13.86%	10.85%	6.84%	6.83%	7.22%	7.41%
增长率						
主营业务收入增长率	22.14%	14.05%	-3.37%	12.66%	14.00%	15.32%
EBIT增长率	42.07%	14.17%	-34.96%	-7.41%	7.45%	8.72%
净利润增长率	25.71%	13.43%	-38.98%	14.25%	13.56%	10.90%
总资产增长率	54.94%	42.52%	-3.95%	0.80%	3.29%	7.25%
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	195.9	162.7	132.6
偿债能力						
净负债/股东权益	39.81%	106.56%	72.93%	62.00%	48.44%	36.51%
EBIT利息保障倍数	10.5	7.6	3.0	5.9	7.6	9.6
资产负债率	56.95%	64.58%	59.17%	55.87%	53.29%	52.31%

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
买入	0	1	1	3	8
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.42

来源：贝格数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-10-27	买入	9.53	N/A
2	2017-04-28	增持	7.60	N/A
3	2017-08-30	增持	6.22	N/A
4	2018-04-27	增持	5.46	N/A

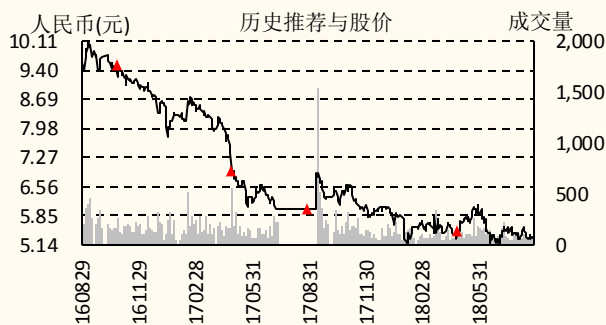
来源：国金证券研究所

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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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。

此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