

消费升级与娱乐研究中心

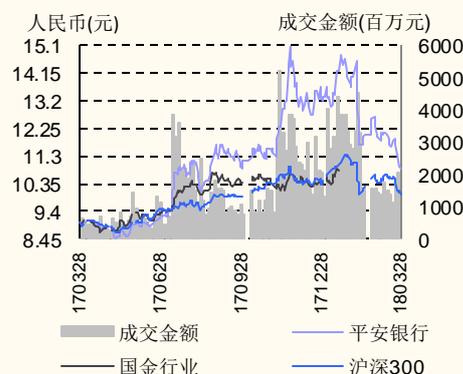
奥瑞金 (002701.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.01 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	2,353.35
总市值 (百万元)	11,799.68
年内股价最高最低 (元)	5.16/4.47
沪深 300 指数	3765.91
中小板综	8764.02



相关报告

- 1.《奥瑞金 2018 年年报点评-资产减值压制业绩, 二片罐内生外延双...》, 2019.5.1
- 2.《奥瑞金 2018 年半年报点评-经营逐步企稳, 二片罐盈利存在改善...》, 2018.8.30

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

二片罐盈利改善, 华彬入股形成深度绑定

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.30	0.10	0.39	0.47	0.56
每股净资产 (元)	2.41	2.28	2.63	2.95	3.32
每股经营性现金流 (元)	0.80	0.87	0.36	0.56	0.62
市盈率 (倍)	21	53	13	11	9
净利润增长率 (%)	-38.98%	-67.98%	305.13%	20.13%	20.04%
净资产收益率 (%)	12.39%	4.19%	14.71%	15.80%	16.83%
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

- 8月27日公司披露中报, 上半年分别实现营收/归母净利润 41.44 亿元/4.86 亿元, 同比分别增长 2.57%/5.36%, 全面摊薄 EPS0.21 元, 符合预期。上半年, 扣除已回购股份, 公司拟向全体股东每 10 股派发红利 1.08 元 (含税)。

经营分析

- 三片罐收入小幅下滑, 二片罐盈利大幅改善。**上半年, 公司三片罐业务收入仍为下滑态势, 该业务实现整体收入 27.96 亿元, 同比下滑 5.86%。其中, 三片罐-饮料罐收入下滑 6.87%, 三片罐-食品罐收入增长 8.74%。虽然公司仍在持续推进新客户开发, 但短期内红牛对于三片罐业务的收入贡献仍举足轻重, 因此大客户的经营波动对公司三片罐业务增长有拖累。相比之下, 二片罐上半年表现更为出色, 收入增长 24.47%, 同时受益产能利用率提升, 毛利率达到 11.47%, 同比提升 6.5pct, 盈利能力大幅提升。
- 华彬入股并增持, 或为中国红牛业务正常化积极信号。**8月15日, 公司公告, 华彬航空集团受让大股东上海原龙减持的 2,472.61 万股 (占总股本的 1.05%)。8月20日, 公司公告, 华彬航空再度受让大股东减持的 2,237.83 万股 (占总股本的 0.95%)。华彬作为中国红牛实际运营企业以及公司第一大客户, 通过入股和增持与公司形成深度绑定, 彰显对公司未来发展的信心。另一方面, 北京一中院已经驳回泰国天丝对中国红牛强制清算的申请。从这一角度来看, 华彬入股公司也在一定程度上传递了中国红牛商标纠纷或将逐步向明朗化、正常化方向发展。
- 收购波尔中国业务, 夯实二片罐业务发展基石。**去年 12 月公司公告, 拟以 2.05 亿美元收购 Ball Asia Pacific Ltd. 的中国包装业务相关公司股权。我们认为收购波尔中国, 将与公司自身二片罐业务形成互补。同时, 收购完成后也能够进一步优化公司客户结构, 降低对原有第一大客户的依赖度。公司拟通过发行可转债募集人民币 11 亿元, 并将其中 7.7 亿元用于波尔中国股权收购, 目前已获得证监会行政许可项目审查一次反馈意见并落实回复工作。

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 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 为 0.39/0.47/0.56 元 (三年 CAGR80.1%), 对应 PE 分为 13/11/9 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	7,599	7,342	8,175	9,250	10,560	12,164	货币资金	1,411	1,981	1,586	1,593	1,455	1,975
增长率		-3.4%	11.3%	13.1%	14.2%	15.2%	应收账款	2,931	2,167	2,083	2,549	2,910	3,352
主营业务成本	-4,973	-5,317	-6,067	-6,843	-7,807	-8,976	存货	522	762	703	844	962	1,107
%销售收入	65.4%	72.4%	74.2%	74.0%	73.9%	73.8%	其他流动资产	685	646	580	622	668	722
毛利	2,626	2,026	2,108	2,407	2,753	3,188	流动资产	5,549	5,556	4,951	5,608	5,995	7,155
%销售收入	34.6%	27.6%	25.8%	26.0%	26.1%	26.2%	%总资产	37.1%	38.7%	36.8%	40.4%	42.6%	47.6%
营业税金及附加	-69	-70	-74	-89	-101	-116	长期投资	3,738	2,935	2,719	2,719	2,719	2,719
%销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	4,819	5,078	4,936	4,765	4,590	4,411
营业费用	-170	-236	-310	-388	-443	-509	%总资产	32.3%	35.4%	36.7%	34.4%	32.7%	29.4%
%销售收入	2.2%	3.2%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	无形资产	532	599	665	599	577	559
管理费用	-556	-529	-557	-635	-739	-850	非流动资产	9,389	8,792	8,492	8,257	8,062	7,866
%销售收入	7.3%	7.2%	6.8%	6.9%	7.0%	7.0%	%总资产	62.9%	61.3%	63.2%	59.6%	57.4%	52.4%
息税前利润 (EBIT)	1,831	1,191	1,168	1,294	1,470	1,713	资产总计	14,939	14,348	13,443	13,865	14,057	15,021
%销售收入	24.1%	16.2%	14.3%	14.0%	13.9%	14.1%	短期借款	2,908	3,237	4,483	4,024	3,141	2,812
财务费用	-241	-402	-292	-125	-80	-35	应付款项	1,331	1,582	1,981	2,092	2,388	2,745
%销售收入	3.2%	5.5%	3.6%	1.4%	0.8%	0.3%	其他流动负债	310	231	239	260	297	341
资产减值损失	-232	-60	-558	-23	-3	-4	流动负债	4,549	5,050	6,703	6,376	5,825	5,898
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2,059	1,529	845	845	845	846
投资收益	124	268	218	70	75	80	其他长期负债	3,040	1,911	279	190	192	194
%税前利润	7.9%	27.1%	40.4%	5.7%	5.1%	4.5%	负债	9,648	8,490	7,827	7,411	6,862	6,938
营业利润	1,483	997	536	1,216	1,461	1,754	普通股股东权益	5,111	5,683	5,374	6,205	6,940	7,823
营业利润率	19.5%	13.6%	6.6%	13.1%	13.8%	14.4%	少数股东权益	179	175	243	249	255	261
营业外收支	91	-7	5	9	9	9	负债股东权益合计	14,939	14,348	13,443	13,865	14,057	15,021
税前利润	1,573	990	541	1,225	1,471	1,764	比率分析						
利润率	20.7%	13.5%	6.6%	13.2%	13.9%	14.5%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-421	-300	-317	-306	-368	-441	每股指标						
所得税率	26.7%	30.3%	58.6%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.490	0.299	0.096	0.388	0.466	0.559
净利润	1,153	690	224	919	1,103	1,323	每股净资产	2.170	2.413	2.282	2.635	2.947	3.321
少数股东损益	-1	-14	-2	6	6	6	每股经营现金净流	0.314	0.803	0.869	0.357	0.556	0.616
归属于母公司的净利润	1,154	704	225	913	1,097	1,317	每股股利	0.000	0.177	0.000	0.128	0.154	0.184
净利率	15.2%	9.6%	2.8%	9.9%	10.4%	10.8%	回报率						
							净资产收益率	22.57%	12.39%	4.19%	14.71%	15.80%	16.83%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.72%	4.91%	1.68%	6.59%	7.80%	8.77%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	投入资本收益率	10.85%	6.84%	4.40%	8.54%	9.82%	10.90%
净利润	1,153	690	224	919	1,103	1,323	增长率						
少数股东损益	-1	-14	-2	6	6	6	主营业务收入增长率	14.05%	-3.37%	11.35%	13.14%	14.17%	15.19%
非现金支出	512	418	959	383	376	390	EBIT增长率	14.17%	-34.96%	-1.97%	10.80%	13.60%	16.55%
非经营收益	101	237	178	78	27	-20	净利润增长率	13.43%	-38.98%	-67.98%	305.13%	20.13%	20.04%
营运资金变动	-1,026	546	686	-540	-197	-242	总资产增长率	42.52%	-3.95%	-6.31%	3.13%	1.39%	6.86%
经营活动现金净流	740	1,892	2,047	840	1,310	1,451	资产管理能力						
资本开支	-1,097	-583	-310	-115	-168	-180	应收账款周转天数	108.0	118.1	84.2	90.0	90.0	90.0
投资	-2,897	867	-212	0	0	0	存货周转天数	40.2	44.1	44.1	45.0	45.0	45.0
其他	-39	128	-26	70	75	80	应付账款周转天数	60.0	67.3	61.5	60.0	60.0	60.0
投资活动现金净流	-4,033	411	-548	-45	-93	-100	固定资产周转天数	168.9	231.7	209.0	179.0	151.7	127.2
股权募资	6	18	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	3,032	-1,194	-658	-549	-881	-327	净负债/股东权益	106.56%	72.93%	66.63%	50.74%	35.17%	20.82%
其他	-696	-868	-1,353	-239	-474	-505	EBIT利息保障倍数	7.6	3.0	4.0	10.4	18.3	49.2
筹资活动现金净流	2,342	-2,044	-2,011	-788	-1,355	-832	资产负债率	64.58%	59.17%	58.22%	53.45%	48.82%	46.19%
现金净流量	-951	259	-513	8	-138	519							

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	3	7	11	31
增持	0	0	0	3	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	1	1	1
评分	0.00	1.00	1.38	1.40	1.31

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-08-30	增持	6.22	N/A
2	2018-04-27	增持	5.46	N/A
3	2018-08-30	增持	5.32	N/A
4	2019-05-01	增持	5.24	N/A

来源：国金证券研究所



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，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，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