



轻工制造
Light Manufacturing

2011 年 3 月 10 日

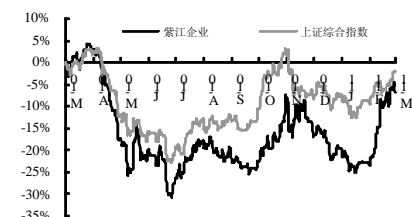
紫江企业 (600210)

—估值洼地，新业务带来新希望

市场数据 2011 年 3 月 9 日

当前价格 (元)	6.82
52 周价格区间 (元)	4.94-8.07
总市值 (百万)	9798.54
流通市值 (百万)	9798.54
总股本 (万股)	143674
流通股 (万股)	143674
日均成交额 (百万)	108
近一月换手 (%)	50.59
Beta (2 年)	1.04
第一大股东	上海紫江(集团)有限公司
公司网址	www.zijiangqy.com

一年期收益率比较



表现	1m	3m	12m
紫江企业	20.7	12.2	-7.1
上证综合指数	7.3	6.8	-2.2

单位: 万元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	496,880	507,709	516,526	609,500	731,400	877,681
同比 (%)		2.2%	1.7%	18.0%	20.0%	20.0%
营业毛利	104,997	100,389	144,710	161,518	201,135	236,974
同比 (%)		-4.4%	44.1%	11.6%	24.5%	17.8%
归属母公司净利润	33,927	18,522	65,403	69,188	89,452	106,004
同比 (%)		-45.4%	253.1%	5.8%	29.3%	18.5%
每股收益 (元)	0.24	0.13	0.46	0.48	0.62	0.74
ROE	12.68%	6.92%	20.17%	17.58%	18.52%	18.00%
P/E (倍)	28.9	52.9	15.0	14.2	11.0	9.2

- **公司是饮料包装行业龙头。**公司主营包装，目前在国内饮料容器包装行业处于龙头地位，是公司主要收入来源。公司市场份额极高，占有可口可乐 25% 的采购份额，百事可乐 50% 的采购份额，统一 70% 的采购份额。
- **公司地产业务属高端别墅，稀缺资源。**公司房地产项目主要是上海的紫都·上海晶园，位于上海唯一山水胜地、国家 4A 级度假区——上海佘山国家旅游度假区内。项目占地 68.41 万平方米，规划建面 13.97 万平方米，1、2 期均已全部售罄，3 期已售出 15 套，3、4 期合计还有 260 余套待开发销售。项目土地成本异常低廉，单位成本不足 100 万/亩 (1500 元/平方米)，项目毛利达到 60% 以上，销售净利率预期可达 30% 以上，预计剩余别墅价值约 70 亿元，可实现净利润约 25 亿元。
- **创投业务锦上添花，还能平滑地产业务波动带来的业绩波动。**公司多年前就开始涉足创投业务，通过公司控股的子公司紫江创投公司，直接或间接参股多家未上市优质公司股权，目前手上持有上市公司股份市值约 4 亿元，此外公司还储备了大量创投项目，预计未来将为公司带来丰厚的投资收益。
- **涉足新领域，未来市场空间极大。**公司还涉足两大新领域，通过紫江创投简介参股中航—通用电气民用航电系统有限公司，已被选定为 C919 大型客机航电系统供应商；公司旗下紫江彩印公司目前已研制出太阳能电池背板复合膜和锂电池铝塑膜，并已成功投产销售，未来可能成为公司又一业务亮点。
- **预测及建议：**公司业务范围较广，我们无法一一进行详细预测，仅对主要业务情况进行预测。由此预测得公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 0.48 元，0.62 元及 0.74 元，动态 PE 分别为 14X，11X 和 9X，安全边际较高，给予公司“买入”投资评级。

秦燕

+86 755 21517964

qinyan@jyzq.cn

执业证书编号

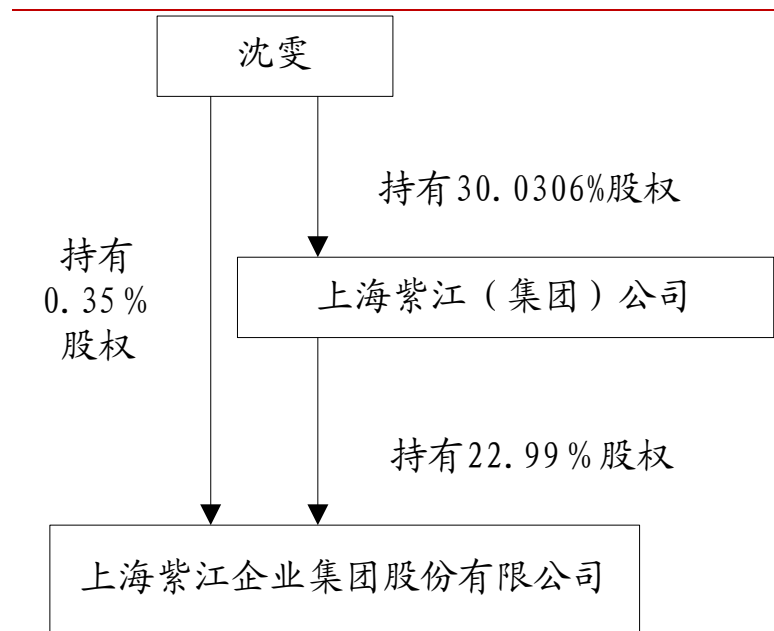
秦燕: S1080208070047

公司实力雄厚

上海紫江企业集团股份有限公司主营生产和销售各种 PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、饮料 OEM、喷铝纸及纸板、BOPET 薄膜、CPP 薄膜、多色网印塑胶容器及其它新型材料。公司实行“与巨人同行”的发展战略，在包装业务方面积极探索可持续发展经营模式，采用连线灌装生产、饮料 OEM 合作、设立合资公司等方式，与可口可乐、百事可乐、统一、强生、柯达、肯德基、雀巢、联合利华等众多知名企业形成了长期稳定的紧密合作关系，并获得可口可乐全球质量审核优秀奖、可口可乐最佳工厂、北京奥运会可口可乐 PET 瓶主供应商、百威最佳材料供应商、百胜集团最佳供应商等荣誉。

公司的大股东紫江集团，是一家民营投资控股公司，集团投资领域以包装业为核心，涵盖房产置业、科学园区、仪器仪表等行业。现拥有两家上市公司——紫江企业股份（600210）和威尔泰股份（002058），一家上海市级高新技术开发区——紫竹科学园区等。

图表 1: 公司与实际控制人之间的关系

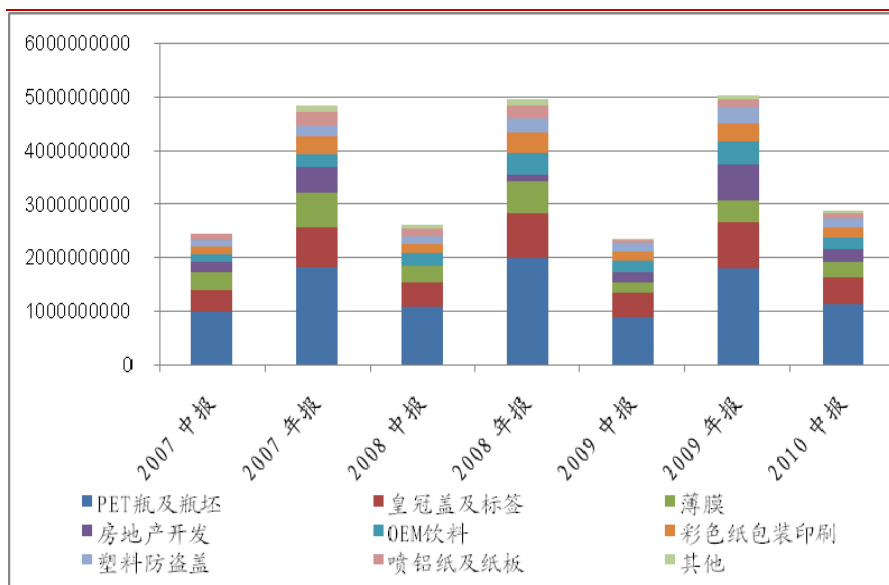


资料来源：公司招股说明书，金元证券研究所

公司是软料包装行业龙头

公司收入来源有三大块，分别为包装、高端房地产和创投业务，三大业务中包装是公司主要是收入来源。

图表 2: 包装业务是公司主要收入来源



资料来源: WIND, 金元证券研究所

公司主营包装, 目前在国内饮料容器包装行业处于龙头地位, 是公司主要收入来源。公司现有产能为 PET 瓶及瓶坯 70 亿只、皇冠盖 200 亿只、塑料标签 100 亿张、塑料防盗盖 90 亿只、饮料灌装 10 亿瓶、纸印刷医药食品及工业用包装盒 (彩色纸包装印刷) 25 亿只、喷铝纸及喷铝纸板年超过 1.5 亿平方米、塑料包装印刷 2 亿米、薄膜 60000 吨、高档油墨超过 1 万吨, 目前在行业内处于龙头领先地位。

图表 3: 公司主要产品的市场占有率及主要客户的采购量占比

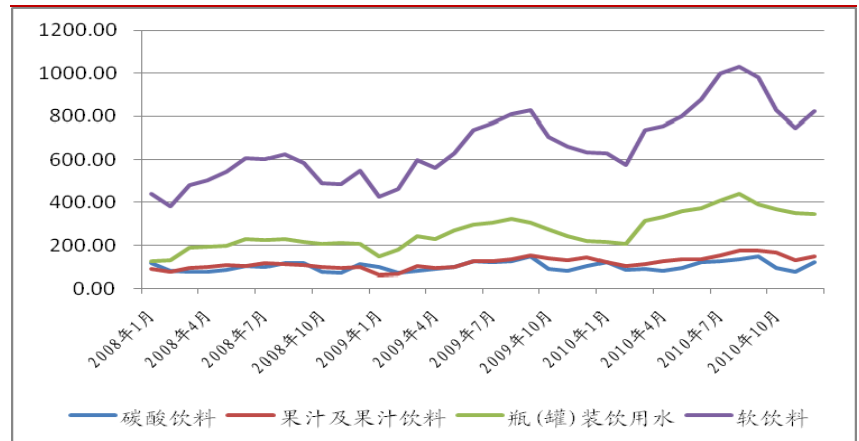
产品	市场占有率及主要客户采购量占比
PET 瓶及瓶坯	占可口可乐和百事可乐在国内对外采购量的 40%, 占统一在国内对外采购量的 70%
皇冠盖	占国内 30% 市场, 连续 13 年细分行业产销量第一
标签	占全国市场目标客户 15% 份额
塑料防盗盖	占全国市场目标客户 25% 份额
彩色包装印刷	占 KFC 国内对外采购量 45%, 飞利浦国内对外采购量的 70%

资料来源: 金元证券研究所整理

软饮料包装按照材质区分有金属、玻璃、PET 瓶等, 由于 PET 瓶具有质量轻、抗压性强、不易破损等金属、玻璃瓶不具有的特点, 所以 PET 瓶被广泛用于碳酸饮料、茶饮料、果汁饮料等饮料的包装, 近年开始出现替代玻璃瓶用在酒包装上。我国碳酸饮料市场自 2008 年开始增速放缓, 产销量趋于平稳, 不过消费升级使得果汁饮料、茶饮料饮用水等其他软饮料市场快速增长, 饮料市场整体需求仍然旺盛, 预计未来保持 20% 左右的年增速, 公司作为饮料瓶市场的龙头, 占据市场将近半壁江山, 未来将充分享受下游行业需求增长带来的收益。

图 4: 主要软饮料 2008 年以来月度产量

单位: 万吨



资料来源: WIND 金元证券研究所

我国软饮料生产商排名前三的是可口可乐、百事可乐以及统一, 此这三大厂商占我国软饮料市场 30% 以上的市场份额, 而紫江企业是此三大厂商在国内最大的 PET 瓶供货商之一, 目前紫江企业大约占有可口可乐 25% 的采购份额, 百事可乐 50% 的采购份额, 统一 70% 的采购份额, 而公司最主要的竞争对手是珠海中富、广州翔峰, 不过由于公司管理优良, 加上积极扩张, 近年市场份额在逐渐扩大, 目前公司与珠海中富合计占两乐 80% 以上的采购量。此外, 公司通过合营模式扩大市场, 子公司武汉紫江企业与统一合资成立武汉紫统, 新增产能超过 8 亿只瓶胚, 将于 2011 年三季度投产, 未来根据统一采购量的增加, 该合营公司产能可能继续增加。

高端别墅收益丰厚

目前公司房地产项目主要是上海的紫都·上海晶园。该项目位于上海唯一山水胜地、国家 4A 级度假区——上海佘山国家旅游度假区内。由公司全资子公司上海紫都佘山房产有限公司负责开发。

项目交通便捷, 距离人民广场 35 公里, 虹桥机场 25 公里, 沪青平高速公路和延安路高架构筑快速通达市区的交通干线。嘉松公路、沪松公路、沈砖公路和 A30 高速、沪杭高速相连, 联通邻近的长江三角洲地区。

项目占地 68.41 万平方米, 规划建面 13.97 万平方米, 共分 4 期开发。规划建设 401 套别墅, 1、2 期均已全部售罄, 根据上海房地产交易中心数据显示, 3 期 2010 年销售 30 套, 其中 2 期 15 套, 3 期 15 套。

图表 5: 紫都·上海晶园区位与实景图



资料来源: 金元证券研究所整理

图表 6: 地产项目数据列表

项目	占地	建面	剩余建面	预期售价	开发周期
	(万平米)	(万平米)	(万平米)	(元/平米)	
1期	16.28	3.26	0		2004-2007
2期	10.34	2.07	0		2008-2010
3期	19.61	4.11	3.61	80000	2009-2012
4期	22.18	4.54	4.54	90000	2012-2016
合计	68.41	13.97	8.15		

资料来源: 金元证券研究所整理

图表 7: 项目结算假设

项目	结算套数(套)			结算面积(平米)			结算收入(万元)		
	10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
2期	15			5008.06			25,040		
3期	15	25	30	5053.28	8,422	10,107	27,793	67,377	80,852
4期							0	0	0
合计	30	25	30	10,061	8,422	10,107	52,833	67,377	80,852

资料来源: 金元证券研究所整理

受国家房地产宏观调控政策影响,项目2010年销售情况逊于2009年,全年销售30套,不过由于单位价格提升较快,项目盈利能力仍然较强。2011年国家房地产行业调控力度加大,上海实行限购政策,对于公司的销售会产生一定影响,但是由于公司的地产项目定位为高端别墅,别墅类土地用地的供应已经被国家强制停止,新增别墅供应只能依靠现有别墅存地,未来别墅类高端地产具有极高的稀缺性,短期的调控政策不会影响项目的自身价值,只会影响公司房地产销售收入的确认时

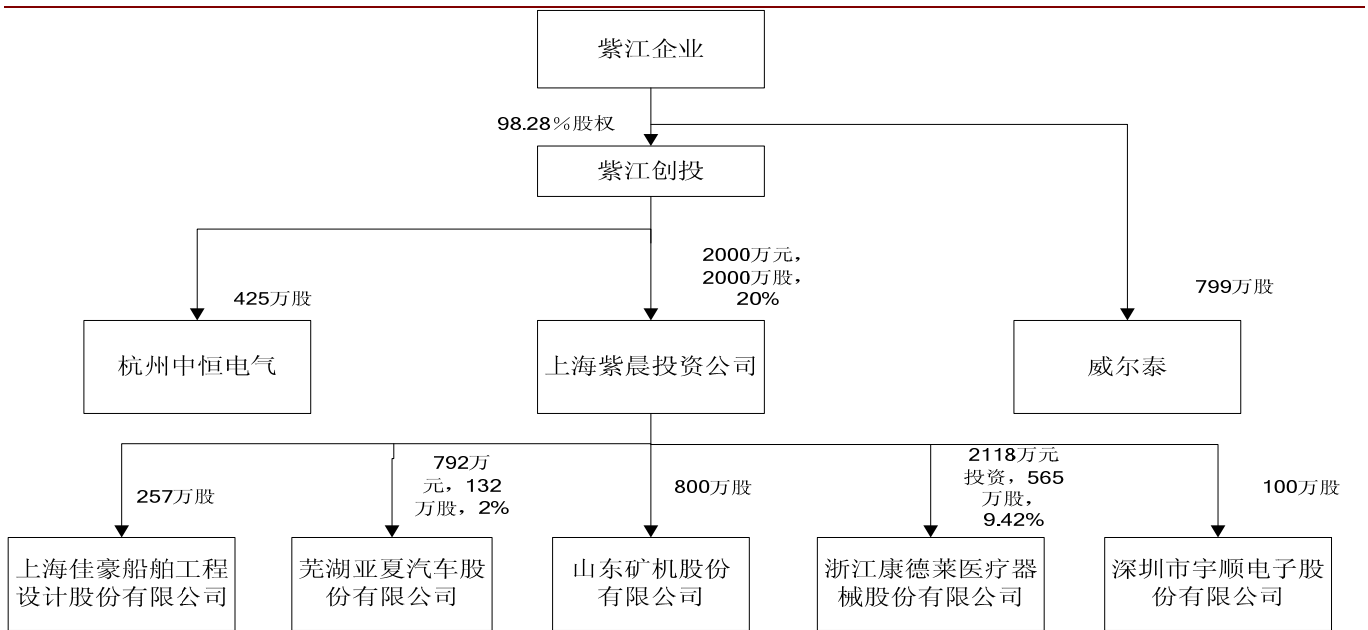
间。

紫都·晶园项目土地成本异常低廉，单位成本不足100万/亩（1500元/平米），项目毛利达到60%以上，销售净利率预期可达30%以上。假设项目未来以有5年开发期计算，3期项目平均销售单价8-8.5万元/平方米、4期平均销售单价9-10万元/平方米计，剩余别墅价值约70亿元，可实现净利润约25亿元，分摊至未来五年平均每年为公司贡献销售收入14亿元，实现净利润6亿元。

创投业务锦上添花

公司包装业务跟随国内饮料市场的增长保持20%的速率稳定增长，为增加利润来源，公司多年前就开始涉足创投业务，通过公司控股的子公司紫江创投公司，直接或间接参股多家未上市优质公司目前所投资公司已有5家上市，目前手上持有上市公司股份市值约4亿元，此外公司还储备了大量创投项目，预计未来将为公司带来丰厚的投资收益。

图表 8: 公司主要创投业务及持股情况



图表 8: 公司主要创投业务及持股情况

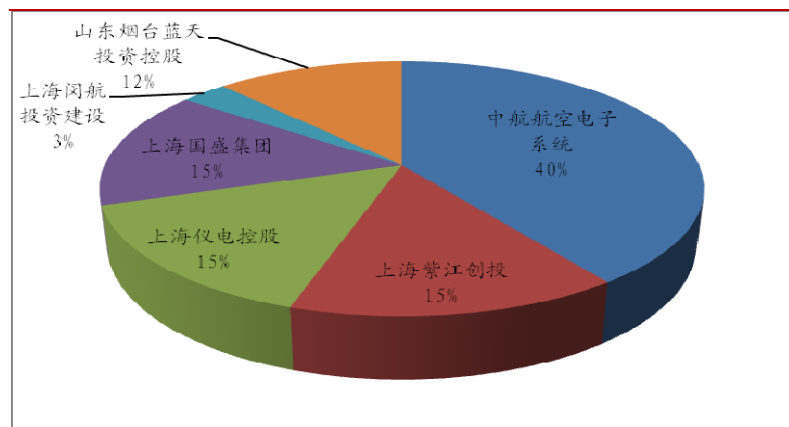
持有方	公司名称	公司代码	持有数量	3月9日收盘价(元)	公司实际收益(万元)
紫江创投持有	杭州中恒电气	002364.SZ	4,250,000.00	29.67	12,392.86
公司直接持有	威尔泰	002050.SZ	7,989,500.00	24.15	19,294.64
紫晨投资持有	上海佳豪船舶	300008.SZ	2,570,000.00	24.20	1,243.88
	山东矿机	002526.SZ	8,000,000.00	27.50	4,400.00
	深圳宇顺电子	002289.SZ	1,000,000.00	31.57	631.40

资料来源: 公司资料 金元证券研究所

参股民用飞机航电公司

公司控股子公司紫江创投出资 6.75 亿元与中航航空电子系统有限责任公司等公司共同出资组建中航民用航空电子有限公司，中航民用航空电子有限公司注册资本 45 亿元，主要生产国内干线、支线大飞机的航电系统，公司持股 15%。中航民用航空电子有限公司与 GE 日前在美国签约，按照各 50% 的方式合资，成立中航—通用电气民用航电系统有限公司，专门生产民用大型客机的全套航电系统，包括飞行控制与管理、客舱娱乐、座舱显示、导航、数据与语音通讯等与飞机有关的电子功能系统。

图表 9：中航民用航空电子有限公司股权结构



资料来源：公司资料 金元证券研究所

中国大型客机工程即通常所说的“大飞机”工程，是国家 16 个重大科技专项之一，C919 大型客机是我国拥有自主知识产权的中短程商用干线飞机。据国产大飞机总设计师介绍，2010 年，我国大飞机研制取得进展，初步设计已经完成，研制进入第四个阶段即详细设计和制造阶段，首架国产大飞机 C919 将在 2013 年底到 2014 年上半年期间下线，2014 年实现首飞，2016 年交付使用。C919 大型客机的主要系统设备供应商已基本选定，航电系统约占整个飞机建造成本的 15-20%，供货商已选定 GE 和中航工业合资的中航—通用电气民用航电系统有限公司。

国产大飞机 C919 目前已有 100 架的订单，而据中国民航部门根据国人生活水平、出行方式等因素的测算，中国未来对 C919 这一级别的飞机需求量有 2300-2700 架，全球对这一级别飞机的需求量将达 2 万多架。

据中国商飞市场部透露，C919 上市时定价会低于 5000 万美元/架，

而波音 737 与空客 A320 价格为 5000 万-8000 万美元，按照此价格测算未来 20 年中航—通用电气民用航电系统有限公司国内市场收入将达到 1200 亿元，30%净利率，则净利润接近 400 亿元，按股权分配至紫江企业约为 30 亿元，2016 年后投产后 15 年摊薄得每年 2 亿元。

由于合资方 GE 实力雄厚，未来国外市场预计将获得较多大型订单，乐观情况下预测国外市场订单将不低于国内市场，未来大飞机业务将成为公司新的利润增长点。

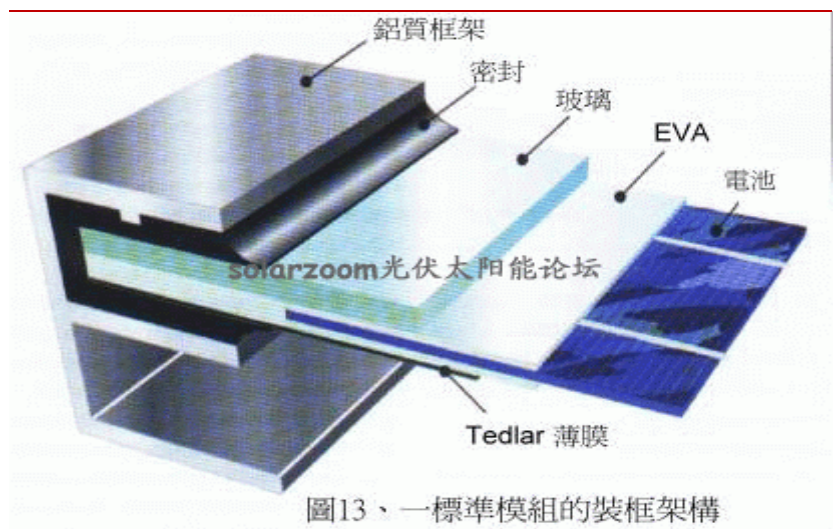
跨足新能源产业

公司旗下紫江彩印公司目前研制出太阳能电池背板复合膜和锂电池铝塑膜，并已成功投产销售，标志着公司紧跟国家产业发展规划，跨足新能源行业，未来可能成为公司又一业务亮点。公司此两种新产品目前已成功销售，预计 2011 年将为公司带来 2000 万元左右收入，之后逐年递增。

● 太阳能电池背板复合膜：

太阳能电池板横截面有五层：光伏玻璃、EVA、太阳能电池片、EVA 和背板（图片中 tedlar 薄膜即是背板）。太阳能电池背板位于太阳能电池板的背面，对电池片起保护和支撑作用，具有可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性。一般具有三层结构（PVDF/PET/PVDF），外层保护层 PVDF 具有良好的抗环境侵蚀能力，中间层为 PET 聚脂薄膜具有良好的绝缘性能，内层 PVDF 和 EVA 具有良好的粘接性能。

图表 10：太阳能电池示意图



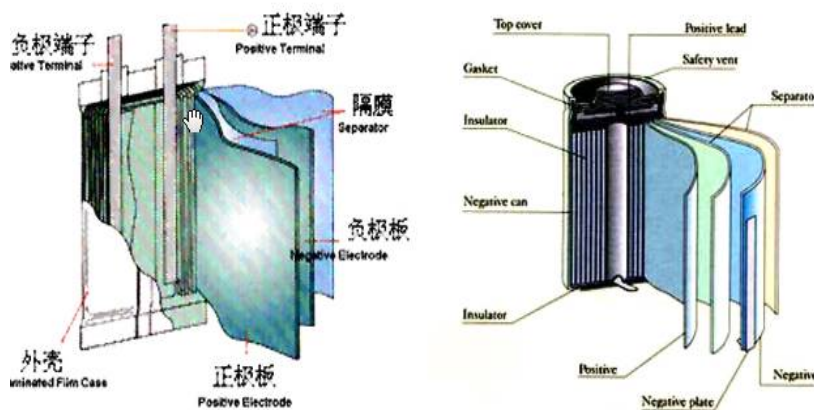
资料来源：金元证券研究所整理

全球生产太阳能电池的厂家比较多，但能生产太阳能背材的公司相对较少，主要厂家有奥地利的 Isovotla。我国虽然政府正加大对太阳能光伏行业的投入，但国内生产的太阳能电池使用的原材料包括太阳能背材基本依赖进口，售价达到 3 万元/吨以上，太阳能电池快速增长与原材料短缺之间的矛盾，使得太阳能背材具有广泛的市场前景。

● 聚合物锂电池铝塑膜:

锂离子电池目前有液态锂离子电池 (LIB) 和聚合物锂离子电池 (PLIB) 两类。聚合物锂离子电池是指电解质使用固态聚合物电解质 (SPE) 的锂离子电池。电池由正极集流体、正极膜、聚合物电解质膜、负极膜、负极集流体紧压复合成型，外包封铝塑复合薄膜，并将其边缘热熔封合，得到聚合物锂离子电池。由于电解质膜是固态，不存在漏液问题，在电池设计上自由度较大，可根据需要进行串并联或采用双极结构。

图表 11: 聚合物锂电池示意图



资料来源: 金元证券研究所整理

聚合物锂离子电池具有以下特点: ①塑形灵活性; ②更高的质量比能量 (3 倍于 MH-Ni 电池); ③电化学稳定窗口宽, 可达 5V; ④完美的安全可靠; ⑤更长循环寿命, 容量损失少; ⑥体积利用率高; ⑦广泛的应用领域。

聚合物锂离子电池自问世以来, 因其更轻薄、更安全等卓越的性能得到了迅猛的发展, 铝塑复合膜需求随聚合物锂电池增长而快速增长, 据我国最大的电池生产商 ATL 预计, 未来 5 年铝塑膜软包材料的年均需求增速将超过 50%, 但铝塑膜在世界上只有少数几家供应商, 我国全部依赖进口, 日本印刷 (DNP) 和昭和电工几乎完全占领了我国锂电池铝

塑外包装膜市场。2009年紫江彩印研发出具有自主知识产权的锂离子电池用铝塑膜。产品部分性能超过了国外产品，目前已成功销售给锂电池厂如万马电池、ATL、德朗能等，该项业务未来将成为公司新的盈利增长极。

盈利预测

公司业务范围较广，我们无法一一进行详细预测，仅对主要业务情况进行预测。假设公司包装业务年均增长率在20%以上，地产保守预测2011年受调控影响仅销售25套别墅，创投业务仅考虑少量变现，新能源及大飞机业务近3年无法产生大影响，我们暂时不考虑，由此预测得公司2010年至2012年EPS分别为0.48元，0.62元及0.74元。

图表 12: 公司主要业务分业务盈利预测

	2009 A	2010E	2011E	2012E
营业收入				
PET瓶及瓶坯	1,785,867,400.13	2,750,000,000.00	3,300,000,000.00	3,960,000,000.00
皇冠盖及标签	871,439,746.06	1,150,000,000.00	1,322,500,000.00	1,587,000,000.00
薄膜	400,263,172.02	60,000,000.00	96,000,000.00	144,000,000.00
房地产开发	668,616,238.00	528,330,000.00	673,770,000.00	808,520,000.00
OEM饮料	427,157,908.64	497,071,713.60	571,632,470.64	657,377,341.24
彩色纸包装印刷	351,092,402.11	409,131,576.00	490,957,891.20	564,601,574.88
塑料防盗盖	289,008,116.59	330,000,000.00	396,000,000.00	475,200,000.00
喷铝纸及纸板	148,521,776.87	150,000,000.00	172,500,000.00	207,000,000.00
其他	88,301,521.33	106,732,890.00	138,752,757.00	180,378,584.10
合计	5,030,268,281.75	5,981,266,179.60	7,162,113,118.84	8,584,077,500.22
合计YOY		19%	20%	20%
毛利率				
PET瓶及瓶坯 (%)	28.28%	27%	26%	26%
皇冠盖及标签 (%)	23.50%	19%	20%	20%
薄膜 (%)	5.46%	10%	12%	15%
房地产开发 (%)	52.98%	55%	62%	62%
OEM饮料 (%)	20.64%	20%	20%	20%
彩色纸包装印刷 (%)	28.35%	20%	20%	20%
塑料防盗盖 (%)	37.02%	37%	35%	35%
喷铝纸及纸板 (%)	17.82%	15%	15%	15%
其他 (%)	29.83%	25%	27%	27%
营业利润				
PET瓶及瓶坯 (元)	505,043,300.76	728,750,000.00	858,000,000.00	1,029,600,000.00
皇冠盖及标签 (元)	204,788,340.32	218,500,000.00	264,500,000.00	317,400,000.00
薄膜 (元)	21,854,369.19	6,000,000.00	11,520,000.00	21,600,000.00
房地产开发 (元)	354,232,882.89	290,581,500.00	417,737,400.00	501,282,400.00
OEM饮料 (元)	88,165,392.34	99,414,342.72	114,326,494.13	131,475,468.25
彩色纸包装印刷 (元)	99,534,696.00	81,826,315.20	98,191,578.24	112,920,314.98
塑料防盗盖 (元)	106,990,804.76	122,100,000.00	138,600,000.00	166,320,000.00
喷铝纸及纸板 (元)	26,466,580.64	22,500,000.00	25,875,000.00	31,050,000.00
其他 (元)	26,340,343.81	26,683,222.50	37,463,244.39	48,702,217.71
合计	1,433,416,710.72	1,596,355,380.42	1,966,213,716.76	2,360,350,400.93
合计YOY		11%	23%	20%

资料来源: 金元证券研究所

图表 13: 未来 3 年财务预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2008	2009	2010	2011	2012	会计年度	2008	2009	2010	2011	2012
流动资产	3,389.2	3,529.2	3,441.2	4,762.4	5,122.9	一、营业收入	5,077.1	5,165.3	6,095.0	7,314.0	8,776.8
货币资金	785.5	664.9	300.0	1,314.2	1,291.1	减: 营业成本	4,073.2	3,718.2	4,479.8	5,302.7	6,407.1
交易性金融资产	0.0	50.2	50.2	50.2	50.2	营业税金及附加	12.5	51.2	64.6	80.5	94.8
应收款项	723.3	824.4	1,001.9	1,202.3	1,442.8	销售费用	156.4	156.3	182.9	219.4	263.3
预付款项	203.2	413.6	490.9	581.1	702.1	管理费用	302.2	345.3	397.1	456.7	525.2
存货	67.6	67.6	89.6	106.1	128.1	财务费用	230.1	174.2	124.6	164.1	141.3
其他流动资产	1,609.6	1,508.5	1,508.5	1,508.5	1,508.5	资产减值损失	17.5	10.4	0.9	1.0	1.2
非流动资产	4,659.0	4,568.1	4,654.3	5,878.7	6,515.9	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资及金融资产	547.6	563.0	1,563.0	1,563.0	1,563.0	投资收益	-5.5	66.3	15.6	45.6	15.6
投资性房地产	233.0	225.1	225.1	225.1	225.1	其中: 联营企业收益	-8.9	34.2	15.6	15.6	15.6
固定资产	3,451.3	3,444.8	3,348.4	2,853.6	2,358.8	二、营业利润	279.7	775.9	860.7	1,135.3	1,359.6
在建工程	119.6	213.6	534.3	1,666.3	3,198.3	加: 营业外收入	21.4	89.8	89.8	89.8	89.8
其他生产性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	8.0	13.0	13.0	13.0	13.0
无形及递延性资产	216.7	207.9	207.9	207.9	207.9	三、利润总额	293.1	852.7	937.5	1,212.1	1,436.4
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	减: 所得税费用	57.5	148.4	168.8	218.2	258.5
资产总计	7,957.4	8,183.5	9,319.9	11,278.3	12,675.9	四、净利润	235.6	704.3	768.8	993.9	1,177.8
流动负债	3,813.0	3,487.5	3,555.1	4,519.6	4,739.4	归属母公司净利润	185.2	654.0	691.9	894.5	1,060.0
短期借款	2,294.4	1,700.6	1,700.6	2,500.6	2,500.6	少数股东损益与调整	50.4	50.3	76.9	99.4	117.8
应付账款	754.2	801.5	859.1	1,016.9	1,228.8	五、总股本(万股)	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7
预收账款	15.6	23.5	33.4	40.1	48.1	EPS(元)	0.13	0.46	0.48	0.62	0.74
其他	748.7	962.0	962.0	962.0	962.0						
长期负债	1,083.8	1,032.2	1,332.2	1,332.2	1,332.2						
长期借款	1,072.2	1,019.0	1,319.0	1,319.0	1,319.0	主要财务比率					
长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	会计年度	2008	2009	2010	2011	2012
其他	11.7	13.2	13.2	13.2	13.2	成长能力					
负债合计	4,896.8	4,519.7	4,887.3	5,851.8	6,071.6	营业收入	2.2%	1.7%	18.0%	20.0%	20.0%
少数股东权益	382.9	421.0	497.9	597.2	715.0	营业毛利	-4.4%	44.1%	11.6%	24.5%	17.8%
股本	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	EBIT	-17.9%	67.8%	8.5%	29.3%	18.5%
资本公积	729.9	748.8	748.8	748.8	748.8	净利润	-45.4%	253.1%	5.8%	29.3%	18.5%
留存收益	511.0	1,057.3	1,749.2	2,643.7	3,703.7	获利能力					
股东权益合计	3,060.6	3,663.8	4,432.6	5,426.5	6,604.3	毛利率	19.8%	28.0%	26.5%	27.5%	27.0%
负债和股东权益	7,957.4	8,183.5	9,319.9	11,278.3	12,675.9	EBIT/收入	10.5%	17.3%	15.9%	17.2%	16.9%
						净利率	3.6%	12.7%	11.4%	12.2%	12.1%
						ROE	6.9%	20.2%	17.6%	18.5%	18.0%
						ROIC	3.7%	11.0%	10.3%	10.7%	11.3%
						偿债能力					
						资产负债率	38.5%	44.8%	47.6%	48.1%	52.1%
						利息保障倍数	1.0	4.0	6.2	6.1	8.3
						速动比率	0.45	0.56	0.52	0.70	0.74
						经营现金净额/当期债务	0.34	0.72	0.92	0.59	0.65
						营运能力					
						总资产周转率	0.64	0.63	0.65	0.65	0.69
						应收账款天数	51.29	57.46	59.18	59.18	59.18
						存货天数	5.98	6.55	7.20	7.20	7.20
						每股指标(元)					
						EBIT/股本	0.37	0.62	0.68	0.87	1.03
						每股经营现金流	0.55	0.85	1.09	1.02	1.14
						每股净资产	1.86	2.26	2.74	3.36	4.10
						估值比率					
						P/E	52.90	14.98	14.16	10.95	9.24
						P/B	3.66	3.02	2.49	2.03	1.66
						P/S	1.93	1.90	1.61	1.34	1.12
						EV/EBITDA	12.82	9.16	8.68	7.27	6.44

估值与建议

由于公司业务范围较广，我们将公司各项业务拆分进行估值：

- 1、公司主营产品为包装产品，与之相近的上市公司仅有珠海中富一家，公司包装业务 2010 年贡献 EPS0.35 元以上，按照包装行业平均 PE25X 测算，公司包装业务价值 8.75 元/股；

图表 14：与珠海中富估值比较

公司代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2010年	2011年	2012年	2010年	2011年	2012年
000659.SZ	珠海中富	9.79	0.22	0.30	0.41	44.5	32.47	23.96
600210.SH	紫江企业	6.82	0.48	0.62	0.74	14.21	11.00	9.22

资料来源：WIND 金元证券研究所

- 2、地产业务预计 2010 年贡献 EPS0.10 元，按照华侨城 2010 年地产业务 PE15X 计算，公司地产业务价值 1.5 元/股。
- 3、不计算创投收益，公司包装及地产实际价值达到每股 10 元以上，与现在的股价有 40%以上空间，具有较大的安全边际，给予公司“买入”投资评级。

风险提示

- 1、地产受调控政策影响的风险：假如房地产调控进一步加大，将对公司地产收入产生影响，不过由于创投业务投资收益可以弥补地产收入的下滑，此风险不需要做过多考虑。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.