

紫江企业：中报业绩大幅增长

09 年中报点评

报告关键点：

- 传统包装业务回暖明显；
- 房地产业务贡献较大；
- 调高评级至增持-A，三个月目标价7.8元。

报告摘要：

- 公司09年上半年实现营业总收入23.62亿元，比去年同期下降9.45%，营业总成本20.65亿元，比去年同期下降15.13%；实现营业利润3.09亿元，比去年同期上升72.21%；实现归属于母公司的净利润2.276亿元，比去年同期上升114.89%。实现每股收益0.158元，符合此前的市场预期。
- 主营业务收入下降的主要原因是原材料价格大幅下跌而引起的产品价格下跌，比如PET瓶及瓶坯收入同比下滑近20%，与之相对应的营业成本下降幅度更大，达到25%；公司净利润的大幅上升主要得益于包装业务的回暖和房地产业务的大幅回升。同时，公司上半年发行5亿元的短期融资券，财务费用有所减少。
- 公司盈利能力有一定程度的上升。包装业务的综合毛利率同比上升3.99个百分点，其中PET瓶和瓶坯上升6.04个百分点，其它如瓶盖标签、薄膜、塑料防盗盖等都有明显的上升。
- 包装业务方面，原来拖累净利润较大的薄膜业务上半年实现扭亏（08年亏损大约8550万元），薄膜业务一旦好转，将成为驱动包装业务业绩提升的很重要方面。瓶盖标签、薄膜、塑料防盗盖等业务，公司上半年通过加强与高端客户的合作，业绩实现较大幅度的上升；同时，饮料OEM业务，随着逐步的推广，未来有望成为包装业务的重要增长点。
- 房地产业务方面，余山别墅项目今年上半年销售回暖，合计销售16套，确认收入10套，共计贡献净利润5000万元以上。余山别墅二期还有约40套未销售，三期的开发于下半年开始，共计建设130套别墅，四期开发高档别墅共计43套。我们预计该项目可以持续运作5年。同时，大股东持有50.25%股权的紫竹科学园，其住宅部分的紫竹半岛预计将于9月份开盘，紫竹半岛项目一旦注入，将大幅增强公司房地产业务的可持续性。随着房地产市场的逐步回暖，公司下半年的业绩仍会大幅上升。
- 上调公司09、10年的盈利预测分别是0.34元和0.41元，其中包装业务09年0.20元，给予25倍的PE，房地产业务09年0.14元，考虑未来公司该业务的持续性，给予20倍的PE，对应公司的目标价为7.8元，给以增持-A的投资评级。

评级：

增持-A

上次评级：中性-A

目标价格：

7.80 元

期限：3 个月 上次预测：4.00 元

现价：6.50 元

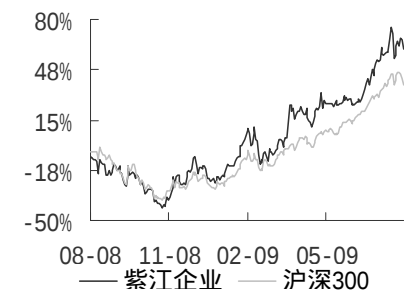
报告日期：

2009-08-08

市场数据

总市值(百万元)	9,338.79
流通市值(百万元)	9,338.79
总股本(百万股)	1,436.74
流通股本(百万股)	1,436.74
12 个月最高/最低	2.35/7.25 元
十大流通股东(%)	13.71%
股东户数	223,686

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.64	(5.27)	23.25
绝对收益	8.69	22.19	60.43

研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,968.8	5,077.1	6,041.7	7,793.8	9,274.7
Growth(%)	20.7%	2.2%	19.0%	29.0%	19.0%
净利润	376.1	235.6	564.8	698.9	818.2
Growth(%)	156.9%	-45.4%	165.3%	20.9%	17.1%
毛利率(%)	21.1%	19.8%	22.6%	21.5%	20.8%
净利润率(%)	6.8%	3.6%	8.1%	7.6%	7.5%
每股收益(元)	0.24	0.13	0.34	0.41	0.48
每股净资产(元)	2.21	2.13	2.35	2.62	2.93
市盈率	27.5	50.4	19.0	15.7	13.4
市净率	2.9	3.1	2.8	2.5	2.2
净资产收益率(%)	11.8%	7.7%	16.8%	18.6%	19.4%
ROIC(%)	9.3%	6.7%	11.7%	13.6%	14.3%
EV/EBITDA	11.5	13.3	11.9	10.5	9.1
股息收益率	0.8%	1.5%	2.6%	3.2%	3.7%

前期研究成果

紫江企业：公司业绩同比大幅下滑

2009-03-20

紫江企业：房地产业务拖累公司业绩

2008-10-29

紫江企业：别墅销售不理想造成公司业绩大幅下滑

2008-08-26

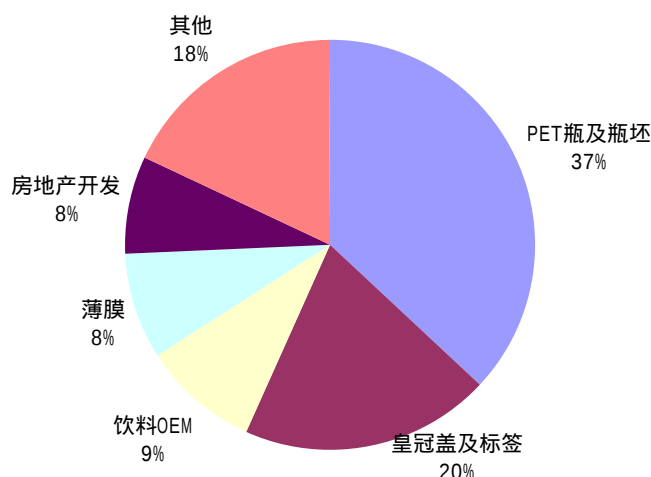
1. 传统包装业务回暖

公司 09 年上半年实现营业总收入 23.62 亿元，比去年同期下降 9.45%，营业总成本 20.65 亿元，比去年同期下降 15.13%；实现营业利润 3.09 亿元，比去年同期上升 72.21%；实现归属于母公司的净利润 2.276 亿元，比去年同期上升 114.89%。实现每股收益 0.158 元，符合此前的市场预期。

公司净利润的大幅上升主要得益于包装业务的回暖和房地产业务的大幅回升。同时，公司上半年发行 5 亿元的短期融资券，财务费用有所减少。

公司的主营业务是 PET 瓶及瓶坯、皇冠盖及标签、薄膜、饮料 OEM、房地产及其他的包装类业务。09 年上半年公司主营业务收入有所下降，主要原因是原材料价格大幅下跌而引起的产品价格下跌，比如 PET 瓶及瓶坯收入同比下滑近 20%，与之相对应的营业成本下降幅度更大达到 25%。

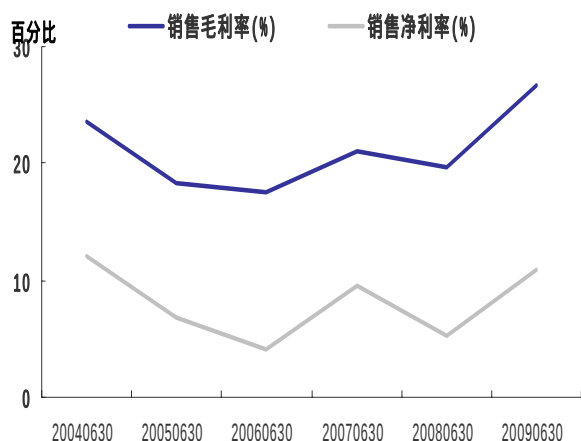
图 1 公司 09 年中期业务构成



数据来源：WIND 安信证券研究中心

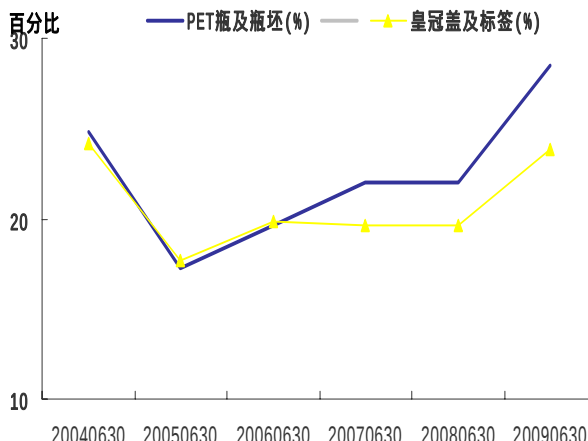
公司盈利能力有一定程度的上升。包装业务的综合毛利率同比上升 3.99 个百分点，其中 PET 瓶和瓶坯上升 6.04 个百分点，其它如瓶盖标签、薄膜、塑料防盗盖等都有明显的上升。

图 2 盈利能力改善明显



数据来源：WIND 安信证券研究中心

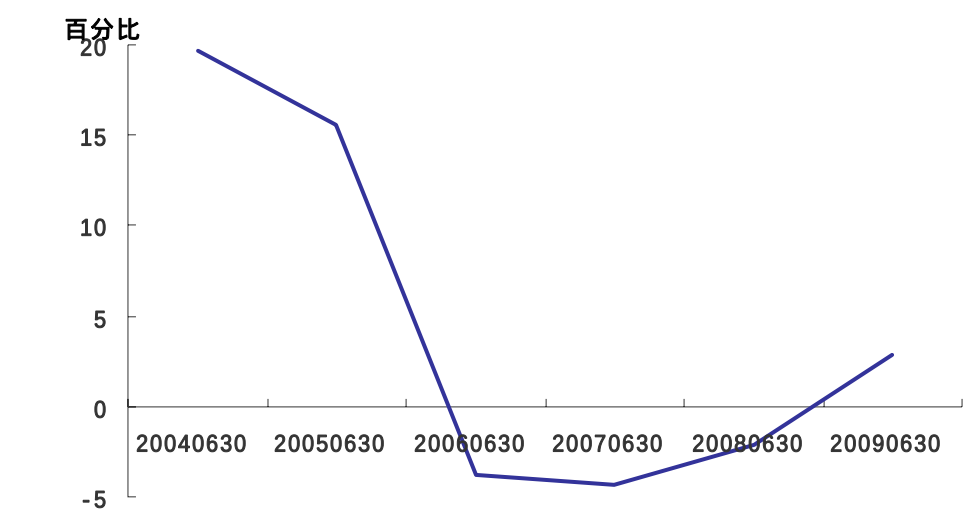
图 3 主要包装业务盈利能力明显上升



数据来源：WIND 安信证券研究中心

薄膜业务上半年实现扭亏。薄膜业务自 06 年以来持续亏损，07 年亏损 7463 万元，08 年亏损大约 8550 万元，对公司的业绩造成很大的拖累。薄膜业务一旦好转，将成为驱动包装业务业绩提升的很重要方面。

图 4 薄膜业务毛利率水平持续改善



数据来源：WIND 安信证券研究中心

同样，在瓶盖标签、薄膜、塑料防盗盖等业务方面，公司上半年通过加强与高端客户的合作，业绩实现较大幅度的上升；同时，饮料 OEM 业务随着逐步的推广，未来有望成为包装业务的重要增长点。

2. 地产业务的发展值得期待

公司目前的房地产业务，是由子公司上海紫都佘山房产有限公司正在开发和销售的“紫都·上海晶园”，位于上海唯一的国家 4A 级度假区——上海佘山国家旅游度假区核心区域内。该项目共拥有土地大约 1300 亩，预计分四期开发完成，总的持续时间在 5 年以上。

目前，一期共计 65 套别墅和一处会所，已经开发和销售完毕。二期的别墅项目开发基本结束，正在销售阶段。二期共计 62 套别墅，目前还有约 40 套未销售（08 年销售 7 套）。今年上半年房地产市场销售回暖，二期上半年合计销售 16 套，确认收入 10 套，共计贡献净利润 5000 万元以上。目前的销售单价接近 5 万/平方米，二期每套别墅的面积为 300-500 平方米。由于本房地产项目土地成本仅为 200 万元/亩，因此公司的净利润能够达到 30%。三期的开发于下半年开始，共计建设 130 套别墅，四期开发高档别墅共计 43 套。

同时，大股东持有 50.25% 股权的紫竹科学园，其住宅部分的紫竹半岛一期正在开发，建设规模 8.8 万平方米，预计将于 9 月份开盘。紫竹半岛共计占地面积 2300 亩，住宅项目规划建筑面积 120 万平方米，容积率不超过 0.8，由小高层，联排别墅和独栋别墅构成。

紫竹半岛项目归紫江地产所有，公司大股东紫江集团和紫江企业分别持有其 50.25%、4.75% 的股权，两者合计为 55% 的股权。根据我们和上市公司的沟通，不排除在时机成熟时将该项目注入上市公司的可能性。一旦该项目注入，将大幅增强公司地产业务的可持续性。同时提升公司房地产业务的估值水平。

3. 预测与估值

上调公司 09、10 年的盈利预测分别是 0.34 元和 0.41 元，其中包装业务 09 年 0.20 元，给予 25 倍的 PE，房地产业务 09 年 0.14 元，考虑未来公司该业务的持续性，给予 20 倍的 PE，对应公司的目标价为 7.8 元，给以增持-A 的投资评级。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-8-7		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,968.8	5,077.1	6,041.7	7,793.8	9,274.7	成长性					
减: 营业成本	3,918.8	4,073.2	4,676.3	6,118.2	7,345.5	营业收入增长率	20.7%	2.2%	19.0%	29.0%	19.0%
营业税费	33.5	12.5	15.1	19.5	23.2	营业利润增长率	152.9%	-44.3%	152.1%	23.8%	17.1%
销售费用	146.2	156.4	187.3	241.6	287.5	净利润增长率	156.9%	-45.4%	165.3%	20.9%	17.1%
管理费用	221.4	302.2	326.3	413.1	482.3	EBITDA 增长率	203.0%	-16.3%	10.8%	15.8%	12.0%
财务费用	196.4	230.1	157.6	148.8	139.4	EBIT 增长率	88.0%	-27.1%	69.2%	18.4%	13.7%
资产减值损失	9.3	17.5	-15.9	-	-	NOPLAT 增长率	100.7%	-18.6%	64.3%	18.4%	13.7%
加: 公允价值变动收益	-1.2	-	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	-5.8%	1.9%	8.3%	-0.1%
投资和汇兑收益	60.6	-5.5	10.0	20.0	25.0	净资产增长率	-0.1%	-3.7%	10.1%	11.5%	12.1%
营业利润	502.4	279.7	705.0	872.7	1,021.7	利润率					
加: 营业外净收支	23.8	13.5	1.0	1.0	1.0	毛利率	21.1%	19.8%	22.6%	21.5%	20.8%
利润总额	526.3	293.1	706.0	873.7	1,022.7	营业利润率	10.1%	5.5%	11.7%	11.2%	11.0%
减: 所得税	150.1	57.5	141.2	174.7	204.5	净利率	6.8%	3.6%	8.1%	7.6%	7.5%
净利润	376.1	235.6	564.8	698.9	818.2	EBITDA/营业收入	22.7%	18.6%	17.3%	15.5%	14.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.1%	10.0%	14.3%	13.1%	12.5%
货币资金	464.2	785.5	1,317.1	1,351.9	1,922.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	262	248	203	154	126
应收帐款	699.9	684.0	860.7	1,110.4	1,321.3	流动营业资本周转天数	104	124	102	97	94
应收票据	71.8	56.2	99.3	128.1	152.5	流动资产周转天数	213	224	227	217	219
预付帐款	188.5	203.2	250.0	311.1	384.6	应收帐款周转天数	50	48	45	44	45
存货	1,476.3	1,621.9	1,665.5	2,179.1	2,213.7	存货周转天数	98	110	98	89	85
其他流动资产	16.5	38.4	41.8	76.9	106.5	总资产周转天数	557	551	489	410	378
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	427	432	355	290	253
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	586.5	547.6	550.0	580.0	580.0	ROE	11.8%	7.7%	16.8%	18.6%	19.4%
投资性房地产	241.1	233.0	-	-	-	ROA	5.0%	3.0%	6.7%	7.5%	8.1%
固定资产	3,538.7	3,451.3	3,375.9	3,293.6	3,202.0	ROIC	9.3%	6.7%	11.7%	13.6%	14.3%
在建工程	97.7	119.6	101.8	91.1	84.6	费用率					
无形资产	168.1	173.4	173.5	173.6	173.6	销售费用率	2.9%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	26.9	43.3	12.0	13.8	14.9	管理费用率	4.5%	6.0%	5.4%	5.3%	5.2%
资产总额	7,576.2	7,957.4	8,447.6	9,309.4	10,156.7	财务费用率	4.0%	4.5%	2.6%	1.9%	1.5%
短期债务	2,576.1	2,294.4	2,288.9	2,283.9	2,276.0	三费/营业收入	11.4%	13.6%	11.1%	10.3%	9.8%
应付帐款	511.6	553.7	538.1	704.0	845.2	偿债能力					
应付票据	325.6	283.7	384.4	502.9	603.7	资产负债率	58.1%	61.5%	60.1%	59.6%	58.5%
其他流动负债	561.5	681.1	792.6	985.7	1,143.0	负债权益比	138.5%	160.0%	150.6%	147.6%	140.9%
长期借款	399.0	1,065.0	1,065.0	1,065.0	1,065.0	流动比率	0.73	0.89	1.06	1.15	1.25
其他非流动负债	25.9	18.9	7.8	7.8	7.8	速动比率	0.36	0.46	0.64	0.67	0.80
负债总额	4,399.6	4,896.8	5,076.7	5,549.2	5,940.7	利息保障倍数	3.56	2.22	5.47	6.86	8.33
少数股东权益	501.4	382.9	447.5	539.8	647.8	分红指标					
股本	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	1,436.7	DPS(元)	0.05	0.10	0.17	0.21	0.24
留存收益	1,238.4	1,240.9	1,486.6	1,783.7	2,131.4	分红比率	21.2%	77.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	3,176.6	3,060.6	3,370.9	3,760.2	4,215.9	股息收益率	0.8%	1.5%	2.6%	3.2%	3.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	376.1	235.6	564.8	698.9	818.2	EPS(元)	0.24	0.13	0.34	0.41	0.48
加: 折旧和摊销	438.5	445.6	181.8	187.8	193.5	BVPS(元)	2.21	2.13	2.35	2.62	2.93
资产减值准备	9.3	17.5	-15.9	-	-	PE(X)	27.5	50.4	19.0	15.7	13.4
公允价值变动损失	1.2	-	-	-	-	PB(X)	2.9	3.1	2.8	2.5	2.2
财务费用	-	200.5	232.3	157.6	148.8	P/FCF	-	15.2	24.5	94.0	13.5
投资收益	-60.6	5.5	-10.0	-20.0	-25.0	P/S	1.9	1.8	1.5	1.2	1.0
少数股东损益	36.9	50.4	73.4	104.8	122.7	EV/EBITDA	11.5	13.3	11.9	10.5	9.1
营运资金的变动	-769.5	274.1	-113.6	-420.8	26.4	CAGR(%)	22.9%	51.4%	21.7%		
经营活动产生现金流量	684.4	785.4	838.2	699.6	1,275.3	PEG	1.2	1.0	0.9	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-554.5	-638.3	-77.5	-95.1	-60.1	ROIC/WACC	1.1	0.8	1.4	1.6	1.7
融资活动产生现金流量	-456.1	164.4	-399.9	-440.8	-495.1	REP	1.8	2.6	1.5	1.2	1.1

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034