

紫江企业：公司业绩实现大幅增长

三季报点评

报告关键点：

- 包装业务盈利能力明显改善；
- 房地产业务回暖；
- 维持增持-A的投资评级，6个月目标价9.00元。

报告摘要：

- 今年1-9月份，公司实现净利润5,272.4 万元，三季度实现净利润2,995.6万元，分别比去年同期增长156.83%、291.54%，实现每股收益0.367元，三季度每股收益0.209元，高于此前的市场预期。
- 综合毛利率水平上升。09年前三季度营业收入同比增长-3.44%，但前三季度的综合毛利率水平上升明显，由08年的7.63%上升到09年的18%，升幅达到十个百分点以上。综合毛利率水平上升的主要原因是09年公司房地产业务收入的增加，以及由于原材料价格水平的下降所导致的包装业务盈利能力的提升。
- 房地产业务回暖。公司的余山别墅项目，前三季度销售大约30套，确认收入25套，共计贡献净利润大约1.3亿元以上，其中三季度单季确认收入15套，成为公司业绩大幅超预期增长的重要因素。余山别墅二期预计明年初销售完毕，三期的开发目前正在进行，共计建设130套别墅，四期开发高档别墅共计43套，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有注入上市公司的预期。紫竹半岛项目一旦注入，将大幅增强公司地产业务的可持续性。
- 包装业务改善明显。包装业务销量同比有一定程度的上涨，但毛利率水平的改善是包装业务利润上升的主要因素。09年前三季度公司原材料价格水平同比大幅下降，而产品价格水平相对降幅较小，导致了公司包装业务盈利能力的较大提升。
- 投资收益和营业外收入大幅增加。09年前三季度公司的营业外收入6766万元，同比增长458.73%，主要原因是上海紫泉包装有限公司的拆迁补偿。投资收益同比大幅增长，09年前三季度共计实现3013万元，同比增幅达366.17%。
- 上调公司的盈利预测和目标价，维持原有投资评级。上调公司09、10年的盈利预测分别为0.44元和0.53元，其中包装业务09年0.24元，给予25倍的PE，房地产业务09年0.20元，考虑未来公司该业务的持续性，给予15倍的PE，对应公司的目标价为9.0元，依然增持-A的投资评级。

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	6,498.7	8,383.3	9,976.1
Growth(%)	20.7%	2.2%	28.0%	29.0%	19.0%
净利润	376.1	235.6	716.5	895.4	1,026.2
Growth(%)	156.9%	-45.4%	238.5%	21.4%	14.6%
毛利率(%)	21.1%	19.8%	23.6%	23.5%	22.5%
净利润率(%)	6.8%	3.6%	9.6%	9.1%	8.7%
每股收益(元)	0.24	0.13	0.44	0.53	0.61
每股净资产(元)	2.21	2.13	2.40	2.75	3.15
市盈率	30.9	56.5	16.7	13.8	12.0
市净率	3.3	3.4	3.0	2.7	2.3
净资产收益率(%)	11.8%	7.7%	20.8%	22.7%	22.7%
ROIC(%)	9.3%	6.7%	14.3%	16.6%	17.0%
EV/EBITDA	12.5	14.5	11.5	9.5	8.3
股息收益率	0.7%	1.4%	3.0%	3.6%	4.2%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
9.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 7.80 元

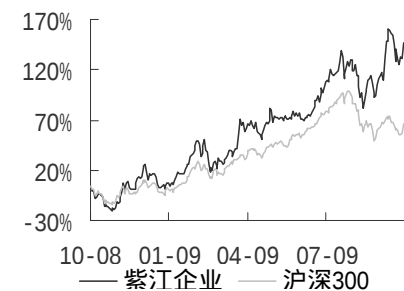
现价： 7.55 元

报告日期：
2009-10-12

市场数据

总市值(百万元)	10,847.36
流通市值(百万元)	10,847.36
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	2.35/8.07 元
十大流通股股东(%)	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	9.03	24.12	80.32
绝对收益	6.73	17.22	146.22

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

紫江企业：中报业绩大幅增长

2009-08-10

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

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-10-12**

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	6,498.7	8,383.3	9,976.1	成长性					
减: 营业成本	3,918.8	4,073.2	4,965.0	6,413.2	7,731.5	营业收入增长率	20.7%	2.2%	28.0%	29.0%	19.0%
营业税费	33.5	12.5	16.2	21.0	24.9	营业利润增长率	152.9%	-44.3%	200.0%	33.3%	14.6%
销售费用	146.2	156.4	201.5	259.9	309.3	净利润增长率	156.9%	-45.4%	238.5%	21.4%	14.6%
管理费用	221.4	302.2	350.9	444.3	518.8	EBITDA 增长率	203.0%	-16.3%	24.9%	23.3%	10.8%
财务费用	196.4	230.1	156.8	146.7	135.0	EBIT 增长率	88.0%	-27.1%	95.4%	27.0%	12.0%
资产减值损失	9.3	17.5	-15.9	-	-	NOPLAT 增长率	100.7%	-18.6%	100.4%	20.2%	12.0%
加: 公允价值变动收益	-1.2	-	-	-	-	投资资本增长率	13.3%	-5.8%	3.1%	9.5%	0.1%
投资和汇兑收益	60.6	-5.5	15.0	20.0	25.0	净资产增长率	-0.1%	-3.7%	12.8%	14.4%	14.5%
营业利润	502.4	279.7	839.1	1,118.3	1,281.7	利润率					
加: 营业外净收支	23.8	13.5	51.0	1.0	1.0	毛利率	21.1%	19.8%	23.6%	23.5%	22.5%
利润总额	526.3	293.1	890.1	1,119.3	1,282.7	营业利润率	10.1%	5.5%	12.9%	13.3%	12.8%
减: 所得税	150.1	57.5	173.6	223.9	256.5	净利率	6.8%	3.6%	9.6%	9.1%	8.7%
净利润	376.1	235.6	716.5	895.4	1,026.2	EBITDA/营业收入	22.7%	18.6%	18.1%	17.3%	16.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.1%	10.0%	15.3%	15.1%	14.2%
货币资金	464.2	785.5	1,368.0	1,444.7	2,125.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	262	248	189	143	117
应收帐款	699.9	684.0	890.2	1,194.3	1,421.3	流动营业资本周转天数	104	124	97	95	93
应收票据	71.8	56.2	89.0	137.8	164.0	流动资产周转天数	213	224	216	212	217
预付帐款	188.5	203.2	252.8	317.0	394.3	应收帐款周转天数	50	48	42	43	45
存货	1,476.3	1,621.9	1,768.4	2,284.2	2,330.0	存货周转天数	98	110	94	87	83
其他流动资产	16.5	38.4	51.0	88.7	120.5	总资产周转天数	557	551	460	392	365
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	427	432	332	274	241
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%	20.8%	22.7%	22.7%
投资性房地产	241.1	233.0	-	-	-	ROA	5.0%	3.0%	8.3%	9.3%	9.7%
固定资产	3,538.7	3,451.3	3,375.9	3,293.6	3,202.0	ROIC	9.3%	6.7%	14.3%	16.6%	17.0%
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	8,632.6	9,618.6	10,610.5	财务费用率	4.0%	4.5%	2.4%	1.7%	1.4%
短期债务	2,576.1	2,294.4	2,288.8	2,283.5	2,274.6	三费/营业收入	11.4%	13.6%	10.9%	10.1%	9.7%
应付帐款	511.6	553.7	571.3	738.0	889.7	偿债能力					
应付票据	325.6	283.7	408.1	527.1	635.5	资产负债率	58.1%	61.5%	60.0%	58.9%	57.4%
其他流动负债	561.5	681.1	838.8	1,045.6	1,214.9	负债权益比	138.5%	160.0%	150.0%	143.4%	134.6%
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	1.08	1.19	1.31
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	0.65	0.69	0.84
负债总额	4,399.6	4,896.8	5,179.7	5,667.0	6,087.3	利息保障倍数	3.56	2.22	6.35	8.62	10.50
少数股东权益	501.4	382.9	461.7	579.9	715.4	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	0.22	0.26	0.30
留存收益	1,238.4	1,240.9	1,554.4	1,935.0	2,371.1	分红比率	21.2%	77.6%	50.0%	50.0%	50.0%
股东权益	3,176.6	3,060.6	3,452.9	3,951.6	4,523.2	股息收益率	0.7%	1.4%	3.0%	3.6%	4.2%
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	716.5	895.4	1,026.2	EPS(元)	0.24	0.13	0.44	0.53	0.61
加: 折旧和摊销	438.5	445.6	181.8	187.8	193.5	BVPS(元)	2.21	2.13	2.40	2.75	3.15
资产减值准备	9.3	17.5	-15.9	-	-	PE(X)	30.9	56.5	16.7	13.8	12.0
公允价值变动损失	1.2	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.4	3.0	2.7	2.3
财务费用	-	200.5	232.3	156.8	146.7	P/FCF	-	17.1	23.4	55.6	12.3
投资收益	-60.6	5.5	-15.0	-20.0	-25.0	P/S	2.1	2.1	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	36.9	50.4	89.6	134.3	153.9	EV/EBITDA	12.5	14.5	11.5	9.5	8.3
营运资金的变动	-769.5	274.1	-144.5	-488.0	21.1	CAGR(%)	33.5%	63.3%	18.8%		
经营活动产生现金流量	684.4	785.4	969.4	856.2	1,504.7	PEG	0.9	0.9	0.9	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-554.5	-638.3	-72.5	-95.1	-60.1	ROIC/WACC	1.1	0.8	1.7	2.0	2.0
融资活动产生现金流量	-456.1	164.4	-467.0	-522.4	-580.0	REP	2.0	2.9	1.3	1.1	1.0

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，经济学博士，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	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@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