

湘财证券研究所

田洪港

Tel: 021-68634510-8227

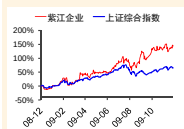
E-Mail: thg2897@xcsc.com

王丽华

Tel: 021-68634510-8379

E-Mail: wlh2682@xcsc.com

公司近一年大幅跑赢大盘：



基本数据 (09.12.11)

收盘价(元)	8.36
52周最高价(元)	8.71
52周最低价(元)	3.00
总股本(亿股)	14.37
流通A股(亿股)	14.37
流通比例(%)	100
总市值(亿元)	120.11
流通市值(亿元)	120.11

近日，我们对紫江企业进行了实地调研，与公司相关人员就公司各类业务发展方面进行了深入的交流和探讨，并参观了公司的具体产品。

投资要点：

■ PET瓶及瓶胚业务始终占据龙头地位

公司的PET瓶及瓶胚业务发展势头良好，公司产品在国际三大客户国内采购量中的比例始终保持相对稳定。PET瓶及瓶胚业务占百事可乐在国内采购量约50%的份额，占可口可乐在国内采购量25%以上的份额，占统一企业在国内采购量70%左右的份额，处于细分市场的行业龙头地位。

■ 皇冠瓶盖业务继续领跑市场

公司皇冠瓶盖业务占据30%以上的市场份额，连续十年以上占据细分市场第一的位置，是青岛啤酒、百威啤酒、三得利啤酒等知名企业的主要供应商之一，市场总额和客户关系相对稳定。

■ 薄膜业务由于连年业绩不佳将被逐步边缘化

国内薄膜市场整体产能过剩，由于公司薄膜产品生产效率不高以及设备折旧压力等因素，薄膜业务近几年业绩不佳，公司表示后续不会将此业务作为主要发展方向，将会逐步淡出此类亏损业务，后期将其出售的可能性较高。

■ 合理定价机制减少原材料波动对业绩的影响

在定价机制方面，公司与部分客户采用只收取加工费的模式，客户负责采购原材料，减少了原材料波动对业绩的影响。

■ 房地产业务对公司未来业绩有较大支撑

佘山别墅项目在09年销售情况良好，贡献净利将超过2亿。由于较低的拿地成本，公司房地产业务的高毛利率拉高了公司的整体毛利率。预计在未来5年，随着佘山别墅的三期、四期项目持续开发，公司年销售别墅将维持在40套以上水平，对于公司未来五年业绩有较大的支撑。

■ 创投业务锦上添花，但影响有限

创投业务对公司业绩有一定的正面影响，但实际份额较小。经了解，公司尚无明确计划在创投方向继续发展深化，但作为公司亮点之一，公司后续有望继续介入。

■ 风险方面

客户集中度较高；公司与客户定价机制变动以及原材料波动风险；房地产行业的政策风险。

■ 维持公司“增持”评级

代码	公司	评级	EPS			PE		
			09E	10E	11E	09E	10E	11E
600210	紫江企业	增持	0.41	0.56	0.65	20.38	14.85	12.77

数据来源：湘财证券研究所（股价取自09.12.11收盘价）

目录

一、PET 瓶及瓶胚业务始终占据龙头地位	5
二、皇冠瓶盖业务继续领跑市场	6
三、薄膜业务由于连年业绩不佳将被逐步边缘化	6
四、合理定价机制减少原材料波动对业绩的影响	6
五、地产业务对公司未来业绩有较大支撑	7
六、创投业务锦上添花，但影响有限.....	8
七、风险提示	9
八、维持公司“增持”评级	9
湘财证券投资评级体系	11
重要声明	11

表目录

表 1 国内 A 股包装印刷类上市公司对比	3
表 2 全国 36 个城市人均食品消费支出（元）	4
表 3 消费者信心指数开始持续走高(%)	4
表 4 公司各类产品营业收入占比	4
表 8 公司各产品毛利率比较	5
表 5 国内工业产品销售量-软饮料	5
表 6 工业产品销售量-啤酒	6
表 7 房地产投资自 09 年 1 月以来持续向好(%)	7
表 9 公司综合毛利率趋势	8
表 10 可比公司毛利率对比	8

紫江企业是目前国内规模最大、产品种类最齐全的包装材料上市公司，公司曾被评为中国 200 强先进包装企业及上海市包装企业 50 强。根据《印刷经理人》发布的包装印刷企业百强榜，公司在 07 年和 09 年排名榜首。

公司主营生产和销售各种 PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、喷铝纸及纸板、BOPET 薄膜等新型材料，并与可口可乐、百事可乐、统一、强生、柯达、肯德基等多家国内外知名企业进行了多年的合作。公司积极拓展非饮料 PET 容器包装市场，进入食用油 PET 瓶领域。公司于 2007 年初收购的上海紫都余山房产有限公司，开始涉足房地产业。公司还拥有紫江创业投资 98.28% 股份，参股上市公司威尔泰 15.66% 股权。

公司在 09 年前三季度实现净利润 5.27 亿元，同比增长 157%，其中三季度单季实现净利润 3 亿元，同比增长 297%，各类业务发展势头良好。

表 1 国内 A 股包装印刷类上市公司对比

证券简称	总股本 (亿股)	流通A股 (亿股)	月涨跌幅%	年涨跌幅%	市盈率 (PE, TTM)	总市值 (亿元)
紫江企业	14.37	14.37	6.82	181.92	23.97	121.55
珠海中富	6.88	4.89	7.12	88.12	46.74	53.82
界龙实业	3.14	3.08	-0.57	44.85	605.76	48.92
陕西金叶	3.73	3.73	10.12	187.74	100.62	28.00
劲嘉股份	6.42	1.83	0.89	72.39	33.49	94.37
东港股份	1.10	0.71	4.78	117.57	31.43	21.69
鸿博股份	1.36	0.39	4.00	199.84	51.55	24.75
永新股份	1.39	1.39	6.11	143.71	31.30	25.63
广博股份	2.18	0.96	7.12	122.03	32.02	21.69
合兴包装	1.90	0.47	3.41	202.91	47.57	29.36
平均	4.25	3.18	4.98	136.11	37.26	46.98

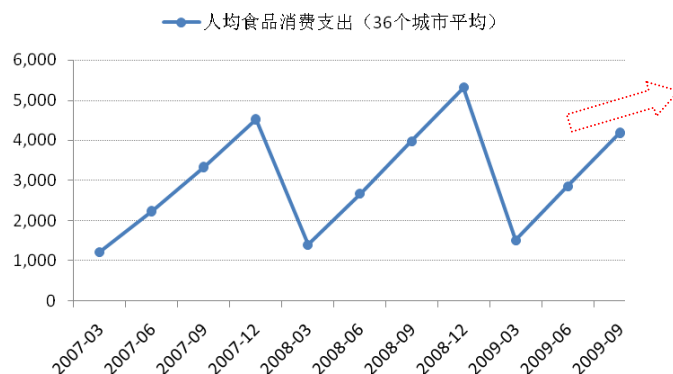
数据截止：2009-12-09

数据来源：Wind，湘财证券研究所（注：PE 平均值剔除了界龙实业和陕西金叶的 PE 数据）

在公司主营业务中，PET 瓶及瓶胚业务份额最大，占到了三分之一。PET 瓶及瓶胚、皇冠瓶盖及标签、塑料防盗盖、OEM 饮料、彩色纸包装印刷、房地产开发是公司重点发展的几类业务。

随着城市人均食品消费支出的逐季走高以及消费者信心指数的恢复，相关塑料以及纸品包装印刷市场蕴含着巨大的潜力，看好公司未来在此领域的业绩增长。而房地产市场尤其是高端地产市场的持续景气也保证了公司地产业务的持续高增长。

表 2 全国 36 个城市人均食品消费支出（元）



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

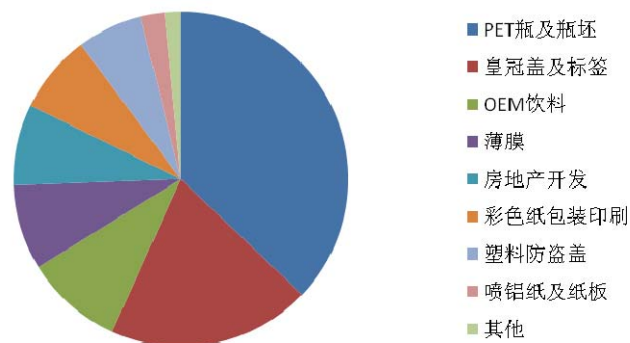
表 3 消费者信心指数开始持续走高(%)



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

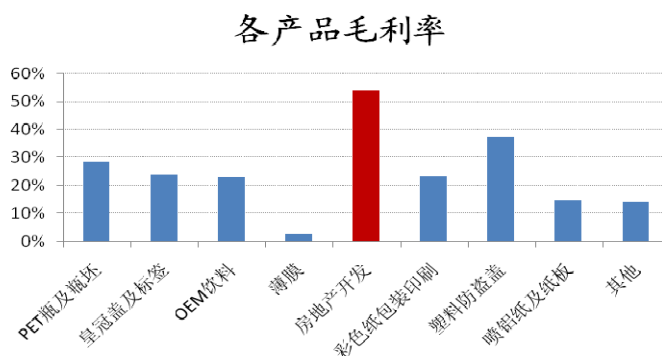
表 4 公司各类产品营业收入占比

各产品营业收入占比



数据来源：Wind，湘财证券研究所

表 5 公司各产品毛利率比较



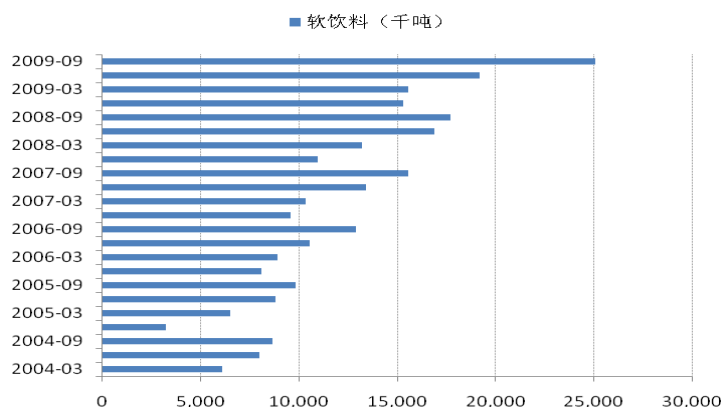
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

一、PET 瓶及瓶胚业务始终占据龙头地位



公司的 PET 瓶及瓶胚业务发展势头良好, 与珠海中富共同占据了市场 70%以上的份额, 处于绝对垄断地位。其中, 公司此类业务占百事可乐在国内采购量约 50%的份额, 占可口可乐在国内采购量 25%以上的份额, 占统一企业在国内采购量 70%左右的份额。公司 PET 瓶及瓶胚业务在国际三大客户中的比例始终保持相对稳定, 处于细分市场的行业龙头地位。随着国内饮料销售规模的逐年扩大, 公司此类业务后续发展势头良好且有望在此基础上继续扩大市场份额, 是公司未来良好业绩的有力保证。

表 6 国内工业产品销售量-软饮料



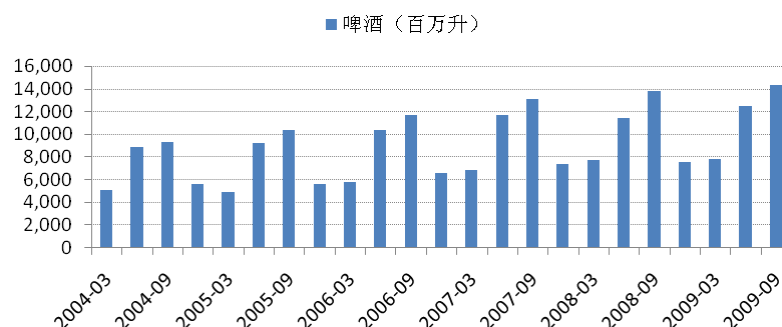
数据来源: CEIC, 湘财证券研究所

二、皇冠瓶盖业务继续领跑市场



公司皇冠瓶盖业务占据 30%以上的市场份额，连续十年以上占据细分市场第一的位置，是青岛啤酒、百威啤酒、三得利啤酒等知名企业的主要供应商之一。由于这些客户每年都有供应商审核环节，因此公司在每年占每家客户的份额会有一些变动，但市场总额一直保持相对稳定，同时，公司主要客户关系也比较稳定。随着经济的回暖，啤酒等各类相关消费品销售持续向好，皇冠瓶盖业务业绩的后续增长潜力较大。

表 7 工业产品销售量-啤酒



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

三、薄膜业务由于连年业绩不佳将被逐步边缘化

国内薄膜市场整体产能过剩导致供需失衡，薄膜产品价格相对较低。另外，由于公司薄膜产品生产效率高、生产成本较高以及设备折旧压力等方面的因素，公司薄膜业务近几年业绩不佳，在 09 年三季度出现较大亏损。公司表示后续不会将此业务作为主要发展方向，将会逐步淡出此类亏损业务，后期将其出售的可能性较高。

四、合理定价机制减少原材料波动对业绩的影响

在定价机制方面，公司有相当一部分业务（比如公司与可口可乐的合作以及与百事可乐的部分合作）采用只收取加工费的模式，客户负责采购原材料，减少了原材料波动对业绩的影响。在其它业务方面，公司也倾向于采用此定价机制与主要客户合作。未采用此模式的皇冠盖业务及标签业务，由于原材料供应较少，公司对上游的议价能力不强，因此原材料价格波动对其毛利率有一定影响。

五、地产业务对公司未来业绩有较大支撑

公司房地产业务在 09 年上半年回升较快，上半年营业利润近 1 亿元，净利润 5000 万元。地产收入约占总收入 4%，营业利润占比将近 16%，毛利率达到了 54.12%，成为公司上半年业绩大幅增长的主要贡献点。

公司下属子公司上海紫都佘山房产有限公司的紫都·上海晶园别墅项目在限批政策出台以后，由于别墅的稀缺性凸显而被市场普遍看好。此项目剩余待开发的建设用地面积合计 627 亩，土地的重估价值已超过 60 亿元。公司土地成本在 100 万/亩以下，净利润率超过 30%。随着房地产市场价格及产销量的持续升温，此项目为公司未来盈利能力的持续增长提供了保障。

佘山别墅项目在 09 年销售情况良好，预计贡献净利将超过 2 亿元。由于较低的拿地成本，公司地产业务的高毛利率拉高了公司的整体综合毛利率。预计在未来 5 年，随着佘山别墅的三期、四期项目的持续开发，公司年销售别墅将至少维持在 40 套以上水平，每年贡献利润预计可达 2 亿元左右，对于公司未来三到五年业绩有较大的正面影响。

表 8 房地产投资自 09 年 1 月以来持续向好(%)



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

同时，公司大股东紫江集团持有 50.25% 股权的紫竹科学园，紫江企业持有其 4.75% 的股权。紫竹科学园一期规划用地 13 平方公里，已被列入上海市“十一五”发展规划，有望升级为国家级科技园区。其中一期土地成本低于 100 万/亩，目前市场价格已超过 300 万/亩。据估计，紫竹园区还有超过 4000 亩土地可供房地产开发，未来市场增长潜力巨大。另外，随着英特尔、微软、意法半导体、SANDISK 闪存半导体、力芯半导体、可口可乐（全球研发中心）、博格华纳（全球研发中心）、欧姆龙（研发中心）等国际巨头的核心机构陆续入驻紫竹科学园，这对于公司主要客户关系的维护深化以及新客户的开发提供了便利条件。

其中，住宅部分的紫竹半岛是否会注入上市公司目前尚不明确。我们认为，为保证公司地产业务的可持续性，公司大股东未来将紫竹科学园区的资产注入上市公司的可能性较大。随着经济的触底回升和房地产市场的持续火热，未来的资产注入将有望进一步大幅提高公司盈利能力。

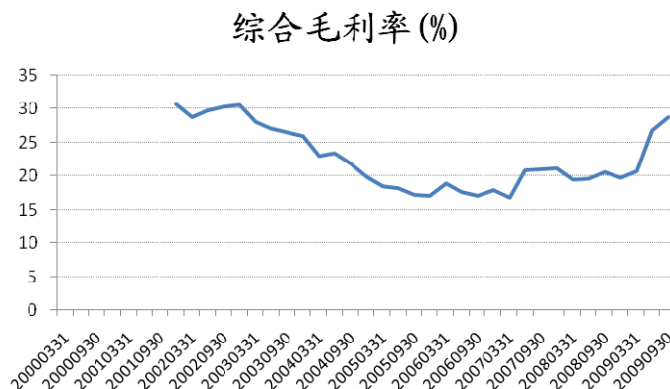
六、创投业务锦上添花，但影响有限

紫江企业持有紫江创投 98.28% 股权，紫江创投持有中恒电气股份 425 万股，目前中恒电气 IPO 计划已获证监会审核通过。同时，紫江企业持有紫晨投资 20% 股权，紫晨投资持有宇顺电子 100 万股，已上市；持有上海佳豪船舶 302.4 万股，已上市；另外公司还投资了芜湖亚夏汽车股份有限公司、山东矿机股份有限公司、浙江康德莱医疗器械股份有限公司等未上市公司。

创投业务对公司业绩有一定的正面影响，但实际份额较小。经了解，公司也无明确计划在创投方向继续发展深化，但作为公司亮点之一，公司后续有望继续介入。

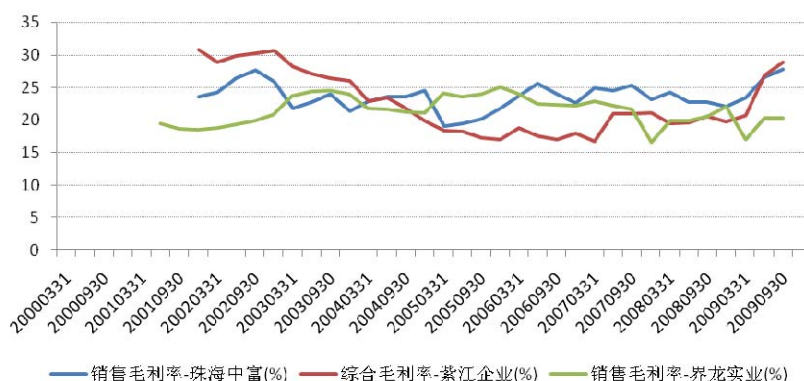
另外，在盈利能力方面，公司综合毛利率自 02 年以来波动较大，06 年处于相对低谷，09 年以来得益于房地产业务的持续景气，公司毛利率上升较快。后续由于地产业务的支撑，公司毛利率有望维持高位。

表 9 公司综合毛利率趋势



数据来源：Wind，湘财证券研究所

表 10 可比公司毛利率对比



数据来源：Wind，湘财证券研究所

七、风险提示

经济回暖低于预期；客户集中度较高的风险；公司与客户定价机制变动以及原材料波动风险；房地产行业的政策风险。

八、维持公司“增持”评级

目前，公司各类业务发展态势良好，市场份额及客户关系稳定，随着经济好转带来的旺盛消费需求及地产业务的持续开展，公司未来三年业绩具有较大的增长潜力，我们预计公司 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.41 元、0.56 元、0.65 元，对应于当前股价（12 月 11 日）的 PE 分别为 20 倍、15 倍、13 倍，在包装印刷板块具备估值优势，维持增持评级。

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3389	3742	5127	6370	营业收入	5077	7509	10085	13060
现金	785	678	714	1307	营业成本	4073	5784	7877	10395
应收账款	667	658	665	663	营业税金及附加	12	60	45	44
其他应收款	17	47	37	70	营业费用	156	228	306	398
预付账款	203	267	365	491	管理费用	302	436	545	731
存货	1622	1933	3161	3613	财务费用	230	200	157	110
其他流动资产	95	158	185	227	资产减值损失	18	13	14	14
非流动资产	4568	4187	3790	3399	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	548	561	556	558	投资净收益	-6	24	23	21
固定资产	3451	3143	2800	2440	营业利润	280	811	1162	1388
无形资产	173	155	139	124	营业外收入	21	80	50	40
其他非流动资产	396	328	295	277	营业外支出	8	6	7	6
资产总计	7957	7929	8917	9770	利润总额	293	886	1206	1422
流动负债	3813	3058	3029	2659	所得税	58	200	260	312
短期借款	2294	1275	840	0	净利润	236	686	945	1110
应付账款	471	620	857	1137	少数股东损益	50	96	136	170
其他流动负债	1048	1164	1332	1521	归属母公司净利润	185	589	809	940
非流动负债	1084	1196	1340	1525	EBITDA	955	1392	1705	1885
长期借款	1065	1177	1320	1506	EPS (元)	0.13	0.41	0.56	0.65
其他非流动负债	19	19	20	19	主要财务比率				
负债合计	4897	4254	4369	4184	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	383	479	616	785	成长能力				
股本	1437	1437	1437	1437	营业收入	2.2%	47.9%	34.3%	29.5%
资本公积	489	489	489	489	营业利润	-44.3%	190.1%	43.2%	19.4%
留存收益	752	1270	2007	2875	归属于母公司净利润	-45.4%	218.2%	37.3%	16.3%
归属母公司股东	2678	3195	3932	4801	获利能力				
负债和股东权益	7957	7929	8917	9770	毛利率(%)	19.8%	23.0%	21.9%	20.4%
现金流量表					净利率(%)	3.6%	7.8%	8.0%	7.2%
单位: 百万元					ROE(%)		6.9%	18.4	20.6
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)		8.2%	15.8	18.9
经营活动现金流	785	885	558	1419	偿债能力				
净利润	236	686	945	1110	资产负债率(%)		61.5%	53.7	49.0
折旧摊销	446	380	385	388	净负债比率(%)		71.1%	64.5	55.4
财务费用	230	200	157	110	流动比率		0.89	1.22	1.69
投资损失	6	-24	-23	-21	速动比率		0.46	0.59	0.64
营运资金变动	-151	-356	-916	-177	营运能力				
其他经营现金	20	-1	9	11	总资产周转率		0.65	0.95	1.20
投资活动现金流	-638	21	30	22	应收账款周转率		7	11	15
资本支出	403	0	0	0	应付账款周转率		9.43	10.61	10.6
长期投资	-249	16	-5	2	每股指标 (元)				
其他投资现金	-484	36	25	23	每股收益(最新摊薄)		0.13	0.41	0.56
筹资活动现金流	164	-1013	-553	-848	每股经营现金流(最新摊薄)		0.55	0.62	0.39
短期借款	-282	-1020	-435	-840	每股净资产(最新摊薄)		1.86	2.22	2.74
长期借款	666	112	143	185	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E		64.85	20.38	14.8
资本公积增加	-39	0	0	0	P/B		4.49	3.76	3.05
其他筹资现金	-181	-105	-261	-194	EV/EBITDA		15	10	8
现金净增加额	310	-107	36	593					

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。