

业绩符合预期 维持“推荐”评级

——紫江企业（600210）2010年中报点评

要点：

- **业绩符合预期。**上半年公司实现营业收入 28.83 亿元，营业利润 3.82 亿元，归属于母公司股东的净利润 2.87 亿元，分别同比增长 22.03%、23.52% 和 26.29%，实现每股收益 0.20 元，业绩符合预期（我们预计包装业务 0.16 元，房地产业务 0.04 元）。
- **包装业务稳定增长。**报告期内公司包装业务保持稳定增长，收入同比增长 20.6%，环比增长 20.2%。由于原料成本波动，包装业务综合毛利率为 23.69%，同比减少 0.7 个百分点，环比下降 1.13 个百分点。其中皇冠盖因原材料马口铁价格波动较大，今年上半年毛利率为 18.8%，同比减少 5.07 个百分点，环比下降 4.29 个百分点。薄膜业务毛利率 9.48%，环比提高 1.73 个百分点，经营状况持续好转，主要由于子公司紫东薄膜亏损额度减少，并于二季度后期扭亏为盈。我们预计下半年公司包装业务仍能维持 20% 左右的增长，其中薄膜业务下半年可实现盈利，全年将能扭亏。
- **房地产业务销售平稳。**公司位于上海佘山的紫都·上海晶园项目在别墅豪宅市场具有良好的知名度，上半年项目二期已销售完毕。结合 2009 年公司结算套数和网上房地产（www.fangdi.com.cn）的销售数据，我们估计上半年共结算 14 套别墅，销售均价 5.5 万/平米左右，贡献收入 2.44 亿元，毛利率 53.65%，净利率 30% 以上。项目三期部分已建成，并在下半年可实现预售。网上房地产数据显示，目前上海晶园三期在售套数 44 套，总面积 15591 平米，销售价格 7.5 万/平米，已有两套被预定，公司拿地较早，土地成本较低，预计净利率将在 30% 以上，甚至更高。在 2010 年房地产调控的背景下，预计下半年公司别墅销售情况同比会有所回落，但鉴于公司别墅的资源稀缺性、地理位置优势和良好的市场口碑，我们仍对该项业务下半年的盈利情况谨慎乐观。
- **2010 年增速放缓，维持“推荐”评级。**预计公司 2010-2012 年净利润分别为 7.06 亿元、7.86 亿元和 8.45 亿元，增幅分别为 7.9%、11.4% 和 7.4%，对应 EPS 为 0.49 元、0.55 元和 0.59 元，PE 为 12.2X、10.9X 和 10.2X，维持公司“推荐”的投资评级。

分析师

寻春珍

☎ (86-755) 83515662

✉ xuncz@cgws.com

执业证书编号：S1070210020008

投资评级：推荐(维持)

市场数据

总市值（亿元）	85.92
流通市值（亿元）	85.92
总股本（万股）	143673
流通股本（万股）	143673
12 个月最高/最低股价（元）	8.07/4.94
十大流通股东持股比例	26.06%
股东户数	233694

公司盈利预测（单位 万元）

	2009A	2010E	2011E
营业收入	516526	579189	637794
营业利润	77593	90455	100981
净利润	65403	70562	78639
EPS（元）	0.46	0.49	0.55
PE	13.1	12.2	10.9

公司股价表现



独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

未来三年盈利预测

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	516526	579189	637794	700919	成长性				
营业总成本	445566	496734	544812	600349	营业收入增长	1.7%	12.1%	10.1%	9.9%
营业成本	371816	422019	461261	508529	营业成本增长	-8.7%	13.5%	9.3%	10.2%
财务费用	17424	18534	21685	23831	营业利润增长	177.4%	16.6%	11.6%	7.5%
销售费用	15631	17376	19134	21028	利润总额增长	190.9%	7.8%	11.4%	7.4%
管理费用	34534	37647	41457	45560	净利润增长	253.1%	7.9%	11.4%	7.4%
投资净收益	6633	8000	8000	8000	盈利能力				
营业利润	77593	90455	100981	108570	毛利率	28.0%	27.1%	27.7%	27.4%
营业外收支	7678	1500	1500	1500	销售净利率	12.7%	12.2%	12.3%	12.1%
利润总额	85271	91955	102481	110070	ROE	17.9%	16.0%	14.9%	13.7%
所得税	14837	16000	17832	19152	ROIC	14.0%	15.0%	16.1%	17.2%
少数股东损益	5031	5393	6010	6455	营运效率				
净利润	65403	70562	78639	84462	销售费用/营业收入	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
资产负债表（万元）					管理费用/营业收入	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
货币资金	66492	228780	309545	399374	投资收益/营业利润	8.5%	8.8%	7.9%	7.4%
应收帐款	77848	87292	96125	105639	所得税/利润总额	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
应收票据	4588	5145	5665	6226	应收帐款周转率	7.15	7.01	6.95	6.95
存货	143865	167964	183582	202394	存货周转率	2.43	2.71	2.62	2.64
流动资产合计	352921	525695	634953	757712	流动资产周转率	1.49	1.32	1.10	1.01
固定资产	365835	360192	352718	341209	总资产周转率	0.64	0.64	0.62	0.62
资产总计	818352	984168	1084637	1194572	偿债能力				
短期借款	170058	170058	170058	170058	资产负债率	55.2%	55.1%	51.4%	48.3%
应付款项	80146	90816	99261	109433	流动比率	1.01	1.55	1.78	2.02
流动负债合计	348747	339932	355752	374770	速动比率	0.60	1.05	1.27	1.48
长期借款	101900	201900	201900	201900	每股指标（元）				
负债合计	451971	541832	557652	576670	摊薄 EPS	0.46	0.49	0.55	0.59
股本	143674	143674	143674	143674	每股净资产	2.55	3.08	3.67	4.30
留存收益	180609	251171	329811	414273	每股经营现金流	0.55	0.68	0.86	0.94
少数股东权益	42098	47491	53501	59956	每股经营现金/EPS	1.2	1.4	1.6	1.6
权益合计	366381	442335	526985	617902	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	818352	984168	1084637	1194572	PE	13.1	12.2	10.9	10.2
现金流量表（万元）					PEG	1.48	1.29	1.48	
经营活动现金流	78540	97553	124205	134474	PB	2.3	1.9	1.6	1.4
其中营运资本减少	5807	-24325	-12673	-13913	EV/EBITDA	8.45	8.31	7.38	6.77
投资活动现金流	-63830	-35265	-43439	-44646	EV/SALES	2.19	2.13	1.93	1.76
其中资本支出	-40347	-40289	-43439	-44646	EV/IC	2.14	2.11	2.08	2.05
融资活动现金流	16440	100000	0	0	ROIC/WACC	1.72	1.85	1.99	2.13
净现金总变化	31005	162288	80765	89829	REP	1.24	1.14	1.04	0.96

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

寻春珍: 华南理工大学制浆造纸专业工学硕士，2007年加入长城证券，任造纸及轻工行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。