

地产业务拖累业绩发挥

事件:

公司上半年营业总收入为 40.97 亿元, 比去年同期增长 23.87%, 营业总成本 37.28 亿元, 比去年同期增长 26.91%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.19 亿元, 比去年同期增长 8.47%, EPS 0.22 元。

研究结论

- **业绩略低于我们前期预期, 地产业务下滑是主要原因**, 公司上半年 EPS 为 0.22 元, 略低于我们 0.25 元的盈利预期。我们认为房地产业务下滑是导致业绩不达预期的主要原因, 分项目看, 公司别墅业务上半年卖出 2 套, 收入同比下跌 80%, 上海地区严格执行三套房限售政策影响了公司销售情况, 而去年地产业务占到企业盈利近 1/3 左右, 因此, 尽管公司其他业务带动收入 24% 增长, 但盈利增速慢于收入增速。
- **PET 瓶主业平稳增长, 毛利率有所提升; 收入增长依赖于其他包装业务迅猛开展**。我们前期报告《PET 瓶需求向上拐点确立》推荐公司的理由为中西部地区饮料渗透率低, 下游客户可口可乐和百事可乐积极投资将带动企业盈利快速提升。从研报情况看, 公司 PET 瓶相关收入增长 8.3%, 成本下滑带动企业毛利上升近 2 个百分点; 基本符合我们前期预期, 随着两乐在国内投资加速, 如河南漯河等, 公司 PET 业务仍将保持较快增长。而公司上半年收入增长 24%, 分拆看, 主要源自纸包装和塑料彩印业务, 薄膜和喷铝纸业务的快速增长, 这部分包装业务的增长抵消了地产业务下滑带来的冲击。
- **创投业务补缺地产下滑, 工业薄膜是新增长点**。公司投资收益上半年达到 6900 万, 大幅增长 260%, 源自紫江创投减持中恒电气 200 万股以及紫晨投资分红的 2000 万元收益, 我们测算公司尚持有威尔泰 160 万股和中恒电气 200 万股左右, 预计下半年投资收益仍有望保持高位, 有望填补地产业务的盈利下滑。此外, 公司工业用薄膜业务如太阳能背板以及锂电池铝塑复合膜等是公司上半年新增的亮点, 目前尽管收入规模不大, 尚不能大幅度提升企业盈利, 但也体现了公司薄膜的技术水平, 未来新能源薄膜业务的扩张将是公司新兴增量, 也是企业估值提升的催化剂。
- **中报中规中矩, 维持买入评级**。下半年特别是三季度是饮料消费旺季, 预期包装业务仍有望保持快速, 但地产业务下半年仍保持萎靡, 我们下调 2011, 2012 年盈利预测至 0.48, 0.54 元 (原预测 0.53, 0.61 元), 去掉公司地产业务 RNAV 估值 1.84 元, 公司股价为 3.5 元, 去掉今年地产盈利 5000 万元和投资收益, EPS 为 0.36 元, 包装业务估值仅为 9.6 倍, 维持公司买入评级, 目标价 8.3 元。
- **风险因素**: 别墅地产业务持续不景气。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工制造行业高级分析师

8621-63325888 x 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860209070189

联系人

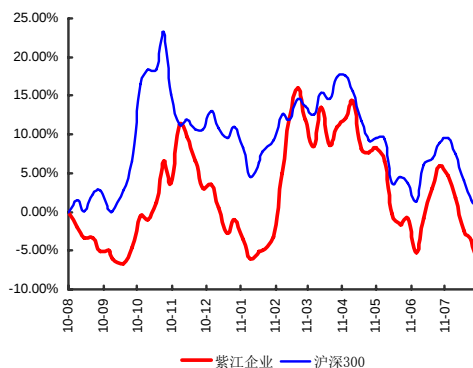
陶林杰

8621-63325888 x 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2011 年 8 月 11 日)	5.31 元				
目标价格	8.30 元				
总股本/A 股 (万股)	143674 / 143674				
A 股市值 (亿元)	74				
国家/地区	中国				
行业	轻工				
报告发布日期	2011 年 8 月 12 日				

股价表现



重点公司盈利预测及投资评级

(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	6,446	7,806	8,797	9,829
同比%	-9.0%	21.1%	12.7%	11.7%
归属母公司净利润	678	691	776	887
同比%	147.4%	1.9%	12.2%	14.3%
毛利率%	26.8%	22.3%	23.3%	23.8%
ROE%	18.5%	17.2%	17.6%	18.3%
EPS (元)	0.47	0.48	0.54	0.62
PE (倍)	14.3	14.1	12.5	11.0

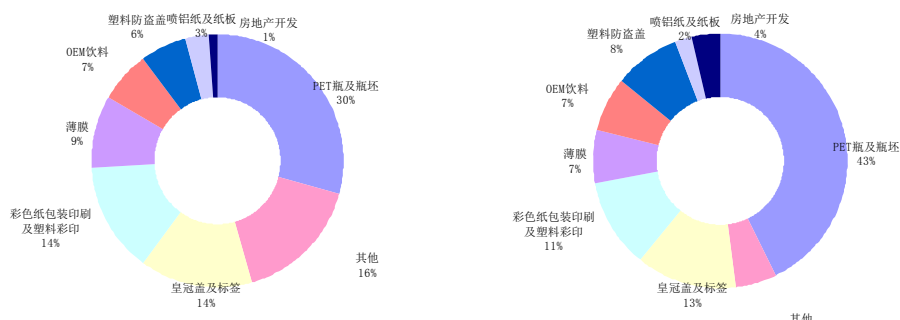
资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《PET 瓶需求向上拐点确立》

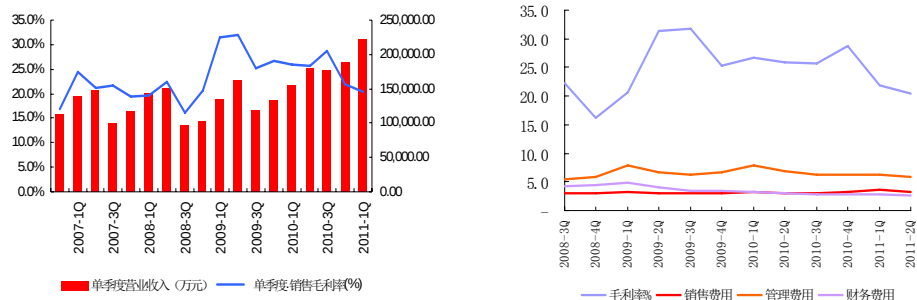
2010.10.20

图 1：彩印包装收入占比提升，地产占比下滑 PET 包装仍是业绩主要贡献渠道



资料来源：东方证券研究所

图 2：收入创新高，毛利率因地产业务拖累 三费控制良好



资料来源：东方证券研究所

表 3：三表分析

资产负债表					单位：百万					利润表					单位：百万				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4,285	4,598	5,327	5,988	营业收入	6,446	7,806	8,797	9,829	营业成本	4,720	6,065	6,749	7,492	营业税金及附加	88	107	121	135
现金	1,080	680	995	1,214	营业费用	206	234	282	315	管理费用	409	496	559	624	财务费用	181	87	88	89
应收账款	998	1,209	1,362	1,522	资产减值损失	3	31	20	21	公允价值变动收益	0	0	0	0	投资净收益	44	125	42	14
其他应收款	104	125	141	158	营业利润	882	910	1,022	1,168	营业外收入	33	0	0	0	营业外支出	9	0	0	0
预付账款	335	335	335	335	利润总额	906	910	1,022	1,168	所得税	165	155	174	199	净利润	742	756	848	969
存货	1,686	2,167	2,411	2,676	归属于母公司净利润	678	691	776	887	EBITDA	1,313	1,491	1,598	1,764	EPS (元)	0.47	0.48	0.54	0.62
其他	82	82	82	82	主要财务比率					成长能力					营业收入	24.8%	21.1%	12.7%	11.7%
非流动资产	5,350	5,855	5,998	6,196	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	营业利润	19.2%	0.9%	17.7%	14.1%	归属于母公司净利润	3.7%	1.9%	12.2%	14.3%
长期投资	0	0	0	0	获利能力					毛利率	26.8%	22.3%	23.3%	23.8%	净利率	11.5%	9.7%	9.6%	9.9%
固定资产	4,248	4,760	4,908	5,112	净利率	11.5%	9.7%	9.6%	9.9%	ROE	18.5%	17.2%	17.6%	18.3%	ROIC	8.6%	8.9%	9.4%	10.0%
无形资产	248	242	236	230	偿债能力					资产负债率	58.4%	58.0%	57.5%	56.5%	负债权益比率	140.2%	138.2%	135.3%	130.0%
其他	853	853	853	853	资产	58.4%	58.0%	57.5%	56.5%	流动比率	1.20	1.18	1.29	1.38	速动比率	0.61	0.52	0.61	0.67
资产总计	9,635	10,454	11,325	12,183	运营能力														
流动负债	3,583	3,909	4,120	4,342															
短期借款	1,886	1,886	1,886	1,886															
应付账款	480	616	686	762															
其他	1,217	1,407	1,548	1,695															
非流动负债	2,041	2,156	2,393	2,544															
长期借款	1,004	1,004	1,004	1,004															
其他	1,037	1,152	1,389	1,540															
负债合计	5,624	6,065	6,512	6,886															
少数股东权益	440	505	577	660															
股本	1,437	1,437	1,437	1,437															
资本公积	553	553	553	553															
留存收益	1,581	1,895	2,246	2,648															
归属母公司股东权益	4,011	4,389	4,813	5,298															
负债和股东权益	9,635	10,454	11,325	12,183															
现金流量表																			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E															
经营活动现金流	1,053	754	1,094	1,246															
净利润	742	756	848	969															
折旧摊销	449	463	454	469															
财务费用	181	87	88	89															
投资损失	-44	-125	-42	-14															
营运资金变动	-283	-474	-291	-309															
其他	8	47	37	41															

投资活动现金流	-764	-875	-574	-674	总资产周转率	0.72	0.78	0.81	0.84
资本支出	-680	-1,000	-616	-688	应收账款周转率	6.69	6.41	6.20	6.18
投资收益	1,040	125	42	14	应付账款周转率	5.84	6.51	6.10	6.09
其他	-1,125	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	137	-278	-205	-353	每股收益	0.47	0.48	0.54	0.62
短期借款	11	0	11	0	每股经营现金流	0.73	0.52	0.76	0.87
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.79	3.05	3.35	3.69
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	81	0	0	0	P/E	11.2	11.0	9.8	8.6
其他	50	-278	-216	-353	P/B	1.90	1.73	1.58	1.44
现金增加额	426	-400	315	219	EV/EBITDA	9.3	8.7	8.2	7.5

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn