

紫江企业(600210)

研究员: 肖群 执业证书编号: S0570510120052

☎ 025-83290920 ✉ shawqun@hotmail.com

 http://t.zhangle.com/4078

包装业务快速发展, 创投业务带来惊喜

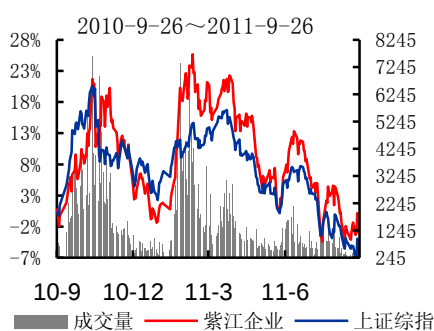
投资评级: 推荐(首次评级)

包装印刷 II

当前价格(元): 5.20

目标价格(元): 6.23

股价走势图



相关研究

投资要点:

◆ 公司以包装业务为核心业务, 另外还有房地产业务和创投业务, 包装业务以 PET 瓶及瓶坯为主, 包括皇冠盖和标签、喷铝纸及纸板、薄膜、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷及塑料彩印、OEM 饮料等。

◆ 国内软饮料市场平均每年保持着 25% 左右的增速, 快速消费品的增长带动公司包装业务的稳步增长, 公司作为细分行业的龙头公司, 主要产品一直稳居较高的市场占有率, 目前公司通过加大来料加工比例、与核心客户建立原料-产品价格联动机制来稳定毛利率。

◆ 公司薄膜业务将重点向工业用薄膜转型, 目前已经研发出了锂电池用铝塑膜和 PVDF 太阳能背材复合膜, 目前处于客户认证阶段, 由于这两个产品目前主要依靠进口, 而国内需求增速较大, 因此新能源领域材料是公司薄膜业务未来较大看点。

◆ 公司房地产开发别墅项目紫都*上海晶园位于佘山国家旅游度假区核心区域, 目前在售为三期房源, 受国家宏观调控的影响, 该业务今年受影响较大。公司创投业务硕果累累, 目前手头持有股权市值为 3 亿左右, 公司还以现金方式投资 6.75 亿元参与组建中航民用航空电子有限公司, 占该公司 15% 股权, 公司未来的投资收益将显著提高。

◆ 预测紫江企业 2011-2013 年的 EPS 分别为: 0.48、0.58、0.72 元, 紫江企业目前股价对应 11-13 年 PE 水平分别为 11、9、7.2, 公司目前股价被低估, 考虑到公司 14.4 亿的总股本情况, 而且短期房地产萎靡限制公司业绩的发挥, 我们给予公司 13X 估值得到公司合理价格为 6.23 元, 给予公司“推荐”的投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	143673.62
流通 A 股(万)	143673.62
52 周内股价区间(元)	4.99-7.08
总市值(亿)	74.71
总资产(亿)	103.98
每股净资产(元)	2.64

主要经营指标预测

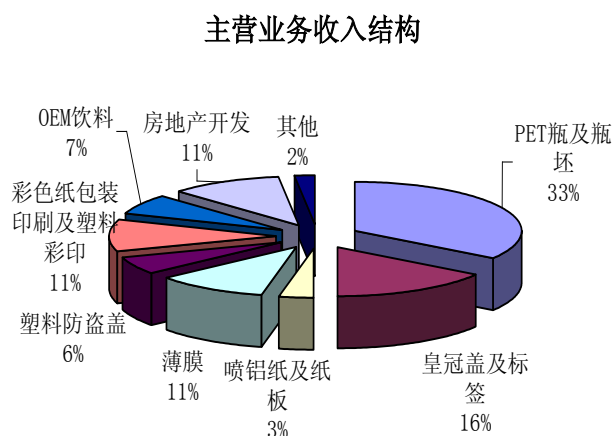
	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	64.46	78.92	83.84	92.91
+/-%	24.79	22.44	6.23	10.82
净利润(百万)	678.45	684.11	829.68	1038.82
+/-%	5.30	0.83	21.28	25.21
EPS(元)	0.47	0.48	0.58	0.72
P/E	11.01	10.92	9.00	7.19

一、包装抵消房地产业务的下滑

上海紫江企业集团股份有限公司主营业务主要有包装业务、房地产业务和创投业务，其中包装业务为公司的核心业务，目前包装业务形成以 PET 瓶及瓶坯为主，包括皇冠盖和标签、喷铝纸及纸板、薄膜、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷及塑料彩印、OEM 饮料等，凭借与可口可乐、百事可乐、统一企业等优质客户的长期稳定合作关系，公司包装业务保持良好的发展势头，公司房地产业务主要为别墅建造和销售，公司创投业务为控股 98.28% 股权上海紫江创业投资有限公司、各参股 20% 的上海紫晨投资有限公司和上海紫晨股权投资中心，给公司带来丰厚的回报。

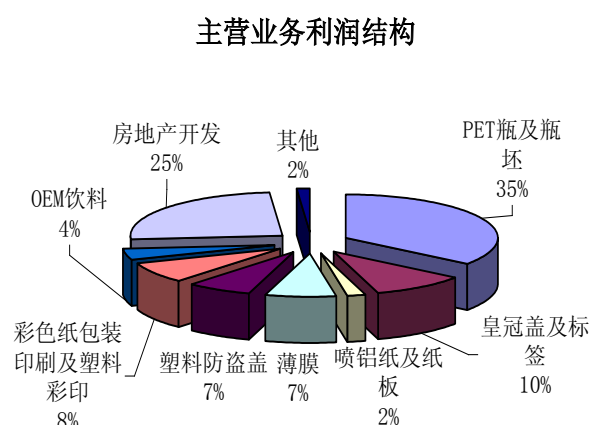
2010 年，公司实现营业收入 64.46 亿元，同比增加 24.8%，净利润 6.78 亿元，同比增加 3.6%。今年上半年实现营业收入 40.98 亿元，实现净利润 3.19 亿元，分别比去年同期增长 42.1%、11.1%，除房地产业务受国家宏观调控政策影响外，其他业务均实现了较快速度的增长。

图表 1：2010 年公司主营收入构成



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表 2：2010 年公司主营利润构成

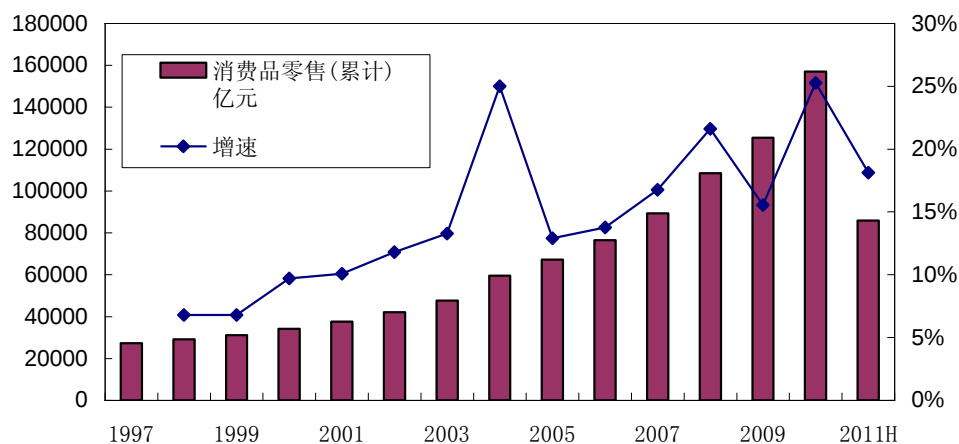


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

二、我国包装行业状况

我国消费品零售一直保持着 20% 的增速，在未来投资和出口受客观条件影响增速有望出现下滑，因此拉动消费从而带动我国经济继续保持较快速度增长是国家长期坚持的方针。随着中国经济高速发展以及人民生活质量的提高，对微波食品、休闲食品及冷冻食品等方便食品的需求量将不断增加，这将直接带动相关食品包装的需求。食品饮料消费的持续增长拉动包装行业持续发展，预计从 2011 年到 2015 年，总产值有望突破 6000 亿元，每年平均增速约维持在 16% 的水平。以产品分类，中国纸包装制品产量到 2015 年可达 3600 万吨，塑料包装制品 946 万吨，金属包装制品 491 万吨，玻璃包装制品 1550 万吨，包装机械 120 万台套。

图表 3: 我国消费品零售总额及同比增速



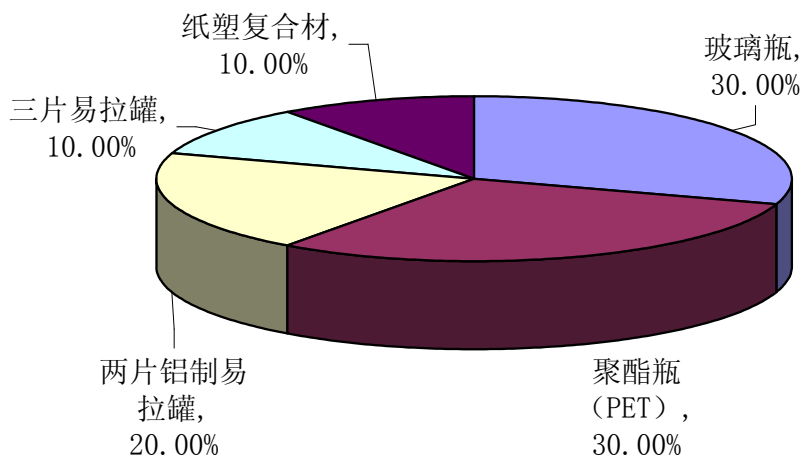
资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

2.1 国内饮料包装现状

2.1.1 PET 瓶是运用最广泛的塑料包装容器

我国饮料工业发展迅猛，特别是饮料品种，已经由上个世纪 70 年代以前单一的玻璃瓶装汽水，发展到今天碳酸饮料、天然饮料百花争艳的局面。饮料包装业也随之出现多元化趋势，打破了过去单一的玻璃容器垄断市场的格局，金属、塑料、纸等材质相继应用在饮料包装上，金属易拉罐、PET 瓶、PP 瓶、利乐包、康美包、屋顶包、黑白膜等包装粉墨登场。目前，我国饮料包装按使用材料分，主要有聚酯瓶(PET)、金属易拉罐、纸塑复合材料包装、玻璃瓶等包装形式，成为我国目前饮料包装市场上的“四大家族”。各种包装形式所占比例大约是：玻璃瓶约占 30%，聚酯瓶占 30%，两片铝质易拉罐近 20%，三片易拉罐、纸塑复合材料都占 10%左右。

图表 4: 各种包装形式在饮料包装的占比



资料来源: 中国包装网

目前国内塑料容器中 PET 是开发最早、产量最大、应用最广的聚酯产品，PET 在所有聚合物中有相对好的气体阻隔性，采用二轴延伸吹塑法生产的 PET 瓶，具有良好的透明度，表面光泽度高，呈玻璃状外观，是代替玻璃瓶最合适的塑料瓶。近年来，我国 PET 瓶生产发展迅速，广泛应用于各种矿泉水、饮料、果汁的包装，聚酯瓶包装已占居国内饮料包装市场的主要份额，消费者广泛认为 PET 瓶具有“容量大、透明、直观性强、轻便易开启、可冷藏、携带方便、坚固、可回收”等特点，所有这些都为 PET 瓶装饮料的发展提供了更为广阔的前景。

图表 5：各饮料包装优缺点比较

	优点	缺点
玻璃容器包装	具有隔气性好、抗热性能强、回收便利和成本低廉的特性	自重大、易破损、运输费用高、印刷等二次加工性能差，导致使用量开始大幅减少
金属容器包装	具有优良的阻隔性能、具有优良的机械性能、不易破损，携带方便，表面装饰性好、可以回炉再生循环使用	化学稳定性差，耐碱能力差，内涂料质量差或工艺不过关，都会使饮料变味
纸质容器包装	价格便宜，可回收循环再利用，环保经济	纸塑复合容器的耐压性和密封阻隔度都不如玻璃瓶、金属罐和塑料容器，也不能进行加热杀菌。
塑料容器包装	具有良好的透明度，表面光泽度高，呈玻璃状外观，是代替玻璃瓶最合适的塑料瓶	容易造成气体的渗透，尤其是啤酒等充气饮料，氧气的渗入和二氧化碳的流失，对风味和口感的影响都是较明显的；其化学性质比玻璃要活泼，因此很有可能会吸附啤酒中的一些风味物质，造成啤酒口感的变化

资料来源：中国包装网

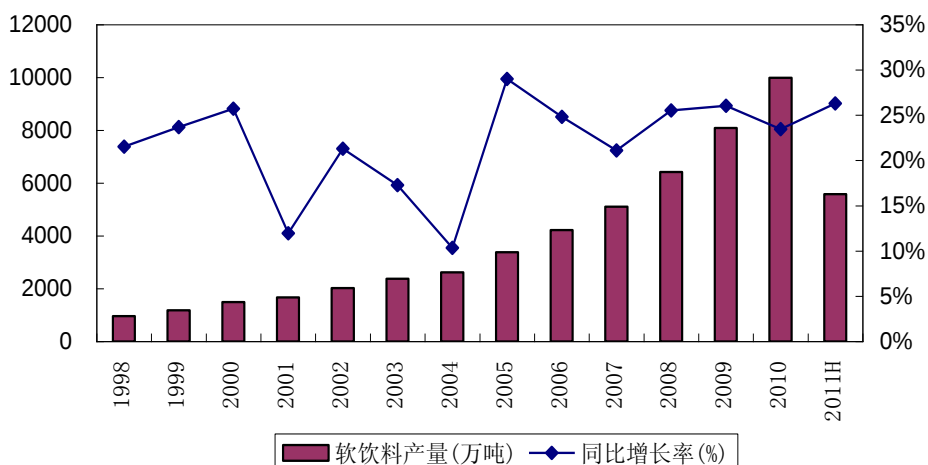
2.1.2 PET 瓶市场竞争格局

目前国内软饮料市场产品包装可以分成三种类型。第一类是饮料企业的包装自己生产，自己供应，比如娃哈哈、汇源、康师傅等企业，这一类型企业 PET 瓶年产量接近 300 亿只。第二类是饮料产品包装企业不生产，由外部购进，比如可口可乐、百事可乐和统一等大企业，该类型企业 PET 瓶年需求在 200 亿左右，主要由紫江企业和珠海中富提供。第三类是数量众多的中小饮料企业，每年大约需要 100 多亿只 PET 瓶，由众多的 PET 瓶生产厂家供应。据此估计，目前国内 PET 瓶年产量 600 亿只左右。紫江和中富合计占有两乐和统一等三大企业对外采购量 80% 以上的份额，是目前国内 PET 瓶生产市场的双寡头。它们与“两乐”和统一等企业强强联合，结成了长期稳定的策略联盟，预计在未来较长时间内，将保持在软饮料市场中的龙头地位。

2.1.3 PET 瓶成长空间巨大

目前国内 PET 瓶主要应用于软饮料包装，我国软饮料总产量连续多年保持了快速增长的势头。特别是近年来，国内软饮料市场平均每年保持着 25% 左右的增速，为 PET 瓶的发展带来良好的发展空间。同时由于我国收入的地域不平衡性，快速消费品在中西部地区和农村地区还有较好的发展空间。另外，由于消费者对于玻璃啤酒瓶偏好的原因，使得 PET 啤酒包装在中国市场短期难以推动，但是通过前面分析的 PET 瓶优越性能，我们认为未来随着大品牌的逐步推广以及人们消费观念的逐步改变，啤酒消费这一巨大市场包装的改变将会极大地增加 PET 瓶的需求，另外调料瓶、食用油瓶等新产品的不断推出也有力地推动着 PET 的需求。

图表 6: 软饮料产量增速

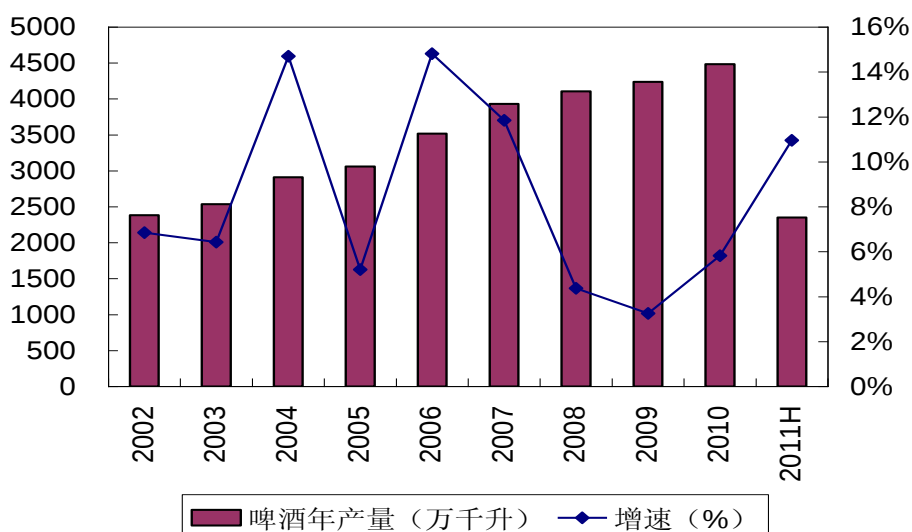


资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

2.2 啤酒市场稳定增长，带动皇冠盖和标签业务发展

2002年以来,我国啤酒消费市场保持了年均10%的增长速度。2010年,我国啤酒行业总产量达到了4483万千升,同比增长5.82%,今年上半年产量为2350万千升,同比增速为10.96%,受益于居民收入水平的提高,我国啤酒需求量将会继续保持稳步发展,虽然这一增速相比软饮料有一定差距,但是啤酒市场容量已经超过4000万千升,啤酒市场未来仍具有较大的发展空间,从而带动公司皇冠盖和标签业务的发展,目前公司啤酒皇冠盖占30%全国份额,连续15年位列国内同行产、销量第一。另外,如果啤酒瓶包装由玻璃瓶为主转变为PET瓶包装的话,目前公司作为PET制造龙头企业以及与啤酒企业良好的合作关系,会提高公司各业务的快速发展。

图表 7: 啤酒产量情况



资料来源: Wind 资讯、华泰证券研究所

三、消费品快速增长带动公司包装业务发展

公司包装业务主要产品有 PET 瓶及瓶坯、瓶盖、标签、喷铝纸及纸板、彩色纸包装印刷、薄膜等包装材料以及饮料 OEM，主要是为饮料食品等快速消费品提供配套包装，目前公司以包装业务作为核心业务，其主营收入占比一直保持 80%以上的份额，快速消费品的增长带动公司包装业务的稳步增长，而且公司作为细分行业的龙头公司，主要产品一直稳居较高的市场占有率，比如公司皇冠盖占有全国 30%的市场份额，连续 15 年位列国内同行产、销量第一；PET 瓶及瓶坯从原料的采购，以及产品的销售一直走大客户的路线，目前销量已经占据可口可乐和百事可乐国内采购量的 40%，统一国内采购量的 70%，除此之外，公司还与康师傅、西藏冰川矿泉水等地方饮料品牌建立了合作关系，渠道销售优势十分明显。

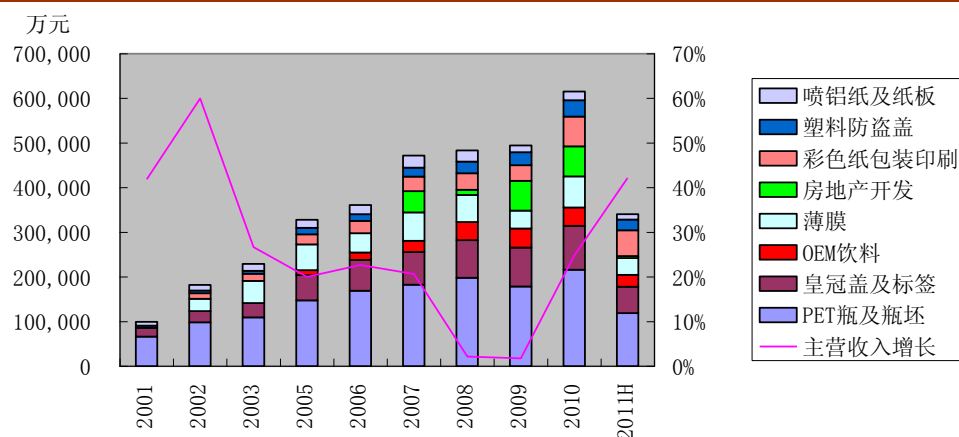
图表 8：细分市场占有率

主要产品	知名品牌客户采购份额/市场占有率
PET 瓶及瓶坯	占可口可乐和百事可乐在国内对外采购量的 40%，占统一在国内对外采购量的 70%
皇冠盖	占全国市场 30%份额，连续 15 年细分行业产销量第一
标签	占全国市场目标客户 15%份额
塑料防盗盖	占全国市场目标客户 25%份额
纸包装印刷	占 KFC 国内对外采购量 45%

资料来源：公司年报

目前我国的塑料容器包装行业处于寡头垄断的竞争格局，紫江企业、珠海中富凭借市场先入、资金技术等优势占据 80%的市场份额，在行业内具备相当大规模，除替代技术产生外，行业新进入者难以打破目前的竞争格局，公司的领先地位难以撼动。公司跟这些优质客户建立了长期稳定的战略合作关系，而且与核心客户的合作关系不断深化，实现了连线生产、饮料 OEM、合资等模式，因此凭借规模优势以及行业本身的快速发展，公司主营业务保持稳步增长。

图表 9：公司主营业务及增长情况



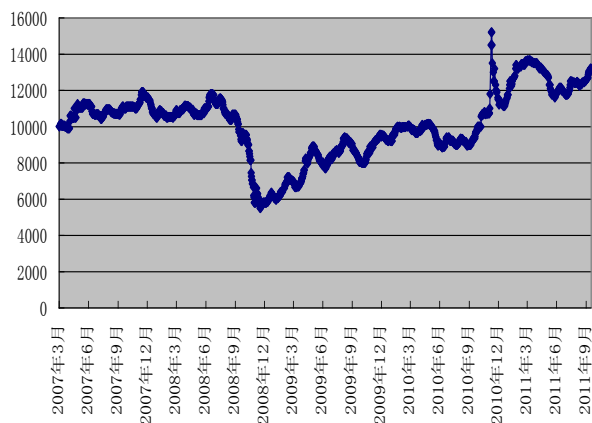
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

3.1 PET 瓶及瓶坯业务增速快，来料加工稳定毛利

公司已经建立了全国性原料集中采购、产品分散生产的生产管理模式，公司 2010 年度 PET 瓶坯销量为 60 亿多，PET 瓶销量接近 50 亿只，当年 PET 瓶及瓶坯实现销售收入为 21.6 亿元，同比增加 20.94%。由于 PET 瓶产品体积大，一般根据需要生产，而且产品有季节性，因此 PET 吹瓶设备利用率低，一般瓶坯利用率为 90%，吹瓶为 70%，另外公司所产瓶坯也有外卖，主要有 OEM、统一以及小企业和关联企业等。目前公司主要客户基本按照订单生产，由于 PET 瓶运输成本高昂，为了更迅速的服务客户，适应市场变化，公司除了在上海本地生产以外，在全国各地中心城市建立生产和销售网络，降低产品成本，满足目标市场需求，全国化布局的形成，对国内相关产业的互动发展有着较为全面和灵敏的信息渠道，促进公司对市场的迅速反应。目前公司市场占有率比较高，因此在进行新的招标时，会根据加工情况，按照效率优先原则进行配置。

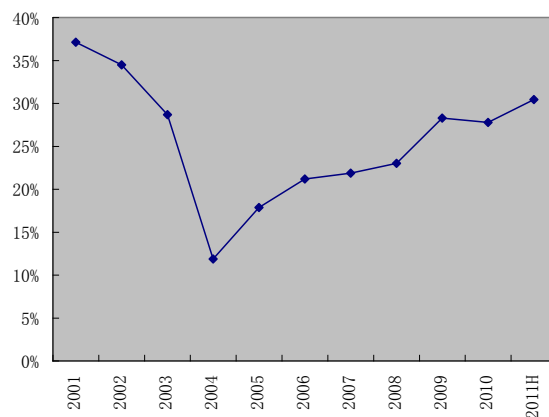
公司产品主要原材料为 PET 瓶级聚酯切片，由于 PET 切片跟随原油价格有较大幅度波动，因此目前公司主要通过加大来料加工比例、与核心客户建立原料-产品价格联动机制来控制原料成本风险。目前我国 PET 瓶保持 20% 左右的增长速度，而且 PET 瓶在饮料包装的比重逐渐上升，公司这块业务基本按照这个速度快速增长，另外除了饮料包装外，像其他比如调料瓶、油瓶以及国外市场等也会增加需求，而行业产量增速低于需求增速，因此保证了公司的议价能力以及毛利率稳定。

图表 10: PET 切片价格走势 (元/吨)



资料来源：化工在线

图表 11: 公司 PET 瓶及瓶坯毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

3.2 瓶盖标签、纸包装印刷均处于行业领先地位

公司皇冠盖及标签、塑料防盗盖、彩色纸包装印刷处于细分行业国内领先的地位，目前已形成了 190 亿只高品质皇冠盖、4.5 亿米塑料标签、77.8 亿只塑料防盗盖、3.9 亿印彩色包装纸印刷、1.5 亿平方米喷铝纸板的生产能力。

公司皇冠盖业务产销量第一，占据全国 30% 份额，标签业务占据目标客户 15% 市场份额，公司是华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒的重要供应商，此外还是喜力、百威、三得利等国际品牌的主要供应商之一，而这块业务 10 年毛利率下滑较多的主要原因是由于原材料马口铁价格的上涨。而标签业务主要应用于啤酒、

饮料、日用品、医药、家电等外包装，鉴于人们对包装美观度的要求越来越高，整个行业尤其是高端客户的需求量在快速增长，因此公司标签业务发展前景广阔。由于啤酒业务增速约为 10%，没有 PET 瓶增速快，因此公司未来着重提高该业务议价能力，促使毛利率稳定。

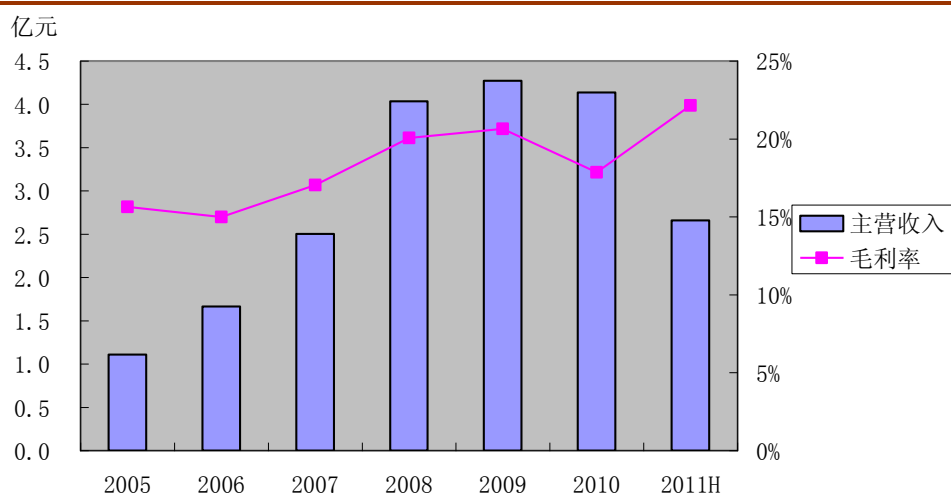
彩色纸包装印刷业务应用面较广，市场空间较大，公司继续保持在肯德基、麦当劳等大型连锁快餐企业采购中的比率，这一产品竞争对手众多，可能出现低价格竞争，另外产品所需主要原材料纸张和塑料薄膜价格出现上涨，因此给成本控制带来压力，因此短期毛利率出现一定下滑，但是由于其需求来源于消费品需求的增长，未来增速较大而且比较确定。

公司塑料防盗盖技术含量高，主要用于碳酸饮料等，气密性以及抗压性高，其主要原材料为 PP，10 年原材料价格较高使得毛利率出现下滑，而塑料防盗盖跟 PET 瓶一样销量保持快速增长。另外喷铝纸及纸板主要用于烟草、啤酒、食品、药品和礼品等行业的包装，烟草行业保持稳定的增长，另外该产品作为环保型包装材料将会有进一步增长。

3.3 饮料 OEM 带来较好投资回报

在为客户提供增值服务宗旨的指导下，公司积极开拓饮料 OEM 业务即从事非碳酸饮料代工业务，经过数年培育，该业务不断做大做强，目前有 9 条热灌生产线，分布在上海、南京、宁波、成都、武汉、桂林等地，年生产能力约为 11.5 亿瓶，10 年销量为 8.5 亿瓶，主要产品为茶饮料、果汁饮料以及功能饮料，在 80-100 度高温下灌装，另外这块业务毛利率相对稳定，由于饮料 OEM 业务投入比较大，因此增速没有其他业务快，公司未来将进一步采用与饮料生产企业合作建厂的模式推动饮料 OEM 业务的开展，继续为公司带来较好的投资回报。

图表 12：公司饮料 OEM 业务主营收入及毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

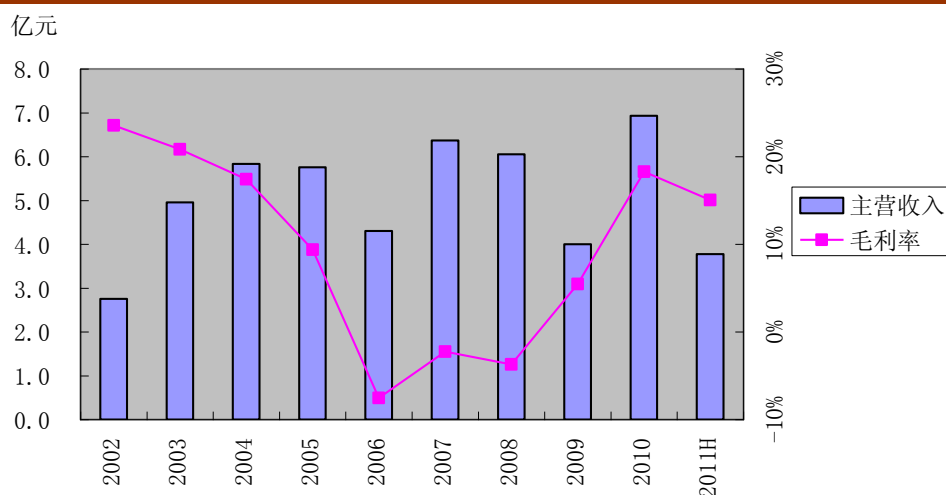
3.4 新能源材料是未来薄膜业务较大亮点

公司薄膜业务目前年生产能力约为 5.35 万吨，前几年由于整个市场产能过剩，多数薄膜企业盈利困难，公司主要通过调整产品结构，在原先 BOPET 包装薄膜的基础上，增加离型膜、高亮膜等高附加值、高技术

含量产品的比重，使得这块业务毛利率在 10 年大幅上升，并且在 10 年上半年亏损的情况下全年实现盈利，今年效益也会比较好，上半年由于行业供给的原因，毛利率出现一定下滑。随着经济的发展和环保呼声的高涨，对日用品、化妆品、食品、药品等包装都提出了更高要求，预计中高端塑料薄膜的需求量还将持续增长，我国塑料薄膜的市场前景看好，因此公司未来在不增加新产能的情况下，主要着重在调整产品结构，提升产品毛利。

公司注重新产品与技术的开发，公司薄膜业务将重点向工业用薄膜转型，公司以上海紫江新材料科技有限公司作为新能源材料研发、生产、销售平台，目前已经研发出了具有自主知识产权的锂离子电池用铝塑膜，其使用范围相当广，包括手机电池、笔记本电池、数码产品电池等，据预计，未来 3 年其年均需求增速将超过 50% 以上，目前国内该产品被日本企业垄断，未来前景看好。另外公司还积极研发了 PVDF 太阳能背板复合膜，其分为三层结构，外层保护层具有良好的抗环境侵蚀能力，中间层为 PET 聚酯薄膜有良好的绝缘性能，内层膜和 EVA 具有良好的粘结性能，由于我国光伏组件产能占全球 50% 以上，而且未来产量增速依然较大，由于技术门槛较高，目前绝大部分仍然依靠进口，而且价格较高。目前这两种新能源材料薄膜均处于客户认证阶段，因此新能源领域材料是公司薄膜业务未来较大看点。

图表 13: 公司薄膜业务主营收入及毛利率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

四、房地产短期承压，创投业务带来惊喜

除包装制造业外，紫江企业还从事房地产开发，取得了较好业绩，公司大股东紫江集团于 2007 年初向公司注入了优质地产项目 - 上海紫都佘山房产有限公司，为公司盈利能力的大幅度提升和持续增长提供了切实的保障，房地产业务毛利率接近 60%，09 年和 10 年均实现净利润 2.11 亿元，公司开发的别墅项目紫都*上海晶园，位于上海唯一国家 4A 级度假区和顶级高档别墅的集聚地 - 上海佘山国家旅游度假区核心区域，共有建设用地面积 1300 亩，分四期开发，一、二期已销售完毕，目前在售为三期房源，别墅市场由于国家明令禁止对别墅类土地用地的供应，因此市场上新增别墅供应只能依靠现有土地存量，其稀缺性特征将更加显现，目前公司销售单价超过 8 万/平米，受国家宏观调控的影响，上半年仅仅销售 2 套，每套面积为

350-450 平米，由于目前仍然处于调控期，因此房地产业务今年受影响较大，不过公司包装业务发展抵消了房地产业务下滑，目前公司对于房地产未来发展是把手头项目三期和四期做完，暂没有其他规划。

公司多年前就已经涉足创投领域，子公司紫江创投（98.28%股权）和紫晨投资（20%股权）、紫晨投资中心（20%）硕果累累，已经参与投资了上海佳豪、宇顺电子、中恒电气、山东矿机、亚厦股份等项目，公司持有上市公司威尔泰 1598 万股股份，目前手头持有股权市值为 3 亿左右，表现出了良好的发展趋势。另外公司抓住机遇，紫江创投以现金方式投资 6.75 亿元参与共同组建中航民用航空电子有限公司，占该公司 15% 股权，该公司与美国通用的合资公司已被选为 C919 大型客机航电系统供应商，根据中国商用飞机公司的测算，国产大飞机将于 2014 年实现首飞，2016 年交付国内民航，目前 C919 订单已达到 150 架，未来 20 年中国市场的航空运量增长需要新客机约 4700 架，占全球需求量的 15%，另外国产大飞机完全有能力向海外市场供货，因此，公司未来的投资收益将显著提高。

五、盈利预测与投资建议

公司未来仍然以包装业务为核心，而且加大新能源领域薄膜材料的研发，包装业务受消费需求增长未来有望继续保持 20% 左右的增速；房地产业务受国家政策影响较大，今年包装业务的发展弥补了房地产业务的下滑，预计随着国家宏观政策的放宽，未来有望逐步回暖；创投业务作为公司有益的补充，投资带来的经济效益较好，大飞机项目有望 14 年后为公司带来可观的投资收益。公司 11 年以后其他业务收入增长较多的主要原因是由于公司今年收购紫江国贸 94.67% 股权所致，该公司 2010 年实现销售收入 8.96 亿元，净利润为 1413 万元。

我们预测紫江企业 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.48、0.58、0.72 元。公司饮料包装业务类似公司为珠海中富，彩色纸包装印刷业务相关公司为永新股份，喷铝纸及铝板业务类似公司为上海绿新，我们发现这些公司除珠海中富由于受控股股东 CVC 退出方式预期的溢价，其他公司 11 年 PE 估值水平为 20，而紫江企业目前股价对应 11-13 年 PE 水平分别为 11、9、7.2，公司目前股价被低估，考虑到公司 14.4 亿的总股本情况，而且短期房地产萎靡限制公司业绩的发挥，我们给予公司 13 倍 PE 估值得到公司合理价格为 6.23 元，给予公司“推荐”的投资评级。

图表 14：行业相关上市公司盈利预测及估值（采用 9.23 股价）

公司	股价	EPS (元)			P/E		
		10A	11E	12E	10A	11E	12E
珠海中富	4.96	0.11	0.12	0.15	46.0	42.2	33.7
永新股份	15.96	0.66	0.83	1.04	23.6	18.7	15.0
上海绿新	16.09	0.49	0.7	0.84	32.8	22.9	19.1
平均值					34.1	27.9	22.6

资料来源：Wind 资讯，华泰证券研究所

图表 15: 主要产品销售预测 (单位: 万元)

		2009	2010	2011	2012	2013
PET 瓶及瓶坯	主营收入	178587	215986	253000	256816	309540
	主营成本	128084	155992	176594	179771	216678
	毛利率	28.28%	27.78%	30.20%	30.00%	30.00%
皇冠盖及标签	主营收入	87144	98399	106000	105200	105400
	主营成本	66664	80962	86708	85212	84320
	毛利率	23.50%	17.72%	18.20%	19.00%	20.00%
喷铝纸及纸板	主营收入	14852	19722	23667	24377	24865
	主营成本	12206	16516	19857	20355	20638
	毛利率	17.82%	16.26%	16.10%	16.50%	17.00%
薄膜	产量(万吨)	3.2	4.3	4.5	4.5	4.5
	单价(元/吨)	12508	15972	17120	17500	17600
	成本	11826	13054	13953	14175	14256
	主营收入	40026	69319	77040	78750	79200
	主营成本	37842	56653	62788	63788	64152
	毛利率	5.46%	18.27%	18.50%	19.00%	19.00%
塑料防盗盖	产量(亿只)	64.7	78.5	81.0	84.0	88.0
	单价(元/万只)	447	460	490	485	480
	成本	281	311	341	325	319
	主营收入	28901	36117	39690	40740	42240
	主营成本	18202	24375	27585	27296	28090
	毛利率	37.02%	32.51%	30.50%	33.00%	33.50%
彩色纸包装印刷	主营收入	35109	66731	111353	120000	132600
	主营成本	25157	53409	90307	96000	103428
	毛利率	28.35%	19.96%	18.90%	20.00%	22.00%
饮料 OEM	产量(亿只)	8.7	8.5	9.1	9.5	10.0
	单价(元/万只)	4899	4866	5000	5000	5023
	成本	3887	3997	3955	3900	3943
	主营收入	42716	41362	45500	47500	50230
	主营成本	33899	33974	35991	37050	39431
	毛利率	20.64%	17.86%	20.90%	22.00%	21.50%
房地产	主营收入	66862	67545	15000	45000	65000
	主营成本	31440	25333	6000	18000	26000
	毛利率	52.98%	62.49%	60.00%	60.00%	60.00%
其它	主营收入	22329	29404	118000	120000	120000
	主营成本	18323	24809	109504	111600	111600
	毛利率	17.94%	15.63%	7.20%	7.00%	7.00%
总收入		516526	644585	789250	838383	929075
总成本		371816	472022	615333	639071	694336
毛利率		28.02%	26.77%	22.04%	23.77%	25.27%
主营利润		144710	172563	173917	199312	234739

图表 16: 公司三表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	4285	5328	6198	7318	营业收入	6446	7892	8384	9291
现金	1080	1189	1861	2597	营业成本	4720	6153	6391	6943
应收账款	998	1193	1282	1420	营业税金及附加	88	39	42	46
其他应收款	33	38	41	46	营业费用	206	247	263	292
预付账款	335	498	528	556	管理费用	409	450	478	530
存货	1686	2309	2374	2572	财务费用	181	215	213	198
其他流动资产	153	101	111	126	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	5350	5149	4870	4585	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	402	480	468	461	投资净收益	44	100	80	80
固定资产	3929	3903	3717	3470	营业利润	882	888	1078	1361
无形资产	248	248	248	248	营业外收入	33	52	46	48
其他非流动资产	771	518	437	407	营业外支出	9	10	10	10
资产总计	9635	10477	11069	11903	利润总额	906	931	1114	1400
流动负债	3583	3961	3977	4078	所得税	165	169	201	253
短期借款	1886	1892	1858	1874	净利润	742	762	913	1146
应付账款	480	647	665	722	少数股东损益	63	77	83	107
其他流动负债	1217	1422	1455	1482	归属母公司净利润	678	684	830	1039
非流动负债	2041	2030	2033	2034	EBITDA	1523	1376	1572	1846
长期借款	1004	1004	1004	1004	EPS (元)	0.47	0.48	0.58	0.72
其他非流动负	1037	1026	1029	1030	主要财务比率				
负债合计	5624	5991	6010	6112	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	440	518	601	708	成长能力				
股本	1437	1437	1437	1437	营业收入	24.8%	22.4%	6.2%	10.8%
资本公积	553	553	553	553	营业利润	13.7%	0.7%	21.3%	26.3%
留存收益	1581	1978	2468	3093	归属于母公司净利润	3.7%	0.8%	21.3%	25.2%
归属母公司股东权益	3571	3967	4458	5082	获利能力				
负债和股东权益	9635	10477	11069	11903	毛利率 (%)	26.8%	22.0%	23.8%	25.3%
现金流量表					净利率 (%)	10.5%	8.7%	9.9%	11.2%
单位: 百万元					ROE (%)	19.0%	17.2%	18.6%	20.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC (%)	14.1%	13.5%	16.2%	19.5%
经营活动现金流	1053	426	1177	1260	偿债能力				
净利润	742	762	913	1146	资产负债率 (%)	58.4%	57.2%	54.3%	51.4%
折旧摊销	461	273	282	286	净负债比率 (%)	54.47%	51.74%	51.09%	50.38%
财务费用	181	215	213	198	流动比率	1.20	1.34	1.56	1.79
投资损失	-44	-100	-80	-80	速动比率	0.72	0.76	0.96	1.16
营运资金变动	-283	-605	-152	-291	营运能力				
其他经营现金	-3	-118	2	1	总资产周转率	0.72	0.78	0.78	0.81
投资活动现金流	-764	139	77	79	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	680	-0	0	0	应付账款周转率	10.83	10.92	9.74	10.01
长期投资	83	12	-2	-1	每股指标 (元)				
其他投资现金	-1	151	76	78	每股收益 (最新摊薄)	0.47	0.48	0.58	0.72
筹资活动现金流	137	-456	-582	-603	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.73	0.30	0.82	0.88
短期借款	185	6	-34	16	每股净资产 (最新摊薄)	2.49	2.76	3.10	3.54
长期借款	-15	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	11.10	11.00	9.07	7.25
资本公积增加	81	0	0	0	P/B	2.11	1.90	1.69	1.48
其他筹资现金	-114	-462	-548	-619	EV/EBITDA	7	7	6	6
现金净增加额	430	109	672	736					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。