

PET 瓶需求向上拐点确立

研究结论

- **两乐投资加倍，中西部地区饮料消费有空间。**可口可乐和百事可口在未来 3 年间将在中国投资超过 45 亿美元，其中可口可乐投资 20 亿美元，百事可乐投资 25 亿美元。超过过去在中国国内累计投资的总额，据我们分析测算，未来 3 年单单依靠两乐投资将带来总体 400 亿瓶 PET 瓶的需求。而 2008 年整个市场 PET 瓶包装为 300 亿瓶，饮料需求带动的 PET 瓶包装增长非常值得期待。之所以两乐如此看好中国市场，主要因为其看好中国中西部地区饮料的需求增量，随着当地人均可支配收入从 10000 万向 20000 万迈进，软饮料消费增长速度将达到 20%，而我国绝大部分地区人均可支配收入按通胀调整后仍在 10000 元左右。
- **行业五力模型分析，竞争格局在改善。**我们采用波特五力模型对行业进行分析，可以发现其竞争格局在改善。首先，行业供应商没有议价能力，而且 PET 瓶加工行业盈利采用加工费模式，故成本波动对盈利没有影响；其次，由于吹瓶厂和灌装厂连线生产，分享商业信息，新进入厂家需要和客户建立相应的信任关系，因此新进入者威胁也较小；再次，根据包装轻量化的趋势，大部分包装材料从使用成本考虑不能替代 PET 瓶，因此替代材料优势也不明显；最后，下游客户的议价能力较强，导致企业加工费上涨可能不大，这是行业较大的盈利瓶颈，但近期由于下游投资大幅放大，导致 PET 包装瓶未来增长加快，我们认为 PET 瓶行业的盈利已经进入了快车道。
- **PET 瓶未来需求向上拐点确立，推荐珠海中富和紫江企业。**我们看好未来 3 年 PET 瓶销量的快速增长，其增量将主要体现为中西部地区饮料消费的扩张，因此我们看好为两乐提供 PET 瓶包装的珠海中富和紫江企业。预计珠海中富 2010、2011、2012 年 EPS 分别为 0.23、0.33 和 0.45 元，首次给予买入评级；预计紫江企业 2010、2011、2012 年 EPS 0.43、0.53、0.61 元，抛开地产业务 RNAV1.84 元，公司估值为 13X，低估明显，首次给予买入评级。
- **风险因素：**PET 吹瓶厂投产初期受到客户市场开拓的影响，饮料消费需要有一个渗透期，该时段将影响企业的产能利用水平，导致盈利增长小于预期。

有别市场观点

- **“东”“西”有别，中西部饮料市场增长空间仍较大。**市场可能认为目前饮料消费已经进入饱和期，未来增长将放慢。我们认为这是投资者基本分布于东部地区，从自身经验得到的推断，诚然东部地区饮料消费已经放慢，但中西部地区的软饮料消费才刚刚起步（见表 1），未来增长空间巨大，这也是为何两乐选择加码中国投资的关键。

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。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

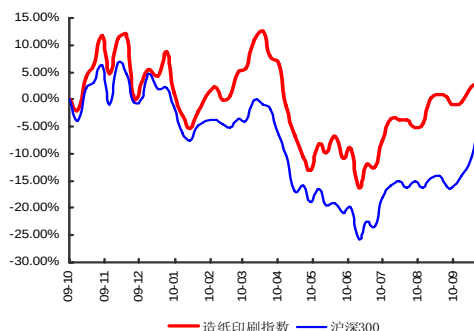
8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

行业评级	看好 中性 看淡（维持）
国家/地区	中国/A 股
行业	轻工
报告日期	2010 年 10 月 23 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	3.0%	10.2%	9.5%
相对表现 (%)	-0.7%	4.0%	22.8%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	EPS09A	EPS10E	EPS11E	股价	评级
珠海中富	0.17	0.23	0.33	8.32	买入
紫江企业	0.46	0.43	0.53	6.07	买入
晨鸣纸业	0.41	0.52	0.62	7.14	买入
博汇纸业	0.38	0.42	0.69	8.48	增持
岳阳纸业	0.14	0.40	0.61	11.76	买入
太阳纸业	0.95	0.72	0.88	11.82	增持
威海股份	(0.16)	0.57	0.60	10.83	买入
星辉车模	0.49	0.77	1.12	39.55	买入
高乐股份	0.66	0.61	0.96	22.61	买入
美盈森	0.94	0.88	1.55	44.30	增持
凯恩股份	0.31	0.50	0.66	16.15	买入
合兴包装	0.35	0.36	0.59	15.95	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

一 中西部地区软饮料市场 2011 年后增长快速	3
1.1 从东部地区看西部：软饮料消费增长路径明确	3
1.2 国际企业加大投资，中西部地区软饮料消费将快速增长	5
二 2011 年 PET 瓶行业需求曲线斜率将提升	6
2.1 包装轻量化是大势所趋，PET 瓶符合这一趋势	7
2.2 优势饮料品牌优势彰显，客户增长带动包装企业成长	7
2.3 盈利模式改善，成本波动没有影响	8
2.4 行业竞争格局稳定，潜在进入者门槛高	8
2.5 结论：五力模型揭示行业格局改善	9
三 PET 瓶行业盈利进入快车道，推荐珠海中富和紫江企业	9
3.1 珠海中富毛利率改善空间大，成长突出	10
3.2 紫江企业性价比卓越	11

一 中西部地区软饮料市场 2011 年后增长快速

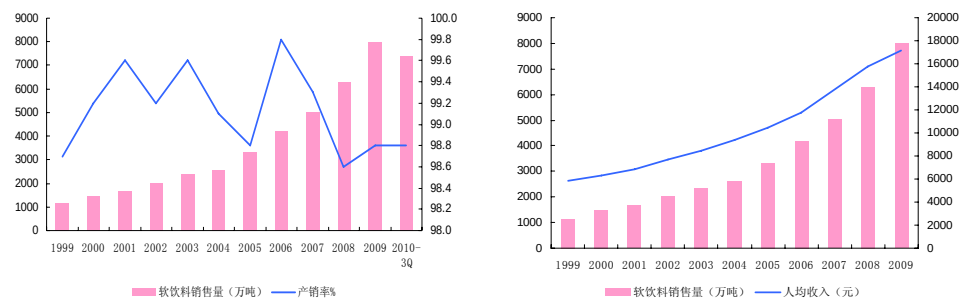
我们看好未来 PET 瓶需求将出现快速增长，促使我们改变原先预期的主要缘由在于可口可乐和百事可乐在未来 3 年间将在中国投资超过 45 亿美元，其中可口可乐投资 20 亿美元，百事可乐投资 25 亿美元。这些投资包括灌装厂建设，渠道建设和市场推广等。

按照历史上可口可乐资本开支中 40% 会用于灌装厂的建设，我们预计未来两乐将在中国投资近 20 亿美元用于饮料产能的扩张，而最近在河南地区的 1 亿标箱灌装厂总投资为 9 亿人民币，据此我们测算未来 3 年单单依靠两乐投资将带来总体 400 亿瓶 PET 瓶的需求。而 2008 年整个市场 PET 瓶包装为 300 亿瓶，饮料需求带动的 PET 瓶包装增长非常值得期待。

1.1 从东部地区看西部：软饮料消费增长路径明确

历史上，饮料消费的增长非常快，复合增长率达到 19.2%，从 1999 年 1154 万吨增长到 2009 年 7982 万吨。我们认为历史上人均收入的增长拉动了软饮料消费的快速增长。

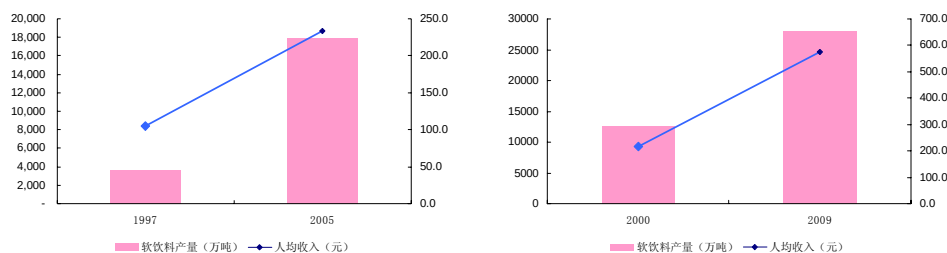
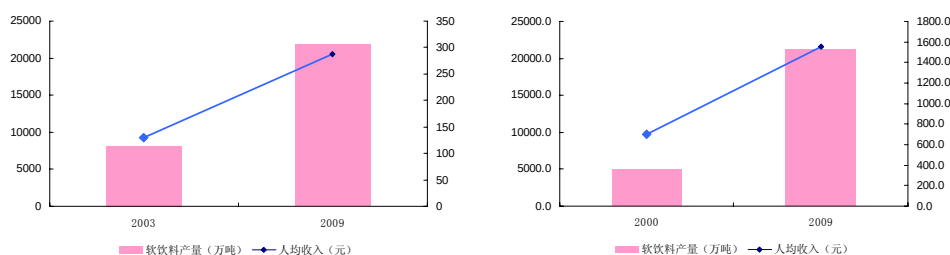
图 1：软饮料销量 10 年复合增长率为 19.2% 人均收入与饮料销售增长趋势高度一致



资料来源：东方证券研究所

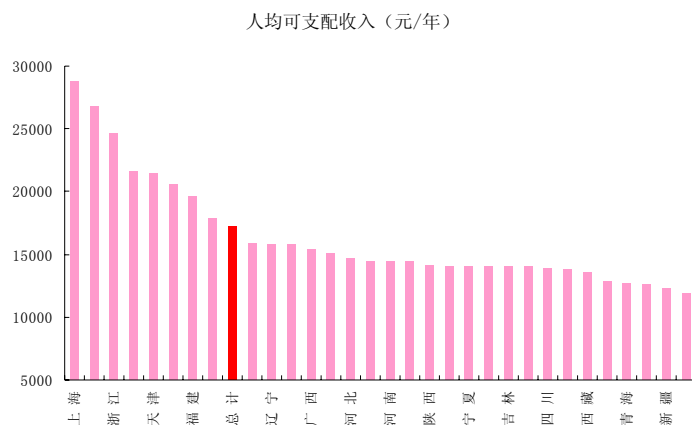
从上图可以大致观察出收入的增长和软饮料消费息息相关，国际经验上，由于软饮料品类多，且是一个较为新兴消费品，我们无法从国际比较上得到确切的收入和饮料消费的关系，但我们换一个思路，从国内东部和西部地区比较中可以得到启示。由于东部地区基本进入了饮料消费稳定增长期，因此其收入增长和饮料消费的关系可以映射到对应现阶段中西部地区收入，其当地消费软饮料的未来增长空间。

从东部沿海地区发展经历看，人均可支配收入从 10000 元向 20000 元增长的过程中，软饮料消费增长速度最快，而人均收入增长达到 20000 元以上，软饮料消费进入成熟阶段甚至衰退阶段。根据 2010 年的数据看，东部地区的饮料消费已经进入了成熟甚至衰退期，如上海、浙江等省市，从下图看，我们选取的东部发达地区，如上海、浙江、广东和江苏四个地区，人均可支配收入超过万元后，饮料消费无一例外出现大幅增长。而在中西部地区，目前人均收入均在 10000 元左右，正好处于软饮料消费的快速增长阶段。

图 2：上海人均收入增长带动软饮料消费快速 浙江人均收入达到一万后，饮料消费高速增长

江苏人均收入达到一万后，饮料消费高速增长 广东人均收入一万后，饮料消费高速增长


资料来源：东方证券研究所

如果我们认知了人均可支配收入和饮料消费存在相当强的正相关关系,我们可以看到除了沿海省份外,软饮料市场在中西部地区仍有很强的潜力可挖。从下表看,2009 年我国总体人均可支配收入在 17000 元左右,如果扣除掉通胀因素,按照可比收入水平看,中西部地区收入基本都在 15000 元以下,未来软饮料的消费潜力很大。

图 3：国内大部分省市人均收入依然处于后进水平，有很大增长潜力


资料来源：东方证券研究所

表 1：软饮料消费量前十集中于东部地区，而软饮料消费的增速最快地区全部在中西部

软饮料消费量（吨）		软饮料消费增速%	
广东	14,781,139	青海	4,003.17
浙江	6,125,087	广西	65.10
河南	5,577,672	重庆	52.52
山东	4,337,414	内蒙古	49.81
吉林	4,109,329	云南	46.02
四川	4,071,300	江西	44.39
天津	4,049,477	四川	38.74
湖北	3,577,733	吉林	31.23
江苏	3,340,225	贵州	27.53
其他	33,152,921	西藏	26.37

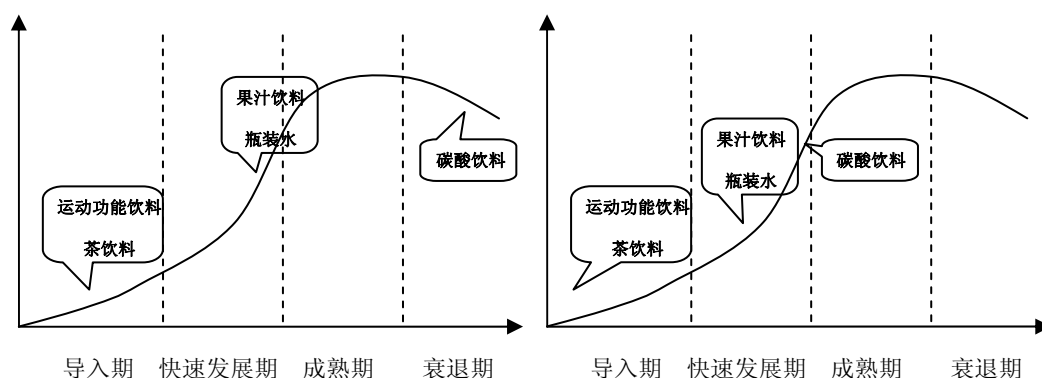
资料来源：东方证券研究所

1.2 国际企业加大投资，中西部地区软饮料消费将快速增长

根据新闻资料显示，2010 年可口可乐在内蒙古呼和浩特、河南漯河和广东三水新设 3 家装瓶厂，累计投资约为 16 亿元人民币，可口可乐在华装瓶厂的总数也由此升至 42 个，以上三家工厂的设立从属于可口可乐 20 亿美元中国投资的一部分，同时，百事可口也宣布未来三年将在中国增加投资 25 亿美元计划在昆明、郑州、泉州、兰州和南昌新建 5 家饮料生产厂。这些跨国企业在国内的大幅增资表明了其看好中国内地市场未来巨大的饮料消费能力。尽管东部地区软饮料基本进入稳步增长阶段或者衰退阶段，但中西部地区的消费潜力还没有被真正激发出来。

分饮料看，如下图所示，发达省市软饮料需求增长点来自于运动饮料和茶饮料等中高端饮品，碳酸饮料和果汁等饮料已经基本成熟，而中西部地区甚至碳酸饮料还处于快速增长阶段。

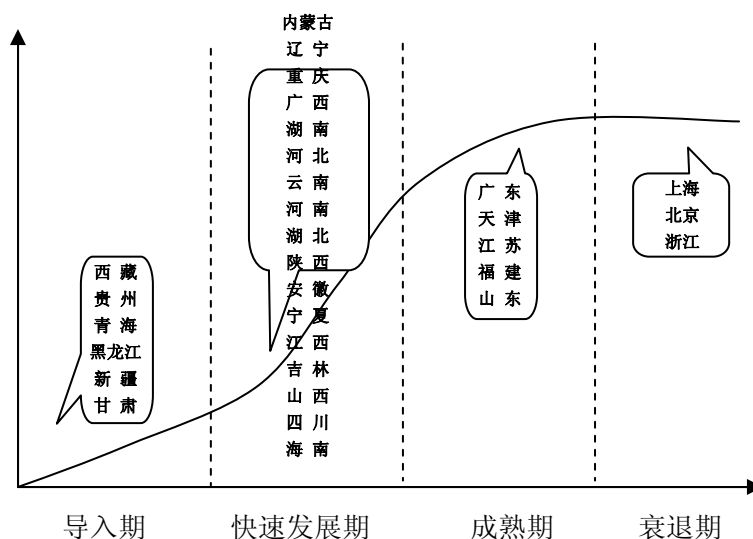
图 4：发达省市大部分饮料消费已经进入成熟阶段 西部省市饮料消费仍处于快速上升期



资料来源：东方证券研究所

如果我们按照省市人均可支配收入划分，按照我们前期的分析，人均收入在 10000 元以下阶段饮料消费处于导入期，10000 元至 20000 元处于快速增长期，而 20000 元以上进入成熟期或者是衰退期。从下图看，国内大量的省份仍在快速增长期，而两乐 2010 年选择在河南、福建、甘肃、云南、江西以及广东地区开设灌装厂，也就是看中了当地的饮料消费潜力。

图 5：若按省市划分，中西部地区大部分省市仍在软饮料快速增长阶段



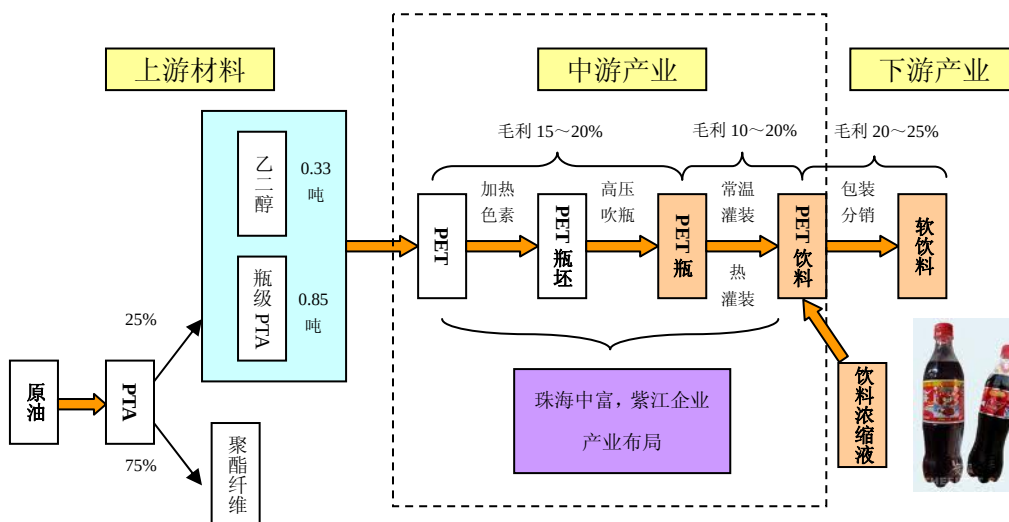
资料来源：东方证券研究所

二 2011 年 PET 瓶行业需求曲线斜率将提升

以上我们分析了未来国内软饮料市场将在国内中西部地区取得较快的增长，而国际的饮料业巨头也加大了在西部地区的饮料投资。作为饮料的主要包装材料之一 PET 瓶，也将顺理成章地享受到下游需求增长带来的盈利大幅改善。

PET (聚对苯二甲酸乙二醇酯)是乳白色或浅黄色、高度结晶的聚合物。在较宽的温度范围内具有优良的物理机械性能，长期使用温度可达 120℃，且抗蠕变性，耐疲劳性，耐摩擦性、尺寸稳定性都很好。其主要原料是 PTA (对苯二甲酸) 与乙二醇。一般一吨 PET 生产使用 0.85 吨 PTA 和 0.33 吨乙二醇，因此主要价格波动完全跟随 PTA 价格走势。

图 6：PET 瓶产业链结构

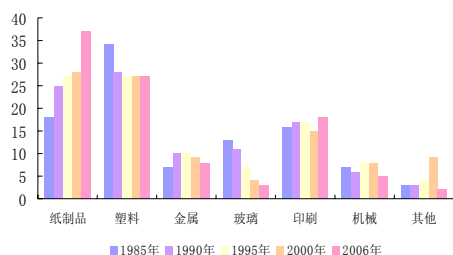


资料来源：东方证券研究所

2.1 包装轻量化是大势所趋，PET 瓶符合这一趋势

由于软饮料行业毛利率较低，因此对于包装轻量化需求非常高，这样做可以最大程度节约包装和运输费用，提升其盈利能力。而且，我们认为这一趋势不仅仅存在于饮料行业，其他行业包装的轻量化趋势也非常明显。事实上，我们已经亲身体验到这一趋势，年少时的玻璃瓶和金属罐已经被纸盒和塑料瓶取代。

图 7：经历 20 年，塑料包装和纸制品包装成为主流



资料来源：东方证券研究所

PET 瓶作为塑料包装的主要代表，其单位克重仅为 20~50 克/支，却可以包装 500 克到 2 公斤的饮料，轻量化程度非常高，而且每个成本约为 0.4~0.5 元，仅略微高于玻璃瓶包装，如果考虑到运费的节约，PET 瓶是最为经济的包装材料，这就是为何经历了 20 多年，PET 包装依然牢牢控制了软饮料包装的主要市场。

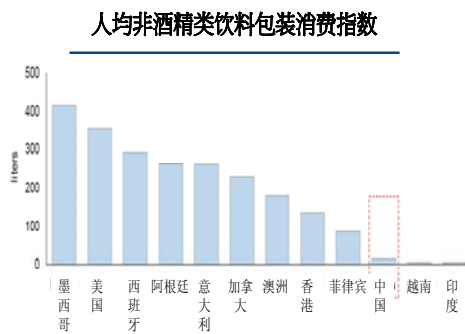
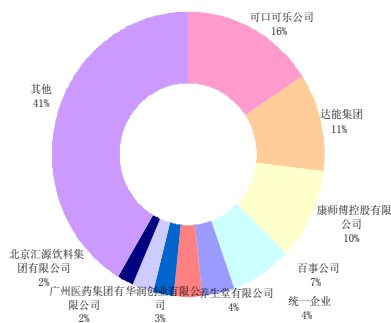
2.2 优势饮料品牌优势彰显，客户增长带动包装企业成长

当前国内上市的 PET 瓶包装企业主要有珠海中富和紫江企业两家公司，这两家公司的主要服务对象是可口可乐和百事可乐，以及统一集团，这三家客户基本占到其销售收入的 80%。而两乐以及统一在国内软饮料的市场份额占比非常高，累计达到近 30%，且市场占有率还在持续提升，其中可口可乐占比 16%，百事可乐占比 7.3%，统一占比 3.8%。

这些企业品牌优势非常明显，而且已经在国内建立起完善的分销渠道，这将便于这些企业推广新产品，并保持甚至提升自己的市场占有率。我们认为随着两乐和统一等公司在国内产能的投放建成，未来将刺激 PET 瓶企业的盈利增长。

图 8：三家饮料巨头 2008 市占率 30%

中国软饮料包装人均量非常少



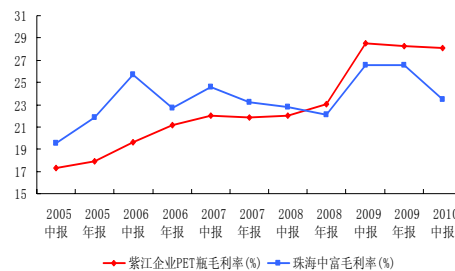
资料来源：东方证券研究所

2.3 盈利模式改善，成本波动没有影响

行业中的大型企业，如紫江、中富等盈利模式较早先有了较大的改善，从以前买入 PET 颗粒，估算成品价格后卖给客户，其盈利空间不容易把握，目前已经改变为直接收取固定加工费的模式，盈利倚重于数量，而不是产品和成本的价格差异，这样的盈利模式更能够抵抗成本价格的波动风险。

以今年为例，PET 切片价格从年初的 10700 元/吨，涨价如今 11750 元/吨，涨价幅度高达 10%，但这些企业的毛利率水平平均保持相对稳定。

图 9：2005 年开始行业毛利率波动趋于稳定

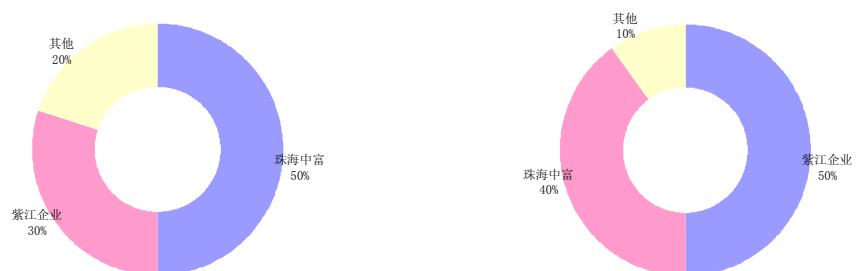


资料来源：东方证券研究所

2.4 行业竞争格局稳定，潜在进入者门槛高

国内饮料包装业呈现出寡头垄断的竞争格局，主要企业是珠海中富、紫江企业、翔峰企业、伟东包装等，对于主要的外包吹瓶企业而言，如两乐和统一，珠海中富和紫江企业占到其包装采购的 80%~90% 份额，这种合作关系一旦建立，具备很强的壁垒：一方面是行业为资本密集型行业，设备投入较大，一般一条生产综合投入在 3000 万以上；其次，先入者的排他性优势明显，一般一个灌装厂只选一家吹瓶厂公司合作，PET 瓶建立后，一般与灌装厂连线生产，且知道对方的生产计划等商业机密，这样的长期合作建立在信任关系上，因此合作后很难引入别的企业，灌装厂再建新厂后也不会轻易更换吹瓶长供应商。所以，行业的进入壁垒体现在常年的合作关系上，轻易不会更换供应商，对行业新进入者的而言，进入门槛相当高。

图 10：两家企业占到可口可乐采购份额 80% 两家企业占到百事可乐采购份额 90%

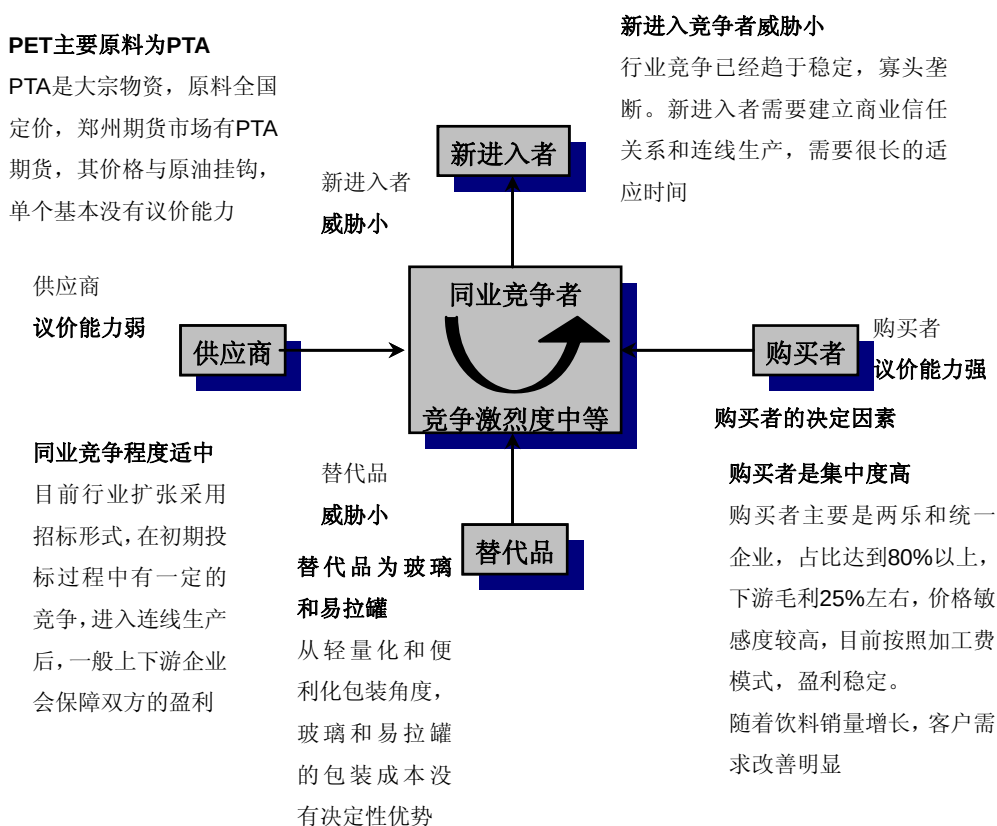


资料来源：东方证券研究所

2.5 结论：五力模型揭示行业格局改善

综上所述，可以利用五力模型对 PET 瓶行业进行一个总结，如下图所示，总体而言，行业供应商没有议价能力，而且整体行业盈利采用加工费模式，成本波动对盈利没有影响；由于吹瓶厂和灌装厂连线生产，分享商业信息，新进入厂家需求和客户建立相应的商业信任关系，因此新进入者威胁也较小；而根据包装轻量化的趋势，大部分包装材料从使用成本考虑不能替代 PET 瓶，因此替代材料优势也不明显；最后，由于下游客户的议价能力较强，导致企业加工费上涨可能不大，这是行业较大的盈利瓶颈，但近期由于下游投资大幅放大，导致行业需求增长较快，通过销量的增长将带来行业盈利的快速增长，我们认为 PET 瓶行业的盈利已经进入了快车道。

图 11：波特五力模型显示行业格局优良



资料来源：东方证券研究所

三 PET 瓶行业盈利进入快车道，推荐珠海中富和紫江企业

结合我们上文的分析，我们认为未来随着两乐等大型国际企业在中国新一轮投资的开展，PET 瓶行业盈利开始进入快车道。

如可口可乐 1979 年进入中国后，累计 2009 年投资总额不过 20 亿美元，但未来 3 年将新增投资达到 20 亿美元，2009 年新建的江西、武汉和新疆三个装瓶厂，2010 年在漯河、内蒙古和三水的新厂相继投产，2011 和 2012 年还处于投资快速增长的轨道上，引用可口可乐 CEO 穆泰康的话：“中

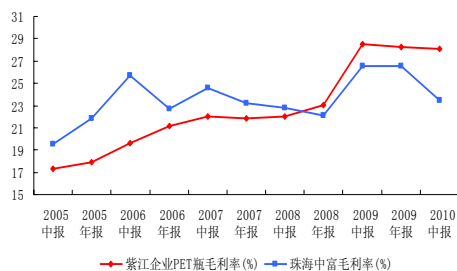
国的市场发展潜力巨大，在未来它将成为可口可乐在全球最大的市场（目前是第三位）。“这将极大刺激其上游 PET 瓶行业的业务增长。据此，我们推荐 PET 行业中两家上市公司珠海中富和紫江企业。

3.1 珠海中富毛利率改善空间大，成长突出

珠海中富公司股本 6.88 亿股，市值为 57 亿元，其大股东 CVC 亚洲瓶业 2007 年 3 月公告入驻公司，其持股成本 8.27 元。公司销售收入 2009 年 27.8 亿元，净利润 1.14 亿元。2010 年 3 季度总资产 56.9 亿元，净资产 18.6 亿元，毛利率 24.55%。

珠海中富公司已经具备了 85 个生产基地，其分布在 30 个不同的城市和省份，其中大部分位于中西部省份地区，目前由于当地饮料消费较少，导致其吹瓶线产能利用水平小于 70%，但未来随着这些地区收入水平和饮料消费强度的增长，其产能利用率提升空间较大，盈利能力的改善空间更为突出。

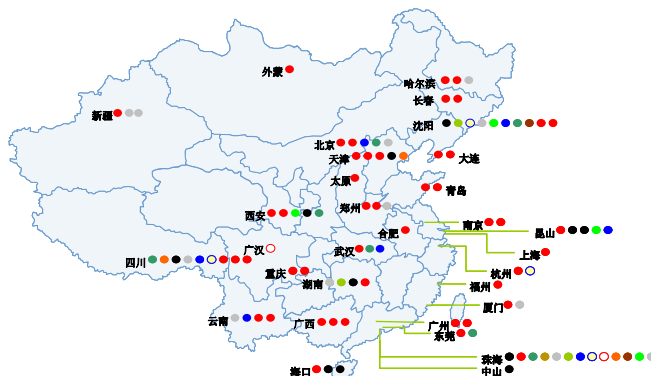
图 12：珠海中富 PET 瓶较紫江毛利率较低，未来改善空间较大



资料来源：东方证券研究所

公司日前已经公布了增发方案，将以不低于 5.63 元增发 3000~7900 万股，融资不超过 7 亿元人民币，投入 1) 瓶胚线扩建项目；2) 吹瓶线扩建项目；3) 灌装线扩建项目；4) 信息系统改造项目等四个项目，总共扩张产能达到 20.7 亿只瓶坯，8.3 亿只吹瓶和 5.8 亿只灌装生产线。2011 年总共的资本开支规模达到 7 亿元，而行业的投资期限约为 6 个月到 1 年，这将保障 2011 年企业总体盈利增长空间。

图 13：珠海中富生产基地遍布全国，其中大部分位于中西部省份



资料来源：东方证券研究所

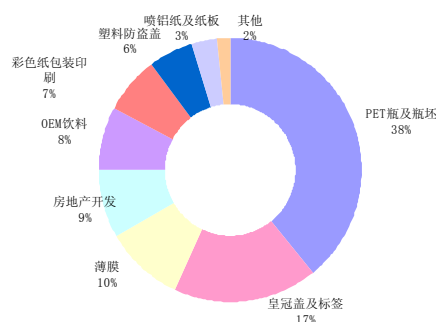
3.2 紫江企业性价比卓越

紫江企业公司股本 14.37 亿股，市值 90 亿元，2009 年销售收入 51.65 亿元，净利润 6.5 亿元，2010 年总资产 97 亿元，净资产 34.2 亿元，毛利率 26.01%。

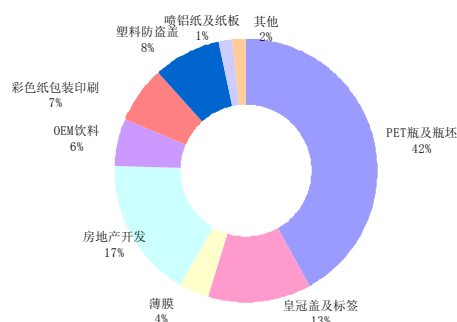
紫江企业目前主业也是包装业务，其 PET 瓶产能规模为 50 亿只，产能规模与珠海中富相当，但除了 PET 瓶业务外，公司还具有皇冠盖，标签，薄膜等其他业务。此外，公司房地产的别墅项目和创投项目业务也是其未来的主要发展点。

我们认为公司 PET 主业也将受益于下游客户需求增长带来的盈利增长，目前其估值水平处在 13PE 的水平，随着 PET 瓶销路的快速扩张，盈利预计也将保持 20% 速度增长。公司目前主要盈利贡献之一来自于房地产业务 2009 年别墅热销，盈利约为 2.2 亿元，目前公司别墅二期已经销售完毕，三期开始销售，2010 年预计卖出 15 套，三期整体规划 110 套，我们假设未来别墅每平方米价格在 7~9 万元，RNAV 模型显示其折现的地产业务为 1.84 元，抛开房地产业务，公司其他业务估值仅为 13 倍，低估非常明显，我们预测 2010，2011，2012 年 EPS0.43，0.53，0.61 元，首次给予买入评级。

图 14：紫江企业收入分拆



紫江企业利润分拆



资料来源：东方证券研究所

布局中西部，盈利改善空间大

投资要点：

- **两乐投资快速增长，公司最为受益。**公司是上市企业中唯一一家专门制造 PET 瓶的公司，是可口可乐和百事可乐的主要供应商，其中占到可口可乐采购额的 50%，百事可乐采购额的 40%，未来两乐将在国内投资总共超过 45 亿美元，公司将充分受益于客户扩张带来的需求增长。
- **企业布点在中西部地区，毛利率改善空间大。**公司目前有 85 家生产单位，分布于 30 个省市，其中大部分中西部地区均有覆盖，由于当前中西部饮料消费处于爆发前的起步阶段，公司前期投入的收益水平一般，但随着内地消费升级，软饮料的消费将呈现爆发式增长，中富的吹瓶生产线产能利用率水平将快速提升，从而改善毛利率水平，因而我们认为公司的盈利弹性巨大。
- **盈利模式和现金流稳健，销量增长带动盈利增长。**公司盈利模式改变为加工费定价，这种模式能够很好地规避原材料波动带来的盈利波动，目前公司 80% 的收入已经改变为加工费模式，除非原材料 PET 出现一个月之内的暴涨暴跌，企业盈利将完全摆脱成本波动的束缚。同时，CVC 入驻公司后，带来的最大转变体现在企业现金流上，其经营现金流量经过 3 年时间有较大幅度的改善，可以支撑企业快速的投资计划。随着未来两乐产能达产，公司产品销量的增长将带动盈利的提升。
- **预计未来两年盈利复合增速为 40%，买入评级。**我们看好珠海中富客户未来在中西部地区增加灌装厂的发展战略。中西部地区民众收入的增长将为软饮料消费带来坚实的支撑，未来企业资本开支将维持在 6 亿元以上水平，盈利增长将立竿见影。我们预测公司 2010，2011，2012 年 EPS 分别为 0.23，0.33 和 0.45 元，给予 2011 年 33 倍 PE 水平，对应目标价 10.9 元，首次给予买入评级。
- **风险因素：**投产初期受到客户市场开拓的影响，饮料消费需要有一个渗透期，该时段将影响企业的产能利用水平，导致盈利增长小于预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

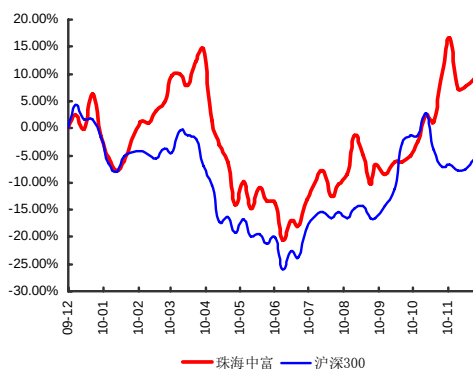
8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010 年 12 月 22 日)	8.38 元
目标价格	10.90 元
总股本/A 股 (万股)	68830 / 68830
A 股市值 (亿元)	57
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010 年 12 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.2%	20.8%	7.8%
相对表现 (%)	-1.1%	12.5%	18.9%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	2,780	3,886	4,954	6,389
同比%	-9.0%	39.8%	27.5%	29.0%
净利润 (百万元)	115	156	228	309
同比%	147.4%	36.4%	45.9%	35.5%
毛利率%	26.6%	25.0%	25.5%	25.5%
ROE%	7.4%	10.5%	14.2%	17.6%
EPS (元)	0.17	0.23	0.33	0.45
PE (倍)	48.9	36.7	25.1	18.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1,700	1,740	1,973	2,251	营业收入	2,780	3,886	4,954	6,389
现金	550	234	136	-36	营业成本	2,042	2,914	3,691	4,760
应收账款	377	527	672	867	营业税金及附加	5	6	8	10
其他应收款	70	97	124	160	营业费用	86	121	154	198
预付账款	186	186	186	186	管理费用	216	288	372	479
存货	419	598	757	977	财务费用	136	153	168	189
其他	98	98	98	98	资产减值损失	13	29	27	37
非流动资产	3,490	3,653	3,928	4,302	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	3,212	3,381	3,662	4,042	营业利润	284	375	535	716
无形资产	187	181	175	169	营业外收入	12	12	12	12
其他	91	91	91	91	营业外支出	38	38	38	38
资产总计	5,189	5,393	5,901	6,553	利润总额	258	349	509	690
流动负债	1,614	1,933	2,250	2,644	所得税	66	87	127	172
短期借款	804	804	804	804	净利润	192	262	382	517
应付账款	163	233	295	380	少数股东损益	77	106	154	209
其他	646	896	1,151	1,459	归属于母公司净利润	115	156	228	309
非流动负债	967	967	967	967	EBITDA	680	787	945	1,148
长期借款	967	967	967	967	EPS (元)	0.17	0.23	0.33	0.45
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2,580	2,900	3,217	3,611	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	672	777	931	1,140	成长能力				
股本	688	688	688	688	营业收入	-9.0%	39.8%	27.5%	29.0%
资本公积	523	328	328	328	营业利润	9.6%	31.6%	30.0%	29.0%
留存收益	726	699	736	786	归属于母公司净利润	147.4%	36.4%	45.9%	35.5%
归属母公司股东权益	2,609	2,493	2,684	2,943	获利能力				
负债和股东权益	5,189	5,393	5,901	6,553	毛利率	26.6%	25.0%	25.5%	25.5%
现金流量表					净利率	6.9%	6.7%	7.7%	8.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	7.4%	10.5%	14.2%	17.6%
经营活动现金流	663	567	687	790	ROIC	7.3%	8.4%	10.1%	11.5%
净利润	192	262	382	517	偿债能力				
折旧摊销	282	278	259	258	资产负债率	49.7%	53.8%	54.5%	55.1%
财务费用	135	153	168	189	负债权益比率	98.9%	116.3%	119.9%	122.7%
投资损失	-2	0	0	0	流动比率	1.05	0.90	0.88	0.85
营运资金变动	8	-190	-182	-245	速动比率	0.62	0.44	0.41	0.37
其他	48	64	61	71	营运能力				
投资活动现金流	-204	-505	-594	-703	总资产周转率	0.55	0.73	0.88	1.03
资本支出	-214	-505	-594	-703	应收账款周转率	5.69	7.25	6.97	7.01
长期投资	655	0	0	0	应付账款周转率	6.22	6.23	5.92	5.97
其他	-645	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-119	-378	-191	-259	每股收益	0.17	0.23	0.33	0.45
短期借款	0	11	0	0	每股经营现金流	0.96	0.82	1.00	1.15
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.79	3.62	3.90	4.28
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-194	0	0	P/E	48.9	36.7	25.1	18.5
其他	-118	-194	-191	-259	P/B	2.20	2.30	2.13	1.95
现金增加额	339	-316	-98	-172	EV/EBITDA	11.4	10.7	9.3	8.2

资料来源：东方证券研究所

性价比彰显，创投添新彩

研究结论：

- **两乐投资快速增长，盈利模式有创新。**两乐在国内投资加速，未来 3 年累计追加投资约 45 亿元，这将保障公司 PET 瓶的需求，同时，公司和下游企业合作模式有改进，从原来的配套连线生产到类合资模式，即公司向客户公开所有成本，而客户保障公司 10%ROE 水平，前期 12 月 17 日，紫江企业公告武汉紫江出资 1000 万美元与统一企业合资建设饮料企业，开始了与客户的资本层面的正式合作，将摆脱单纯饮料瓶的制造而升华为与客户利益共享的制造商，盈利模式进一步创新。
- **其他包装分部业务成长显著，投资性价比明显。**除 PET 瓶以外，公司还有皇冠盖，塑料防伪盖，标签业务等多种包装业务，今年企业薄膜业务扭亏，皇冠盖销量创新高 190 亿只，塑料盖达到 80 亿只，各种业务均出现积极向上的态势。预计 2010 年业绩达到 0.43 元，估值水平维持在 14.2X，处于低估水平。
- **创投和房地产业务锦上添花。**公司创投业务持股的上市企业有上海佳豪（持股 6%），宇顺电子（持股 1.4%），山东矿机（持股 4%），中恒电气（持股 6.4%）等等，此外，公司 11 月公告投资 6.75 亿元入股 15%，参与成立中航民用航空电子有限公司，该公司将在民用航空电子通讯设备上展开技术攻坚，预计 2014 年将实现收益。另一方面，公司在佘山地区拥有 1300 亩别墅用地，目前二期已经售罄，三期规划 110 套别墅，预计下半年将实现 15 套左右三期销售。在目前别墅土地供应紧缩的背景下，别墅单位价格已经达到 7 万元以上，盈利有进一步提升空间，我们按照未来别墅价格每年 10% 增长的假设计算公司房地产业务 RNAV 在 1.84 元左右。
- **预计未来 2 年盈利增长 20%，估值优势明显，首次给予买入评级。**按照昨日 6.09 元收盘价计算，去掉公司房地产业务 RNAV 估值 1.84 元，公司股价为 4.2 元，去掉地产盈利 1.8 亿元，EPS 为 0.31 元，包装业务估值为 13.6 倍，低估明显，我们首次给予公司买入评级，给予包装业务 20PE，房地产业务 RNAV1.84 元不变，目标价 8.3 元。
- **风险因素：**公司业务分散，抗风险能力较强，如果个别业务出现损失，如 08、09 年的薄膜业务，将拖累公司盈利水平，此外，公司别墅房地产业务结算和售出时间不确定，导致其盈利估算有困难。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑 恺

轻工造纸行业高级分析师

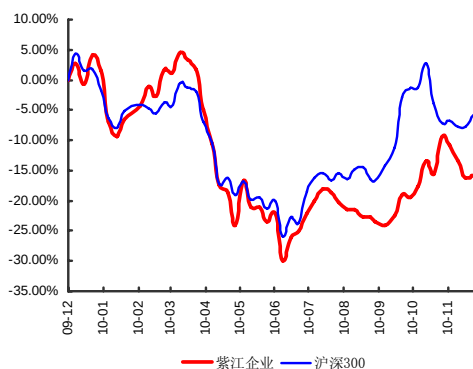
8621-63325888 × 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2010 年 12 月 22 日)	6.09 元
目标价格	8.30 元
总股本/A 股 (万股)	143674 / 143674
A 股市值 (亿元)	87
国家/地区	中国
行业	轻工
报告日期	2010 年 12 月 23 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-5.9%	9.6%	-19.1%
相对表现 (%)	-7.2%	1.3%	-8.0%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	5,165	5,855	6,744	7,502
同比%	-9.0%	13.3%	15.2%	11.2%
净利润 (百万元)	654	618	758	878
同比%	147.4%	-5.6%	22.7%	15.8%
毛利率%	28.0%	27.2%	27.8%	28.1%
ROE%	19.2%	16.0%	17.8%	18.5%
EPS (元)	0.46	0.43	0.53	0.61
PE (倍)	13.2	14.1	11.5	9.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3,529	4,146	4,801	5,449	营业收入	5,165	5,855	6,744	7,502
现金	665	954	1,231	1,555	营业成本	3,718	4,264	4,871	5,394
应收账款	778	882	1,016	1,131	营业税金及附加	51	47	54	60
其他应收款	46	59	67	75	营业费用	156	177	204	227
预付账款	414	414	414	414	管理费用	345	391	451	502
存货	1,439	1,650	1,885	2,087	财务费用	174	178	186	193
其他	188	188	188	188	资产减值损失	10	15	18	15
非流动资产	4,654	4,832	4,959	5,156	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	66	0	0	0
固定资产	3,658	3,842	3,975	4,178	营业利润	776	783	960	1,112
无形资产	167	161	155	149	营业外收入	90	0	0	0
其他	829	829	829	829	营业外支出	13	0	0	0
资产总计	8,184	8,978	9,760	10,605	利润总额	853	783	960	1,112
流动负债	3,487	3,786	4,107	4,415	所得税	148	117	144	167
短期借款	1,701	1,701	1,701	1,701	净利润	704	665	816	945
应付账款	392	449	513	568	少数股东损益	50	48	58	68
其他	1,395	1,636	1,893	2,147	归属于母公司净利润	654	618	758	878
非流动负债	1,032	1,046	1,061	1,079	EBITDA	1,439	1,376	1,550	1,705
长期借款	1,019	1,019	1,019	1,019	EPS (元)	0.46	0.43	0.53	0.61
其他	13	27	42	60	主要财务比率				
负债合计	4,520	4,832	5,168	5,494	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	421	468	527	594	成长能力				
股本	1,437	1,437	1,437	1,437	营业收入	1.7%	13.3%	15.2%	11.2%
资本公积	472	589	589	589	营业利润	44.1%	9.9%	17.8%	12.6%
留存收益	1,334	1,651	2,040	2,490	归属于母公司净利润	253.1%	-5.6%	22.7%	15.8%
归属母公司股东权益	3,664	4,146	4,593	5,111	获利能力				
负债和股东权益	8,184	8,978	9,760	10,605	毛利率	28.0%	27.2%	27.8%	28.1%
现金流量表					净利率	13.6%	11.4%	12.1%	12.6%
单位：百万元					ROE	19.2%	16.0%	17.8%	18.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	11.7%	10.3%	11.5%	12.4%
经营活动现金流	1,223	1,069	1,185	1,350	偿债能力				
净利润	704	665	816	945	资产负债率	55.2%	53.8%	52.9%	51.8%
折旧摊销	408	407	394	389	负债权益比率	123.4%	116.6%	112.5%	107.5%
财务费用	177	178	186	193	流动比率	1.01	1.10	1.17	1.23
投资损失	-66	0	0	0	速动比率	0.43	0.50	0.56	0.63
营运资金变动	50	-207	-243	-208	营运能力				
其他	-49	26	32	32	总资产周转率	0.64	0.68	0.72	0.74
投资活动现金流	-604	-599	-540	-600	应收账款周转率	6.67	6.63	6.66	6.55
资本支出	-524	-599	-540	-600	应付账款周转率	4.78	4.96	4.95	4.88
投资收益	768	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-848	0	0	0	每股收益	0.46	0.43	0.53	0.61
筹资活动现金流	-771	-181	-369	-426	每股经营现金流	0.85	0.74	0.83	0.94
短期借款	29	11	0	0	每股净资产	2.55	2.89	3.20	3.56
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	13.2	14.1	11.5	9.9
资本公积增加	-17	118	0	0	P/B	2.38	2.10	1.90	1.71
其他	-781	-310	-369	-426	EV/EBITDA	8.7	9.2	8.2	7.4
现金增加额	-152	289	277	324					

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

分析师申明

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