

奥瑞金 (002701.SZ) 包装印刷行业

评级：买入 维持评级

公司点评

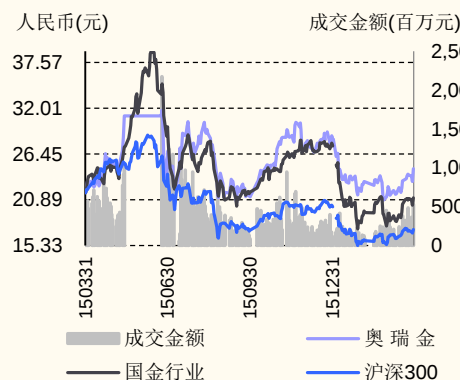
市场价格 (人民币): 24.66 元

2015 业绩靓丽, 2016 体育与综合包装并重

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	634.27
总市值 (百万元)	24,199.94
年内股价最高最低 (元)	31.80/20.60
沪深 300 指数	3216.28
深证成指	10445.69



相关报告

1. 《藉二维码利器, 成就包装一体化平台化服务商-奥瑞金公司研究简报》, 2015.8.26
2. 《有业绩、有定增、有主题的三好公司-奥瑞金 2015 年半年报点评》, 2015.8.21

公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益 (元)	1.32	1.04	1.36	1.70	2.10
每股净资产 (元)	6.11	4.44	5.12	5.76	6.81
每股经营性现金流 (元)	1.25	1.21	1.76	1.75	2.08
市盈率 (倍)	16	27	18	15	12
行业优化市盈率 (倍)	21	48	37	37	37
净利润增长率 (%)	31.86%	25.71%	30.80%	25.33%	23.67%
净资产收益率 (%)	21.58%	23.32%	26.47%	29.52%	30.87%
总股本 (百万股)	613.34	981.34	981.34	981.34	981.34

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

2015 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 66.62 亿元、12.96 亿元和 10.13 亿元, 同比分别增长 22.14%、28.69% 和 25.71%。实现全面摊薄 EPS1.04 元/股, 符合我们的预期。公司 2015 年分配预案为每 10 股派现金红利 4.5 元 (含税), 送 4 股 (含税) 转增 10 股。

经营分析

- **收入增速回升, 盈利能力创历史最佳:** 2015 年, 配套江苏奥瑞金制罐项目的奥宝印刷正式投产、核心客户红牛保持稳健增长 (+21.7%)、二片罐业务规模快速扩大、以及海南元阳等灌装业务开始并表, 公司营收扭转了去年增速略有下滑的局面 (2014 年为 +19.44%)。而综合毛利率则受益于原材料马口铁价格低迷以及龙口易拉盖项目投产后内部采购效率提升, 比去年同期提升 3.09pct. 至历史最高值的 34.17%。净资产收益率 23.3% 和净利率 15.3% 均为历史最好水平。期间费用率 11.62% (+0.3pct.) 水平较高, 主要来自财务费用的较快增加。未来, 随着公司横向+纵向完善产业整合, 不断加强整体解决方案能力, 提供更多增值服务, 我们相信盈利能力仍有进一步提升空间。
- **产能布局进一步优化:** 1) 三片罐业务追随红牛等核心客户继续推进全国布局。我们预计红牛未来几年仍有望维持 20% 左右的年增速, 并且其母公司华彬集团与维他可可合作开发大中华市场或有望为公司引入包装新品类业务。2) 二片罐业务继续在全国扩张产能布局和品类升级。2015 年项目进展包括: a) 广西二片罐项目、山东青岛二片罐项目建成并投入使用。b) 配套陕西等西北地区青啤客户以及可口可乐和雪花啤酒等潜在客户而设立的宝鸡子分公司二片罐项目 (总投资不超过 4.81 亿, 规划年产能 9 亿只二片罐) 和湖北咸宁新型包装项目 (总投资不超过 9.66 亿, 规划年产能 3 亿只铝瓶罐和 7 亿只纤体罐) 开工建设, 预计 2016 年下半年建成, 将进一步强化公司在高端金属包装领域的竞争优势。
- **加速大包装行业整合:** 1) 通过提供从产品设计、制作、品牌管理、饮料灌装和基于二维码的信息化辅助营销等, 从传统单一业务的制罐厂向包装一体化服务提供商转型, 同时协助区域品牌推广到全国市场 (2015 年, 与福建康之味和北京一轻食品集团建立战略合作关系)。“智能化、差异化、一体

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

化”产品和服务，将是公司未来深化与老客户的合作关系，并且吸引、开拓新客户的利器。2）公司携手产业基金举牌国内软塑包装龙头永新股份（已持股 25.13%），参与二片罐龙头企业中粮包装混改（持股 27%），奠定与相关方产业协同发展的平台基础。同时，公司还与汉富资本等共同发起设立产业基金，计划在包装及相关产业和领域进行投资。

- **优质体育基因、进军体育产业。**奥瑞金的主要的客户红牛和青啤等与体育联系紧密，是很多顶级赛事的赞助商，公司自身则在 2011 年就投资了王海滨国际击剑俱乐部。2015 年，公司对动吧斯博体育文化（北京）有限公司、北京冰世界体育文化发展有限公司进行投资，签署与北美职业冰球联赛（NHL）波士顿棕熊队冰球合作协议，并且与平安证券合作成立体育产业基金。未来看，公司可以借助体育平台为下游客户提供拓展市场渠道、品牌推广等多方面的增值服务，深化与客户之间的战略合作关系，推动公司“综合包装解决方案提供商”战略目标的实现。

风险因素

- 同业竞争加剧；食品饮料行业增速放缓；新领域、新业务拓展不力；并购整合效应低于预期。

盈利预测与投资建议

- 公司核心客户红牛现有及潜在业务增长无忧，二片罐业务快速扩张，携手产业基金开拓新产品、新客户，斥巨资多角度布局体育产业将打开公司盈利和估值新空间。我们维持公司 2016-2017 年 EPS 预测 1.36/1.70 元/股，预计 2018 年 EPS 为 2.10（三年 CAGR26.6%），对应 PE 分为 18/15/12 倍，维持公司“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,567	5,455	6,662	8,315	10,405	13,054
增长率		19.4%	22.1%	24.8%	25.1%	25.5%
主营业务成本	-3,225	-3,765	-4,386	-5,642	-7,127	-9,056
%销售收入	70.6%	69.0%	65.8%	67.9%	68.5%	69.4%
毛利	1,342	1,690	2,277	2,673	3,277	3,998
%销售收入	29.4%	31.0%	34.2%	32.1%	31.5%	30.6%
营业税金及附加	-31	-39	-52	-42	-52	-65
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-120	-117	-157	-197	-247	-310
%销售收入	2.6%	2.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
管理费用	-318	-405	-464	-592	-703	-838
%销售收入	7.0%	7.4%	7.0%	7.1%	6.8%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	873	1,129	1,604	1,842	2,275	2,784
%销售收入	19.1%	20.7%	24.1%	22.2%	21.9%	21.3%
财务费用	-78	-96	-153	-96	-89	-83
%销售收入	1.7%	1.8%	2.3%	1.2%	0.9%	0.6%
资产减值损失	-26	-35	-119	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	8	-36	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.8%	n.a	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	768	1,007	1,296	1,751	2,191	2,706
营业利润率	16.8%	18.5%	19.5%	21.1%	21.1%	20.7%
营业外收支	15	29	61	3	3	3
税前利润	783	1,036	1,357	1,754	2,194	2,709
利润率	17.1%	19.0%	20.4%	21.1%	21.1%	20.8%
所得税	-176	-231	-344	-410	-513	-633
所得税率	22.5%	22.3%	25.4%	23.4%	23.4%	23.4%
净利润	607	805	1,013	1,344	1,681	2,076
少数股东损益	-7	-4	-4	14	14	14
归属于母公司的净利润	614	809	1,017	1,330	1,667	2,062
净利率	13.4%	14.8%	15.3%	16.0%	16.0%	15.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	607	805	1,013	1,344	1,681	2,076
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	156	235	370	296	339	384
非经营收益	67	80	159	191	127	123
营运资金变动	-160	-351	-352	-104	-429	-542
经营活动现金净流	669	769	1,189	1,728	1,719	2,042
资本开支	-1,126	-892	-1,194	52	-553	-582
投资	0	-64	-944	-1	0	0
其他	0	-18	37	5	5	5
投资活动现金净流	-1,126	-973	-2,101	56	-548	-577
股权募资	45	63	45	0	-211	0
债权募资	258	798	1,868	-1,298	-70	-65
其他	-414	-460	-96	-139	-800	-965
筹资活动现金净流	-111	401	1,816	-1,437	-1,081	-1,030
现金净流量	-568	197	904	347	89	435

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,020	1,206	2,328	2,675	2,764	3,199
应收款项	1,144	1,259	1,902	2,060	2,577	3,233
存货	520	636	574	890	1,125	1,429
其他流动资产	252	409	369	328	414	525
流动资产	2,936	3,510	5,172	5,952	6,880	8,386
%总资产	54.7%	51.9%	49.3%	54.8%	57.3%	61.2%
长期投资	8	52	919	920	919	919
固定资产	2,038	2,790	3,462	3,697	3,913	4,112
%总资产	37.9%	41.2%	33.0%	34.1%	32.6%	30.0%
无形资产	221	246	331	285	286	287
非流动资产	2,435	3,254	5,310	4,903	5,120	5,320
%总资产	45.3%	48.1%	50.7%	45.2%	42.7%	38.8%
资产总计	5,371	6,765	10,481	10,855	12,000	13,706
短期借款	1,088	1,026	2,089	1,397	1,327	1,261
应付款项	718	661	976	1,347	1,700	2,157
其他流动负债	146	226	263	885	1,110	1,380
流动负债	1,952	1,913	3,328	3,629	4,137	4,798
长期贷款	92	484	944	944	944	945
其他长期负债	6	508	1,697	1,091	1,091	1,091
负债	2,050	2,905	5,969	5,664	6,172	6,834
普通股股东权益	3,282	3,749	4,361	5,026	5,648	6,679
少数股东权益	40	111	152	166	180	194
负债股东权益合计	5,371	6,765	10,481	10,855	12,000	13,706

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	2.00	1.32	1.04	1.36	1.70	2.10
每股净资产	10.70	6.11	4.44	5.12	5.76	6.81
每股经营现金净流	2.18	1.25	1.21	1.76	1.75	2.08
每股股利	0.98	1.00	0.66	0.68	0.85	1.05
回报率						
净资产收益率	18.70%	21.58%	23.32%	26.47%	29.52%	30.87%
总资产收益率	11.42%	11.96%	9.70%	12.25%	13.89%	15.04%
投入资本收益率	15.02%	14.97%	13.86%	16.37%	18.97%	20.98%
增长率						
主营业务收入增长率	30.25%	19.44%	22.14%	24.80%	25.13%	25.46%
EBIT 增长率	47.11%	29.41%	42.07%	14.85%	23.47%	22.39%
净利润增长率	51.53%	31.86%	25.71%	30.80%	25.33%	23.67%
总资产增长率	12.53%	25.94%	54.94%	3.57%	10.54%	14.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	78	73	79	78	78	78
存货周转天数	57	56	50	58	58	58
应付账款周转天数	67	51	48	69	69	69
固定资产周转天数	145	163	160	136	114	94
偿债能力						
净负债/股东权益	4.85%	20.71%	39.81%	14.58%	10.26%	1.42%
EBIT 利息保障倍数	11.2	11.8	10.5	19.2	25.6	33.4
资产负债率	38.16%	42.95%	56.95%	52.18%	51.44%	49.86%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-25	买入	45.52	N/A
2	2014-07-31	买入	19.02	N/A
3	2014-08-15	买入	19.69	N/A
4	2014-10-30	买入	23.06	N/A
5	2015-08-21	买入	26.70	35.00
6	2015-08-26	买入	23.77	35.00~38.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD