

强烈推荐-A (维持)

奥瑞金 002701.SZ

目标估值: 7 元
当前股价: 4.44 元
2019 年 10 月 26 日

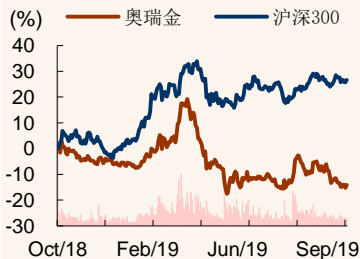
三季报业绩符合预期, 景气向上趋势不变

基础数据

上证综指	2955
总股本(万股)	235523
已上市流通股(万股)	235332
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	104
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	56.7%
主要股东	上海原龙投资控股(集)
主要股东持股比例	42.46%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	-16	-16
相对表现	-9	-15	-38



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《奥瑞金(002701)——上半年二片罐业务回暖, 持续看好盈利修复预期》2019-08-27
- 2、《奥瑞金(002701)——华彬首次增持, 强化红牛业务正常化预期》2019-08-15
- 3、《奥瑞金(002701)——收购永新股份股权强化服务优势, 股权激励显信心》2019-07-07

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
S1090515090001

吴昊

0755-83074302
wuhao7@cmschina.com.cn
S1090517080007

郑恺

021-68407559
zhengkai1@cmschina.com.cn
S1090514040003

事件:

公司公告 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 64.55 亿元, 同比增长 3.29%, 归母净利润 6.87 亿元, 同比减少 2.16%, 扣非净利同比减少 0.27%。

评论:

1、业绩符合预期, 营收增速环比略升

在下游食品饮料客户需求整体稳健的背景下, 19 年公司持续深入推进差异化产品和智能化包装进程, 通过研发符合市场需求、客户认可的差异化产品, 前三季度整体收入实现稳健增长。Q3 单季, 收入同比增长 4.59%, 增速环比 Q2 小幅提升 2.34pct。其中, 我们估计三片罐-饮料罐收入受红牛今年销量影响, 增长仍然偏弱; 二片罐业务在客户订单以及公司产能扩张的带动下, Q3 持续较好增长。

2、Q3 费用增加拖累净利, 持续看好盈利修复预期

前三季度综合毛利率同比略降 0.21pct 至 26.78%, 主要因业务结构调整影响, 同时产能利用率优化改善二片罐-饮料罐毛利率。2017~2019 年奥瑞金, 宝钢包装、中粮包装等二片罐金属罐包装企业整合行业基本完毕, 行业前四名市场集中度达 70%, 未来有望逐步带动行业盈利能力向上修复。费用方面, 前三季度销售、管理+研发、财务费用率分别同比变动+0.28pct、+0.73pct、-0.22pct, 净利率同比略降 0.38pct 至 10.82%。Q3 单季, 毛利率同比略升 0.37pct, 单季度费用增加导致 Q3 归母、扣非净利分别同比减少 16.56%、17.14%。

3、基本面向上趋势明确, 维持“强烈推荐-A”评级。

我们认为, 一方面公司传统主业拐点向上趋势基本确立, 收购波利亚亚太中国业务后有望优化客户结构, 提升行业集中度。另一方面, Total Solution 更新业务模式顺应客户需求, 积极开拓差异化包装设计、灌装、综合服务等新领域, 完善生产布局, 提升客户服务能力。此外, 公司推出股份回购叠加股权激励计划, 华彬近期连续增持, 彰显管理层和大客户对公司发展的坚定信心。预计 2019~2021 年归母净利分别为 7.6 亿元、9.68 亿元、10.76 亿元, 同比分别增长 238%、27%、11%, 目前股价对应 2019 年 PE 为 14x, 估值安全边际凸显, 维持“强烈推荐-A”评级, 目标价 7 元。

风险提示: 客户集中风险、原材料价格波动风险

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	7342	8175	8611	9547	10372
同比增长	-3%	11%	5%	11%	9%
营业利润(百万元)	997	536	988	1281	1435
同比增长	-33%	-46%	84%	30%	12%
净利润(百万元)	704	225	761	968	1076
同比增长	-39%	-68%	238%	27%	11%
每股收益(元)	0.30	0.10	0.32	0.41	0.46
PE	14.9	46.4	13.7	10.8	9.7
PB	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3

资料来源: WIND、招商证券

表 1: 业绩多季度回顾

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	2,210	1,925	2,051	2,093	
营业毛利	573	421	548	573	608
营业费用	69	89	70	84	93
管理费用	109	145	107	103	148
财务费用	75	65	75	59	85
投资收益	26	33	24	32	28
营业利润	354	-471	331	335	301
归属母公司净利润	241	-477	237	249	201
EPS (元)	0.10	-0.20	0.10	0.11	0.09
主要比率					
毛利率	25.9%	21.9%	26.7%	27.4%	26.3%
营业费用率	3.1%	4.6%	3.4%	4.0%	4.0%
管理费用率	4.9%	7.6%	5.2%	4.9%	6.4%
营业利润率	16.0%	-24.5%	16.1%	16.0%	13.0%
有效税率	28.6%	-2.9%	28.9%	24.9%	30.0%
净利率	10.9%	-24.8%	11.5%	11.9%	8.7%
YoY					
收入	1%	6%	3%	2%	5%
归属母公司净利润	1%	-1020%	11%	1%	-17%

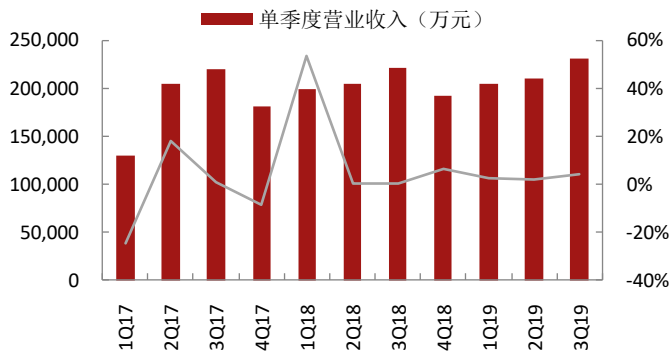
资料来源: Wind, 招商证券

表 2: 可比公司平均估值在 2019 年 14x

公司	股价		EPS		PE			PB	ROE
	2019/10/25	18	19E	20E	18	19E	20E	(MRQ)	(%)
裕同科技	22.97	1.08	1.27	1.52	21.3	18.1	15.1	3.0	17.75
美盈森	5.45	0.26	0.30	0.36	20.8	17.9	15.1	1.7	9.11
劲嘉股份	10.46	0.50	0.60	0.72	21.1	17.3	14.6	1.8	11.21
合兴包装	4.08	0.20	0.24	0.30	20.5	16.7	13.4	1.9	8.79
东风股份	6.99	0.56	0.60	0.66	12.5	11.6	10.6	2.0	18.66
平均					19.2	16.3	13.8	2.1	13.1

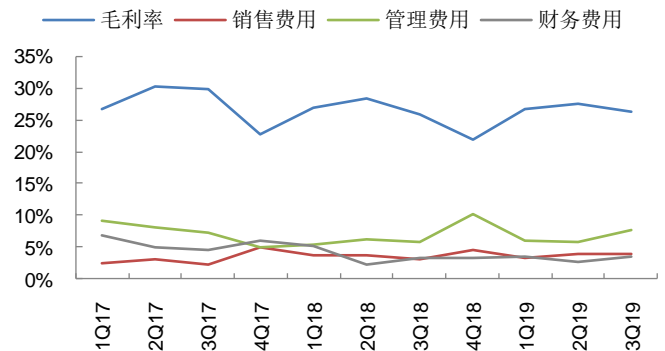
资料来源: Wind, 招商证券

图 1: 三季度销售收入增速环比略升



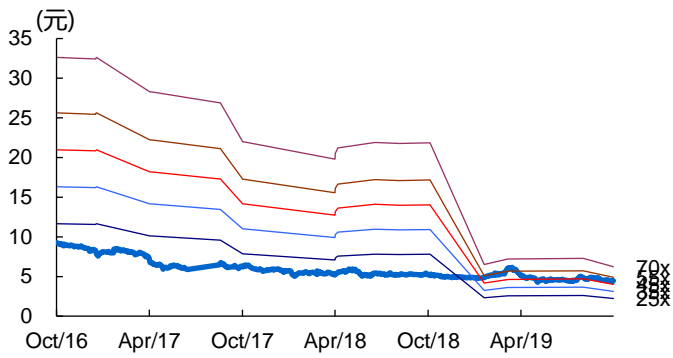
资料来源: wind、招商证券

图 2: 毛利率稳定, 费用率提升



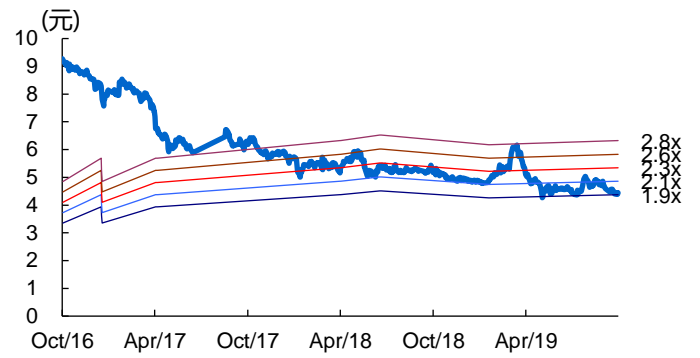
资料来源: wind、招商证券

图 3：奥瑞金历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：奥瑞金历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《奥瑞金 (002701) —上半年二片罐业务回暖, 持续看好盈利修复预期》2019-08-27
- 2、《奥瑞金 (002701) —华彬首次增持, 强化红牛业务正常化预期》2019-08-15
- 3、《奥瑞金 (002701) —收购永新股份股权强化服务优势, 股权激励显信心》2019-07-07

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5556	4951	4298	4655	5146
现金	1981	1586	782	761	914
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	115	118	124	137	149
应收款项	2025	1749	1821	2019	2194
其它应收款	26	0	0	0	0
存货	762	703	732	809	880
其他	646	796	839	929	1010
非流动资产	8792	8492	8363	8243	8132
长期股权投资	2559	2236	2236	2236	2236
固定资产	4660	4680	4674	4668	4613
无形资产	475	517	465	419	377
其他	1098	1060	988	921	907
资产总计	14348	13443	12661	12898	13279
流动负债	5050	6703	5166	4443	3755
短期借款	1089	1754	2854	1944	1080
应付账款	1260	1661	1750	1933	2104
预收账款	35	43	46	51	55
其他	2667	3245	516	516	516
长期负债	3439	1124	1124	1124	1124
长期借款	1529	845	845	845	845
其他	1911	279	279	279	279
负债合计	8490	7827	6290	5567	4879
股本	2355	2355	2355	2355	2355
资本公积金	(22)	(147)	(147)	(147)	(147)
留存收益	3350	3165	3926	4894	5970
少数股东权益	175	243	237	229	221
归属于母公司所有者权益	5683	5374	6134	7102	8179
负债及权益合计	14348	13443	12661	12898	13279

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1891	2078	1187	1178	1250
净利润	704	225	761	968	1076
折旧摊销	385	435	430	420	411
财务费用	403	314	261	188	135
投资收益	(162)	(104)	(200)	(200)	(200)
营运资金变动	576	1210	(60)	(193)	(166)
其它	(14)	(2)	(5)	(4)	(6)
投资活动现金流	411	(548)	(100)	(100)	(100)
资本支出	(592)	(321)	(300)	(300)	(300)
其他投资	1004	(226)	200	200	200
筹资活动现金流	(2046)	(2010)	(1890)	(1099)	(998)
借款变动	(435)	59	(1629)	(911)	(863)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(85)	(125)	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(1526)	(1945)	(261)	(188)	(135)
现金净增加额	256	(480)	(803)	(21)	152

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	7342	8175	8611	9547	10372
营业成本	5317	6067	6393	7062	7687
营业税金及附加	70	74	78	86	93
营业费用	236	310	370	382	415
管理费用	529	463	560	573	622
研发费用	0	93	112	124	135
财务费用	402	292	261	188	135
资产减值损失	60	558	50	50	50
公允价值变动	0	0	0	0	0
投资收益	268	218	200	200	200
营业利润	997	536	988	1281	1435
营业外收入	11	15	15	15	15
营业外支出	18	10	10	10	10
利润总额	990	541	993	1286	1440
所得税	300	317	238	326	372
净利润	690	224	755	960	1068
少数股东损益	(14)	(2)	(6)	(8)	(8)
归属于母公司净	704	225	761	968	1076

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-3%	11%	5%	11%	9%
营业利润	-33%	-46%	84%	30%	12%
净利润	-39%	-68%	238%	27%	11%
获利能力					
毛利率	27.6%	25.8%	25.8%	26.0%	25.9%
净利率	9.6%	2.8%	8.8%	10.1%	10.4%
ROE	12.4%	4.2%	12.4%	13.6%	13.2%
ROIC	7.7%	0.1%	8.7%	10.2%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	59.2%	58.2%	49.7%	43.2%	36.7%
净负债比率	33.2%	39.6%	29.2%	21.6%	14.5%
流动比率	1.1	0.7	0.8	1.0	1.4
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.9	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	8.3	8.3	8.9	9.2	9.1
应收帐款周转率	2.9	4.1	4.5	4.7	4.6
应付帐款周转率	4.5	4.2	3.7	3.8	3.8
每股资料 (元)					
EPS	0.30	0.10	0.32	0.41	0.46
每股经营现金	0.80	0.88	0.50	0.50	0.53
每股净资产	2.41	2.28	2.60	3.02	3.47
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	14.9	46.4	13.7	10.8	9.7
PB	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	9.3	13.5	9.5	8.4	8.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

吴昊，新加坡南洋理工大学金融学硕士，美国爱荷华大学金融学、经济学双学士。2015-2019 年，任招商证券家电行业分析师，多次获新财富/金牛奖/水晶球/IAMAC 等奖项。2019 年起任招商证券造纸轻工行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。