

### 方正证券研究所证券研究报告

中粮包装 (0906.HK)

公司研究

轻工制造行业

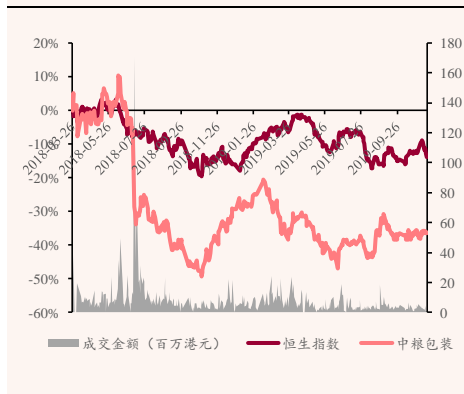
公司事件点评

2019.11.16/强烈推荐(维持)

轻工分析师：朱悦  
执业证书编号：S1220519050001  
TEL：  
E-mail zhuyue0@foundersec.com

联系人：钟天皓  
E-mail: zhongtianhao@foundersec.com

#### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

#### 相关研究

- 《中报净利+18.1%，盈利能力触底回升，关注加多宝仲裁事件推进》2019.08.28
- 《18年业绩筑底，行业竞争&成本改善，19年有望迎来景气向上》2019.03.27
- 《积极因素增多，向上拐点确立》，2018.11.14
- 《短期原材料拖累利润端，但行业景气复苏趋势不变，关注与加多宝之间的进展》2018.08.28
- 《17年净利同比+6%，看好18年行业景气复苏》2018.03.27

请务必阅读最后特别声明与免责条款

#### 【事件】

公司收到香港国际仲裁中心的《部分仲裁裁决书》，主要内容如下：王老吉所申请的终止增资协议无效，需根据原协议注入商标，且需赔偿中粮包装投资2.3亿元（截止2019年10月31日，按照中粮实际出资额时间及金额计算的应得收益），并支付773万元利息（应付而未付的股息所对应的利息）。

#### 【点评】

1) 仲裁事件推进顺利，股东利益获保障。①后续有望就解决方案细节达成一致。本次仲裁属于最终决定，加多宝集团在官网亦发文表态中粮的加盟会对加多宝集团有积极影响，我们预计双方后续将就细节问题达成良好的解决方案；②加多宝分红将有力增厚业绩。截止2019年6月30日，公司已经出资15.1亿元（其中，8.77亿元为现金出资），根据2017年达成的注资协议，每年分红不低于出资额10%，将有力增厚业绩（较高的分红亦有望减少公司的财务费用）；③目前仍未明确相关赔偿的到位时间及会计处理，盈利预测暂时未作考虑，此外，后续预计不排除会派发特殊股利，保障股东利益。

2) 二片罐行业供需格局改善，比利时产能将在明年贡献增量业绩。①得益于产能出清与整合，二片罐供需格局再平衡，公司二片罐业务2019年上半年毛利率同比增加0.4pct至15.2%，考虑到今年铝价整体在13500-14500元/吨波动，预计公司毛利率可维持现有水平，后续随行业格局进一步改善，毛利率有向上空间；②比利时产能进展顺利，后续随客户完成产品验收，将于明年贡献增量业绩（设计产能10亿罐/年）。

**盈利预测与投资建议：**行业景气触底回升，公司综合实力突出率先迎拐点，加多宝仲裁案推进顺利，预计2019-2021年EPS分别为0.26/0.30/0.34（暂时不考虑加多宝事件影响），对应PE分别为10.7/9.4/8.3倍。维持强烈推荐评级。

**风险提示：**原材料价格波动；下游需求不及预期；海外产能投产延后。

#### 盈利预测：

单位/百万	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6591	7294	7970	8572
(+/-) (%)	10.26	10.66	9.27	7.55
净利润	255	305	347	394
(+/-) (%)	-17.86	19.40	14.04	13.36
EPS(元)	0.22	0.26	0.30	0.34
P/E	12.76	10.69	9.37	8.27

数据来源：wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4140	3964	4018	4453	<b>营业总收入</b>	6591	7294	7970	8572
现金	894	309	69	146	营业成本	5621	6179	6736	7229
应收账款	1692	1958	2140	2325	营业税金及附加	0	0	1	2
其它应收款	347	460	502	564	营业费用	311	328	351	373
预付账款	274	305	306	307	管理费用	276	321	367	390
存货	881	880	949	1060	财务费用	90	111	108	110
其他	52	52	52	52	资产减值损失	8	5	5	5
<b>非流动资产</b>	6836	6996	7157	7320	公允价值变动收益	-6	2	2	2
长期投资	1234	1234	1234	1234	投资净收益	-2	-7	-5	-3
固定资产	4908	5058	5208	5359	<b>营业利润</b>	292	354	409	471
无形资产	263	273	284	296	营业外收入	104	122	123	124
其他	431	431	431	431	营业外支出	51	63	61	61
<b>资产总计</b>	10976	10960	11175	11773	<b>利润总额</b>	346	413	471	534
<b>流动负债</b>	3755	3731	3817	3959	所得税	80	96	110	124
短期借款	2142	1842	1742	1694	<b>净利润</b>	265	317	361	409
应付账款	1470	1740	1925	2114	少数股东损益	10	12	14	16
其他	143	149	150	151	<b>归属母公司净利润</b>	255	305	347	394
<b>非流动负债</b>	1972	1772	1672	1872	<b>EBITDA</b>	346	773	842	916
长期借款	1951	1751	1651	1851	<b>EPS (元)</b>	0.22	0.26	0.30	0.34
其他	21	21	21	21					
<b>负债合计</b>	5727	5503	5489	5831	<b>主要财务比率</b>	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	352	364	378	393	<b>成长能力</b>				
股本	2730	2730	2730	2730	营业收入	10.26	10.66	9.27	7.55
资本公积	2036	2207	2401	2617	营业利润	-0.19	0.21	0.16	0.15
留存收益	130	155	177	201	归属母公司净利润	-0.18	0.19	0.14	0.13
归属母公司股东权益	4897	5093	5308	5549	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	10976	10960	11175	11773	毛利率	0.15	0.15	0.15	0.16
					净利率	0.04	0.04	0.04	0.05
					ROE	0.05	0.06	0.07	0.07
					ROIC	0.02	0.03	0.03	0.03
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.52	0.50	0.49	0.50
					净负债比率	1.17	1.08	1.03	1.05
					流动比率	1.10	1.06	1.05	1.12
					速动比率	0.79	0.74	0.72	0.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.60	0.67	0.71	0.73
					应收账款周转率	3.89	3.72	3.72	3.69
					应付账款周转率	3.82	3.55	3.50	3.42
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.22	0.26	0.30	0.34
					每股经营现金	0.23	0.47	0.54	0.54
					每股净资产	4.22	4.39	4.57	4.78
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.76	10.69	9.37	8.27
					P/B	0.66	0.64	0.61	0.59
					EV/EBITDA	9.41	4.21	3.87	3.55

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本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任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com