

轻工制造

2010年12月20日

# 紫江企业 (600210)

——与统一合营建厂尝试下游合作新模式，估值具有明显安全边际，建议“增持”

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

维持

市场数据： 2010年12月17日

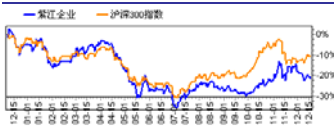
收盘价(元)	6.15
一年内最高/最低(元)	8.11/4.94
上证指数/深证成指	2894/12760
市净率	2.6
息率(分红/股价)	4.88
流通A股市值(百万元)	8836

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2010年09月30日

每股净资产(元)	2.38
资产负债率%	60.33
总股本/流通A股(百万)	1437/1437
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



### 相关研究

《紫江企业(600210)2010年三季度点评报告》 2010/10/26

《紫江企业(600210)2010年中报点评》 2010/08/09

《紫江企业(600210)2010年一季度点评》 2010/04/19

### 分析师

周海晨 A0230208080453  
[zhouhc@swsresearch.com](mailto:zhouhc@swsresearch.com)  
 屠亦婷  
[tuyt@swsresearch.com](mailto:tuyt@swsresearch.com)

### 联系人

(8621)23297818x7369  
[lihp@swsresearch.com](mailto:lihp@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率
2008	5077	2	185	-45	0.13	19.8	6.9	47
2009	5165	2	654	253	0.46	28	20.2	13
1-3Q 2010	4674	18	487	-8	0.34	26	14.2	-
2010E	6,308	22	583	-11	0.41	22.3	16.4	15
2011E	7,566	19.9	760	30.4	0.53	23.0	19.0	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

投资要点：

- **事件：**公司公告：公司控股子公司武汉紫江企业有限公司自筹资金1000万美元，和统一企业出资1000万美元，各占50%股权，成立合营公司武汉紫统企业有限公司（暂定名）。新公司计划投资四条PET瓶坯生产线，年产能超过8亿只瓶坯，主要为统一企业配套生产各种PET饮料瓶的瓶坯。
- **以合营方式进行瓶坯生产，有助巩固与下游的合作关系，降低经营风险。**公司首次采用与下游客户直接成立合营公司的方式进行瓶坯生产，资本层面的合作不仅确保产品销路，降低经营风险；也设置了较高的进入壁垒，加强了与下游间的合作联系。参考类似项目进度，预计合营公司将于11年下半年投产。公司09年销售PET瓶40亿只，贡献收入17.86亿元，毛利5.05亿元（毛利率28%）；据此推算此次新投资8亿只瓶坯产能将新增收入3.5亿，假定10%净利率，贡献净利润约3500万元（并表1300万元净利）。
- **包装业务内生和外延式增长可期，预计11年实现20%以上的增长。**居民消费水平提升和城市化的推进，带动下游品牌软饮料企业稳定增长；作为龙头包装企业，公司亦将受益其中。我们预计包装业务10年贡献净利润约4.3亿；考虑到包装业务内生增长稳定，和新建项目外延式扩张预期强烈，预计11年增长20%以上，贡献净利润约4.3\*1.2=5.2亿以上。
- **地产调控影响紫都晶园销售节奏，成为压制公司估值主要因素。**根据“网上房地产”信息，公司紫都晶园三期可售数量为44套，开售至今销售13套，其中已登记4套；销售均价为80048元/平方米（vs 09年销售均价约50000元/平方米）。如我们之前所强调的，调控政策虽放缓了公司的销售节奏，但地理位置的稀缺性确保了房产项目的中长期盈利，目前看地产业务对公司估值压制作用有过度反映。

- 创投业务贡献投资收益，业绩或有新惊喜。**公司控股 98.28% 的紫江创投和参股 20% 的紫晨投资持有大量新上市和拟上市资源，已上市的包括中恒电气、威尔泰、上海佳豪和宇顺电子；根据 12 月 17 日收盘价，上述四家公司市值折合约每股 0.22 元。此外公司 7 月公告，控股紫江创投与另外 5 家公司共同组建民机航电产业公司，推进实施民机航电产业化项目，建设上海国家级民机航电产业基地，或为公司未来业绩创造新惊喜。
- 投资评级与估值：包装股中的估值洼地，建议“增持”。**下游软饮料市场的稳定增长和品牌化消费的趋势，以及公司主要客户两乐在华的持续扩张，为紫江这样的行业龙头未来稳定增长奠定良好基础；此外，结算方式的日趋稳定和相对成熟的转价机制，也使公司包装业务的毛利率能保持相对稳定。地产业务方面，基于地理位置的稀缺性和高端别墅的定位，我们依然看好公司房地产销售（短期调控的不确定性可能影响业绩释放的节奏），加之创投业务可能带来的投资收益，我们维持 10-11 年 EPS 为 0.41 元和 0.53 元（其中包装业务分别贡献 0.30 元和 0.36 元），目前股价对应 PE 分别为 15 倍和 12 倍，其中包装业务对应 PE 仅 9.8 倍，明显低于其它包装公司，估值具有明显安全边际，建议“增持”。
- 核心假设风险：**宏观调控推迟地产业绩贡献时机；原材料价格大幅波动影响公司包装业务盈利。

表 1：盈利预测表

单位：百万元，元

	2008	2009	1-3Q2010	2010E	2011E
一、营业收入	5,077	5,165	4,674	6,308	7,566
二、营业总成本	4,792	4,456	4,073	5,641	6,658
其中：营业成本	4,073	3,718	3,458	4,836	5,748
营业税金及附加	12	51	41	63	76
销售费用	156	156	146	170	212
管理费用	302	345	290	360	401
财务费用	230	174	137	206	214
资产减值损失	18	10	1	6	7
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-6	66	35	86	86
三、营业利润	280	776	636	753	994
加：营业外收入	21	90	23	25	25
减：营业外支出	8	13	4	8	8
四、利润总额	293	853	655	770	1,011
减：所得税	58	148	114	137	185
五、净利润	236	704	541	633	826

少数股东损益	50	50	55	51	66
归属于母公司所有者的净利润	185	654	487	583	760
<b>六、全面摊薄每股收益</b>	<b>0.13</b>	<b>0.46</b>	<b>0.34</b>	<b>0.41</b>	<b>0.53</b>
全面摊薄总股本	1,437	1,437	1,437	1,437	1,437

资料来源：申万研究

## 信息披露

### 分析师承诺

周海晨：农业轻工。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                   |                       |
|-------------------|-----------------------|
| 买入 (Buy)          | ： 相对强于市场表现 20%以上；     |
| 增持 (Outperform)   | ： 相对强于市场表现 5%~20%；    |
| 中性 (Neutral)      | ： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现5%以下。       |

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- |                  |                  |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight)  | ： 行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

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。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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。