

合兴包装 (002228.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): 20.88元

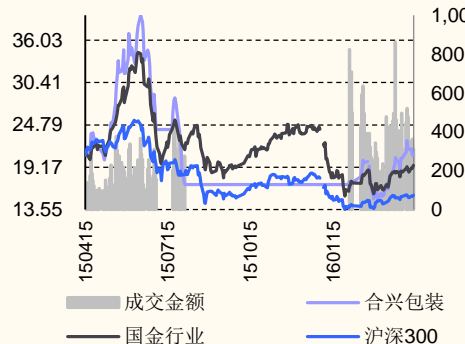
业绩下滑符合预期, 重拾增长值得期待

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)	347.50
总市值(百万元)	7,777.59
年内股价最高最低(元)	39.34/14.98
沪深300指数	3261.38
深证成指	10684.92

人民币(元) 成交金额(百万元)



相关报告

1. 《业绩前低后高、转型升级可期-合兴包装2015年半年报点评》, 2015.8.25

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.36	0.32	0.42	0.56	0.71
每股净资产(元)	3.05	4.21	4.49	4.78	5.25
每股经营性现金流(元)	0.92	0.43	0.53	0.33	0.38
市盈率(倍)	37	55	51	38	30
行业优化市盈率(倍)	21	48	39	39	39
净利润增长率(%)	32.65%	-8.62%	37.34%	32.77%	27.23%
净资产收益率(%)	11.84%	7.32%	9.42%	11.75%	13.61%
总股本(百万股)	347.50	372.49	372.49	372.49	372.49

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28.52亿元、1.54亿元和1.15亿元, 同比分别增长5.01%, 下降5.46%和8.62%。实现全面摊薄EPS0.32元/股, 符合我们的预期。公司2015年分配预案为每10股派送1.00元(含税), 每10股转增18股。

经营分析

- **业绩下滑主要受下游增速放缓影响:** 公司的下游配套行业主要是食品饮料和家电(占比约60%~70%)。2015年, 这两个行业均呈现不同程度的市场低迷态势。2015年1-10月, 家电企业规模以上营收累计同比增长1.78%(-8.11pct.)。同期, 啤酒企业规模以上营收累计同比增长2.41%(-2.85pct.)。受此影响, 公司过去两年营收, 尤其是净利高速增长的趋势在2015年明显受阻。除营收年增速首次回落到个位数以外, 毛利率亦在原纸价格阶段性走高影响下从上年的20.66%减少0.94pct.至19.72%。虽然期间费用控制较上年为好(13.73%, -0.26pct.), 但是净利率仍从4.62%减少0.6pct., 到4.02%。
- **行业低迷期加大行业整合力度:** 瓦楞纸箱行业有100-150公里运输半径。为覆盖全国主要经济区域, 配套主要大客户的全国扩张, 公司近年来一直在推进加密产能布局, 拓展服务市场的竞争策略。公司的生产基地已从2008年上市之初的4家增加到2015年底的30家。公司从2014年起先后发起设立的两支并购基金(分别为总规模4亿元, 首期2亿元及总规模8亿元, 首期2亿元, 公司均认购20%劣后级)已经完成募集并开始运作项目。基金并购标的包括公司产能布局的空白区域以及产业链延伸方向。1) 2015年初, 公司并购北京金鹰从事的高端精品彩盒业务, 与公司自身的大型纸箱包装构成互补和协同关系。2) 2016年3月, 公司通过参与设立的产业并购基金厦门架桥合兴, 签约拟斥资6.8亿元收购国际纸业在中国11家及泰国、马来西亚和印尼共18家瓦楞纸箱生产基地, 向中国以及东南亚其他市场的客户提供瓦楞包装设计、研发、生产和供应链管理等整体解决方案。
- **大客户战略成效显著:** 与国际成熟市场相比, 中国瓦楞纸箱行业市场集中度极低(中国CR5<10%vs.美国前五大市占率均>10%, 最高为27%), 龙头公司市占率还有很大提升空间。为此, 公司推行“集团化、大客户”的战略, 加强与下游中高端客户的合作关系, 发展整体包装解决方案, 在上半年

揭力

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

取得了显著的成绩。1) 2015年7月21日,公司公告其与百威英博签订了三年纸箱长期供应合同。百威英博是全球最大酿酒制造商,也是公司2014年前五大客户及公司环保类产品预印的最大客户,包装需求巨大。百威英博在三年合同期内,分配给合兴包装的采购量比例将是30%、33%和36%。本次签约将保证合兴包装主业稳定增长以及预印产品的推广。2) 2016年4月,公司签约户外休闲用品品牌泰普森,将为其提供智能包装集成服务。

- **转型智能包装集成服务商。**公司在2015年发展计划中首次提到向智能包装集成服务商转型。智能包装集成服务(PAAS)指的是从下游大型工业类客户的需求角度出发,提供从包装方案设计,到包装材料选取、包装结构设计、第三方平台化采购、包装机械自动化改造,到供应链金融的一整套集成服务。智能包装集成,有助于为下游客户提升自动化效率,降低包装成本,从而实现与客户的双赢。1) 2015年,公司收购厦门维康智慧物联,迈出了转型升级的关键一步。2) 2016年4月,公司与户外休闲用品品牌泰普森签约,将为其提供一站式的智能包装集成服务。
- **成立互联网包装定制平台,进军中小电商包装大市场。**2015年4月,公司公告设立厦门合兴网络科技有限公司,剑指中小电商商家对定制化包装的巨大需求。这些中小电商商家地理分布广、订单小且个性化,而公司是国内唯一一家具有全国供应能力的企业,具有满足全国中小电商商家的天然地理优势。公司基于强大的设计、生产能力以及“云印刷”的柔性生产技术,通过“线上接单、线下生产配送”的定制化包装O2O模式,为各类中小电商商家提供定制化包装套餐,协助中小电商商家提升品牌形象,使纸包装成为其吸引客户的第一道入口,从而有机会在服务中小电商大市场中获得长足发展。
- **员工持股计划,保障公司长期成长。**2015年7月24日,公司首期员工持股计划完成购买,(包括7名董、监、高在内的不超过100名员工参与,耗资约1.11亿元,杠杆1:2),分别通过二股东减持获得总股本0.7%及通过二级市场购买总股本0.5%,均价25元/股。该计划的优先级部分预期年化收益率为8%,由控股股东提供担保。同时,计划的考核标准为:2015-17三年,不扣除非经常性损益后归属母公司的净利润增速均>50%。高考核标准将董、监、高以及核心员工的利益将与公司的长远发展高度一致,有助于调动各方积极性,保障公司业绩的快速成长。

风险因素

- 原材料价格和人工成本上涨;下游主要客户销售低于预期;并购基金运作低于预期,公司生产基地扩张计划受阻。

盈利预测与投资建议

- 包装行业集中度逐步提升,公司作为行业龙头企业将显著受益,内生性增长与外延式扩张均可期待。互联网定制化包装和智能包装集成服务逐步落地,将进一步打开公司盈利和市值的空间。我们维持公司2016-2017年EPS预测0.42/0.56元/股,预计2018年EPS为0.71(三年CAGR32.4%),对应PE分为51/38/30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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
主营业务收入	2,442	2,716	2,852	3,282	4,088	5,066	货币资金	130	196	321	406	294	213	
增长率		11.2%	5.0%	15.0%	24.6%	23.9%	应收款项	702	700	821	883	1,100	1,363	
主营业务成本	-1,953	-2,155	-2,290	-2,651	-3,318	-4,130	存货	362	373	468	499	625	778	
%销售收入	80.0%	79.3%	80.3%	80.8%	81.2%	81.5%	其他流动资产	18	26	31	34	42	51	
毛利	489	561	563	630	770	936	流动资产	1,212	1,296	1,641	1,822	2,060	2,404	
%销售收入	20.0%	20.7%	19.7%	19.2%	18.8%	18.5%	%总资产	54.9%	52.9%	55.0%	58.9%	61.9%	65.7%	
营业税金及附加	-12	-15	-15	-17	-20	-23	长期投资	22	83	106	107	106	106	
%销售收入	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	732	815	916	913	903	888	
营业费用	-150	-175	-187	-217	-256	-311	%总资产	33.1%	33.3%	30.7%	29.5%	27.2%	24.2%	
%销售收入	6.1%	6.4%	6.6%	6.6%	6.3%	6.1%	无形资产	175	172	264	249	255	261	
管理费用	-168	-149	-157	-180	-214	-248	非流动资产	996	1,153	1,343	1,271	1,266	1,256	
%销售收入	6.9%	5.5%	5.5%	5.5%	5.2%	4.9%	%总资产	45.1%	47.1%	45.0%	41.1%	38.1%	34.3%	
息税前利润 (EBIT)	158	222	203	216	280	353	资产总计	2,208	2,449	2,983	3,093	3,326	3,661	
%销售收入	6.5%	8.2%	7.1%	6.6%	6.9%	7.0%	短期借款	576	639	523	497	472	448	
财务费用	-52	-59	-47	-20	-18	-17	应付款项	304	386	515	497	621	773	
%销售收入	2.1%	2.2%	1.7%	0.6%	0.4%	0.3%	其他流动负债	27	31	36	86	112	141	
资产减值损失	11	0	-5	0	0	0	流动负债	907	1,057	1,074	1,080	1,205	1,363	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	2	0	0	0	0	1	
投资收益	5	-1	2	1	1	1	其他长期负债	307	304	298	298	298	298	
%税前利润	3.7%	n.a	1.3%	0.5%	0.4%	0.3%	负债	1,217	1,361	1,372	1,378	1,503	1,662	
营业利润	122	162	154	197	263	337	普通股股东权益	958	1,060	1,568	1,672	1,780	1,956	
营业利润率	5.0%	6.0%	5.4%	6.0%	6.4%	6.6%	少数股东权益	34	28	43	43	43	43	
营业外收支	6	7	6	7	8	8	负债股东权益合计	2,208	2,449	2,983	3,093	3,326	3,661	
税前利润	127	169	160	204	271	345	比率分析		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
利润率	5.2%	6.2%	5.6%	6.2%	6.6%	6.8%	每股指标							
所得税	-26	-37	-37	-47	-62	-78	每股收益	0.27	0.36	0.31	0.42	0.56	0.71	
所得税率	20.0%	22.0%	23.0%	22.9%	22.8%	22.8%	每股净资产	2.76	3.05	4.21	4.49	4.78	5.25	
净利润	102	132	123	158	209	266	每股经营现金净流	0.36	0.92	0.43	0.53	0.33	0.38	
少数股东损益	7	6	8	0	0	0	每股股利	0.10	0.05	0.10	0.14	0.19	0.24	
归属于母公司的净利润	95	126	115	158	209	266	回报率							
净利率	3.9%	4.6%	4.0%	4.8%	5.1%	5.3%	净资产收益率	9.88%	11.84%	7.32%	9.42%	11.75%	13.61%	
							总资产收益率	4.29%	5.13%	3.85%	5.09%	6.29%	7.27%	
							投入资本收益率	6.79%	8.56%	6.44%	6.64%	8.34%	9.93%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	15.47%	11.24%	5.01%	15.04%	24.58%	23.92%	
							EBIT 增长率	22.21%	40.28%	-8.48%	6.25%	29.61%	26.09%	
							净利润增长率	57.30%	32.65%	-8.62%	37.34%	32.77%	27.23%	
							总资产增长率	3.09%	10.91%	21.82%	3.68%	7.53%	10.06%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	85	84	88	84	84	84	
							存货周转天数	69	62	67	69	69	69	
							应付账款周转天数	43	39	43	46	46	46	
							固定资产周转天数	100	92	111	96	76	60	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	75.12%	68.06%	31.03%	22.64%	26.12%	26.74%	
							EBIT 利息保障倍数	3.0	3.8	4.3	10.7	15.7	20.3	
							资产负债率	55.10%	55.56%	46.00%	44.55%	45.20%	45.39%	

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

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。

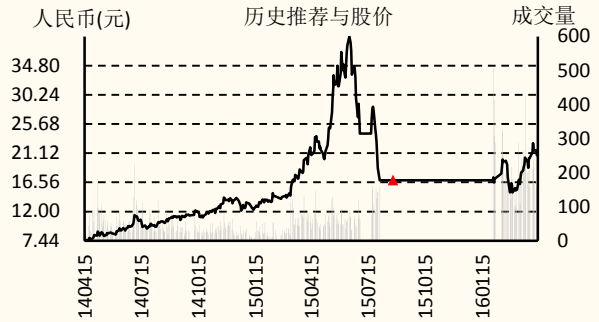
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-08-25	买入	16.88	35.00

来源：国金证券研究所



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作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