

2019年10月31日

## 毛利率持续好转，发力 PSCP 业务助力向包装服务商转型

### 合兴包装 (002228)

#### 事件概述 (详见正文分析)

合兴包装发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营收 82.5 亿元，同比下降 9.7%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 6.6%，扣非后净利为 1.8 亿元，同比增长 2.0%。分季度看，2019 年 Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 8.2%/-18.2%/-16.0%，归母净利润分别同比增长 17.5%/5.0%/-2.0%，扣非后净利润分别同比增长 12.7%/-7.5%/-1.7%。

#### 分析判断

##### ► 收入端：包装纸短期承压，四季度有望显著放量

业绩层面，前三季度公司营收同比下降 9.7%，主要系包装纸价格走低，业务收入下滑所致。包装纸业务占公司营收约 61%，箱板瓦楞纸价格在进入 2019 年后，受高库存影响，价格持续下跌，受此拖累公司 Q2/Q3 季度营收同比分别下滑 18.2%/16.0%。我们认为在，未来外废严格控制的情况下，包装纸加快降库，纸厂均有涨价的意愿，加上公司新产能的投放，箱板纸营收将有较大的增长。

##### ► 智能工厂加快建设，PSCP 业务开展顺利

公司于 2019 年 8 月 13 日公告拟发行可转债，募集金额不超 6.0 亿元，用于建设环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目及青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目。项目年生产力预计可达 2 亿平方米包装制品及 6000 万平米三层和 9000 万平米五层中高档纸箱，预计总销售额达 11.7 亿元。2019 年 1 月“联合包装网”网络系统 2.0 上线，截止 2019 年 6 月底，PSCP 客户数共有 1600 家，产业链加快整合。2019 上半年 PSCP 业务实现营收 14.7 亿元，同比增长 7.5%。

##### ► 费用率上升，毛利率同比改善

费用方面，前三季度期间费用率整体上升 1.92pct 至 9.79%，其中公司销售费用率、管理费用率分别同比+0.61pct、+1.07pct 至 4.32%、3.58%。盈利能力方面，前三季度公司毛利率、净利率分别+0.97pct、-3.85pct 至 13.02%、2.60%，公司毛利率同比改善，系上游原纸价格下降所致，净利率承压系期间费用率上升，主要是管理费用增加。

#### 投资建议

包装纸价格看涨，PSCP 进展顺利，我们预计合兴包装 2019-2021 年实实现营收分别为 119.8/132.1/150.9 亿元，归母净利润 2.6/3.1/3.6 亿元，EPS 分别为 0.22/0.26/0.31 元，对应 PE18/16/13X，参考可比公司 2020 年平均 19 倍 PE，给予公司 19 倍 PE 估值，对应 EPS0.26 元，目标价 4.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

#### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	4.94
最新收盘价:	4.10
股票代码:	002228
52 周最高价/最低价:	6.32/3.8
总市值(亿)	47.95
自由流通市值(亿)	47.78
自由流通股数(百万)	1,165.44



#### 分析师：徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话: 17701086910

#### 分析师：戚志圣

邮箱: qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话: 13651997419

### 风险提示

1) 终端需求放缓; 2) 原材料成本上涨风险; 3) 新业务开展不及预期。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	8747.81	12166.13	11983.76	13213.37	15091.36
YoY (%)	146.95%	39.08%	-1.50%	10.26%	14.21%
归母净利润(百万元)	141.68	233.06	262.02	305.86	361.42
YoY (%)	37.64%	64.49%	12.43%	16.73%	18.17%
毛利率 (%)	14.34%	12.54%	12.99%	12.97%	13.06%
每股收益 (元)	0.12	0.20	0.22	0.26	0.31
ROE	5.53%	8.51%	8.97%	9.78%	10.74%
市盈率	33.84	20.57	18.30	15.68	13.27

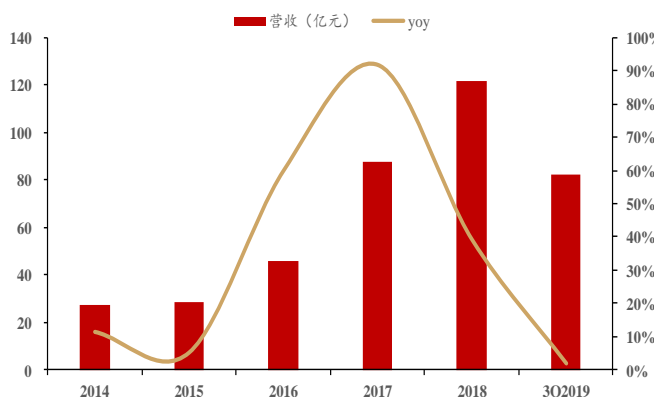
资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 1、事件：合兴包装发布 2019 年三季度报

合兴包装发布 2019 年三季度报，前三季度公司实现营收 82.5 亿元，同比下降 9.7%；归母净利润 1.9 亿元，同比增长 6.6%；扣非后净利为 1.8 亿元，同比增长 2.0%。三季度单季度公司实现营收 27.7 亿元，同比下降 16.0%，归母净利润 6070.6 万元，同比下降 2.0%；扣非后净利为 5639.1 万元，同比下降 1.7%。

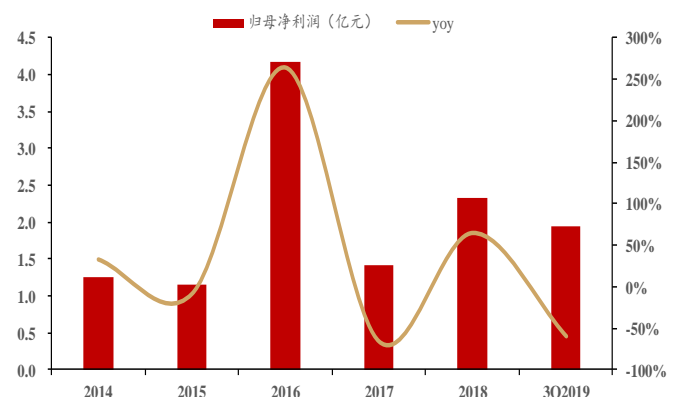
分季度看，2019 年 Q1/Q2/Q3 营收分别同比增长 8.2%/-18.2%/-16.0%，归母净利润分别同比增长 17.5%/5.0%/-2.0%，扣非后净利润分别同比增长 12.7%/-7.5%/-1.7%。前三季度公司经营活动产生现金流量净额 4.1 亿元，其中第三季度公司经营活动产生现金流量净额 2.3 亿元，同比增长 371.2%。

图 1 2019Q1-Q3 营收同比下降 9.7%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 2019Q1-Q3 归母净利润同比增长 6.6%



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2、收入端：包装纸短期承压，看好四季度放量

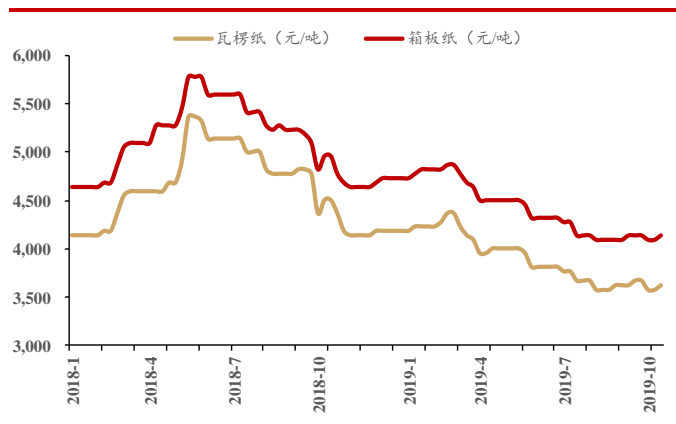
业绩层面，前三季度公司营收同比下降 9.7%，主要系包装纸价格走低，业务收入下滑所致。包装纸业务占公司营收约 70%，箱板瓦楞纸价格在进入 2019 年后，受高库存影响，价格持续下跌，受此拖累公司 Q2/Q3 季度营收同比分别下滑 18.2%/16.0%。箱板瓦楞纸价格在 8 月企稳，并于 9 月底开始触底反弹，Q3 收入下滑幅度收窄。目前箱板纸的市场均价约为 4000 元/吨，我们认为在，未来外废严格控制的情况下，包装纸加快降库，纸厂均有涨价的意愿，加上公司新产能的投放，箱板纸营收将有较大的增长。

### 3、智能工厂加快建设，PSCP 业务开展顺利

公司于 2019 年 8 月 13 日公告拟发行可转债，募集金额不超 6.0 亿元，用于建设环保包装工业 4.0 智能工厂建设项目及青岛合兴包装有限公司纸箱生产建设项目。项目年生产力预计可达 2 亿平方米包装制品及 6000 万平米三层和 9000 万平米五层中高档纸箱，预计总销售额达 11.7 亿元。同时公司将根据发展规划布局智能工厂，实现生产流程升级，提高生产效率，降低生产成本。

2019 年 1 月“联合包装网”网络系统 2.0 上线，截止 2019 年 6 月底，PSCP 客户数共有 1600 家，产业链加快整合。2019 年上半年 PSCP 业务实现营收 14.7 亿元，同比增长 7.5%。

图3 年初以来包装纸价格持续走低



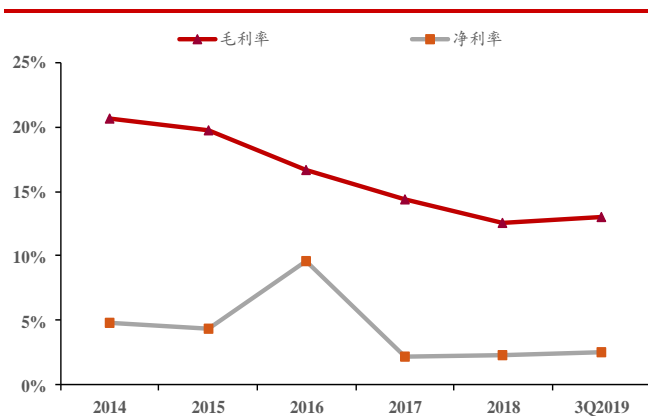
资料来源: 卓创资讯, 华西证券研究所

#### 4、费用率上升, 毛利率同比改善

**费用方面**, 前三季度期间费用率整体上升 1.92pct 至 9.79%, 其中公司销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.61pct、+1.07pct、+0.19pct、-0.04pct 至 4.32%、3.58%、1.24%、0.66%, 单三季度销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比+0.72pct、+1.00pct、+0.38pct、-0.25pct 至 4.69%、4.07%、1.31%、0.64%。

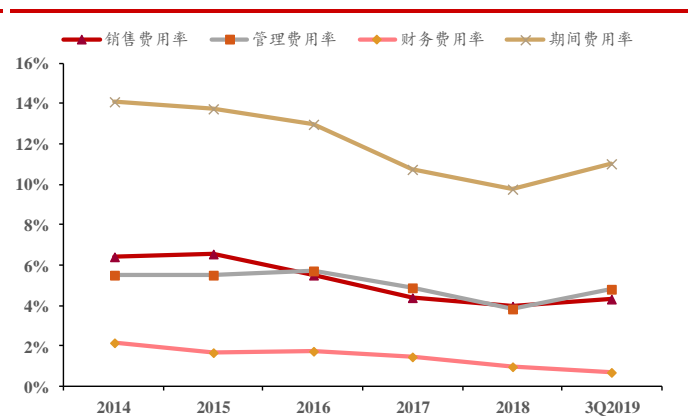
**盈利能力方面**, 前三季度公司毛利率、净利率分别+0.97pct、-3.85pct 至 13.02%、2.60%, 其中单三季度毛利率、净利率分别为 13.75%、2.50%, 同比分别+1.16pct、-0.12pct。公司毛利率同比改善, 系上游原纸价格下降所致, 净利率承压系期间费用率上升, 主要是管理费用增加。

图4 2019Q1-Q3 毛利率同比改善



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图5 2019Q1-Q3 期间费用率同比上升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

**其他财务指标**, 公司应收票据较期初增加 219.2%, 系报告期内未及时背书; 其他应收款较期初增加 34.3%, 系往来款增加; 在建工程较期初增加 103.6%, 系青岛合兴和湖北合信基建项目建设投入; 资产减值损失同比减少 90.4%, 系上年同期计提商誉减值。

#### 5、投资建议: 包装纸价格看涨, PSCP 进展顺利

1) 包装纸价格后市看涨，一是包装纸库存正在降低，价格中枢有望回调，此外受双十一影响，包装纸需求旺盛，10月份涨价已经开始落地。二是成本结构上，随着外废进口配额减少，2020年外废进口取消，废纸供给偏紧，库存较低，叠加当前废纸价格处于历史低位，废纸价格有望上行，进而带动包装纸价格上行。我们看好包装纸价格上涨带来的收入边际改善。

2) PSCP 业务进展顺利，2019年1月“联合包装网”网络系统2.0上线，包装产业供应链云平台（PSCP）是依托互联网，服务包装产业链上下游供应商、客户等主体，截止2019年6月底，PSCP客户数共有1600家，较2018年底增加约300家，收入规模持续扩大。我们认为PSCP将有力地推动公司向包装服务商迈进，提升产业链附加值。

## 6、盈利预测

基本假设：1) 收入端：包装行业Q4受益于双11，全年业绩有所提振，未来受益于中国快递行业的快速发展。供应链服务保持着稳定的增长。2) 成本端：参考同比公司成本变化和具体情况预估成本的变动。3) 费用端：按照公司历史费用水平进行平均来计算。

基于以上假设，我们预计合兴包装2019-2021年实现营业收入分别为119.8/132.1/150.9亿元，归母净利润2.6/3.1/3.6亿元，EPS分别为0.22/0.26/0.31元，对应PE18/16/13X，参考可比公司2020年平均19倍PE，给予公司19倍PE估值，对应EPS0.26元，目标价4.94元，首次覆盖给予“买入”评级。

表1 收入拆分表

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
合计							
	营业收入(百万元)	3542.37	8747.81	12166.13	11983.76	13213.37	15091.36
	YoY	24.2%	146.9%	39.1%	-1.5%	10.3%	14.2%
	毛利率	17.0%	14.3%	12.5%	13.0%	13.0%	13.2%
包装制造行业							
	营业收入(百万元)	3542.37	7611.32	9326.58	8860.25	9746.28	11208.22
	YoY	24.2%	114.9%	22.5%	-5.0%	10.0%	15.0%
	毛利率	17.0%	16.1%	15.0%	15.8%	15.9%	16.0%
供应链服务							
	营业收入(百万元)		1136.50	2839.55	3123.51	3467.09	3883.14
	YoY			149.9%	10.0%	11.0%	12.0%
	毛利率		2.8%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表2 可比公司估值表

公司简称	收盘价(元)	EPS(元)			PE			PB		
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
裕同科技	23.14	1.08	1.24	1.47	21.5	18.6	15.7	6.2	3.0	2.7
华源控股*	6.43	0.17	0.14	0.28	37.8	45.4	23.0	1.4	1.4	1.3
美盈森*	6.06	0.26	0.27	0.31	23.3	22.4	19.5	2.1	2.0	1.9
平均	-	-	-	-	27.5	28.8	19.4	3.2	2.1	2.0

资料来源：Wind，华西证券研究所（带\*为Wind一致预测）

## 7、风险提示

1) 需求放缓：若后市市场需求不乐观，包装纸涨价阻力较大，收入增长可能不及预期。2) 原材料成本上涨风险：目前废纸浆价格处于低位，若价格上涨过快，后续将挤压行业盈利空间。3) 新业务开展不及预期：PSCP 目前仍处在发展阶段，若后续增速不及预期，将影响整体业绩。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	12166.13	11983.76	13213.37	15091.36	净利润	285.37	320.83	374.51	442.56
YoY (%)	39.08%	-1.50%	10.26%	14.21%	折旧和摊销	197.11	232.92	235.52	238.96
营业成本	10640.32	10427.66	11500.10	13120.70	营运资金变动	-98.88	186.28	-182.03	-215.67
营业税金及附加	62.59	63.36	69.23	79.31	经营活动现金流	558.05	829.67	443.46	481.29
销售费用	481.44	527.29	640.85	731.93	资本开支	-262.51	-43.00	-32.00	-47.00
管理费用	350.26	431.42	475.68	543.29	投资	9.44	0.00	0.00	0.00
财务费用	119.01	46.35	-16.39	-26.85	投资活动现金流	-253.07	-41.00	-29.00	-43.00
资产减值损失	75.18	24.30	2.75	3.75	股权募资	69.99	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.73	2.00	3.00	4.00	债务募资	496.02	-1214.29	0.00	0.00
营业利润	355.50	382.94	446.85	527.85	筹资活动现金流	-245.10	-1361.99	-115.38	-135.52
营业外收支	0.85	-1.00	-1.00	-1.00	现金净流量	59.88	-573.32	299.08	302.77
利润总额	356.35	381.94	445.85	526.85	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	70.98	61.11	71.34	84.30	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	285.37	320.83	374.51	442.56	营业收入增长率	39.08%	-1.50%	10.26%	14.21%
归属于母公司净利润	233.06	262.02	305.86	361.42	净利润增长率	64.49%	12.43%	16.73%	18.17%
YoY (%)	64.49%	12.43%	16.73%	18.17%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.20	0.22	0.26	0.31	毛利率	12.54%	12.99%	12.97%	13.06%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率	2.35%	2.68%	2.83%	2.93%
货币资金	797.75	224.42	523.50	826.27	总资产收益率 ROA	3.32%	4.42%	4.76%	5.09%
预付款项	26.62	26.09	28.77	32.82	净资产收益率 ROE	8.51%	8.97%	9.78%	10.74%
存货	1196.26	1184.36	1306.17	1490.24	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	2815.33	2500.86	2780.13	3160.37	流动比率	1.31	1.68	1.80	1.88
流动资产合计	4835.96	3935.73	4638.57	5509.70	速动比率	0.98	1.16	1.28	1.36
长期股权投资	50.31	50.31	50.31	50.31	现金比率	0.22	0.10	0.20	0.28
固定资产	1297.47	1108.44	901.93	697.12	资产负债率	56.89%	44.88%	44.89%	45.62%
无形资产	518.80	509.91	500.90	491.75	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	2177.65	1989.73	1785.21	1592.25	总资产周转率	1.81	1.85	2.14	2.23
资产合计	7013.60	5925.47	6423.78	7101.95	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	1214.29	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.20	0.22	0.26	0.31
应付账款及票据	2161.43	1948.00	2142.57	2446.70	每股净资产	2.34	2.50	2.67	2.88
其他流动负债	302.22	399.33	429.23	481.54	每股经营现金流	0.48	0.71	0.38	0.41
流动负债合计	3677.94	2347.33	2571.81	2928.24	每股股利	0.31	0.07	0.09	0.10
长期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	66.78	66.78	66.78	66.78	PE	20.57	18.30	15.68	13.27
非流动负债合计	311.78	311.78	311.78	311.78	PB	1.83	1.64	1.53	1.42
负债合计	3989.72	2659.11	2883.59	3240.02					
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52					
少数股东权益	286.55	345.36	414.02	495.15					
股东权益合计	3023.88	3266.35	3540.19	3861.93					
负债和股东权益合计	7013.60	5925.47	6423.78	7101.95					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，7年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，4年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。