

合兴包装 (002228.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 6.18元

## 业绩符合预期, 静待利润释放

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)	2,147.57
年内股价最高最低(元)	9.57/5.20
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



## 相关报告

1. 《模式驱动成长, 厚积必定薄发》, 2012.3.9

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.327	0.213	0.307	0.431	0.616
每股净资产(元)	3.74	2.52	2.05	2.34	2.79
每股经营性现金流(元)	-0.03	0.00	0.59	0.21	0.38
市盈率(倍)	49.78	36.56	25.41	18.09	12.66
行业优化市盈率(倍)	38.21	31.53	31.53	31.53	31.53
净利润增长率(%)	5.85%	4.26%	43.84%	40.53%	42.86%
净资产收益率(%)	8.77%	8.48%	10.87%	13.38%	16.05%
总股本(百万股)	217.19	347.50	347.50	347.50	347.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 合兴包装发布 2011 年财务报告, 2011 年全年公司实现营业总收入 19.18 亿元, 同比增长 26.1%, 归属于母公司净利润 0.74 亿元, 增长 4.3%, 全年 EPS 为 0.21。其中四季度实现收入 4.91 亿元, 同比增长 5.3%, 归属母公司股东净利润 0.23 亿元, 同比增长 4.6%, 对应 EPS 近 0.07 元。
- 公司将向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元(含税), 共计派发 3475 万元
- 此外, 公司公告与全资子公司武汉华艺收购天津市兴汇聚有限公司 100% 股权, 并在天津市兴汇聚已有土地新建年产 7500 万 m<sup>2</sup> 环保预印纸箱项目, 该项目投资约 1.6 亿元人民币, 项目建设周期为 15 个月。

## 经营分析

- **业绩符合预期:** 公司 2011 年业绩符合我们预期, 2011 年公司收入在产能释放及公司积极开拓客户的带动下, 全年依旧维持高速增长, 但由于过去 2 年产能扩张过快, 导致开工不足, 同时原料成本长期处于高位, 此外诸如人工成本等也不断攀升, 制约了净利润的增长。公司四季度受国内外经济环境的影响, 增速下降明显, 其中合肥子公司主营电子类产品受冲击较大, 此外郑州、天津子公司市场开拓情况也不是很理想, 拖累公司全年业绩。
- **期间费用控制合理, 所得税率有所上升:** 全年公司期间费用率 11.4%, 比去年上升 0.52 个百分点, 变化不大。其中销售费用率及管理费用率与去年基本持平, 增长主要来自财务费用率, 上升 0.44 个百分点。公司 2011 年所得税率 21%, 比 2010 年上升近 6.2%, 主要部分子公司企业所得税优惠到期, 税率发生变化。

**标准化工厂模式，驱动增长：**公司在多年的生产经营中，总结了一整套针对自身企业的生产模式，形成了标准化的生产和经营模式。凭借独特的标准化工厂模式，公司能够快速切入新市场，更快地获取“合格供应商”资格，并在各地复制成功模式。目前合兴包装完成了从第二梯队向第一梯队的跃进，已成为唯一一家布局全国重点区域的内资企业，初步实现了全国性布局，我们认为特有的“标准化”工厂模式将继续驱动公司高增长。

**继续扩张产能，加大市场布局：**瓦楞纸箱行业作为下游各行业的配套产业，必须满足客户“及时交货”需求；同时瓦楞纸箱单价较低，对运输成本较为敏感，经济销售半径不超过100~150公里。因此积极走出去，加速全国市场的布局，抢占增量市场是行之有效的策略。而且在目前行业竞争极度分散的情况下，快速扩张规模，提高市场占有率是实现企业快速发展的较好方式。公司由2008年上市时拥有4家子公司，目前已拥有27家子公司，初步完成全国布局。今年预计公司将有二个工厂投产，分别是海宁合信、福建长信，合计可贡献产能1.3亿平方米。此外公司还将继续扩大在华北市场的布局，扩张郑州及天津工厂的产能，提高市场占有率。

**利润与收入背离将改善：**公司2010年后收入与利润增速开始背离，遇到增产不增收的窘境，当前我们认为这一情况将开始改善。1) 产能扩张放缓，达产率上升。公司现有工厂22家，计划2014年达到30-35家，每年新开3-4家工厂，新开工厂占公司规模比重下降，而且这其中有一部分是三级厂，投资小。因此我们预计随着公司已投产工厂达产率的上升，以及未来新开工厂占公司规模的下降，工厂开工不足对公司盈利的影响将下降；2) 规模扩大带来议价力的提升。公司目前原纸采购是集中与区域采购共存，随着公司规模的扩大，公司将主要采用集中采购模式，有望降低原料成本。此外，公司还计划通过零库存管理，增强与原纸供应商的合作深度，以期获得更多的折扣；3) 集团化客户开拓，增强盈利力。目前公司前五大客户占比26%，公司目标全国性集团大客户占比达60%以上。我们认为随着公司集团化大客户市场开拓，优质客户在公司收入中的比重将上升，公司盈利力将呈上升趋势；4) 纸张价格成本下降毛利率短期改善。2011年下半年受需求下滑冲击，箱板/瓦楞纸价格普跌7%-10%，箱板/瓦楞纸合计占纸箱成本近80%，预计将短期改善纸箱毛利率水平。而从中期看，我们认为未来1-2年箱板/瓦楞纸价格有望保持平稳，难以出现大幅度上涨。

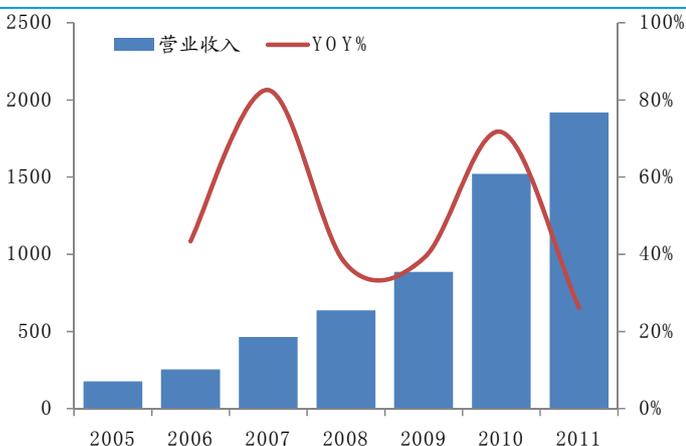
### 盈利调整

■ 因所得税率变化，我们调整了公司2012-2014年盈利预测，预计2012-2014年公司归属于母公司的净利润分别为1.07亿元、1.5亿元、2.14亿元；实现全面摊薄EPS分别为0.31元、0.43元、0.62元。（原先预测公司2012-2013年EPS分别为0.33元、0.47元）

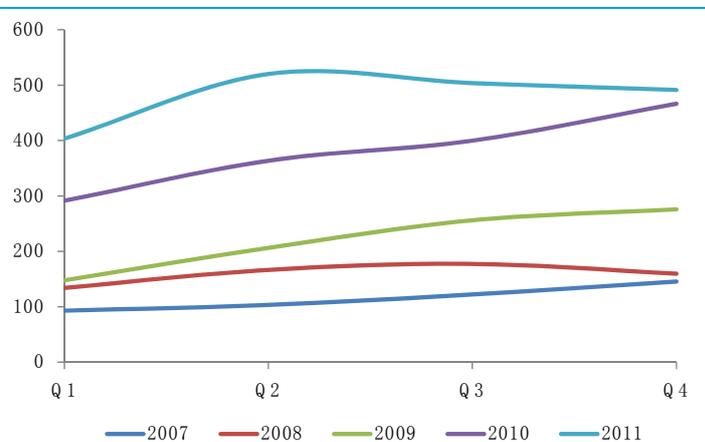
### 投资建议

■ 我们认为我国纸箱业仍将保持高速增长，且行业集中度提高也是大势所趋，龙头企业有望获得超越行业的增长，公司作为纸箱包装的龙头企业有望在分散的行业格局中脱颖而出。我们建议“买入”。

图表1：公司收入高速增长（百万元）

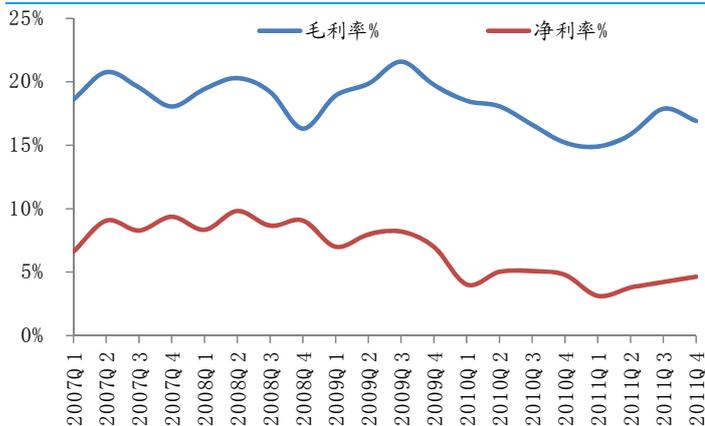


图表2：公司收入分季节（百万元）



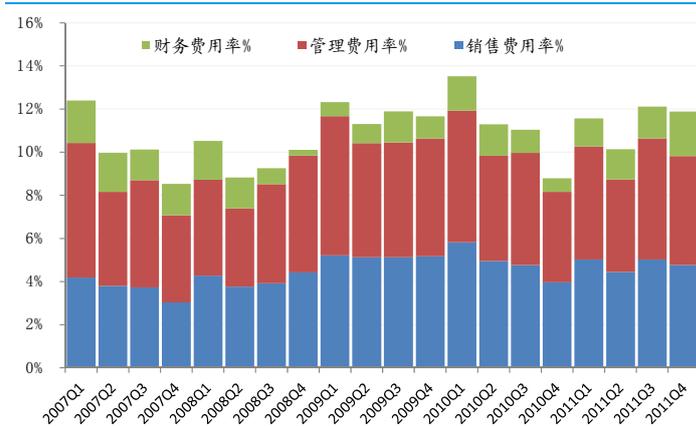
来源：国金证券研究所

图表3: 公司盈利能力

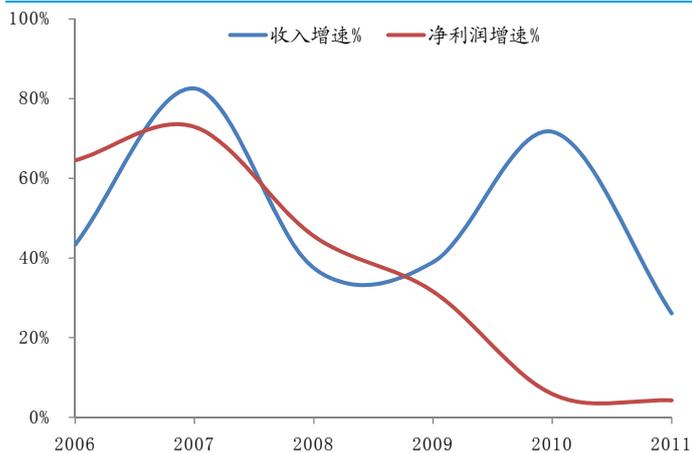


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率

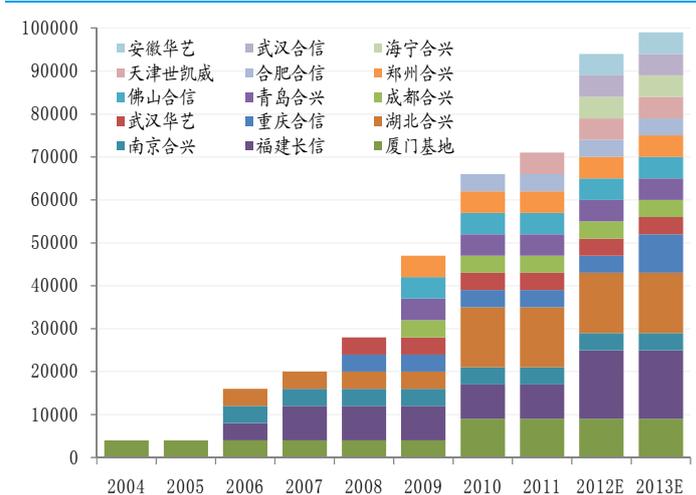


图表5: 公司收入与利润增速

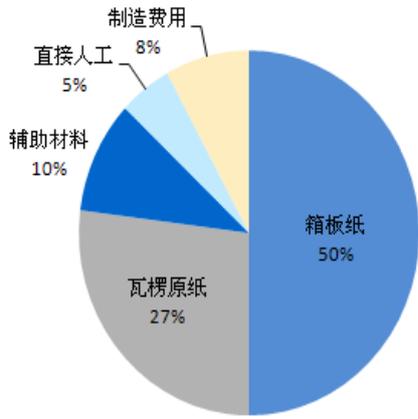


来源: 国金证券研究所

图表6: 公司产能 (万平方米)

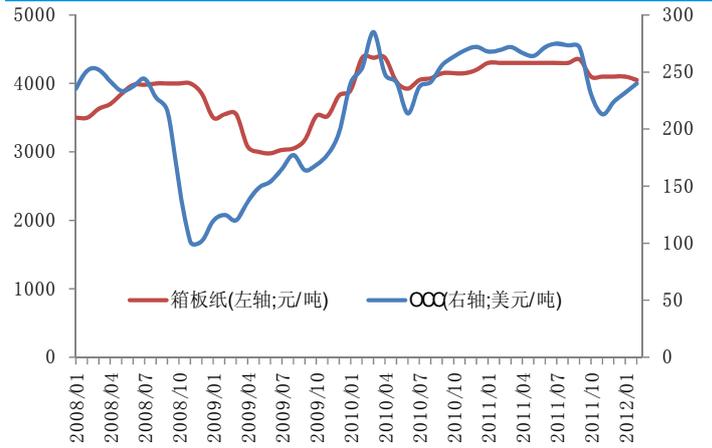


图表7: 纸箱成本结构

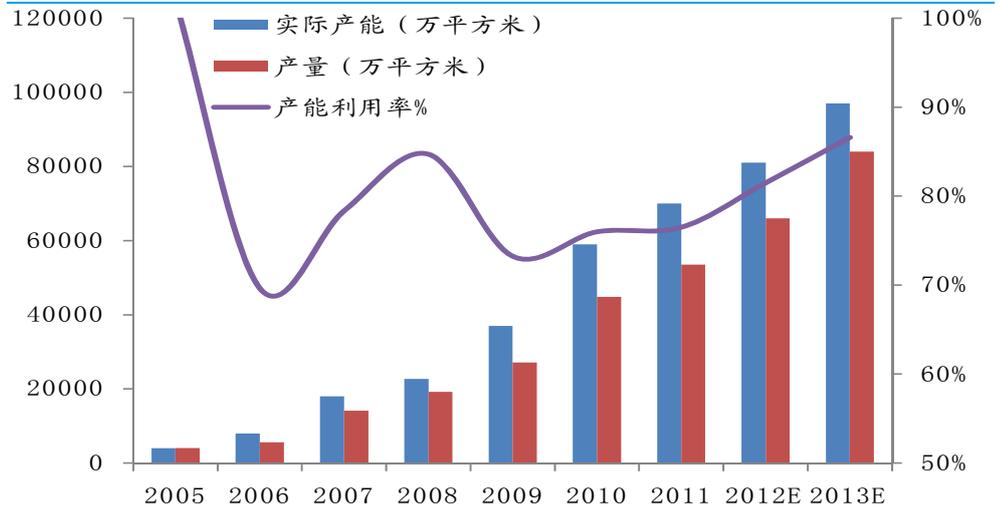


来源: 国金证券研究所

图表8: 原料成本已下降7%-10%



图表9: 公司产能利用率预测



来源: 国金证券研究所

**图表10: 三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>886</b>	<b>1,521</b>	<b>1,918</b>	<b>2,416</b>	<b>3,167</b>	<b>3,906</b>
增长率		71.7%	26.1%	26.0%	31.0%	23.3%
主营业务成本	-707	-1,264	-1,603	-2,015	-2,630	-3,212
<b>%销售收入</b>	<b>79.8%</b>	<b>83.1%</b>	<b>83.5%</b>	<b>83.4%</b>	<b>83.1%</b>	<b>82.2%</b>
毛利	179	257	316	402	537	694
%销售收入	20.2%	16.9%	16.5%	16.6%	16.9%	17.8%
营业税金及附加	-1	-2	-7	-4	-5	-6
%销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-46	-72	-92	-116	-152	-187
%销售收入	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-49	-76	-97	-121	-158	-195
%销售收入	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	83	106	120	161	221	305
%销售收入	9.4%	7.0%	6.2%	6.7%	7.0%	7.8%
财务费用	-9	-17	-30	-28	-27	-28
%销售收入	1.1%	1.1%	1.6%	1.2%	0.9%	0.7%
资产减值损失	-6	-12	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	68	77	85	133	194	277
营业利润率	7.7%	5.1%	4.4%	5.5%	6.1%	7.1%
营业外收支	4	8	11	5	0	0
税前利润	72	85	97	138	194	277
利润率	8.2%	5.6%	5.0%	5.7%	6.1%	7.1%
所得税	-5	-13	-20	-29	-41	-58
所得税率	7.2%	14.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	67	73	76	109	153	219
少数股东损益	0	2	2	3	4	5
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>67</b>	<b>71</b>	<b>74</b>	<b>107</b>	<b>150</b>	<b>214</b>
净利率	7.6%	4.7%	3.9%	4.4%	4.7%	5.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	67	73	0	109	153	219
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	51	0	62	82	92
非经营收益	8	16	0	38	29	30
营运资金变动	-130	-148	0	74	-162	-160
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-24</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>282</b>	<b>103</b>	<b>181</b>
资本开支	-190	-193	0	-167	-219	0
投资	-15	-3	0	-1	0	0
其他	0	12	0	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-205</b>	<b>-184</b>	<b>0</b>	<b>-168</b>	<b>-219</b>	<b>0</b>
股权募资	8	333	0	0	-11	0
债权募资	308	-15	0	-221	157	-151
其他	-58	-53	0	-32	-29	-30
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>258</b>	<b>265</b>	<b>0</b>	<b>-253</b>	<b>116</b>	<b>-181</b>
<b>现金净流量</b>	<b>28</b>	<b>74</b>	<b>0</b>	<b>-138</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

来源: 国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	238	323	238	100	100	100
应收款项	256	428	547	565	740	913
存货	183	277	321	386	504	616
其他流动资产	43	43	66	83	107	130
流动资产	720	1,071	1,172	1,134	1,452	1,759
%总资产	63.5%	65.8%	64.6%	60.5%	62.3%	69.1%
长期投资	0	0	1	2	1	1
固定资产	333	459	533	644	785	695
%总资产	29.3%	28.2%	29.4%	34.4%	33.7%	27.3%
无形资产	78	87	96	93	92	90
非流动资产	415	555	642	742	879	788
%总资产	36.5%	34.2%	35.4%	39.5%	37.7%	30.9%
<b>资产总计</b>	<b>1,135</b>	<b>1,626</b>	<b>1,814</b>	<b>1,875</b>	<b>2,331</b>	<b>2,547</b>
短期借款	426	371	527	306	463	312
应付款项	242	343	320	483	630	770
其他流动负债	-1	14	18	28	37	45
流动负债	667	728	865	817	1,130	1,127
长期贷款	20	60	60	60	60	60
其他长期负债	0	7	0	0	0	0
<b>负债</b>	<b>687</b>	<b>796</b>	<b>925</b>	<b>877</b>	<b>1,190</b>	<b>1,187</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>435</b>	<b>811</b>	<b>874</b>	<b>981</b>	<b>1,120</b>	<b>1,334</b>
少数股东权益	12	19	15	18	21	26
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,135</b>	<b>1,626</b>	<b>1,814</b>	<b>1,875</b>	<b>2,331</b>	<b>2,547</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.354	0.327	0.213	0.307	0.431	0.616
每股净资产	2.291	3.735	2.516	2.053	2.344	2.792
每股经营现金净流	-0.129	-0.035	0.000	0.591	0.215	0.378
每股股利	0.250	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.43%	8.77%	8.48%	10.87%	13.38%	16.05%
总资产收益率	5.92%	4.37%	4.09%	5.69%	6.43%	8.41%
投入资本收益率	8.62%	7.18%	6.41%	9.33%	10.52%	13.91%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.96%	71.68%	26.13%	25.96%	31.05%	23.34%
EBIT增长率	28.57%	27.96%	12.71%	34.53%	37.41%	37.65%
净利润增长率	31.60%	5.85%	4.26%	43.84%	40.53%	42.86%
总资产增长率	63.88%	43.29%	11.59%	3.37%	24.28%	9.27%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	82.8	76.5	78.4	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	70.8	66.4	68.0	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	50.6	46.7	48.4	46.0	46.0	46.0
固定资产周转天数	122.1	96.2	94.5	96.2	87.3	62.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	46.56%	13.10%	39.19%	26.63%	37.06%	19.98%
EBIT利息保障倍数	8.9	6.2	4.0	5.8	8.1	11.1
资产负债率	60.54%	48.93%	50.98%	46.76%	51.05%	46.60%

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
强买	0	0	0	0	4
买入	0	1	1	1	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	1.67

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-09	买入	6.61	8.00~9.00

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



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：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B