

合兴包装 (002228.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

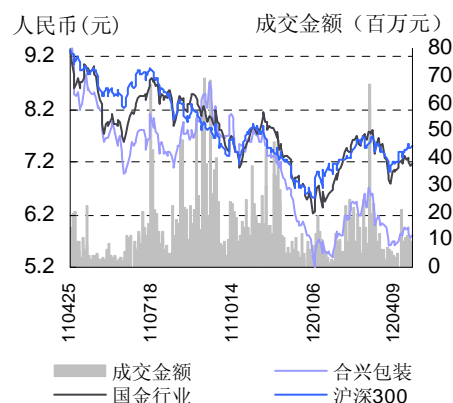
市价(人民币): 5.81元

## 毛利率如期反弹, 费用侵蚀利润

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)	2,019.00
年内股价最高最低(元)	9.36/5.20
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



### 相关报告

1. 《业绩符合预期, 静待利润释放》, 2012.3.20
2. 《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	0.312	0.437	0.604
每股净资产(元)	3.74	2.52	2.06	2.35	2.79
每股经营性现金流(元)	-0.03	-0.05	0.63	0.22	0.34
市盈率(倍)	49.78	27.23	18.26	13.05	9.43
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%	46.29%	39.88%	38.44%
净资产收益率(%)	8.77%	8.48%	11.04%	13.51%	15.75%
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 2012Q1 营业收入 4.24 亿元, 增长 5.1%; 营业利润 1361 万元, 下滑 2.2%, 归属母公司股东净利润 943 万元, 下降 22.9%, EPS 0.03 元。公司预计 2012 年上半年归属于上市公司股东净利润增长-25%-5%。

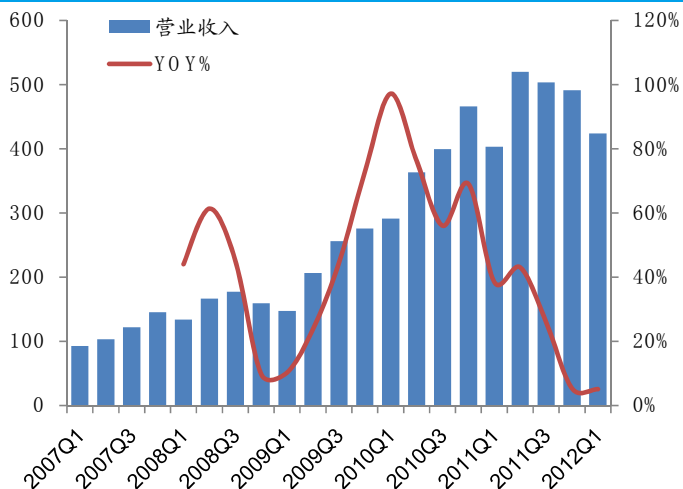
### 经营分析

- **收入将逐季向好:** 一季度由于下游 IT 电子、家电行业需求较淡, 加上大众消费品如食品饮料等行业同样承压, 公司一季度收入增速保持低位, 仅 5.1%, 增速跟 2011Q4 基本持平。瓦楞纸箱消费与宏观经济相关度较高, 我们预计行业需求将随着经济的向好稳步向上, 而从数据看, IT 电子、家电等下游行业销售逐月向好趋势非常明显, 因此公司收入将逐季改善(公司 2012 年全年收入目标 25 亿元, 从以往历史经验, 以及考虑到经济的改善, 同时公司还将释放部分产能, 我们预计实现该目标的可能性较大)。
- **毛利率如期反弹:** 公司 Q1 毛利率 17.4%, 同比上升 2.5 个百分点, 环比改善 0.5 个百分点, 跟我们预期相符。近期公司主要原料箱板/瓦楞纸反弹乏力, 我们预计全年将保持相对低位, 同时二季度随着销售的改善, 公司开工率将上升, 预计毛利率仍有上升空间。
- **费用增长, 侵蚀利润:** 公司 Q1 期间费用增长 26.3%, 至 5890 万元, 期间费用率达 11.6%, 同比上升 2.3 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别上升 0.6%、0.7%、1%, 费用的大幅增长侵蚀了利润。此外, Q1 公司所得税额 682 万元, 增长近一倍, 对净利润影响较大, Q1 公司净利率 2.3%, 同比下降 0.8 个百分点。
- **经营现金流改善较大:** 公司 Q1 经营活动现金流量净额 1873 万元, 合每股 0.05 元, 增长 193.8%, 大幅改善。此外, 预收款项比上年期末增长 42.5%。

### 盈利预测及投资建议

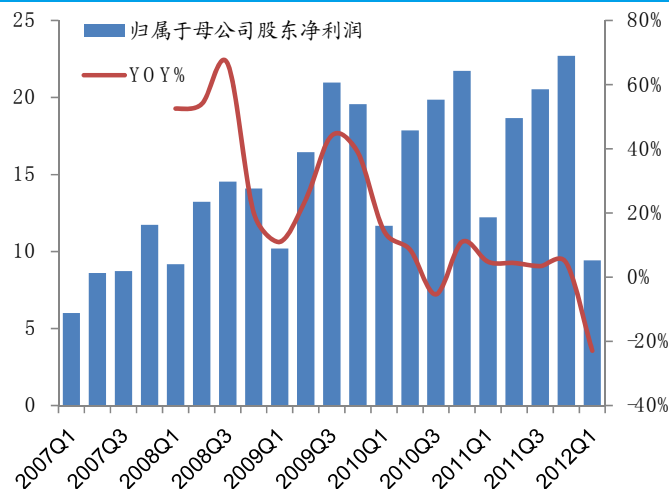
- 我们预计公司 2012-2014 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.08 亿元、1.52 亿元、2.1 亿元; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.31 元、0.43 元、0.60 元。
- 我们认为我国纸箱业仍将保持高速增长, 且行业集中度提高也是大势所趋, 龙头企业有望获得超越行业的成长, 公司作为纸箱包装的龙头企业有望在分散的行业格局中脱颖而出, 我们建议“买入”。

图表1: 公司营业收入 (百万元)

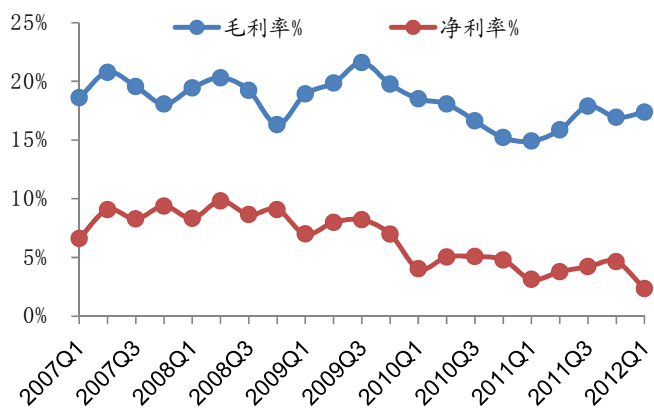


来源: 公司财务报表、国金证券研究所

图表2: 公司净利润 (百万元)

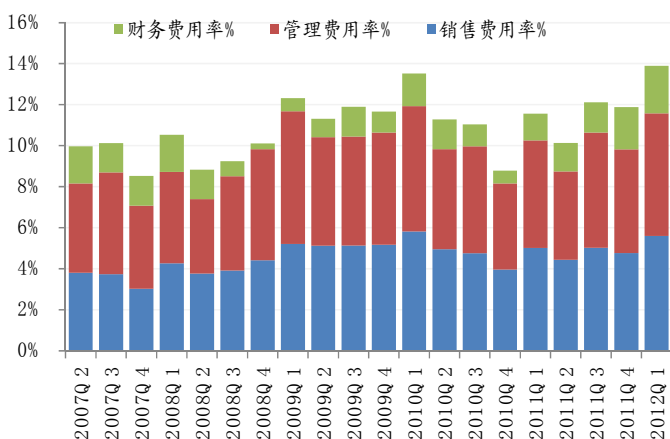


图表3: 公司盈利能力

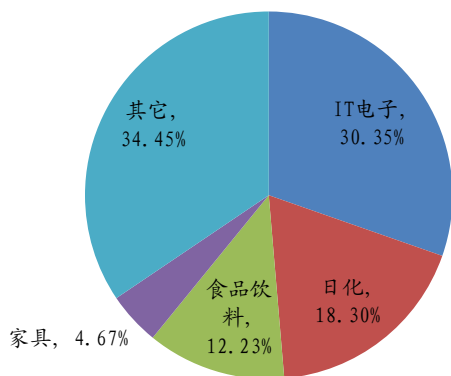


来源: 公司财务报表、国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率上升明显

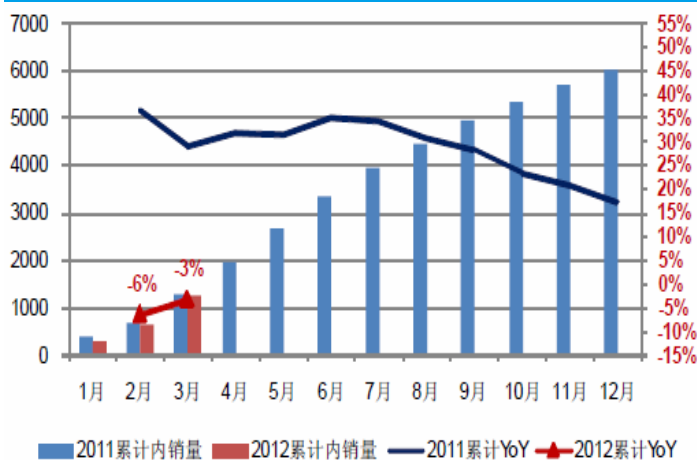


图表5: 公司下游分布 (2007)

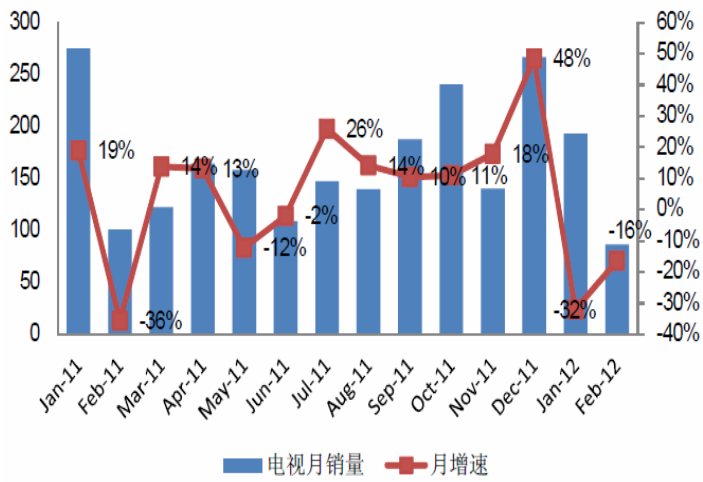


来源: 公司招股书、产业在线、国金证券研究所

图表6: 空调销售情况

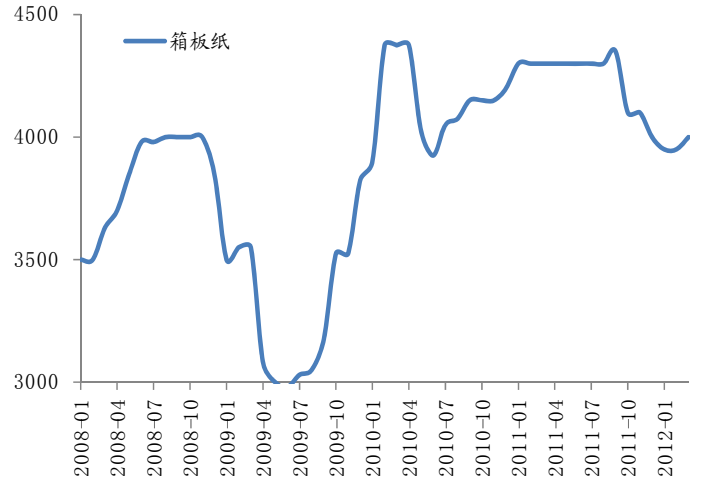


图表7: 彩电月度销量



来源: 产业在线、国金证券研究所

图表8: 箱板纸价格走势



**图表9: 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>2,336</b>	<b>3,066</b>	<b>3,874</b>
增长率		71.7%	26.1%	21.8%	31.3%	26.4%
主营业务成本	-707	-1,264	-1,603	-1,941	-2,538	-3,190
<b>%销售收入</b>	<b>79.8%</b>	<b>83.1%</b>	<b>83.5%</b>	<b>83.1%</b>	<b>82.8%</b>	<b>82.3%</b>
毛利	179	257	316	395	527	684
%销售收入	20.2%	16.9%	16.5%	16.9%	17.2%	17.7%
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	-112	-147	-186
%销售收入	5.2%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-49	-76	-97	-117	-153	-194
%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	163	222	299
%销售收入	9.4%	7.0%	6.2%	7.0%	7.3%	7.7%
财务费用	-9	-17	-30	-27	-26	-26
%销售收入	1.1%	1.1%	1.6%	1.2%	0.8%	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	135	196	272
营业利润率	7.7%	5.1%	4.4%	5.8%	6.4%	7.0%
营业外收支	4	8	11	5	0	0
税前利润	72	85	97	140	196	272
利润率	8.2%	5.6%	5.0%	6.0%	6.4%	7.0%
所得税	-5	-13	-20	-29	-41	-57
所得税率	7.2%	14.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	67	73	76	111	155	215
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>108</b>	<b>152</b>	<b>210</b>
净利率	7.6%	4.7%	3.9%	4.6%	4.9%	5.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	67	73	76	111	155	215
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	30	51	56	62	82	92
非经营收益	8	16	28	37	28	29
营运资金变动	-130	-148	-178	91	-157	-174
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-24</b>	<b>-8</b>	<b>-17</b>	<b>301</b>	<b>107</b>	<b>161</b>
资本开支	-190	-193	-149	-167	-219	0
投资	-15	-3	-3	-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>-152</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	156	-240	151	-132
其他	-58	-53	-15	-31	-28	-29
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>258</b>	<b>265</b>	<b>140</b>	<b>-271</b>	<b>112</b>	<b>-161</b>
<b>现金净流量</b>	<b>28</b>	<b>74</b>	<b>-29</b>	<b>-138</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

**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	546	717	905
存货	183	277	321	372	487	612
其他流动资产	43	43	66	80	104	130
流动资产	720	1,071	1,172	1,098	1,407	1,747
%总资产	63.5%	65.8%	64.6%	59.7%	61.5%	68.9%
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%	35.0%	34.3%	27.4%
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%	40.3%	38.5%	31.1%
<b>资产总计</b>	<b>1,135</b>	<b>1,626</b>	<b>1,814</b>	<b>1,839</b>	<b>2,286</b>	<b>2,534</b>
短期借款	426	371	527	287	438	305
应付款项	242	343	320	465	608	764
其他流动负债	-1	14	18	27	36	45
流动负债	667	728	865	779	1,082	1,115
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>839</b>	<b>1,141</b>	<b>1,175</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>435</b>	<b>811</b>	<b>874</b>	<b>983</b>	<b>1,123</b>	<b>1,333</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>1,839</b>	<b>2,286</b>	<b>2,534</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	0.312	0.437	0.604
每股净资产	2.291	3.735	2.516	2.057	2.351	2.791
每股经营现金净流	-0.129	-0.035	-0.049	0.630	0.225	0.337
每股股利	0.100	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.43%	8.77%	8.48%	11.04%	13.51%	15.75%
总资产收益率	5.92%	4.37%	4.09%	5.90%	6.64%	8.29%
投入资本收益率	8.62%	7.18%	6.41%	9.55%	10.70%	13.68%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	38.96%	71.68%	26.13%	21.76%	31.26%	26.35%
EBIT增长率	28.57%	27.96%	12.71%	35.92%	36.55%	34.33%
净利润增长率	31.60%	5.85%	4.26%	46.29%	39.88%	38.44%
总资产增长率	63.88%	43.29%	11.59%	1.38%	24.28%	10.86%
<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	99.6	90.2	62.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	46.56%	13.10%	39.19%	24.67%	34.73%	19.50%
EBIT利息保障倍数	8.9	6.2	4.0	5.9	8.6	11.3
资产负债率	60.54%	48.93%	50.98%	45.61%	49.93%	46.35%

来源: 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
强买	0	0	1	1	5
买入	0	0	6	6	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.86	1.86	1.76

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
2 2012-03-20	买入	6.00	N/A

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