

中报业绩符合预期，未来成长充满想象

2014年08月26日

推荐/维持

合兴包装

财报点评

——合兴包装（002228）中报点评

万力	分析师	执业证书编号：S1480514030001
	wanli@dxzq.net.cn 010-66555458	

事件：

公司公布 2014 年中报，2014 年上半年公司实现营业收入 13.61 亿元，同比增长 14.38%，营业利润 0.81 亿元，同比增长 31.67%，归属于母公司所有者净利润 0.65 亿元，同比增长 38.07%，基本每股收益 0.19 元。

公司分季度财务指标

指标	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4	2014Q1	2014Q2
营业收入（百万元）	566.99	546.74	643.39	631.69	620.26	604.82	756.45
增长率（%）	15.41%	28.95%	15.87%	11.10%	9.39%	10.62%	17.57%
毛利率（%）	17.08%	18.28%	19.57%	20.64%	21.37%	19.60%	21.03%
期间费用率（%）	14.06%	14.76%	14.71%	15.92%	15.21%	15.23%	12.34%
营业利润率（%）	2.54%	2.99%	7.06%	3.96%	5.68%	3.68%	7.81%
净利润（百万元）	20.48	14.65	35.95	21.44	29.95	20.25	47.91
增长率（%）	-09.47%	49.11%	118.70%	14.84%	46.25%	38.24%	33.27%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.04	0.10	0.06	0.08	0.06	0.13
资产负债率（%）	57.13%	53.81%	55.13%	55.87%	55.10%	55.91%	55.44%
净资产收益率（%）	2.23%	1.57%	3.81%	2.23%	3.02%	2.00%	4.59%
总资产收益率（%）	0.96%	0.73%	1.71%	0.99%	1.36%	0.88%	2.05%

观点：

- 二季度收入、利润全面创历史新高。**公司二季度实现营收7.56亿元，同比13Q2增长17.57%，增速较一季度提升近7个百分点；营业利润0.59亿元，同比增长30.07%，本年前两个季度连续增幅超过30%；净利润0.50亿元，同比增长33.27%；归属母公司所有者净利润0.46亿元，同比增长34.67%。公司二季度收入及各项利润指标均创下上市以来的单季历史新高，继续印证着公司第一轮产能布局后的业绩释放逻辑，公司13Q2收入首次突破6亿元，14Q2首次突破7亿元，呈现以年为周期的阶梯式增长，预计下半年收入规模仍将大概率维持在单季7亿元以上。
- 华南、华中、西南稳健增长，华东、华北加快跟进。**公司完成第一阶段全国生产基地布局后，目前服务区域已涵盖华南、华中、华北、华东和西南，包括武汉、合肥、重庆、成都四大工厂在内，已拥有23家生产基地。从上半年各区域业绩情况看，公司依然呈现健康的全面增长格局，收入规模前三的华中、华

南和西南其收入增幅分别达到6.74%、11.57%和7.85%，是整体收入增长的重要基础，而规模较小的华东和华北实现了较快增长，收入增幅分别达到45.71%和57.51%，是公司后续增长发力的强大动力。从当前增长格局看，公司集团化、大客户战略使得对下游优势市场的逐步巩固和空白市场的加速填补得以实现。而盈利能力方面，随着产销规模扩大带来成本摊薄效应以及深度识别客户需求，以包装整体设计解决方案提升产品附加值，华中、西南和华北区域产品综合毛利率已经突破20%，华南逐步提升至18.4%，较13H1和13年全年分别上升1.6和0.9个百分点，预计未来大概率向20%靠近。

- **扩张项目储备、电商客户开拓、并购基金助力，成长仍具看点。**以“集团化、大客户”战略为本，凭借不断扩大的生产布局和标准化高质量产品服务模式，公司已经逐步收获第一轮成长战果，而面对包装物流业加快发展以及下游客户规模化、个性化、快速响应服务需求的上升，外延式扩张仍是公司巩固行业龙头地位的战略首选。目前公司在武汉、重庆、郑州、天津、佛山、滁州、营口、卫辉、青岛均有项目储备，旨在进一步提升生产供应能力和服务范围。以此为前提，在“集团化、大客户”战略中公司不仅瞄准家电、消费电子、食品饮料等行业内知名客户，同时紧盯电商大客户，契合其全国性物流包装服务需求，考虑到大客户通常的规模、效率、品质、服务半径等供应商资质要求，看好公司接下来的大客户开拓进展。此外，公司于中报披露日同日公告将与广发信德、瑞元资本投资设立专项资产管理计划，以并购重组等方式收购或参股符合公司战略发展的相关项目，为公司提供优质项目资源的选择和储备。此举无疑将充分利用合作方的相关投资资源和经验，使公司在包装产业链拓展和整合并购中的运作能力大大增强。

结论：

公司二季度收入及利润再创历史新高，各大区域依然呈现健康的全面增长格局，公司第一轮产能布局后的业绩释放逻辑继续得以印证，预计下半年收入规模继续维持高位，产品盈利能力仍有提升空间。中长期看，外延式扩张仍是纸制品包装类公司巩固行业龙头地位的战略首选，公司项目储备丰富，继续践行“集团化、大客户”战略，设立并购基金助力成长路径。预计公司 2014-2016 年的 EPS 分别为 0.40 元、0.50 元和 0.65 元，对应动态 PE 分别为 26 倍、21 倍和 16 倍，维持“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	1320	1212	1533	1838	2258	营业收入	2115	2442	2839	3413	4206
货币资金	314	130	284	341	421	营业成本	1738	1953	2253	2702	3312
应收账款	529	605	700	842	1037	营业税金及附加	9	12	14	17	21
其他应收款	19	54	63	76	94	营业费用	114	150	173	205	248
预付款项	11	5	8	10	14	管理费用	123	168	156	188	240
存货	372	362	414	496	608	财务费用	45	52	60	76	93
其他流动资产	15	13	11	8	4	资产减值损失	7.09	-11.22	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	821	996	1083	1154	1224	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	22	22	22	22	投资净收益	0.04	4.66	0.05	0.05	0.05
固定资产	599.31	668.63	728.01	799.16	862.94	营业利润	78	122	177	220	287
无形资产	109	156	152	148	144	营业外收入	11.24	12.71	13.00	14.00	15.00
其他非流动资产	48	35	23	11	15	营业外支出	3.81	7.19	5.00	5.00	5.00
资产总计	2142	2208	2616	2992	3482	利润总额	85	127	185	229	297
流动负债合计	910	907	1276	1593	2013	所得税	20	26	37	46	59
短期借款	526	556	883	1132	1460	净利润	65	102	148	183	238
应付账款	222	244	278	333	408	少数股东损益	5	7	9	11	13
预收款项	3	4	5	7	9	归属母公司净利润	60	95	139	173	225
一年内到期的非流	20	20	20	20	20	EBITDA	182	247	338	413	514
非流动负债合计	314	309	298	298	298	BPS (元)	0.17	0.27	0.40	0.50	0.65
长期借款	19	2	2	2	2	主要财务比率					
应付债券	295	296	296	296	296		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
负债合计	1224	1217	1574	1891	2311	成长能力					
少数股东权益	20	34	42	53	66	营业收入增长	10.24%	15.47%	16.24%	20.23%	23.25%
实收资本(或股本)	348	348	348	348	348	营业利润增长	-9.12%	57.37%	45.36%	24.05%	30.69%
资本公积	284	284	312	343	377	归属于母公司净利润	47.32%	23.77%	47.32%	23.77%	30.52%
未分配利润	251	309	316	324	336	获利能力					
归属母公司股东权	898	958	1000	1048	1105	毛利率(%)	17.81%	20.01%	20.64%	20.83%	21.26%
负债和所有者权	2142	2208	2616	2992	3482	净利率(%)	3.09%	4.18%	5.22%	5.37%	5.66%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	单位:百万元					ROE(%)					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	6.70%	9.88%	13.94%	16.46%	20.38%	
经营活动现金流	56	124	189	202	221	偿债能力					
净利润	65	102	148	183	238	资产负债率(%)	57%	55%	60%	63%	
折旧摊销	59.81	72.50	100.75	116.84	133.76	流动比率	1.45	1.34	1.20	1.15	1.12
财务费用	45	52	60	76	93	速动比率	1.04	0.94	0.88	0.84	0.82
应收账款减少	0	-77	-95	-142	-196	营运能力					
预收帐款增加	0	1	1	2	2	总资产周转率	1.07	1.12	1.18	1.22	1.30
投资活动现金流	-198	-149	-193	-193	-209	应收账款周转率	4	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.10	10.49	10.88	11.17	11.35
长期股权投资减少	0	-22	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	5	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.17	0.27	0.40	0.50	0.65
筹资活动现金流	195	-158	158	49	67	每股净现金流(最新)	0.15	-0.52	0.44	0.17	0.23
应付债券增加	0	1	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.58	2.76	2.88	3.02	3.18
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	61.82	38.93	26.19	21.16	16.21
资本公积增加	-2	0	28	31	34	P/B	4.07	3.81	3.65	3.48	3.30
现金净增加额	53	-182	154	57	79	EV/EBITDA	23.02	17.82	13.51	11.52	9.74

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

万力

西南财经大学数量经济学硕士, 曾任职于大型国企财务部、天相投顾, 4 年证券市场从业经验。2014 年初加盟东兴证券研究所, 现专注于轻工制造、林业领域的研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。