

业绩高增速的金属包装行业龙头

买入 (首次)

事件: 公司修改 2016 年中报业绩预告 (原业绩预告是同比增长 10-60%), 上调中报净利润增长区间, 预计 2016 年半年度归母净利润 0.64 亿元—0.68 亿元, 同比上升 60%-70%。

投资要点

■ 公司是领先的化工罐金属包装行业龙头

国内金属包装行业龙头, 拥有完整业务链的技术服务型企业。在化工罐领域, 公司已发展成为国内较具规模 (2015 年销售收入 9.1 亿元) 和高盈利能力 (2015 年净利润 0.84 亿元) 的企业。公司盈利能力行业内领先, 毛利率 24% 领先同行业原因有: 1) 产品化工罐品种齐全, 满足客户多元化需求; 2) 拥有完整业务链条, 增加客户黏性; 3) 属地化配套, 降低运输成本。

■ 金属包装: 大行业小公司, 未来演绎行业集中度提升故事:

我国金属包装行业 2014 年产量达到 2655 亿只, 近 10 年年均增速为 10%。放眼全球, 金属罐是大行业, 大企业, 大市值。仅看中国, 金属罐是大行业, 小企业, 小市值。我们判断, 在未来, 例如华源包装的规模企业有望通过扩大产能改建高速生产线方式提高市场占有率, 成为行业整合者。

■ 华源包装的快速发展得益于下游涂料发展和城镇化率提高过去十年间, 我国涂料行业复合增长率达 17.62%, 房地产去库存 +3600 万套保障住房 + “二次装修” 推动涂料市场迅速发展。下游涂料行业毛利率可高达 60%, 属于暴利行业。对于涂料生产厂商而言, 对包装罐价格不敏感, 对质量的要求更加高。原因有: 1) 金属包装罐对涂料行业而言是生产刚需; 2) 金属包装桶虽然在品牌油漆成本中占比不到 10%, 但包装罐质量对产品质量及形象作用极大; 3) 大批量供货考验供应商水平、化工罐 300 公里的经济运输范围导致供应商选择范围有限, 因此一旦合作将长期持续。

■ 背靠涂料大品牌优质客户, 华源业绩高增长无忧

亚太地区是全球最大涂料消费地区, 占比 52%。公司绑定阿克苏诺贝尔 + 立邦, 享受高毛利和高增长。长期大客户阿克苏 2010-2015 年中国地区销售收入稳中有升, 每年给公司贡献的营业收入约 3 亿元。更加值得关注的是, 新培养的大客户立邦的母公司 “日涂控股” 预计, 中国市场占立邦全球销售的比例将从 2014 年的 12% 提高至 2017 年的 43%, 中国市场的 3 年内的复合增长率高达 89%。我们判断, 依托大客户, 未来三年有望迎来业绩高增长。此外, 公司近期的净利润增速远远高于收入增速。实际原因是原材料价格 (马口铁和冷轧板) 过去一年下滑 50%, 所以影响了收入金额, 但是罐的销量实际是迅速增长的。加之客户优质和良好的供应商关系, 客户没有因原材料降价而对油漆罐的价格进行压价。

■ 他山之石: 从日本东洋制罐发展历程看公司未来的转型

我们认为, 行业龙头东洋制罐的发展对公司未来的发展路径有较大的借鉴意义。2011 年至今, 公司收购美国 Stolle Machinery, 成功从日本最大的包装产品生产商转型升级为全球最大的两片罐包装解决方案提供商, 再次进入高速发展期, 营业收入从 2011 年的 7065 亿日元上升至 2015 年的 7843 亿日元。收购 Stolle 成功, 标志着公司从包装行业转型高毛利的设备的高端制造行业。我们预计华源包装未来有望复制这一发展路径, 目前公司设备多数为非标自制, 未来有望继续完善产业链, 向高附加值的装备制造业华丽转型。

■ 盈利预测与投资建议

公司继续紧密依靠大客户阿克苏诺贝尔和立邦, 伴随下游的业务扩张和整合小品牌继续高速发展自身业务。同时继续向智能包装整体解决方案服务商的转型。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 是 0.97 元, 1.49 元, 2.16 元, 对应 PE 57, 37, 26X, 首次覆盖, 给予 “买入” 评级。

■ 风险提示: 原材料价格上涨, 大客户销售低于预期

2016 年 7 月 14 日

机械行业首席分析师 陈显帆

执业资格证书号码: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

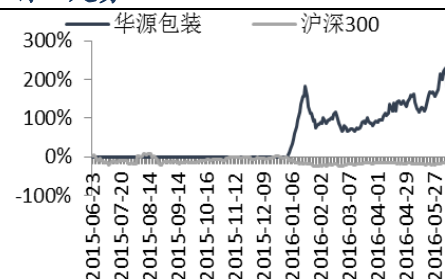
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

行业走势



市场数据

收盘价 (元)	55.22
一年最高价/最低价	14.37/56.40
市净率	9.0
流通 A 股市值 (百万元)	1943.7

基础数据

每股净资产 (元)	6.16
资产负债率	16.38
总股本 (百万股)	140.80
流通 A 股 (百万股)	35.20

相关研究

预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	919.5	1008.8	1307.9	1776.4	营业收入	909.8	1000.8	1401.1	2031.6
现金	446.4	500.0	600.0	750.0	营业成本	693.9	735.6	1008.8	1462.7
应收款项	292.2	301.6	422.2	612.3	营业税金及附加	4.9	3.0	4.2	6.1
存货	146.3	157.2	215.6	312.6	营业费用	31.9	36.0	50.4	73.1
其他	34.5	50.0	70.1	101.6	管理费用	62.9	66.3	86.4	124.2
非流动资产	377.8	580.0	552.6	522.0	财务费用	13.6	3.3	7.0	6.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	301.6	506.1	481.1	452.7	其他	-4.6	2.3	2.3	2.3
无形资产	68.7	66.4	64.1	61.9	营业利润	98.1	158.9	246.6	360.8
其他	7.4	7.4	7.4	7.4	营业外净收支	3.7	6.0	6.0	6.0
资产总计	1297.2	1588.8	1860.5	2298.4	利润总额	101.8	164.9	252.6	366.8
流动负债	334.1	516.2	620.2	814.6	所得税费用	17.7	28.0	42.9	62.4
短期借款	174.1	340.0	378.6	464.3	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	136.8	151.1	207.3	300.6	归属母公司净利润	84.1	136.8	209.7	304.4
其他	23.2	25.1	34.3	49.7	EBIT	118.0	162.1	253.6	367.7
非流动负债	53.7	53.7	53.7	53.7	EBITDA	143.7	200.0	302.5	421.3
长期借款	35.0	35.0	35.0	35.0					
其他	18.7	18.7	18.7	18.7	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	387.8	569.9	673.9	868.3	每股收益(元)	0.60	0.97	1.49	2.16
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	6.46	7.24	8.43	10.16
归属母公司股东权益					发行在外股份(百万股)	140.8	140.8	140.8	140.8
益	909.4	1018.9	1186.6	1430.2	ROIC(%)	11.0%	10.6%	14.0%	17.3%
负债和股东权益总计	1297.2	1588.8	1860.5	2298.4	ROE(%)	9.3%	13.4%	17.7%	21.3%
					毛利率(%)	23.2%	26.2%	27.7%	27.7%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	13.0%	16.2%	18.1%	18.1%
经营活动现金流	68.6	148.9	124.9	148.2	销售净利率(%)	9.2%	13.7%	15.0%	15.0%
投资活动现金流	-73.9	-233.8	-21.5	-22.9	资产负债率(%)	29.9%	35.9%	36.2%	37.8%
筹资活动现金流	381.2	138.6	-3.3	24.7	收入增长率(%)	9.4%	10.0%	40.0%	45.0%
现金净增加额	376.0	53.6	100.0	150.0	净利润增长率(%)	15.7%	62.6%	53.2%	45.2%
折旧和摊销	25.7	37.9	48.9	53.6	P/E	92.41	56.82	37.08	25.54
资本开支	-67.8	-233.8	-21.5	-22.9	P/B	8.55	7.63	6.55	5.44
营运资本变动	-47.1	-25.8	-133.7	-209.8	EV/EBITDA	56.82	41.73	27.93	20.52
企业自由现金流	28.1	-87.3	104.1	126.0					

数据来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

