

## 中报业绩+62%符合预期，金属包装龙头地位

投资评级：买入（维持）

## 投资要点

## ■ 2016 上半年业绩符合预期，净利润同比+62%

2016年H1营业收入4.65亿元，同比+4.84%，归母净利润6439.34万元，同比+62.0%，符合预期。分产品看，收入占比70.54%的化工罐同比-3.1%，为3.3亿元；收入占比19.14%的印刷加工同比+100.9%，为0.9亿元。我们认为，公司利润增速远大于收入增速的原因是：原材料马口铁和冷轧板价格下降导致营业收入下降，同时化工罐的销售数量是明显上升的体现在净利润的增长；此外募投项目的产能释放也有助于提高盈利能力和增厚业绩。

## ■ 毛利率稳大幅提升，同比上升 5.49 百分点，规模效应显现

2016年上半年综合毛利率27.60%，同比+5.49pct，规模效应显现。分产品看，化工罐和印刷加工毛利率分别为28.82%和19.24%，同比+6.89pct和-6.4pct。毛利率上升主要原因是规模效应，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。公司主要生产化工罐，均为三片罐，具有批量小、罐型多的特点，生产工艺较为复杂，毛利率一般相对较高。另外，公司盈利能力领先同行。我们认为主要原因有：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。三项费用率合计10.94%，同比+0.06pct，基本维持稳定，其中财务费用率因为偿还银行贷款而下降了1.22pct。

## ■ 下游市场潜力无限，未来销售有强力保证。

我国金属包装行业2014年产量达到2655亿只，实现销售收入921亿元，近10年年均增速为10%。我国还是仅次于美国的世界第二大包装产品生产国。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，而其毛利率高达60%，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。

## ■ 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。

## ■ 以销定产保证利润率稳定，高端客户绑定发展助力未来发展

主要客户为阿克苏和立邦，占销售50%以上。公司与两大客户均有十年以上的合作经历，关系稳定。其销售合同采用成本加成定价，保证一定利润率，生产采取“以销定产+计划储备”的模式，灵活应对市场需求。立邦预计未来三年中国地CAGR=89%，我们预计作为上游产品提供商，公司站在风口，业绩将迅速上升。

## ■ 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0.99元,1.60元,2.33元，对应PE为56,34,24X,维持“买入”评级。

## ■ 风险提示：行业竞争高于预期，大客户销售收入不及预期。

2016 年 8 月 24 日

首席证券分析师 陈显帆

执业资格证书号:S0600515090001

[chenxf@dwzq.com.cn](mailto:chenxf@dwzq.com.cn)

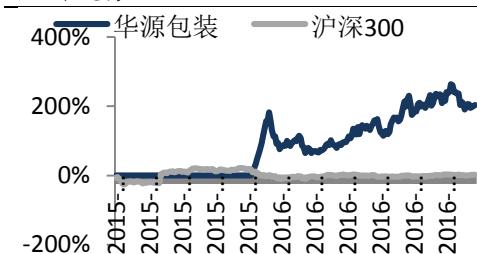
证券分析师 周尔双

执业资格证书号码:S0600515110002

13915521100

[zhouersh@dwzq.com.cn](mailto:zhouersh@dwzq.com.cn)

## 股价走势



## 市场数据

收盘价 (元)	53.00
一年最低价/最高价	14.37/59.25
市净率	8.6
流通 A 股市值 (百万元)	1865.6

## 基础数据

每股净资产 (元)	6.16
资产负债率	22.64%
总股本 (百万股)	140.8
流通 A 股 (百万股)	35.2

## 相关研究

公司点评：业绩高增速的金属包装行业龙头  
2016. 7. 14

## 财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>919.5</b>	<b>987.2</b>	<b>1276.4</b>	<b>1730.7</b>	营业收入	<b>909.8</b>	<b>964.4</b>	<b>1350.1</b>	<b>1957.7</b>
现金	446.4	500.0	600.0	750.0	营业成本	693.9	694.4	945.1	1370.4
应收款项	292.2	290.6	406.9	590.0	营业税金及附加	4.9	2.9	4.1	5.9
存货	146.3	148.4	202.0	292.9	营业费用	31.9	34.7	48.6	70.5
其他	34.5	48.2	67.5	97.9	管理费用	62.9	69.8	83.3	119.8
<b>非流动资产</b>	<b>377.8</b>	<b>580.0</b>	<b>552.6</b>	<b>522.0</b>	财务费用	13.6	2.8	5.7	4.3
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	<b>-4.6</b>	2.3	2.3	2.3
无形资产	68.7	66.4	64.1	61.9	营业利润	<b>98.1</b>	<b>162.1</b>	<b>265.7</b>	<b>389.2</b>
其他	7.4	7.4	7.4	7.4	营业外净收支	3.7	6.0	6.0	6.0
<b>资产总计</b>	<b>1297.2</b>	<b>1567.2</b>	<b>1829.0</b>	<b>2252.7</b>	利润总额	<b>101.8</b>	<b>168.1</b>	<b>271.7</b>	<b>395.2</b>
<b>流动负债</b>	<b>334.1</b>	<b>492.5</b>	<b>573.9</b>	<b>735.2</b>	所得税费用	17.7	28.6	46.2	67.2
短期借款	174.1	325.9	347.4	406.9	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利</b>					<b>润</b>	<b>84.1</b>	<b>139.5</b>	<b>225.5</b>	<b>328.0</b>
应付账款	136.8	142.7	194.2	281.6	EBIT	118.0	164.9	271.4	393.5
其他	23.2	23.9	32.2	46.7	EBITDA	143.7	202.8	320.2	447.1
<b>非流动负债</b>	<b>53.7</b>	<b>53.7</b>	<b>53.7</b>	<b>53.7</b>	<b>重要财务与估值</b>				
长期借款	35.0	35.0	35.0	35.0	<b>指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	18.7	18.7	18.7	18.7	每股收益(元)	0.60	0.99	1.60	2.33
<b>负债总计</b>	<b>387.8</b>	<b>546.2</b>	<b>627.6</b>	<b>788.9</b>	每股净资产(元)	6.46	7.25	8.53	10.40
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百				
归属母公司股东					万股)	140.8	140.8	140.8	140.8
权益	909.4	1021.0	1201.4	1463.8	ROIC(%)	11.0%	10.8%	15.1%	18.7%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1297.2</b>	<b>1567.2</b>	<b>1829.0</b>	<b>2252.7</b>	ROE(%)	9.3%	13.7%	18.8%	22.4%
<b>现金流量表 (百万元)</b>					毛利率(%)	23.2%	27.7%	29.7%	29.7%
经营活动现金流	68.6	163.5	145.1	179.1	EBIT Margin(%)	13.0%	17.1%	20.1%	20.1%
投资活动现金流	<b>-73.9</b>	<b>-233.8</b>	<b>-21.5</b>	<b>-22.9</b>	销售净利率(%)	9.2%	14.5%	16.7%	16.8%
筹资活动现金流	381.2	123.9	<b>-23.6</b>	<b>-6.2</b>	资产负债率(%)	29.9%	34.9%	34.3%	35.0%
现金净增加额	376.0	53.6	100.0	150.0	收入增长率(%)	9.4%	6.0%	40.0%	45.0%
折旧和摊销	25.7	37.9	48.9	53.6	净利润增长率(%)	15.7%	65.8%	61.7%	45.4%
资本开支	<b>-67.8</b>	<b>-233.8</b>	<b>-21.5</b>	<b>-22.9</b>	P/E	92.41	55.74	34.47	23.70
营运资本变动	<b>-47.1</b>	<b>-13.9</b>	<b>-129.3</b>	<b>-202.5</b>	P/B	8.55	7.62	6.47	5.31
企业自由现金流	28.1	<b>-73.0</b>	123.3	154.8	EV/EBITDA	56.82	41.04	26.24	19.16

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、意见及推论不一致的报告。

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,并注明出自为东吴证券研究所,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>