

合兴包装 (002228.SZ)

包装印刷行业

评级：买入 维持评级

公司点评

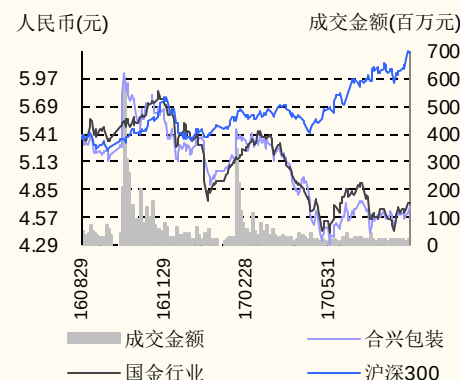
市场价格 (人民币): 4.67 元

盈利能力可保平稳，增量业务收获在即

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)	1,038.69
总市值(百万元)	4,870.68
年内股价最高最低(元)	6.02/4.29
沪深 300 指数	3834.54
深证成指	10762.37



相关报告

1. 《合兴包装 2016 年年报点评-业绩受累上游原材料提价，增量业务...》，2017.4.17
2. 《合兴包装 2016 年半年报点评-行业低迷之时，龙头扩张可期》，2016.8.29

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie_li@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.31	0.10	0.13	0.18	0.24
每股净资产(元)	4.21	1.56	1.63	1.69	1.81
每股经营性现金流(元)	0.43	0.38	-0.05	0.09	0.12
市盈率(倍)	55!	53	35	26	20
行业优化市盈率(倍)	28	49	34	44	44
净利润增长率(%)	-8.62%	-10.29%	35.18%	36.00%	31.02%
净资产收益率(%)	7.32%	6.31%	8.17%	10.74%	13.11%
总股本(百万股)	372.49	1,042.97	1,042.97	1,042.97	1,042.97

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年上半年，公司分别实现营业收入、营业利润和归属于上市公司股东的净利润 25.43 亿元、1.12 亿元和 7,107.17 万元，同比分别增长 57.85%、80.65%和 39.51%。实现全面摊薄 EPS0.07 元，符合我们的预期。经营活动净现金流为-3.62 亿元，低于同期净利润。分季度看，公司 Q1/Q2 营收同比增速分别为 49.87%/65.21%，归母净利润同比增速分别为 37.54%/41.04%。同时，公司预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间为 8,400.2 万元至 1.05 亿元，同比增长 20%至 50%。

经营分析

- 收入保持高速增长，盈利有所下滑。上半年，公司收入保持增长 (+57.85%)，毛利同比下降 2.18pct.至 15.37%。期间费用率下降 2.88pct.。其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 1.15pct./1.22pct./0.52。公司归母净利润率为 2.79% (-0.37pct.)，公司盈利能力小幅下降。
- 下半年成本端压力仍不容小觑，客户开发和调价有可能维持利润水平。去年四季度以来，国内箱板纸和瓦楞纸价格出现大幅波动。受此影响，公司主要产品纸箱业务毛利率小幅下滑 1.29pct.。目前，受“禁废令”和第四次环保督察巡视的叠加影响，国内箱板纸和瓦楞纸价格短期内仍处上涨趋势，因此对公司而言，下半年成本端压力依旧存在。但值得一提的是，在包装纸价格延续走强趋势的情况下，公司凭借龙头议价能力，通过调整供货价格的形式，较为及时的传导了涨价成本。同时，在原纸供应较为紧张的时期公司仍能够保证客户供应，这也后续开辟战略合作客户提升了竞争力。总结来看，虽然包装纸价格存在持续走高的可能，但公司具备成本压力向下传导能力，且下半年存在新客户拓展可能，预计全年利润水平有望保持相对稳定。
- 非公开发行已获批文，加速推进 IPS 与 PSCP 融合协作。IPS 与 PSCP 两大业务模块作为公司“百亿制造、千亿服务”战略规划的重要组成部分，对于公司促进产业升级、打造包装全产业链平台具有重要的战略意义。其中，PSCP 方面，今年 5 月 1 日已上线“联合包装网”网络运营模块 1.0 版，平台正式开启线上线下双轨互动的运作模式。截止目前，平台合作客户已达两百多家，实现交易额两亿多元。IPS 方面，公司结合前期推广经验，完善项目方案，向客户全力推广 IPS 业务，目前公司已经与多家客户签订 IPS 合作

意向协议。公司关于建设 IPS 与 PSCP 平台的 8.92 亿元非公开发行方案，已获的证监会核准批文。通过非公开发募建设两大项目，将加速公司从传统产品纸箱供应商向整体包装服务商转变，有利于整合包装产业供应链及上下游资源，增强客户粘性、实现多元化业务价值。

估值和投资建议

- 公司作为瓦楞纸箱包装行业龙头，通过产能整合及外延并购积极扩充业务规模及覆盖范围，整体规模与实力提升明显。同时，供应链云平台和智能包装集成服务逐步落地，将进一步打开公司盈利和市值空间。我们维持公司 2017-2019 年 EPS 预测为 0.13/0.18/0.24 元（三年 CAGR34.1%），对应 PE 分为 35/26/20，维持公司“买入”评级。

风险

- 宏观经济风险；原材料价格上涨风险；市场竞争风险；新项目的推进速度不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,716	2,852	3,542	3,831	4,740	5,827
增长率		5.0%	24.2%	8.2%	23.7%	22.9%
主营业务成本	-2,155	-2,290	-2,941	-3,148	-3,914	-4,837
%销售收入	79.3%	80.3%	83.0%	82.2%	82.6%	83.0%
毛利	561	563	602	684	826	990
%销售收入	20.7%	19.7%	17.0%	17.8%	17.4%	17.0%
营业税金及附加	-15	-15	-24	-25	-29	-34
%销售收入	0.6%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-175	-187	-197	-254	-290	-349
%销售收入	6.4%	6.6%	5.6%	6.6%	6.1%	6.0%
管理费用	-149	-157	-190	-221	-260	-286
%销售收入	5.5%	5.5%	5.4%	5.8%	5.5%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	222	203	189	184	247	322
%销售收入	8.2%	7.1%	5.3%	4.8%	5.2%	5.5%
财务费用	-59	-47	-48	-15	-15	-14
%销售收入	2.2%	1.7%	1.4%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	0	-5	-17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	2	3	2	2	2
%税前利润	n.a	1.3%	1.7%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	162	154	127	170	234	309
营业利润率	6.0%	5.4%	3.6%	4.4%	4.9%	5.3%
营业外收支	7	6	30	11	12	12
税前利润	169	160	157	181	245	321
利润率	6.2%	5.6%	4.4%	4.7%	5.2%	5.5%
所得税	-37	-37	-32	-42	-56	-73
所得税率	22.0%	23.0%	20.5%	23.2%	22.8%	22.8%
净利润	132	123	125	139	189	248
少数股东损益	6	8	22	0	0	0
归属于母公司的净利润	126	115	103	139	189	248
净利率	4.6%	4.0%	2.9%	3.6%	4.0%	4.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	132	123	125	139	189	248
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	82	94	122	106	116	125
非经营收益	60	46	20	60	9	8
营运资金变动	47	-104	125	-355	-217	-260
经营活动现金净流	320	160	391	-49	96	121
资本开支	-167	-240	-38	20	-79	-84
投资	-89	-23	-145	-1	0	0
其他	1	2	3	2	2	2
投资活动现金净流	-255	-262	-180	20	-77	-82
股权募资	1	443	2	0	-38	0
债权募资	54	-114	-105	-30	-22	-20
其他	-83	-98	-91	-23	-89	-113
筹资活动现金净流	-28	232	-193	-53	-150	-133
现金净流量	38	130	18	-81	-131	-94

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	196	321	419	338	207	112
应收款项	700	821	1,021	1,027	1,270	1,562
存货	373	468	723	603	750	927
其他流动资产	26	31	41	23	28	34
流动资产	1,296	1,641	2,204	1,991	2,255	2,635
%总资产	52.9%	55.0%	59.5%	59.8%	63.2%	67.3%
长期投资	83	106	177	178	177	177
固定资产	815	916	929	906	875	840
%总资产	33.3%	30.7%	25.1%	27.2%	24.5%	21.4%
无形资产	172	264	333	252	258	264
非流动资产	1,153	1,343	1,502	1,337	1,312	1,283
%总资产	47.1%	45.0%	40.5%	40.2%	36.8%	32.7%
资产总计	2,449	2,983	3,707	3,328	3,568	3,918
短期借款	639	523	468	445	423	401
应付款项	386	515	1,176	693	861	1,063
其他流动负债	31	36	46	109	143	184
流动负债	1,057	1,074	1,690	1,247	1,427	1,648
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	304	298	306	299	299	299
负债	1,361	1,372	1,996	1,546	1,726	1,948
普通股股东权益	1,060	1,568	1,632	1,703	1,763	1,891
少数股东权益	28	43	79	79	79	79
负债股东权益合计	2,449	2,983	3,707	3,328	3,568	3,918

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.36	0.31	0.10	0.13	0.18	0.24
每股净资产	3.05	4.21	1.56	1.63	1.69	1.81
每股经营现金净流	0.92	0.43	0.38	-0.05	0.09	0.12
每股股利	0.05	0.10	0.10	0.06	0.09	0.12
回报率						
净资产收益率	11.84%	7.32%	6.31%	8.17%	10.74%	13.11%
总资产收益率	5.13%	3.85%	2.78%	4.18%	5.30%	6.33%
投入资本收益率	8.56%	6.44%	6.08%	5.58%	7.43%	9.31%
增长率						
主营业务收入增长率	11.24%	5.01%	24.19%	8.16%	23.72%	22.94%
EBIT增长率	40.28%	-8.48%	-6.93%	-2.99%	34.30%	30.60%
净利润增长率	32.65%	-8.62%	-10.29%	35.18%	36.00%	31.02%
总资产增长率	10.92%	21.82%	24.25%	-10.21%	7.20%	9.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84	88	86	87	87	87
存货周转天数	62	67	74	70	70	70
应付账款周转天数	39	43	52	45	45	45
固定资产周转天数	92	111	92	83	65	51
偿债能力						
净负债/股东权益	68.06%	31.03%	20.35%	22.79%	27.96%	29.91%
EBIT利息保障倍数	3.8	4.3	3.9	12.0	16.9	22.3
资产负债率	55.56%	46.00%	53.85%	46.45%	48.38%	49.73%

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
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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。

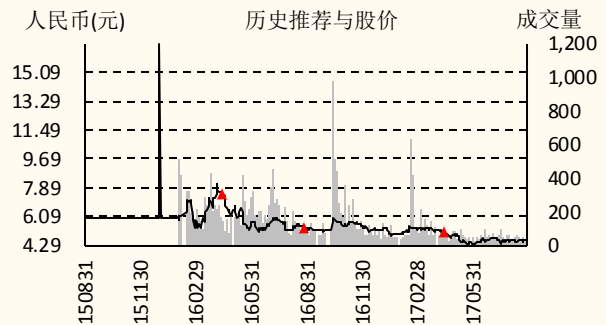
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-15	买入	21.43	N/A
2	2016-08-29	买入	5.37	N/A
3	2017-04-17	买入	5.14	N/A

来源：国金证券研究所


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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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为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。

本报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD