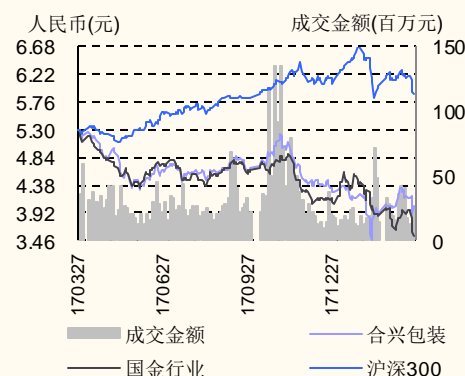


市场价格 (人民币): 4.02 元

积极推进产业整合, 上游成本传导顺畅

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,042.97
总市值(百万元)	4,701.46
年内股价最高最低(元)	5.31/3.46
沪深 300 指数	3879.89
深证成指	10564.38



公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.10	0.11	0.17	0.25	0.34
每股净资产(元)	1.56	1.94	2.06	2.18	2.41
每股经营性现金流(元)	0.38	-0.24	0.29	0.08	0.12
市盈率(倍)	53	38	23	16	12
行业优化市盈率(倍)	34	37	34	34	34
净利润增长率(%)	-10.29%	29.07%	53.57%	42.96%	35.90%
净资产收益率(%)	6.31%	5.86%	8.48%	11.42%	14.06%
总股本(百万股)	1,042.97	1,169.52	1,169.52	1,169.52	1,169.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2017 年, 公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 63.23 亿元、2.57 亿元和 1.54 亿元, 同比分别增长 78.5%/91.2%/49.5%, 实现全面摊薄 EPS0.15 元, 符合预期。

经营分析

- **抵御成本压力, 盈利水平微降。** 公司包装制造业务营收 51.87 亿元 (+56.52%), 受上游原材料价格上涨影响, 业务端毛利率水平小幅降至 16.22% (-1.73pct.)。公司作为龙头包装企业, 具备较高上下游议价能力及一体化经营优势, 能够将原纸价格上涨压力成功转嫁至下游客户, 未来继续看好成本压力倒逼行业优化整合。
- **筹划国际纸业业务纳入表内, 业务规模大幅突破。** 公司公告拟发行可转换公司债券不超过 6 亿元, 用于收购合众创亚包装服务(亚洲)有限公司 100% 股份。此前公司已通过设立产业并购基金架桥合兴持有合众创亚(亚洲) 100% 股份, 即国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务。此次收购完成后, 公司在包装业务端将进一步实现产业整合, 并扩大区域市场布局及产能规模。2017 年, 标的公司业务实现收入 21.72 亿元, 净利润 6,473.11 万元, 并表后通过注入公司管理并发挥业务协同, 整体业绩将显著增厚。
- **加速推进 IPS 与 PSCP 融合协作, 带动产业优化升级。** 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。目前“联合包装网”网络运营模块 1.0 版于 2017 年 5 月 1 日正式上线, 公司整体增加供应链运营业务。截至 2017 年末, 供应链运营业务所拥有合作客户已达七百多家, 实现交易额 11.36 亿。

盈利预测与投资建议

- 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, 公司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, 也将进一步打开公司盈利和市值空间。我们预测公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 为 0.17/0.25/0.34 元 (三年 CAGR44.0%), 对应 PE 分别为 23/16/12 倍, 维持“买入”评级。

风险因素

- 宏观经济风险; 原材料价格上涨风险; 新项目的推进速度不及预期风险。

相关报告

1. 《合兴包装 2017 年半年报点评-盈利能力可保平稳, 增量业务收获...》, 2017.8.20
2. 《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

揭力

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

邱思佳

联系人
qiusijia@gjzq.com.cn

袁艺博

联系人
yuanyibo@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,852	3,542	6,323	7,821	9,984	12,605	货币资金	321	419	500	757	751	789
增长率	24.2%	78.5%	23.7%	27.7%	26.3%		应收账款	821	1,021	1,735	1,726	2,203	2,782
主营业务成本	-2,290	-2,941	-5,450	-6,523	-8,372	-10,625	存货	468	723	949	1,072	1,376	1,747
%销售收入	80.3%	83.0%	86.2%	83.4%	83.9%	84.3%	其他流动资产	31	41	95	54	69	87
毛利	563	602	873	1,298	1,612	1,980	流动资产	1,641	2,204	3,279	3,609	4,400	5,404
%销售收入	19.7%	17.0%	13.8%	16.6%	16.1%	15.7%	%总资产	55.0%	59.5%	68.8%	71.8%	75.7%	79.4%
营业税金及附加	-15	-24	-34	-51	-62	-73	长期投资	106	177	175	176	175	175
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	916	929	920	919	912	901
营业费用	-187	-197	-264	-518	-610	-755	%总资产	30.7%	25.1%	19.3%	18.3%	15.7%	13.2%
%销售收入	6.6%	5.6%	4.2%	6.6%	6.1%	6.0%	无形资产	264	333	319	321	323	325
管理费用	-157	-190	-256	-452	-548	-618	非流动资产	1,343	1,502	1,486	1,418	1,412	1,403
%销售收入	5.5%	5.4%	4.1%	5.8%	5.5%	4.9%	%总资产	45.0%	40.5%	31.2%	28.2%	24.3%	20.6%
息税前利润 (EBIT)	203	189	319	277	392	534	资产总计	2,983	3,707	4,765	5,027	5,812	6,807
%销售收入	7.1%	5.3%	5.0%	3.5%	3.9%	4.2%	短期借款	523	468	735	774	932	1,079
财务费用	-47	-48	-61	-18	-16	-18	应付款项	515	1,176	1,512	1,508	1,935	2,454
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	0.2%	0.2%	0.1%	其他流动负债	36	46	60	151	203	266
资产减值损失	-5	-17	-26	0	0	0	流动负债	1,074	1,690	2,307	2,433	3,070	3,799
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	3	4	2	2	2	其他长期负债	298	306	1	0	0	0
%税前利润	1.3%	1.7%	1.8%	0.9%	0.6%	0.5%	负债	1,372	1,996	2,308	2,433	3,070	3,800
营业利润	154	127	236	262	379	518	普通股股东权益	1,568	1,632	2,269	2,406	2,554	2,820
营业利润率	5.4%	3.6%	3.7%	3.4%	3.8%	4.1%	少数股东权益	43	79	188	188	188	188
营业外收支	6	30	1	10	10	10	负债股东权益合计	2,983	3,707	4,765	5,027	5,812	6,807
税前利润	160	157	237	272	389	529							
利润率	5.6%	4.4%	3.7%	3.5%	3.9%	4.2%	比率分析						
所得税	-37	-32	-57	-68	-97	-132		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	23.0%	20.5%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%	每股指标						
净利润	123	125	180	204	292	396	每股收益	0.31	0.10	0.11	0.17	0.25	0.34
少数股东损益	8	22	47	0	0	0	每股净资产	4.21	1.56	1.94	2.06	2.18	2.41
归属于母公司的净利润	115	103	133	204	292	396	每股经营现金净流	0.43	0.38	-0.24	0.29	0.08	0.12
净利率	4.0%	2.9%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%	每股股利	0.10	0.10	0.05	0.06	0.08	0.11
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.32%	6.31%	5.86%	8.48%	11.42%	14.06%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	3.85%	2.78%	2.79%	4.06%	5.02%	5.82%
净利润	123	125	201	204	292	396	投入资本收益率	6.44%	6.08%	7.59%	6.18%	8.00%	9.80%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	94	122	139	106	116	125	主营业务收入增长率	5.01%	24.19%	78.51%	23.68%	27.66%	26.25%
非经营收益	46	20	53	76	31	38	EBIT增长率	-8.48%	-6.93%	68.41%	-13.00%	41.37%	36.23%
营运资金变动	-104	125	-667	-52	-346	-419	净利润增长率	-8.62%	-10.29%	29.07%	53.57%	42.96%	35.90%
经营活动现金净流	160	391	-275	334	92	141	总资产增长率	21.82%	24.25%	28.55%	5.50%	15.61%	17.13%
资本开支	-240	-38	-133	-78	-100	-106	资产管理能力						
投资	-23	-145	4	-1	0	0	应收账款周转天数	88	86	76	75	75	75
其他	2	3	2	2	2	2	存货周转天数	67	74	56	60	60	60
投资活动现金净流	-262	-180	-127	-77	-97	-104	应付账款周转天数	43	52	46	45	45	45
股权募资	443	2	606	0	-47	0	固定资产周转天数	111	92	51	40	30	23
债权募资	-114	-105	-34	38	158	148	偿债能力						
其他	-98	-91	-121	-38	-111	-148	净负债/股东权益	31.03%	20.35%	9.57%	0.66%	6.59%	9.67%
筹资活动现金净流	232	-193	452	0	0	0	EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	5.2	15.7	24.8	29.0
现金净流量	130	18	50	257	-6	37	资产负债率	46.00%	53.85%	48.44%	48.41%	52.83%	55.82%

来源：公司年报、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
	0	1	2	2	9
	0	1	2	2	8
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	0.00	1.50	1.50	1.50	1.47

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
4	2017-08-30	买入	4.67	N/A

来源：国金证券研究所



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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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 7GH