

消费升级与娱乐研究中心

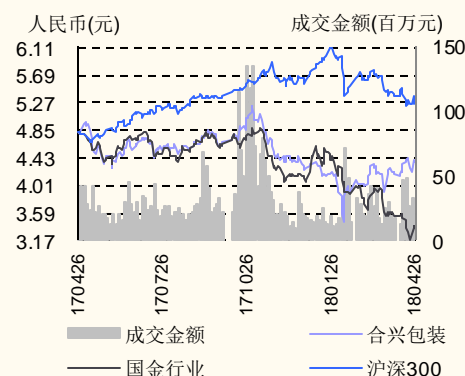
合兴包装 (002228.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.38 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,038.90
总市值 (百万元)	5,122.48
年内股价最高最低 (元)	5.22/3.46
沪深 300 指数	3755.49
深证成指	10292.12



全年业绩增长基础奠定，龙头迎来布局时点

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	25	18	13
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

- 2018 年一季度，公司分别实现营业收入、营业利润和净利润 20.22 亿元、0.76 亿元和 0.49 亿元，同比分别增长 76.1%/51.3%/60.6%。实现全面摊薄 EPS 0.04 元，符合预期。公司同时预计 2018 年 1-6 月，公司归母净利润增速区间为 30%-60%。

经营分析

- **营收规模高速增长，原材料涨价拖累毛利水平。**公司作为外包装龙头企业，下游客户涵盖食品饮料、家电、快递等多个子领域，业务格局高度分散。我们判断一季度公司高收入增速主要来自于下游客户增量开发及产品适度涨价双重因素驱动。受上游原材料价格上涨影响，公司综合毛利率水平降至 11.75% (-3.75pct.)。此外，公司期间费用率为 7.62% (-2.77pct.)，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别降低 1.40pct./1.05pct./0.33pct.。
- **筹划国际纸业业务纳入表内，业务规模大幅突破。**公司此前公告拟发行可转换债券不超过 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，合并后以 17 年口径统计，整体规模体量将达 85 亿元，公司也将成为行业内规模最大的包装企业，规模化效应之下，上下游议价能力进一步增强。
- **行业结构性拐点已现，业务布局高度分散的龙头标的迎来布局时点。**通过此轮原纸价格大幅上涨叠加产业链头部效应强化，过去靠低行业门槛及低成本优势的众多中小企业产能面临淘汰出清。龙头包装集团由于长期深耕包装产业，具备更优资源布局，未来将不断占领中小三级厂及部分二级厂的市场份额。全年来看，一方面公司将继续收割中小企业所流失的订单增量，另一方面，经过一轮滞滞周期，企业应对涨价经验更加充足，且下游客户对于提价接受度更高，成本压力向下游进一步传导后，公司有望迎来毛利修复。

盈利预测与投资建议

- 公司积极推进业务整合，前期多项业务布局即将迎来收获期。我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.17/0.25/0.34 元 (三年 CAGR 44.0%)，对应 PE 分别为 25/18/13 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；新项目推进速度不及预期风险。

相关报告

- 1.《合兴包装 2017 年年报点评-积极推进产业整合，上游成本传导顺...》，2018.3.27
- 2.《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...》，2017.8.30

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)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	2,852	3,542	6,323	7,821	9,984	12,605
增长率		24.2%	78.5%	23.7%	27.7%	26.3%
主营业务成本	-2,290	-2,941	-5,450	-6,523	-8,372	-10,625
%销售收入	80.3%	83.0%	86.2%	83.4%	83.9%	84.3%
毛利	563	602	873	1,298	1,612	1,980
%销售收入	19.7%	17.0%	13.8%	16.6%	16.1%	15.7%
营业税金及附加	-15	-24	-34	-51	-62	-73
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%
营业费用	-187	-197	-264	-518	-610	-755
%销售收入	6.6%	5.6%	4.2%	6.6%	6.1%	6.0%
管理费用	-157	-190	-256	-452	-548	-618
%销售收入	5.5%	5.4%	4.1%	5.8%	5.5%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	203	189	319	277	392	534
%销售收入	7.1%	5.3%	5.0%	3.5%	3.9%	4.2%
财务费用	-47	-48	-61	-18	-16	-18
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	0.2%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-5	-17	-26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	2	2	2
%税前利润	1.3%	1.7%	1.8%	0.9%	0.6%	0.5%
营业利润	154	127	236	262	379	518
营业利润率	5.4%	3.6%	3.7%	3.4%	3.8%	4.1%
营业外收支	6	30	1	10	10	10
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%
所得税	-37	-32	-57	-68	-97	-132
所得税率	23.0%	20.5%	24.0%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	123	125	180	204	292	396
少数股东损益	8	22	47	0	0	0
归属于母公司的净利润	115	103	133	204	292	396
净利率	4.0%	2.9%	2.1%	2.6%	2.9%	3.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	123	125	201	204	292	396
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	94	122	139	106	116	125
非经营收益	46	20	53	76	31	38
营运资金变动	-104	125	-667	-52	-346	-419
经营活动现金净流	160	391	-275	334	92	141
资本开支	-240	-38	-133	-78	-100	-106
投资	-23	-145	4	-1	0	0
其他	2	3	2	2	2	2
投资活动现金净流	-262	-180	-127	-77	-97	-104
股权募资	443	2	606	0	-47	0
债权募资	-114	-105	-34	38	158	148
其他	-98	-91	-121	-38	-111	-148
筹资活动现金净流	232	-193	452	0	0	0
现金净流量	130	18	50	257	-6	37

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	321	419	500	757	751	789
应收账款	821	1,021	1,735	1,726	2,203	2,782
存货	468	723	949	1,072	1,376	1,747
其他流动资产	31	41	95	54	69	87
流动资产	1,641	2,204	3,279	3,609	4,400	5,404
%总资产	55.0%	59.5%	68.8%	71.8%	75.7%	79.4%
长期投资	106	177	175	176	175	175
固定资产	916	929	920	919	912	901
%总资产	30.7%	25.1%	19.3%	18.3%	15.7%	13.2%
无形资产	264	333	319	321	323	325
非流动资产	1,343	1,502	1,486	1,418	1,412	1,403
%总资产	45.0%	40.5%	31.2%	28.2%	24.3%	20.6%
资产总计	2,983	3,707	4,765	5,027	5,812	6,807
短期借款	523	468	735	774	932	1,079
应付款项	515	1,176	1,512	1,508	1,935	2,454
其他流动负债	36	46	60	151	203	266
流动负债	1,074	1,690	2,307	2,433	3,070	3,799
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	298	306	1	0	0	0
负债	1,372	1,996	2,308	2,433	3,070	3,800
普通股股东权益	1,568	1,632	2,269	2,406	2,554	2,820
少数股东权益	43	79	188	188	188	188
负债股东权益合计	2,983	3,707	4,765	5,027	5,812	6,807

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.31	0.10	0.11	0.17	0.25	0.34
每股净资产	4.21	1.56	1.94	2.06	2.18	2.41
每股经营现金净流	0.43	0.38	-0.24	0.29	0.08	0.12
每股股利	0.10	0.10	0.05	0.06	0.08	0.11
回报率						
净资产收益率	7.32%	6.31%	5.86%	8.48%	11.42%	14.06%
总资产收益率	3.85%	2.78%	2.79%	4.06%	5.02%	5.82%
投入资本收益率	6.44%	6.08%	7.59%	6.18%	8.00%	9.80%
增长率						
主营业务收入增长率	5.01%	24.19%	78.51%	23.68%	27.66%	26.25%
EBIT增长率	-8.48%	-6.93%	68.41%	-13.00%	41.37%	36.23%
净利润增长率	-8.62%	-10.29%	29.07%	53.57%	42.96%	35.90%
总资产增长率	21.82%	24.25%	28.55%	5.50%	15.61%	17.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88	86	76	75	75	75
存货周转天数	67	74	56	60	60	60
应付账款周转天数	43	52	46	45	45	45
固定资产周转天数	111	92	51	40	30	23
偿债能力						
净负债/股东权益	31.03%	20.35%	9.57%	0.66%	6.59%	9.67%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	5.2	15.7	24.8	29.0
资产负债率	46.00%	53.85%	48.44%	48.41%	52.83%	55.82%

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	6	7	8	15
	0	2	3	4	10
	0	1	1	1	1
	0	0	0	0	0
	0.00	1.44	1.45	1.46	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-29	买入	5.37	N/A
2	2017-04-17	买入	5.14	N/A
3	2017-08-30	买入	4.67	N/A
4	2018-03-27	买入	4.02	N/A

来源：国金证券研究所

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



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