



002228.CH

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.38

板块评级: 强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	1.6	9.0	3.5	(7.9)
相对深证成指	9.6	11.5	14.5	(8.8)

发行股数(百万)	1,170
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	4,550
3个月日均交易额(人民币 百万)	22
净负债比率(%) (2018E)	30
主要股东(%)	
新疆兴汇聚股权投资管理有限合伙企业	34

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年4月26日收市价为标准

相关研究报告

《合兴包装年报点评-供应链运营快速起量, 并购整合协同推进》 20180327

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

轻工制造: 包装印刷

杨志威

(8621)20328510

zhiwei1.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515060001

刘凯娜

(8621)20328284

Kaina.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300118030026

# 合兴包装

## 营收增长超预期, 包装龙头成长性加强

公司公布18年一季度报, 报告期实现营业收入20.2亿元, 同比增长76.1%; 实现归母净利润4.9亿元, 同比增长0.6%。预计1-6月份利润增长30-60%。

### 支撑评级的要点

- 纸箱包装业务增长开始加速。公司在过去4个季度实现了收入50%/65%/100%/92%/76%, 归母净利润37%/41%/68%/54%/61%的增速。Q1的收入增幅76.1%, 保持了高速增长, 一方面纸包装主业量价共振提升, 纸业联讯数据显示, 由于17年Q1纸价处于阶段高位, 18Q1各品种箱板纸均价同比上涨7.8%, 瓦楞纸均价同比下跌4.4%, 整体上产品价格随成本有一定上涨, 但幅度不大, 我们估计销量实现了30%以上增速。另一方面, 去年二季度上线的网络运营平台快速起量, 18Q1的增量贡献较大。
- 毛利率降低主因供应链平台业务起量。Q1毛利率11.8%, 同比减少3.75pct, 主因毛利率很低的供应链业务(17年毛利率2.8%)起量所致。环比来看, 相对于Q4毛利率12.8%, 参考公司历史季节性规律, 盈利能力基本稳定。平台业务的摊薄下, 费用率也出现了同比例下降, 净利率只下降了0.4pct至3.0%, 实现了60.6%的业绩增速。
- 纸价波动带来包装企业集中度提升, 龙头受益。在纸价同比相对平稳的情况下, 公司一季报纸包装业务依靠销量实现快速增长, 增长质量很高。我们认为在纸价在波动剧烈中上行的情况下, 中小型包装企业的风险承受能力受到了严峻考验, 下游客户越来越重视供应的稳定可靠性, 而不是单一的价格导向。这促使行业订单向有稳定原材料来源, 风险承受能力强的包装纸企转移。公司的市占率面临提升机遇, 一季报的情况验证了这一逻辑。
- 整合国际纸业, 纸包装龙头地位进一步增强。公司参与收购的国际纸业中国与东南亚瓦楞纸箱业务, 2017年实现营业收入21.7亿元, 净利润6473万元。并入上市公司后, 合兴的生产网点将增加14个, 总计达到45个, 同时在上海、河北等地实现布局, 同时也获得了IP积累的优质客户, 年中并表后将进一步增强整体实力, 稳固在国内包装龙头的地位。

### 评级面临的主要风险

- 原材料成本剧烈波动、并购整合不顺利

### 估值

- 公司围绕“并购整合、智能包装、供应平台、新建工厂”四个维度, 不断优化产能和产业链布局, 向综合包装服务商迈进。我们看好公司行业地位提升, 预计2018-2020年EPS 0.20、0.28、0.36元, 当前股价对应18年22.4X, 维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,542	6,323	8,290	10,440	13,081
变动(%)	24	79	31	26	25
净利润(人民币 百万)	103	154	228	332	428
全面摊薄每股收益(人民币)	0.088	0.132	0.195	0.284	0.366
变动(%)	(10.4)	49.8	47.8	45.9	28.8
全面摊薄市盈率(倍)	49.8	33.3	22.5	15.4	12.0
价格/每股现金流量(倍)	13.1	(18.6)	(124.6)	12.3	25.9
每股现金流量(人民币)	0.33	(0.24)	(0.04)	0.35	0.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.0	12.8	10.5	7.6	6.4
每股股息(人民币)	0.159	0.446	0.058	0.085	0.109
股息率(%)	3.6	10.2	1.3	1.9	2.5

资料来源: 公司数据及中银证券预测

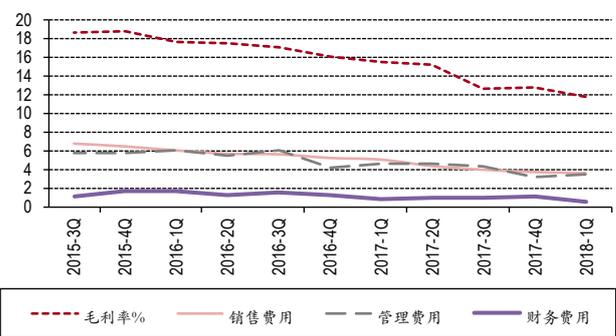
**图表 1. 公司 2017 年及 2018Q1 业绩摘要**

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1
一、营业总收入	1,148	1,395.0	1,736.3	2,043.8	2,022.2
二、营业总成本	1,099	1,333.3	1,689.3	1,970.5	1,950.8
其中：营业成本	970	1,182.0	1,516.3	1,781.8	1,784.6
营业税金及附加	7	8.2	7.7	10.5	9.9
销售费用	58	60.9	69.1	76.4	73.5
管理费用	52	63.5	75.8	65.0	70.5
财务费用	10	13.7	16.0	21.5	10.2
资产减值损失	2	5.0	4.4	15.3	2.2
三、其他经营收益	0	0.4	0.7	3.1	0.5
公允价值变动收益	0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0	0.4	0.7	3.1	0.5
四、营业利润	49.9	62.0	47.7	97.4	75.6
加：营业外收入	3	6.3	6.4	-5.3	1.1
减：营业外支出	2	4.0	1.3	2.4	1.3
五、利润总额	51	64.3	52.8	89.7	75.4
减：所得税	12	14.5	11.3	19.4	14.8
六、净利润	39	49.8	41.5	70.4	60.6
减：少数股东损益	9	9.4	9.5	19.5	11.4
七、归属母公司净利润	31	40.4	32.0	50.8	49.2
EPS	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
<b>主要比率(%)</b>					
毛利率	15.5	15.3	12.7	12.8	11.7
主营税金率	0.6	0.6	0.4	0.5	0.5
销售费率	5.0	4.4	4.0	3.7	3.6
管理费用率	4.5	4.6	4.4	3.2	3.5
营业利润率	4.3	4.4	2.7	4.8	3.7
实际税率	23.1	22.5	21.4	21.6	19.7
净利率	2.7	2.9	1.8	2.5	2.4
<b>YoY(%)</b>					
收入增长率	49.9	65.2	99.8	92.3	76.1
营业利润增长率	99.9	68.5	55.6	184.7	51.6
净利润增长率	37.5	41.0	67.9	54.3	60.6

资料来源：公司公告，万得，中银证券

**图表 2. 公司单季度收入及盈利走势**


资料来源：万得数据及中银证券

**图表 3. 公司毛利率和费用率走势**


资料来源：万得数据及中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,542	6,323	8,290	10,440	13,081
销售成本	(2,941)	(5,450)	(7,140)	(8,922)	(11,192)
经营费用	(329)	(453)	(590)	(766)	(977)
息税折旧前利润	272	420	560	752	912
折旧及摊销	(97)	(102)	(128)	(128)	(128)
经营利润(息税前利润)	175	318	431	624	784
净利息收入/(费用)	(36)	(10)	(19)	(41)	(36)
其他收益/(损失)	(75)	(147)	(151)	(145)	(151)
税前利润	157	258	382	558	717
所得税	(32)	(57)	(85)	(124)	(160)
少数股东权益	(22)	(47)	(69)	(101)	(130)
净利润	103	154	228	332	428
核心净利润	72	153	221	330	425
每股收益(人民币)	0.088	0.132	0.195	0.284	0.366
核心每股收益(人民币)	0.062	0.131	0.189	0.282	0.363
每股股息(人民币)	0.159	0.446	0.058	0.085	0.109
收入增长(%)	24	79	31	26	25
息税前利润增长(%)	(13)	82	36	45	26
息税折旧前利润增长(%)	(5)	54	33	34	21
每股收益增长(%)	(10)	50	48	46	29
核心每股收益增长(%)	(33)	112	44	49	29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	157	258	382	558	717
折旧与摊销	97	102	128	128	127
净利息费用	40	16	26	49	44
运营资本变动	36	804	519	(91)	159
税金	32	57	85	124	160
其他经营现金流	28	(1,512)	(1,182)	(353)	(1,010)
经营活动产生的现金流	391	(275)	(41)	415	198
购买固定资产净值	(228)	(124)	(124)	(124)	(124)
投资减少/增加	2	2	2	12	5
其他投资现金流	46	(4)	21	(22)	1
投资活动产生的现金流	(180)	(127)	(102)	(134)	(119)
净增权益	671	127	0	0	(1)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(186)	(522)	(68)	(100)	(128)
其他融资现金流	(678)	848	240	(128)	118
融资活动产生的现金流	(194)	453	171	(227)	(10)
现金变动	18	51	28	54	70
期初现金	321	419	500	528	582
公司自由现金流	215	(396)	(136)	289	88
权益自由现金流	171	(417)	(169)	232	35

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	419	500	528	582	652
应收帐款	945	1,681	2,162	2,748	3,436
库存	723	949	1,479	1,857	2,194
其他流动资产	117	150	278	315	381
流动资产总计	2,204	3,279	4,448	5,501	6,662
固定资产	896	877	896	912	926
无形资产	329	319	295	274	172
其他长期资产	226	238	217	229	309
长期资产总计	1,502	1,486	1,459	1,466	1,458
总资产	3,707	4,765	5,907	6,967	8,120
应付帐款	510	860	1,132	1,456	1,789
短期债务	468	735	1,254	1,163	1,323
其他流动负债	713	713	1,059	1,521	1,725
流动负债总计	1,691	2,307	3,445	4,140	4,836
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	306	1	1	1	1
股本	1,043	1,170	1,170	1,170	1,170
储备	589	1,100	1,035	1,299	1,626
股东权益	1,632	2,269	2,204	2,468	2,795
少数股东权益	79	188	257	359	489
总负债及权益	3,707	4,765	5,907	6,967	8,120
每股帐面价值(人民币)	1.40	1.94	1.88	2.11	2.39
每股有形资产(人民币)	1.25	1.67	1.63	1.88	2.24
每股净负债/(现金)(人民币)	0.05	0.20	0.62	0.50	0.57

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	7.7	6.6	6.8	7.2	7.0
息税前利润率(%)	4.9	5.0	5.2	6.0	6.0
税前利润率(%)	4.4	4.1	4.6	5.3	5.5
净利率(%)	2.9	2.4	2.7	3.2	3.3
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	3.9	15.1	13.0	11.1	15.0
净权益负债率(%)	2.9	9.6	29.5	20.6	20.4
速动比率(倍)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	49.8	33.3	22.5	15.4	12.0
核心业务市盈率(倍)	70.8	33.4	23.2	15.5	12.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	96.9	45.8	31.7	21.3	16.5
市净率(倍)	3.1	2.3	2.3	2.1	1.8
价格/现金流(倍)	13.1	(18.6)	(124.6)	12.3	25.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.0	12.8	10.5	7.6	6.4
<b>周转率</b>					
存货周转天数	n.a.	56.0	62.1	68.2	66.0
应收帐款周转天数	97.3	75.8	84.6	85.8	86.3
应付帐款周转天数	52.5	39.5	43.8	45.2	45.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	181.2	338.6	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	6.3	7.9	10.2	14.2	16.3
资产收益率(%)	3.8	5.8	6.3	7.5	8.1
已运用资本收益率(%)	8.2	12.0	12.7	16.4	18.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371