

## 包装业务及供应链服务均快速增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年中报。上半年公司实现营业收入48.2亿元,同比增长89.5%,Q1/Q2增速分别为76.1%、100.6%;实现归母净利润4.1亿元,同比增长476.4%,Q1/Q2增速为60.6%和791.3%。扣非后归母净利润为9482.8万元,同比增速为34%。公司归母净利润大幅增加,主要是因为公司完成对合众创亚(亚洲)的收购产生了2.96亿元的营业外收入,若剔除这部分收入,同比增长60%左右。公司预计1-9月实现归母净利润4.33亿元至4.84亿元,同比增长320%至370%。
- **纸包装龙头,受益于行业集中度提升业绩快速增长。**合兴包装主要从事纸包装的研发与设计、生产、销售及服务,在全国有近30家生产基地,覆盖华南、华中、华北、华东、西南等地,是纸包装行业龙头之一。公司主要产品包括纸箱、纸板、缓冲包装材料,2017年营收占比分别为56%、24%和3%。受益于行业集中度提升趋势,2017年合兴包装实现营业收入63.2亿元,同比增长78.5%,归母净利润1.5亿元,同比增长49.5%。收入、净利进入加快成长期。
- **包装及供应链服务均快速增长,原材料价格高位致毛利率短期承压。**分业务看,包装实现收入36.3亿元,同比增长62%,供应链服务实现收入12亿元,同比增长287%。公司上半年毛利率11.7%,同比下降3.7pp,主要因为原材料价格较去年同期大幅上涨所致,其中包装业务毛利率下滑2.49pp。上半年瓦楞纸价同比上涨超过25%,当前价格企稳,我们判断下半年公司的成本压力将有所缓解,毛利率或得到修复。公司上半年三费率为7.2%,同比下降2.9pp,其中销售费用率为3.4%(-1.3pp)、管理费用率3.3%(-1.3)、财务费用率0.6%(-0.3pp)。费用率大幅优化主要是公司持续推进标准化工厂的建设以及精细化的管理体系,运营效率得到提升。公司上半年对投资标的商誉计提损失3228万元,若加回这部分,扣非后净利润增速约70%。现金流方面,上半年经营活动现金流为4500万元,同比去年大幅好转,主要是对供应商结算较多开具承兑所致。
- **IPS/PSCP项目持续推进,战略转型进展顺利。**公司目标从包材制造商转型为综合包装服务商,上半年公司产业供应链云平台(PSCP)和智能包装集成服务(IPS)持续推进中。IPS目前已和捷普、好孩子等多家客户签约,投入10多条包装生产线。目前正处于设备采购阶段,项目进展符合预期。PSCP项目目前签约客户已达到1200家,较2017年末增加了500家,上半年实现销售收入12亿元,同比大幅增加287%,项目高速发展,后续若实现和IPS互相协作,将全面增强公司的包装服务和供应能力。
- **外延并购助力产能整合以及区域平衡发展。**上半年公司完成对合众创亚(亚洲)100%股份收购。合众创亚在国内下属14家子公司,分别位于东北、华北、华东、西南、华南、华中等地,并且合众创亚的产能分布和公司现有产能分布大部分互补。公司目前产能和销售的核心区域在华南、华东和华中三个区域,这三个区域的销售占比分别为30.7%、23.1%和29.3%。通过合众创亚,公司能迅速增强在华北和东北等区域的产能布局和销售放量,区域布局更加合理,市场地位将得到更进一步的增强。
- **盈利预测与投资建议。**预计2018-2020年EPS分别为0.45、0.34、0.42元,对应PE为14、18和15倍。由于今年有较大营业外收入影响归母净利润我们以明年EPS作为参考,考虑到公司的增速远高于行业其他可比公司,给予其一定估值溢价,19年PE20倍,目标价6.8元,首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨的风险;市场竞争加剧导致终端销售低于预期的风险;PSCP业务发展不及预期的风险。

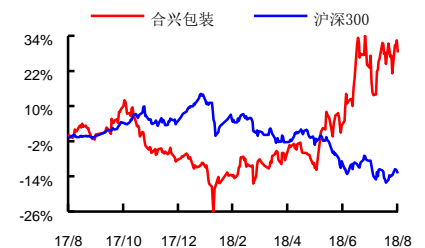
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6323.38	9454.81	12842.75	15836.11
增长率	78.51%	49.52%	35.83%	23.31%
归属母公司净利润(百万元)	153.90	528.06	392.82	487.05
增长率	49.51%	243.11%	-25.61%	23.99%
每股收益EPS(元)	0.13	0.45	0.34	0.42
净资产收益率ROE	8.18%	21.12%	14.20%	15.28%
PE	46	14	18	15
PB	2.91	2.32	2.06	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	11.70
流通A股(亿股)	10.39
52周内股价区间(元)	3.46-6.18
总市值(亿元)	69.24
总资产(亿元)	70.47
每股净资产(元)	2.24

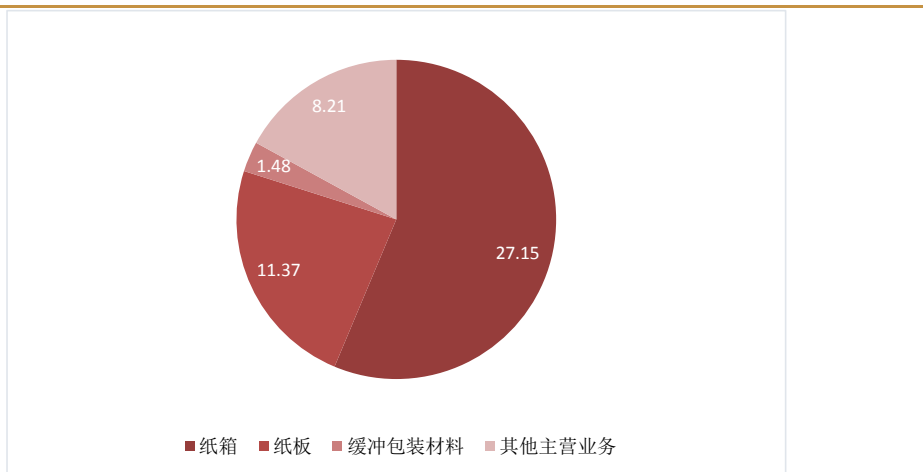
### 相关研究

## 1 包装龙头业绩稳增，外延并购助力产销扩张

厦门合兴包装印刷股份有限公司创始于 1993 年 5 月，于 2008 年登陆 A 股。公司主要从事纸包装的研发与设计、生产、销售及服务，在全国有近 30 家生产基地，覆盖华南、华中、华北、华东、西南等地，是纸包装行业龙头之一。2016 年，公司制定了打造“百亿制造、千亿服务的包装产业自愿整合及共享平台”的 5 年战略目标，致力于从包材制造商转型为综合包装服务商，于 2017 年投建的包装产业供应链云平台（PSCP）和智能包装集成服务（IPS）项目正在持续推进中。2018 年，公司已收购合众创亚公司，成功实现对外扩张，市场地位将得到更进一步增强。

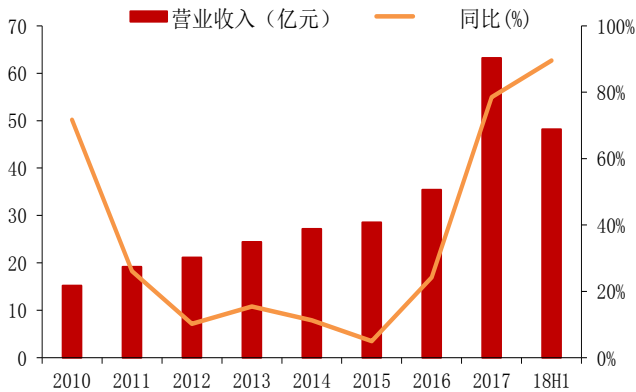
**公司主营业务结构：**公司主要产品包括纸箱、纸板、缓冲包装材料，纸箱业务一直在营收中贡献最大，近两年来，公司纸板业务增速较快，营收占比逐步提升。2017 年公司分业务收入中，63.02%来自纸箱、26.19%来自纸板，2.93%来自缓冲包装，7.86%来自其他主营业务。公司 2017 年及之前主要关注国内业务，从 2018 年开始国外业务拓展，2018H1 实现了 0.22 亿元的国外营业收入，国外毛利整体高于国内。毛利率方面，近期由于原材料价格高启，各产品毛利率出现短期下滑，预计下半年将得到修复。

图 1：公司 2018h1 主营业务收入结构情况（亿元）

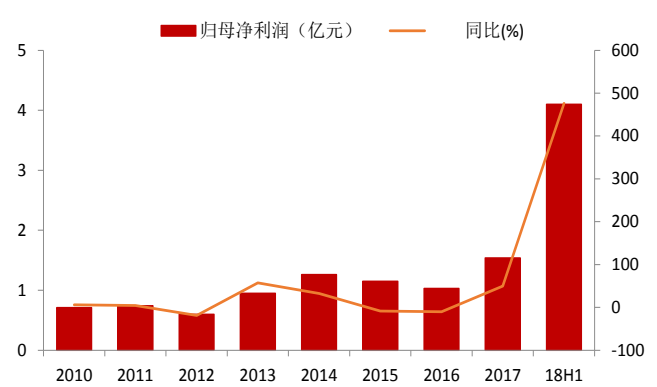


数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩情况：**公司在“集团化、大客户”的蓝海战略下，不断拓展客户资源，目前已积累了京东方、海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、HP 等知名企业客户。大客户资源成功助力公司近年来收入、利润稳步增长。由 2013 年的 24.42 亿元增长到 2017 年的 63.23 亿元，年均复合增长率为 26.85%。归母净利润由 2013 年的 0.95 亿元增长到 2017 年的 1.54 亿元，年均复合增长率为 12.84%。公司销售收入的增长主要受益于包装产品需求量的持续增长以及行业集中度的持续提升。2018 年，公司借力合众创亚，将迅速实现在华北和东北等区域的产能布局和销售放量，未来增长空间将进一步扩大。

**图 2: 公司 2010 年以来营业收入 (亿元) 及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 3: 公司 2010 年以来归母净利润 (亿元) 及增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: PSCP 业务推进顺利, 包装生产线顺利投产, 客户数和订单量仍将继续快速增长, 预计 2018-2020 订单增速分别为 200%、100%和 50%。

假设 2: 当前包装纸价格高位企稳, 随着包装纸新增产能投放及公司涨价的进一步落实, 毛利率压力将减弱, 盈利能力逐步修复。预计 2018-2020 年毛利率分别为 13.7%、14.1%和 14.1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分业务收入成本预测**

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	2852.5	3542.4	6323.4	9454.8	12842.8	15836.1
yoy		24.2%	78.5%	49.5%	35.8%	23.3%
营业成本	2289.9	2940.9	5450.4	8163.9	11033.7	13609.6
毛利率	19.7%	17.0%	13.8%	13.7%	14.1%	14.1%
<b>纸箱</b>						
收入	2237.5	2559.5	3985.2	5579.2	7253.0	8703.6
yoy		14.4%	55.7%	40.0%	30.0%	20.0%
成本	1784.9	2101.5	3395.3	4742.3	6092.5	7311.0
毛利率	20.2%	17.9%	14.8%	15.0%	16.0%	16.0%
<b>纸板</b>						
收入	444.7	767.6	1656.0	2815.2	4222.9	5489.7
yoy		72.6%	115.7%	70.0%	50.0%	30.0%
成本	402.3	701.4	1515.9	2575.9	3842.8	4968.2
毛利率	9.5%	8.6%	8.5%	8.5%	9.0%	10.0%

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>缓冲包装材料</b>						
收入	102.3	85.5	185.3	315.0	472.4	614.2
yoy		-16.5%	116.8%	70.0%	50.0%	30.0%
成本	84.3	77.5	168.5	286.6	427.6	558.9
毛利率	17.7%	9.3%	9.0%	9.0%	9.5%	10.0%
<b>其他业务</b>						
收入	67.9	129.8	496.9	745.4	894.5	1028.6
yoy		91.1%	282.9%	50.0%	20.0%	15.0%
成本	18.4	60.4	370.7	559.0	670.8	771.5
毛利率	72.9%	53.4%	25.4%	25.0%	25.0%	25.0%

数据来源：西南证券

**表 2：可比公司估值表**

股票简称及代码	每股收益 (元)			市盈率		
	18E	19E	20E	18E	19E	20E
合兴包装(002228)	0.45	0.34	0.42	14	18	15
美盈森(002303)	0.29	0.38	0.47	19	15	12
裕同科技(002831)	2.39	3.13	3.98	20	15	12

数据来源：西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6323.38	9454.81	12842.75	15836.11	净利润	200.88	649.52	491.52	610.12
营业成本	5450.45	8163.94	11033.72	13609.58	折旧与摊销	112.18	94.00	95.90	98.27
营业税金及附加	33.71	55.40	72.99	90.93	财务费用	60.79	35.07	52.59	71.38
销售费用	264.13	359.28	526.55	649.28	资产减值损失	26.37	-17.43	16.00	16.00
管理费用	256.30	349.83	526.55	633.44	经营营运资本变动	-649.40	-315.28	-655.48	-484.82
财务费用	60.79	35.07	52.59	71.38	其他	-25.86	13.32	-19.91	-19.71
资产减值损失	26.37	-17.43	16.00	16.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-275.04</b>	<b>459.21</b>	<b>-19.37</b>	<b>291.24</b>
投资收益	4.33	4.11	3.91	3.71	资本支出	9.21	201.30	196.60	198.70
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-135.76	-528.41	-631.34	-458.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-126.55</b>	<b>-327.11</b>	<b>-434.74</b>	<b>-259.85</b>
<b>营业利润</b>	<b>257.00</b>	<b>512.83</b>	<b>618.25</b>	<b>769.21</b>	短期借款	266.46	-157.28	728.47	194.96
其他非经营损益	0.80	314.99	9.64	9.59	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>257.80</b>	<b>827.82</b>	<b>627.89</b>	<b>778.80</b>	股权融资	535.79	0.00	0.00	0.00
所得税	56.92	178.29	136.37	168.67	支付股利	-52.15	-30.78	-105.61	-78.56
净利润	200.88	649.52	491.52	610.12	其他	-297.22	29.18	0.66	1.87
少数股东损益	46.98	121.47	98.70	123.07	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>452.88</b>	<b>-158.89</b>	<b>623.51</b>	<b>118.27</b>
归属母公司股东净利润	153.90	528.06	392.82	487.05	<b>现金流量净额</b>	<b>49.91</b>	<b>-26.79</b>	<b>169.40</b>	<b>149.67</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	499.53	472.74	642.14	791.81	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1810.16	2750.18	3707.69	4587.85	销售收入增长率	78.51%	49.52%	35.83%	23.31%
存货	948.74	1421.07	1920.60	2368.98	营业利润增长率	102.94%	99.54%	20.56%	24.42%
其他流动资产	20.49	32.36	42.79	53.48	净利润增长率	60.79%	223.34%	-24.33%	24.13%
长期股权投资	48.79	48.79	48.79	48.79	EBITDA 增长率	53.46%	49.29%	19.45%	22.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	920.13	633.10	350.76	61.33	毛利率	13.80%	13.65%	14.09%	14.06%
无形资产和开发支出	310.87	303.46	294.15	287.46	三费率	9.19%	7.87%	8.61%	8.55%
其他非流动资产	205.95	737.62	1372.01	1833.42	净利率	3.18%	6.87%	3.83%	3.85%
<b>资产总计</b>	<b>4764.67</b>	<b>6399.32</b>	<b>8378.93</b>	<b>10033.12</b>	ROE	8.18%	21.12%	14.20%	15.28%
短期借款	734.70	577.42	1305.88	1500.85	ROA	4.22%	10.15%	5.87%	6.08%
应付和预收款项	1529.23	2616.64	3405.86	4239.83	ROIC	10.41%	15.25%	16.86%	18.88%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.80%	6.79%	5.97%	5.93%
其他负债	43.93	129.71	205.73	299.41	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2307.86</b>	<b>3323.76</b>	<b>4917.47</b>	<b>6040.09</b>	总资产周转率	1.49	1.69	1.74	1.72
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52	固定资产周转率	7.13	12.88	28.59	96.98
资本公积	419.94	419.94	419.94	419.94	应收账款周转率	4.82	4.51	4.33	4.15
留存收益	679.70	1176.98	1464.19	1872.68	存货周转率	6.52	6.89	6.60	6.35
归属母公司股东权益	2269.16	2766.44	3053.64	3462.13	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.50%	—	—	—
少数股东权益	187.65	309.12	407.82	530.90	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2456.81</b>	<b>3075.56</b>	<b>3461.47</b>	<b>3993.03</b>	资产负债率	48.44%	51.94%	58.69%	60.20%
负债和股东权益合计	4764.67	6399.32	8378.93	10033.12	带息债务/总负债	31.83%	17.37%	26.56%	24.85%
					流动比率	1.42	1.43	1.32	1.33
					速动比率	1.01	1.00	0.92	0.93
					股利支付率	33.88%	5.83%	26.89%	16.13%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.13	0.45	0.34	0.42
					每股净资产	2.10	2.63	2.96	3.41
					每股经营现金	-0.24	0.39	-0.02	0.25
					每股股利	0.04	0.03	0.09	0.07
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	429.97	641.90	766.74	938.86					
PE	46.43	13.53	18.19	14.67					
PB	2.91	2.32	2.06	1.79					
PS	1.13	0.76	0.56	0.45					
EV/EBITDA	16.71	10.16	8.40	6.42					
股息率	0.73%	0.43%	1.48%	1.10%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn