

合兴包装 (002228.SZ) 买入 (维持评级)

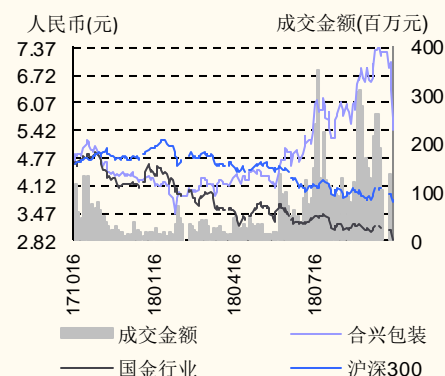
公司点评

市场价格 (人民币): 5.45 元

基本面健康、内生外延优质发展

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)	6,373.87
年内股价最高最低(元)	7.40/3.43
沪深 300 指数	3170.73
中小板综	7623.54



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	0.13	0.44	0.34	0.44
每股净资产(元)	1.56	1.94	2.42	2.65	2.95
每股经营性现金流(元)	0.37	-0.24	0.18	0.44	0.32
市盈率(倍)	53	33	12	16	12
净利润增长率(%)	-10.29%	49.51%	231.95%	-21.14%	27.62%
净资产收益率(%)	6.31%	6.78%	18.04%	12.99%	14.92%
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

事件

- 公司股价自 10 月 10 日后连续三个交易日大幅调整, 我们点评如下:

点评

- 行业洗牌背景下实现内生高增长和外延优并购。今年 6 月, 公司完成对合众创亚 100% 股权的折价收购, 在中报中形成 2.96 亿元营业外收入。即使剔除该部分因素影响, 上半年营收仍实现 81.68% 的高速增长。同期, 公司计提了商誉减值 3,277.23 万元, 扣非后净利润增速为 34.01%, 若还原该因素, 则净利润增速将超过 60%。反映出公司在因为原材料上涨和环保高压等因素造成的行业洗牌大背景下, 凭借优秀的管理运营能力和品牌影响力, 实现内生和外延的同步发展。
- 并购导致应收账款大幅增加, 总体情况良好。上半年末, 公司应收款 27.23 亿元, 扣除并表因素, 内生业务对应的应收账款为 22.06 亿元, 同比增长 73.29%, 与收入增长基本同步。全部应收账款中, 账期在半年内的为 26.78 亿元, 占比 98.34%, 且一年期内应收款计提比例 5%, 与同业一致。公司应收款增速去年明显提升, 对经营性现金流造成较大影响。箱板瓦楞纸价格于去年内大涨, 公司产品供货价随行就市, 导致客户采购情绪与备货节奏变化, 对应去年预收款下滑 51.23%。今年下游消费情绪不高, 且宏观经济形势更严峻, 客户采购情绪仍难有明显改善, 造成公司库存商品大幅增加 208%。因此, 公司虽然中报预收增长 90%, 推动了经营性现金流转正, 但后续该财务指标恐仍存在压力。
- 供应链平台业务发展顺利, 负债率略高但偿债能力仍在提升。公司 IPS/PSCP 两大供应链平台项目运营日渐成熟, 目前已和好孩子等多家客户签约, 投入生产线 10 余条。PSCP 平台目前拥有客户 1,200 多家, 上半年实现销售收入近 12 亿元, 比去年同期增长近 6 倍。供应链平台业务的较快发展需要公司的资金投入, 因此公司半年报资产负债率为 58.88%, 同比提高 2.78pct, 高于同业上市公司平均水平。不过, 公司的偿债能力仍然良好, 流动比率/速动比率为 1.32/0.99, 同比提高 0.19/0.2。

盈利预测与投资建议

- 我们看好公司内生外延并举, 打造“百亿制造、千亿服务”的整体包装服务商战略, 我们维持公司 2018-2020 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.44/0.34/0.44 元 (三年 CAGR49.8%), 对应 PE 分别为 12/16/12 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; 11 月 20 日, 1.27 亿股非公开发行限售股上市, 或将对股价造成压力。

相关报告

1. 《合兴包装 2018 年半年报点评-内生外延皆亮眼, 全年维持高增无...》, 2018.8.20
2. 《合兴包装 2018 年一季报点评-全年业绩增长基础奠定, 龙头迎来...》, 2018.4.27
3. 《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

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

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	9,710	13,734	18,838
增长率		24.2%	78.5%	53.6%	41.4%	37.2%
主营业务成本	-2,290	-2,941	-5,450	-8,412	-11,914	-16,361
%销售收入	80.3%	83.0%	86.2%	86.6%	86.8%	86.9%
毛利	563	602	873	1,298	1,820	2,477
%销售收入	19.7%	17.0%	13.8%	13.4%	13.2%	13.1%
营业税金及附加	-15	-24	-34	-41	-76	-113
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%
营业费用	-187	-197	-264	-369	-577	-829
%销售收入	6.6%	5.6%	4.2%	3.8%	4.2%	4.4%
管理费用	-157	-190	-256	-367	-522	-744
%销售收入	5.5%	5.4%	4.1%	3.8%	3.8%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	203	189	319	521	645	791
%销售收入	7.1%	5.3%	5.0%	5.4%	4.7%	4.2%
财务费用	-47	-48	-61	-47	-48	-38
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	0.5%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-5	-17	-26	-25	-4	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	3	4	2	2	3
%税前利润	1.3%	1.7%	1.7%	0.3%	0.4%	0.3%
营业利润	154	127	257	452	596	748
营业利润率	5.4%	3.6%	4.1%	4.7%	4.3%	4.0%
营业外收支	6	30	1	295	10	10
税前利润	160	157	258	747	606	758
利润率	5.6%	4.4%	4.1%	7.7%	4.4%	4.0%
所得税	-37	-32	-57	-187	-152	-190
所得税率	23.0%	20.5%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	123	125	201	560	455	569
少数股东损益	8	22	47	49	52	54
归属于母公司的净利润	115	103	154	511	403	514
净利率	4.0%	2.9%	2.4%	5.3%	2.9%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	123	125	201	560	455	569
少数股东损益	8	22	47	49	52	54
非现金支出	94	121	136	150	151	153
非经营收益	46	20	53	-238	51	43
营运资金变动	-104	125	-667	-265	-142	-395
经营活动现金净流	160	390	-277	206	515	369
资本开支	-240	-38	-133	-286	-21	-22
投资	-23	-145	4	0	0	0
其他	2	3	2	2	2	3
投资活动现金净流	-262	-180	-127	-284	-18	-19
股权募资	443	2	606	0	0	0
债权募资	-114	-105	-34	343	-200	-41
其他	-98	-91	-121	-8	-197	-226
筹资活动现金净流	232	-193	452	335	-397	-267
现金净流量	130	17	48	258	100	83

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	857	940
应收款项	821	1,021	1,735	2,737	3,237	4,134
存货	468	723	949	1,037	1,469	2,017
其他流动资产	31	41	95	88	116	152
流动资产	1,641	2,204	3,279	4,619	5,679	7,244
%总资产	55.0%	59.5%	68.8%	70.4%	75.7%	80.9%
长期投资	106	177	175	175	175	175
固定资产	916	929	920	1,359	1,236	1,117
%总资产	30.7%	25.1%	19.3%	20.7%	16.5%	12.5%
无形资产	264	333	319	337	344	350
非流动资产	1,343	1,502	1,486	1,943	1,828	1,715
%总资产	45.0%	40.5%	31.2%	29.6%	24.3%	19.1%
资产总计	2,983	3,707	4,765	6,562	7,507	8,959
短期借款	523	468	735	1,078	878	836
应付款项	515	1,176	1,512	2,306	3,085	4,122
其他流动负债	36	46	60	109	153	209
流动负债	1,074	1,690	2,307	3,493	4,116	5,168
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	298	306	1	1	1	1
负债	1,372	1,996	2,308	3,494	4,117	5,170
普通股股东权益	1,568	1,632	2,269	2,831	3,101	3,446
少数股东权益	43	79	188	237	289	343
负债股东权益合计	2,983	3,707	4,765	6,562	7,507	8,959

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.308	0.099	0.132	0.437	0.344	0.440
每股净资产	4.210	1.564	1.940	2.421	2.652	2.946
每股经营现金净流	0.429	0.374	-0.237	0.176	0.440	0.316
每股股利	#VALUE!	#VALUE!	#VALUE!	0.144	0.114	0.145
回报率						
净资产收益率	7.32%	6.31%	6.78%	18.04%	12.99%	14.92%
总资产收益率	3.85%	2.78%	3.23%	7.79%	5.37%	5.74%
投入资本收益率	6.44%	6.08%	7.78%	9.43%	11.34%	12.82%
增长率						
主营业务收入增长率	5.01%	24.19%	78.51%	53.55%	41.44%	37.17%
EBIT增长率	-8.48%	-6.93%	68.41%	63.52%	23.81%	22.53%
净利润增长率	-8.62%	-10.29%	49.51%	231.95%	-21.14%	27.62%
总资产增长率	21.82%	24.25%	28.55%	37.72%	14.40%	19.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.1	86.2	75.8	95.0	78.0	72.0
存货周转天数	67.0	73.9	56.0	45.0	45.0	45.0
应付账款周转天数	43.2	52.2	45.9	54.0	48.0	45.0
固定资产周转天数	111.5	92.3	50.6	49.1	31.2	20.2
偿债能力						
净负债/股东权益	31.03%	20.35%	9.57%	10.46%	0.63%	-2.71%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	5.2	11.2	13.6	20.9
资产负债率	46.00%	53.85%	48.44%	53.24%	54.84%	57.71%

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	2	3	11	18	30
增持	1	1	3	4	8
中性	0	0	1	2	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.25	1.33	1.33	1.38

来源：贝格数据

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	2017-04-17	买入	5.14	N/A
2	2017-08-30	买入	4.67	N/A
3	2018-03-27	买入	4.02	N/A
4	2018-04-27	买入	4.38	N/A
5	2018-08-30	买入	6.11	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。

