

消费升级与娱乐研究中心

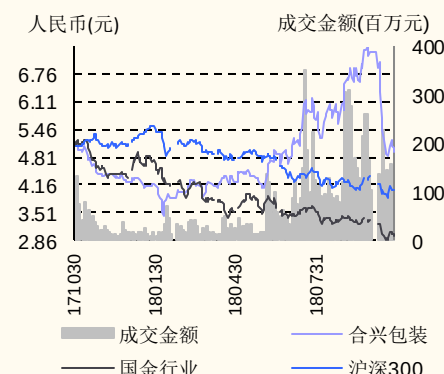
合兴包装 (002228.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.95 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)	5,789.11
年内股价最高最低(元)	7.40/3.43
沪深 300 指数	3173.64
中小板综	7543.86



相关报告

1. 《合兴包装公司点评-基本面健康、内生外延优质发展》，2018.10.14
2. 《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...》，2018.8.30
3. 《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
4. 《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

外延式并购增厚营收，经营效率已开始改善

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	2.94
每股经营性现金流(元)	0.37	-0.24	-0.57	0.64	0.25
市盈率(倍)	53	33	11	15	11
净利润增长率(%)	-10.29%	49.51%	231.59%	-22.34%	29.96%
净资产收益率(%)	6.31%	6.78%	18.03%	12.80%	14.96%
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

- 3Q2018，公司分别实现营收/归母净利润 81.12 亿元/4.82 亿元，同比分别增长 89.54%/369.97%，实现全面摊薄 EPS0.35 元，超出市场预期。

经营分析

- 剔除并表影响收入端依旧高增。公司于今年 6 月完成对合众创亚 100%股权的折价收购，剔除并表影响，前三季度公司收入端增速超过 70%，Q3 单季增速也超过 30%，基本维持高速增长态势。同时受益 Q3 期内原材料价格下调，综合毛利率环比增加 0.97pct. 达到 12.59%。我们认为在环保高压的背景下，中小包装企业生产受限，供货能力下降，被迫退出大客户供应商名单，为公司在存量客户中带来增量业务，将持续推动收入端保持相对良好增长。
- IPS/PSCP 项目运营日益成熟，成为公司收入增速核心贡献力。在公司持续推进下，IPS 项目已和捷普、好孩子等多家客户签约，投入包装生产线 10 余条，PSCP 平台目前也已拥有客户 1,200 多家，两大项目运营日益成熟。上半年，公司 PSCP 平台实现销售收入近 12 亿元，与去年同期相比增长近 6 倍。伴随 PSCP 平台业务量的不断扩大，后续将能够和 IPS 项目互相协作，全面增强公司的包装服务和供应能力。
- 并购导致应收款大幅增加，但经营效率在改善。前三季，公司应收款 28.66 亿元，同比增长 97.71%，主要系并购合众创亚所致。公司 Q3 季度新增应收款仅 1.43 亿元，较 Q2 应收款绝对额增量明显收窄。此外，从账龄上看，公司上半年全部应收款中，账期在半年以内的共 26.78 亿元，占比 98.34%，整体回款能力较强。从存货看，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，造成公司上半年存货大幅增加 208%。到三季报，存货绝对值已经有所下降。综合来看，短期由于并购对经营效率的拖累，目前已处改善状态。

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 11/15/11 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。

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	10,473	14,832	20,364
增长率		24.2%	78.5%	65.6%	41.6%	37.3%
主营业务成本	-2,290	-2,941	-5,450	-9,075	-12,868	-17,687
%销售收入	80.3%	83.0%	86.2%	86.6%	86.8%	86.9%
毛利	563	602	873	1,398	1,964	2,677
%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	-44	-82	-122
%销售收入	0.5%	0.7%	0.5%	0.4%	0.6%	0.6%
营业费用	-187	-197	-264	-398	-623	-896
%销售收入	6.6%	5.6%	4.2%	3.8%	4.2%	4.4%
管理费用	-157	-190	-256	-396	-564	-804
%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	561	696	854
%销售收入	7.1%	5.3%	5.0%	5.4%	4.7%	4.2%
财务费用	-47	-48	-61	-80	-110	-100
%销售收入	1.7%	1.4%	1.0%	0.8%	0.7%	0.5%
资产减值损失	-5	-17	-26	-32	-1	-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	451	587	749
%营业利润率	5.4%	3.6%	4.1%	4.3%	4.0%	3.7%
营业外收支	6	30	1	295	10	10
税前利润	160	157	258	746	597	759
利润率	5.6%	4.4%	4.1%	7.1%	4.0%	3.7%
所得税	-37	-32	-57	-187	-149	-190
所得税率	23.0%	20.5%	22.1%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	123	125	201	560	448	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	510	396	515
净利率	4.0%	2.9%	2.4%	4.9%	2.7%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	123	125	201	560	448	569
少数股东损益	8	22	47	49	52	54
非现金支出	94	121	136	158	153	157
非经营收益	46	20	53	-204	115	107
营运资金变动	-104	125	-667	-1,183	38	-545
经营活动现金净流	160	390	-277	-669	754	288
资本开支	-240	-38	-133	-346	-31	-33
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	-344	-29	-30
股权募资	443	2	606	0	0	0
债权募资	-114	-105	-34	1,372	-358	123
其他	-98	-91	-121	-42	-259	-290
筹资活动现金净流	232	-193	452	1,329	-616	-167
现金净流量	130	17	48	317	109	91

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	321	419	500	817	925	1,016
应收款项	821	1,021	1,735	3,378	3,577	4,469
存货	468	723	949	1,492	2,115	2,908
其他流动资产	31	41	95	93	124	163
流动资产	1,641	2,204	3,279	5,780	6,741	8,556
%总资产	55.0%	59.5%	68.8%	74.3%	78.1%	82.7%
长期投资	106	177	175	175	175	175
固定资产	916	929	920	1,417	1,299	1,186
%总资产	30.7%	25.1%	19.3%	18.2%	15.1%	11.5%
无形资产	264	333	319	337	344	350
非流动资产	1,343	1,502	1,486	2,000	1,891	1,784
%总资产	45.0%	40.5%	31.2%	25.7%	21.9%	17.3%
资产总计	2,983	3,707	4,765	7,780	8,632	10,340
短期借款	523	468	735	1,756	1,399	1,521
应付款项	515	1,176	1,512	2,487	3,332	4,456
其他流动负债	36	46	60	117	165	226
流动负债	1,074	1,690	2,307	4,361	4,896	6,204
长期贷款	0	0	0	350	350	351
其他长期负债	298	306	1	1	1	1
负债	1,372	1,996	2,308	4,712	5,247	6,555
普通股股东权益	1,568	1,632	2,269	2,831	3,097	3,442
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	7,780	8,632	10,340

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.308	0.099	0.132	0.436	0.339	0.440
每股净资产	4.210	1.564	1.940	2.421	2.648	2.943
每股经营现金净流	0.429	0.374	-0.237	-0.572	0.644	0.246
每股股利	0.100	0.050	0.050	0.144	0.112	0.145
回报率						
净资产收益率	7.32%	6.31%	6.78%	18.03%	12.80%	14.96%
总资产收益率	3.85%	2.78%	3.23%	6.56%	4.59%	4.98%
投入资本收益率	6.44%	6.08%	7.78%	8.13%	10.16%	11.33%
增长率						
主营业务收入增长率	5.01%	24.19%	78.51%	65.62%	41.62%	37.30%
EBIT增长率	-8.48%	-6.93%	68.41%	75.86%	24.11%	22.76%
净利润增长率	-8.62%	-10.29%	49.51%	231.59%	-22.34%	29.96%
总资产增长率	21.82%	24.25%	28.55%	63.29%	10.95%	19.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.1	86.2	75.8	110.0	80.0	72.0
存货周转天数	67.0	73.9	56.0	60.0	60.0	60.0
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	47.2	29.9	19.4
偿债能力						
净负债/股东权益	31.03%	20.35%	9.57%	42.04%	24.33%	22.60%
EBIT利息保障倍数	4.3	3.9	5.2	7.0	6.3	8.5
资产负债率	46.00%	53.85%	48.44%	60.57%	60.78%	63.40%

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
买入	1	3	12	17	28
增持	0	3	5	6	9
中性	0	0	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.39	1.33	1.41

来源：贝格数据

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
6	2018-10-14	买入	5.45	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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。

此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