

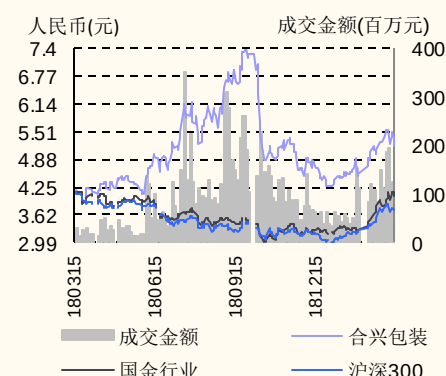
合兴包装 (002228.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.18 元

迈入百亿营收规模, 海外布局已先行**市场数据(人民币)**

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93

**相关报告**

- 1.《合兴包装 2018 年三季报点评-外延式并购增厚营收, 经营效率已...》, 2018.10.20
- 2.《合兴包装公司点评-基本面健康、内生外延优质发展》, 2018.10.14
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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...》, 2018.2.27

揭力

分析师 SAC 执业编号: S1130515080003
(8621)60935563
jie.li@gjzq.com.cn

袁艺博

分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.13	0.20	0.28	0.40	0.53
每股净资产(元)	1.94	2.34	2.71	2.98	3.34
每股经营性现金流(元)	-0.24	0.47	0.71	0.45	0.53
市盈率(倍)	33	21	19	13	10
净利润增长率(%)	49.51%	51.43%	38.99%	43.16%	34.45%
净资产收益率(%)	6.78%	8.51%	10.20%	13.31%	15.98%
总股本(百万股)	1,169.52	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 年公司分别实现营收/归母净利润 121.66 亿元/2.33 亿元, 同比分别增长 39.08%/64.49%, 实现全面摊薄 EPS0.20 元, 符合预期。2018 年分配预案为每 10 股派发现金红利 0.50 元 (含税)。

经营分析

- **公司成为行业内第一家迈入百亿营收的企业。**去年公司完成对合众创亚的收购实现并表, 在内生与外延双轨驱动之下, 公司成为纸包装行业业内首家迈入百亿营收的企业。在盈利方面, 由于 2018 年内包装纸价格先涨后跌, 因此在一二季度内公司毛利率相对承压, 下半年则呈现逐季改善的状态, 至 Q4 单季毛利率为 13.53%, 较 17 年同期提升 0.71pct。我们预计今年内包装纸价格仍将承压, 公司毛利率端具备持续提升可能。
- **PSCP 和 IPS 业务日益成熟, 成为公司收入增长新引擎。**在公司“百亿制造, 千亿服务”战略推进之下, IPS 和 PSCP 两大项目经营日渐成熟。目前来看, PSCP 平台现已拥有合作客户已达 1300 多家, 而 IPS 项目也已和捷普和好孩子等多家客户签约, 投入包装生产线 10 余条。2018 年, 公司 PSCP 业务实现收入 28.39 亿元, 同比增长 149.85%。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。
- **发行可转债夯实基础, 收购合众创亚提升全国供应能力。**公司公告, 拟发行可转债募集 5.95 亿元资金, 用于环保包装和青岛合兴纸箱生产项目。我们认为, 本次可转债募投项目意在进一步夯实公司主业发展基础, 持续扩大在行业内的领先地位。2018 年, 公司通过收购合众创亚项目, 增强了在长三角、西部地区、京津冀等地区的产品供应能力, 弥补了在辽沈、呼和浩特等区域的产能空白。同时, 也对东南亚新兴市场形成提前布局。收购完成后公司客户结构得以丰富, 全面提升客户服务能力与综合竞争实力。

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, 我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 预测为 0.28/0.40/0.53 元 (三年 CAGR49.8%), 对应 PE 分别为 19/13/10 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)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	3,542	6,323	12,166	15,011	18,363	22,327
增长率		78.5%	92.4%	23.4%	22.3%	21.6%
主营业务成本	-2,941	-5,450	-10,640	-12,912	-15,758	-19,149
%销售收入	83.0%	86.2%	87.5%	86.0%	85.8%	85.8%
毛利	602	873	1,526	2,099	2,605	3,178
%销售收入	17.0%	13.8%	12.5%	14.0%	14.2%	14.2%
营业税金及附加	-24	-34	-63	-83	-100	-121
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-197	-264	-481	-630	-817	-960
%销售收入	5.6%	4.2%	4.0%	4.2%	4.5%	4.3%
管理费用	-190	-256	-467	-781	-922	-1,105
%销售收入	5.4%	4.1%	3.8%	5.2%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	189	319	514	605	766	992
%销售收入	5.3%	5.0%	4.2%	4.0%	4.2%	4.4%
财务费用	-48	-61	-119	-76	-78	-86
%销售收入	1.4%	1.0%	1.0%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-17	-26	-75	-27	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	6	3	3	3
%税前利润	1.7%	1.7%	1.6%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	127	257	356	505	685	902
营业利润率	3.6%	4.1%	2.9%	3.4%	3.7%	4.0%
营业外收支	30	1	1	0	10	10
税前利润	157	258	356	505	695	912
利润率	4.4%	4.1%	2.9%	3.4%	3.8%	4.1%
所得税	-32	-57	-71	-126	-174	-228
所得税率	20.5%	22.1%	19.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	125	201	285	379	521	684
少数股东损益	22	47	52	55	58	61
归属于母公司的净利润	103	154	233	324	464	624
净利率	2.9%	2.4%	1.9%	2.2%	2.5%	2.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	125	201	285	379	521	684
少数股东损益	22	47	52	55	58	61
非现金支出	121	136	268	204	227	265
非经营收益	20	53	99	91	84	92
营运资金变动	125	-667	-99	157	-306	-417
经营活动现金净流	390	-277	554	830	526	624
资本开支	-38	-133	-263	-601	-487	-410
投资	-145	4	9	0	0	0
其他	3	2	0	3	3	3
投资活动现金净流	-180	-127	-253	-598	-484	-407
股权募资	2	606	70	0	0	0
债权募资	-105	-34	496	-113	188	69
其他	-91	-121	-815	19	-250	-311
筹资活动现金净流	-193	452	-249	-94	-61	-242
现金净流量	17	48	52	138	-20	-25

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	419	500	798	936	916	891
应收款项	1,021	1,735	2,781	2,816	3,395	4,067
存货	723	949	1,196	1,415	1,727	2,099
其他流动资产	41	95	61	100	114	131
流动资产	2,204	3,279	4,836	5,266	6,151	7,187
%总资产	59.5%	68.8%	69.0%	66.9%	68.1%	70.3%
长期投资	177	175	110	110	110	110
固定资产	929	920	1,355	1,796	2,071	2,232
%总资产	25.1%	19.3%	19.3%	22.8%	22.9%	21.8%
无形资产	333	319	549	532	532	532
非流动资产	1,502	1,486	2,178	2,603	2,879	3,042
%总资产	40.5%	31.2%	31.0%	33.1%	31.9%	29.7%
资产总计	3,707	4,765	7,014	7,869	9,031	10,229
短期借款	468	735	1,284	821	1,009	1,077
应付款项	1,176	1,512	2,277	2,705	3,274	3,883
其他流动负债	46	60	116	165	200	242
流动负债	1,690	2,307	3,678	3,690	4,483	5,202
长期贷款	0	0	245	595	595	596
其他长期负债	306	1	67	67	68	69
负债	1,996	2,308	3,990	4,353	5,146	5,867
普通股股东权益	1,632	2,269	2,737	3,174	3,485	3,903
少数股东权益	79	188	287	341	399	460
负债股东权益合计	3,707	4,765	7,014	7,869	9,031	10,229

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.099	0.132	0.199	0.277	0.397	0.533
每股净资产	1.564	1.940	2.341	2.714	2.980	3.337
每股经营现金净流	0.374	-0.237	0.474	0.709	0.450	0.533
每股股利	0.050	0.050	0.000	0.091	0.131	0.176
回报率						
净资产收益率	6.31%	6.78%	8.51%	10.20%	13.31%	15.98%
总资产收益率	2.78%	3.23%	3.32%	4.12%	5.14%	6.10%
投入资本收益率	6.08%	7.78%	8.92%	9.09%	10.34%	12.20%
增长率						
主营业务收入增长率	24.19%	78.51%	92.40%	23.39%	22.33%	21.59%
EBIT增长率	-6.93%	68.41%	61.33%	17.69%	26.49%	29.56%
净利润增长率	-10.29%	49.51%	51.43%	38.99%	43.16%	34.45%
总资产增长率	24.25%	28.55%	47.20%	12.19%	14.77%	13.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.2	75.8	65.4	66.0	65.0	64.0
存货周转天数	73.9	56.0	36.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	52.2	45.9	35.1	35.0	34.0	33.0
固定资产周转天数	92.3	50.6	38.9	41.8	39.2	34.5
偿债能力						
净负债/股东权益	20.35%	9.57%	24.19%	13.66%	17.73%	17.94%
EBIT利息保障倍数	3.9	5.2	4.3	8.0	9.9	11.5
资产负债率	53.85%	48.44%	56.89%	55.32%	56.99%	57.35%

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	0	4	5	6	18
增持	0	2	4	5	11
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.33	1.44	1.45	1.48

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	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
7	2018-10-29	买入	4.95	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