



002228.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 5.18

板块评级: 增持

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	20.7	6.1	10.2	21.7
相对深证成指	(11.0)	(8.4)	(13.2)	37.1

发行股数(百万)	1,170
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	6,037
3个月日均交易额(人民币 百万)	76
净负债比率(%) (2019E)	23
主要股东(%)	
新疆兴汇股权投资管理有限合伙企业	34

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2019年3月14日收市价为标准

相关研究报告

《合兴包装-新老业务齐驱动, 盈利水平改善》
20181029

《合兴包装-业绩超预期, 纸包装业务成长性持续增强》 20180713

《合兴包装-营收增长超预期, 包装龙头成长性加强》 20180427

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

合兴包装

业绩符合预期, 期待协同进一步显现

公司发布2018年年报, 报告期内实现营收121.7亿元(+39.1%), 归母净利润2.33亿元(+64.5%), 归母扣非净利润2.14亿元(+68.4%)。

支撑评级的要点

- **营收突破百亿, 晋升国内最大包企。**18年包装制造业务全年并表合众创亚后, 达到93.3亿元, 同比增长22.5%, 供应链平台客户达到了1,300多家, 交易额达到28.4亿元, 同比增长149.9%, 公司成为国内第一家营收过百亿的纸包装公司。分产品看, 核心业务纸箱业务增长22.4%、纸板增长38.4%, 其他产品达到17.8亿, 同比增长199%。分地区来看, 除了华北地区增长较慢(2.81%), 各地区的营收增长都在20%以上。
- **纸价下跌影响Q4包装收入增长, 供应链平台放量提速。**由于Q4纸价和包装价格的同比普遍回落20%, 中美贸易摩擦对出口信心带来影响, 部分客户订单下降, 公司Q4包装业务增长存在一定压力, 随着Q1价格同比因素的消失和中美贸易摩擦的缓和, 预计Q1增长会有起色。随着平台影响力的不断扩大, 以及合作方式的增加, 供应链平台交易保持增长, 我们测算供应链平台业务Q4达到9亿元, 相较于前几个季度有明显增长。
- **毛利率环比改善, 合众协同有望19年继续体现。**由于Q4纸价的快速下跌, 公司单季度毛利率达到13.53%, 环比增加0.94pct。18年全年的归母净利率为1.92%, 相比于17年1.62%提高0.3pct。合众创亚收购后, 由于其客户相对优质, 盈利释放的潜力大, 随着整合后在采购、管理等方面的协同, 盈利能力明显提升, 18年实现净利润1.01亿, 同比增加60%, 19年盈利能力将进一步提升。
- **产能和产业链布局不断完善, 19年关注现有业务挖潜。**19年公司将围绕“制造升级、合作深挖、内部协同、包装集成”开展工作, 随着合众创亚项目的整体并入, 公司已在全国拥有近50个生产基地, 产业链平台上也已经有1,300多家合作伙伴, 国内纸包装领域龙头地位进一步稳固。19年通过对现有业务挖潜获得更多的业务量和利润值得期待。

评级面临的主要风险

- 原材料价格剧烈波动、整合协同进度低于预期。

估值

- 公司产能和产业链布局不断完善, 向综合包装服务商迈进。原材料价格回落对于公司毛利率有阶段性利好, 对合众创亚的进一步整合也能提升盈利表现, 预计2019-2021年EPS 0.29、0.37、0.49元, 同比增长43%、31%、32%, 当前股价对应19年估值18X, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	6,323	12,166	14,811	18,798	22,980
变动(%)	79	92	22	27	22
净利润(人民币 百万)	133	233	334	436	576
全面摊薄每股收益(人民币)	0.114	0.199	0.285	0.373	0.493
变动(%)	29.3	75.3	43.2	30.7	32.1
先前预测每股收益(人民币)			0.308	0.403	
调整幅度(%)			(7.4)	(7.5)	
全面摊薄市盈率(倍)	45.6	26.0	18.2	13.9	10.5
价格/每股现金流量(倍)	(22.0)	10.9	18.8	38.7	8.0
每股现金流量(人民币)	(0.24)	0.48	0.27	0.13	0.65
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	10.3	7.8	6.7	5.3
每股股息(人民币)	0.045	0.050	0.086	0.112	0.148
股息率(%)	0.9	1.0	1.7	2.2	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



图表 1. 公司 2018 年业绩摘要

(百万元)	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
一、营业总收入	2022.2	2,798.0	3,291.6	4,054.4
二、营业总成本	1,950.8	2,719.3	3,193.0	3,950.7
其中：营业成本	1,784.6	2,472.7	2,877.2	3,505.8
营业税金及附加	9.9	12.6	16.1	24.0
销售费用	73.5	89.2	130.6	188.2
管理费用	70.5	86.6	101.0	146.5
研发费用	0.0	0.0	31.0	0.0
财务费用	10.2	17.0	29.3	62.5
资产减值损失	2.2	41.2	8.1	23.7
三、其他经营收益	0.5	18.2	0.4	(13.3)
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.5	18.2	0.4	(13.3)
四、营业利润	75.6	102.5	110.0	67.4
加：营业外收入	1.1	302.0	1.3	(290.6)
减：营业外支出	1.3	4.3	4.1	3.3
五、利润总额	75.4	400.2	107.2	(226.5)
减：所得税	14.8	23.7	21.1	11.4
六、净利润	60.6	376.6	86.1	(237.9)
减：少数股东损益	11.4	16.1	13.4	11.4
七、归属母公司净利润	49.2	360.4	72.7	(249.3)
EPS	0.0	0.3	0.1	(0.2)
主要比率(%)				
毛利率	11.7	11.6	12.6	13.5
主营税金率	0.5	0.5	0.5	0.6
销售费率	3.6	3.2	4.0	4.6
管理费	3.5	3.1	3.1	3.6
研发费率	0.0	0.0	0.9	0.0
营业利润率	3.7	3.7	3.3	1.7
实际税率	19.7	5.9	19.7	(5.0)
净利率	2.4	12.9	2.2	(6.1)
YoY(%)				
收入增长率	76.1	100.6	89.6	98.4
营业利润增长率	51.6	65.3	130.8	(30.8)
净利润增长率	60.6	791.3	127.2	(590.4)

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券（报表重述，同比数据并无意义）

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	6,323	12,166	14,811	18,798	22,980
销售成本	(5,450)	(10,640)	(12,963)	(16,480)	(20,130)
经营费用	(474)	(872)	(974)	(1,266)	(1,574)
息税折旧前利润	399	654	875	1,052	1,275
折旧及摊销	(102)	(179)	(268)	(260)	(254)
经营利润(息税前利润)	297	474	607	791	1,021
净利息收入/(费用)	(36)	(26)	(48)	(60)	(75)
其他收益/(损失)	(122)	(265)	(306)	(309)	(298)
税前利润	237	356	511	668	882
所得税	(57)	(71)	(102)	(134)	(178)
少数股东权益	(47)	(52)	(75)	(98)	(129)
净利润	133	233	334	436	576
核心净利润	132	232	333	435	575
每股收益(人民币)	0.114	0.199	0.285	0.373	0.493
核心每股收益(人民币)	0.113	0.198	0.285	0.372	0.492
每股股息(人民币)	0.045	0.050	0.086	0.112	0.148
收入增长(%)	79	92	22	27	22
息税前利润增长(%)	70	60	28	30	29
息税折旧前利润增长(%)	47	64	34	20	21
每股收益增长(%)	29	75	43	31	32
核心每股收益增长(%)	82	76	43	31	32

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	237	356	511	668	882
折旧与摊销	102	179	268	260	253
净利息费用	40	32	58	75	96
运营资本变动	335	(379)	498	581	34
税金	57	71	102	134	178
其他经营现金流	(1,046)	298	(1,116)	(1,562)	(681)
经营活动产生的现金流	(275)	558	321	157	761
购买固定资产净值	(190)	(640)	(200)	(200)	(200)
投资减少/增加	2	0	12	5	21
其他投资现金流	61	387	(12)	1	(15)
投资活动产生的现金流	(127)	(253)	(200)	(194)	(194)
净增权益	127	0	0	0	(1)
净增债务	0	245	0	0	0
支付股息	(52)	(58)	(100)	(131)	(173)
其他融资现金流	379	(432)	373	487	(64)
融资活动产生的现金流	453	(245)	273	357	(237)
现金变动	51	60	395	319	331
期初现金	419	500	798	1,193	1,512
公司自由现金流	(398)	312	132	(23)	588
权益自由现金流	(442)	518	64	(112)	472

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	500	798	1,193	1,512	1,844
应收帐款	1,681	2,681	3,250	4,408	5,158
库存	949	1,196	1,449	2,180	2,388
其他流动资产	150	161	333	374	426
流动资产总计	3,279	4,836	6,225	8,474	9,815
固定资产	877	1,298	1,286	1,275	1,267
无形资产	319	602	550	504	378
其他长期资产	238	187	189	186	266
长期资产总计	1,486	2,178	2,116	2,056	2,002
总资产	4,765	7,014	8,341	10,530	11,817
应付帐款	860	1,187	1,446	2,092	2,349
短期债务	735	1,214	1,713	2,294	2,328
其他流动负债	713	1,277	1,496	2,024	2,447
流动负债总计	2,307	3,678	4,655	6,410	7,124
长期借款	0	245	245	245	245
其他长期负债	1	67	67	67	67
股本	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170
储备	1,100	1,568	1,843	2,179	2,623
股东权益	2,269	2,737	3,013	3,349	3,793
少数股东权益	188	287	361	459	588
总负债及权益	4,765	7,014	8,341	10,530	11,817
每股帐面价值(人民币)	1.94	2.34	2.58	2.86	3.24
每股有形资产(人民币)	1.67	1.83	2.11	2.43	2.92
每股净负债/(现金)(人民币)	0.20	0.57	0.65	0.88	0.62

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	6.3	5.4	5.9	5.6	5.5
息税前利润率(%)	4.7	3.9	4.1	4.2	4.4
税前利润率(%)	3.7	2.9	3.5	3.6	3.8
净利率(%)	2.1	1.9	2.3	2.3	2.5
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	6.7	12.0	9.0	8.8	8.8
净权益负债率(%)	9.6	21.9	22.7	27.0	16.7
速动比率(倍)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
估值					
市盈率(倍)	45.6	26.0	18.2	13.9	10.5
核心业务市盈率(倍)	45.9	26.1	18.2	13.9	10.5
市净率(倍)	2.7	2.2	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	(22.0)	10.9	18.8	38.7	8.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.8	10.3	7.8	6.7	5.3
周转率					
存货周转天数	n.a.	36.8	37.2	40.2	41.4
应收帐款周转天数	97.0	65.4	73.1	74.3	76.0
应付帐款周转天数	49.6	30.7	32.4	34.4	35.3
回报率					
股息支付率(%)	39.2	25.1	30.0	30.0	29.9
净资产收益率(%)	5.9	9.3	11.6	13.7	16.1
资产收益率(%)	4.7	6.5	6.3	6.7	7.3
已运用资本收益率(%)	9.4	12.5	12.6	13.8	15.7

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测



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，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他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