

包装业务稳健扩容, 供应链服务高速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2018年年报。全年实现营业收入121.7亿元, 同比增长39.1%, 实现归母净利润2.3亿元, 同比增长64.5%, 实现扣非后归母净利润2.2亿元, 同比增速为68.4%。由于公司根据证监会于2018年8月出具的《2017年上市公司年报会计监管报告》对2017和2016年的营收利润进行了追溯调整, 公司17年基数上调以及将收购合众创亚(亚洲)产生的2.96亿元的营业外收入调整至16年, 因此18年年报增速较18年半年报和季报中的数据相差较大, 但公司原有包装业务稳健发展, 供应链服务高速扩张, 整体业绩表现符合预期。
- **原材料涨价压力下降, 运营能力持续提升。** 分业务看, 包装实现收入93.3亿元, 同比增长22.5%, 供应链服务实现收入28.4亿元, 同比增长149.9%。公司全年实现毛利率12.5%, 同比下降1.3pp, 一是因为低毛利率的供应链服务销售占比提升, 二是因为主要原材料瓦楞纸18年均价较17年上涨约5%。瓦楞纸价从18年4季度开始显著回落, 当前价格相对于18年高点回落约32%, 公司毛利率有向上的修复空间。公司全年三费率为8.9%, 同比下降0.4pp, 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18年全年计提商誉减值损失5809.8万元, 主要原因是大庆华洋经营能力下滑, 资产重估后计提了约5164万商誉减值损失。公司目前账面商誉余额总额约为1723万, 总量较小, 后续将不会给公司净利润造成太大影响。现金流方面, 公司18年全年经营性现金流同比增加344%, 达到5.6亿元, 主要受益于客户回款好, 公司扩大了集中采购规模同时增加票据结算。
- **外延并购助力产能整合以及区域平衡发展。** 公司于18年上半年完成对合众创亚(亚洲)100%股份收购。对合众的合并可实现两家公司的优势区域互补, 合兴的优势区域在华南、华中, 通过整合合众创亚, 公司在华东、华北、西南和东北等区域的产能布局和销售情况显著改善, 四个区域占总营收的比例分别上升了2pp, 2.3pp, 2.7pp和1.1pp, 公司区域布局更加合理, 市场地位将得到进一步的增强。并购整合也带动公司包装业务实现稳健增长, 18年全年实现收入93.3亿元, 同比增长22.5%。
- **IPS/PSCP项目持续推进, 战略转型进展顺利。** 公司继续推进“千亿服务”的战略, 产业供应链云平台(PSCP)和智能包装集成服务(IPS)于18年继续爆发。供应链服务18年全年实现营收28.4亿元, 同比增长150%, 并随着规模上升, 供应链服务的毛利率也显著改善, 18年实现毛利率4.5%, 同比大幅提升1.7pp。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1400家, 较2017年末增加了700家, 仍在高速发展, 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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为0.32元、0.37元、0.43元, 对应PE为16倍、14倍和12倍。基于公司历史估值及同业估值情况, 给予19年PE18倍, 目标价5.76元, 维持“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。

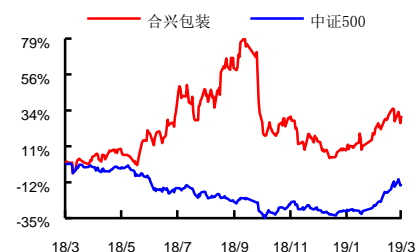
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12166.13	15593.20	19592.09	23455.18
增长率	39.08%	28.17%	25.65%	19.72%
归属母公司净利润(百万元)	233.06	372.68	434.77	503.64
增长率	64.49%	59.91%	16.66%	15.84%
每股收益EPS(元)	0.20	0.32	0.37	0.43
净资产收益率ROE	9.44%	13.25%	13.63%	13.89%
PE	26	16	14	12
PB	2.00	1.76	1.55	1.36

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)	11.65
52周内股价区间(元)	3.9-7.4
总市值(亿元)	60.58
总资产(亿元)	70.14
每股净资产(元)	2.34

相关研究

1. 合兴包装(002228): 包装业务及供应链服务均快速增长 (2018-08-31)

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 2019-2021 年订单增速分别为 60%、55%和 40%。

假设 2：公司主要原材料瓦楞纸当前价格相对于 18 年高点下降约 32%，公司毛利率或将得以修复，预计 2019-2021 年公司包装业务的毛利率均为 17%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
包装	收入	9,326.6	11191.9	13430.3	15444.8
	增速	22.5%	20%	20%	15%
	毛利率	15.0%	17%	17%	17%
供应链服务	收入	2,839.6	4401.3	6161.8	8010.4
	增速	149.9%	55%	40%	30%
	毛利率	4.5%	5%	5.50%	6%
合计	收入	12,166.1	15,593.2	19,592.1	23,455.2
	增速	39.1%	28.2%	25.6%	19.7%
	毛利率	12.5%	13.6%	13.4%	13.2%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12166.13	15593.20	19592.09	23455.18	净利润	285.37	456.34	532.37	616.70
营业成本	10640.32	13470.51	16970.05	20348.94	折旧与摊销	197.11	159.50	163.04	167.05
营业税金及附加	62.59	82.44	102.66	123.27	财务费用	119.01	155.93	195.92	234.55
销售费用	481.44	779.66	979.60	1172.76	资产减值损失	75.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	350.26	530.17	666.13	797.48	经营营运资本变动	6.33	-562.18	-447.11	-498.58
财务费用	119.01	155.93	195.92	234.55	其他	-124.95	2.00	1.00	0.00
资产减值损失	75.18	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	558.05	211.60	445.22	519.72
投资收益	5.73	-2.00	-1.00	0.00	资本支出	75.92	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-328.99	18.74	-4.46	-1.73
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-253.07	-21.26	-44.46	-46.73
营业利润	355.50	572.48	676.73	778.19	短期借款	181.02	210.86	104.20	76.53
其他非经营损益	0.85	0.99	0.95	0.96	长期借款	245.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	356.35	573.48	677.68	779.15	股权融资	0.30	0.00	0.00	0.00
所得税	70.98	117.14	145.31	162.45	支付股利	0.00	-45.64	-69.11	-83.18
净利润	285.37	456.34	532.37	616.70	其他	-671.42	-217.71	-195.92	-234.55
少数股东损益	52.32	83.66	97.60	113.05	筹资活动现金流净额	-245.10	-52.49	-160.83	-241.21
归属母公司股东净利润	233.06	372.68	434.77	503.64	现金流量净额	55.67	137.85	239.93	231.79
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	797.75	935.59	1175.53	1407.31	成长能力				
应收和预付款项	2807.33	3279.41	4121.00	4933.45	销售收入增长率	39.08%	28.17%	25.65%	19.72%
存货	1196.26	2078.20	2405.77	2870.15	营业利润增长率	36.20%	61.03%	18.21%	14.99%
其他流动资产	34.62	45.91	56.72	68.48	净利润增长率	50.15%	59.91%	16.66%	15.84%
长期股权投资	50.31	50.31	50.31	50.31	EBITDA 增长率	34.46%	32.20%	16.64%	13.91%
投资性房地产	41.47	20.74	24.19	25.92	获利能力				
固定资产和在建工程	1355.44	1268.46	1179.85	1089.60	毛利率	12.54%	13.61%	13.38%	13.24%
无形资产和开发支出	536.02	504.84	471.75	441.29	三费率	7.81%	9.40%	9.40%	9.40%
其他非流动资产	194.41	193.07	191.73	190.38	净利率	2.35%	2.93%	2.72%	2.63%
资产总计	7013.60	8376.52	9676.84	11076.90	ROE	9.44%	13.25%	13.63%	13.89%
短期借款	1214.29	1425.14	1529.34	1605.87	ROA	4.07%	5.45%	5.50%	5.57%
应付和预收款项	2300.98	3007.66	3732.38	4476.63	ROIC	9.79%	12.77%	13.32%	13.98%
长期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	EBITDA/销售收入	5.52%	5.69%	5.29%	5.03%
其他负债	229.45	255.90	264.04	309.82	营运能力				
负债合计	3989.72	4933.71	5770.77	6637.32	总资产周转率	1.81	2.03	2.17	2.26
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52	固定资产周转率	9.28	12.43	16.80	21.78
资本公积	420.24	420.24	420.24	420.24	应收账款周转率	9.08	5.38	5.57	5.45
留存收益	1155.81	1482.85	1848.51	2268.97	存货周转率	8.80	8.23	7.57	7.71
归属母公司股东权益	2737.34	3072.60	3438.27	3858.73	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.38%	—	—	—
少数股东权益	286.55	370.20	467.80	580.85	资本结构				
股东权益合计	3023.88	3442.81	3906.07	4439.58	资产负债率	56.89%	58.90%	59.63%	59.92%
负债和股东权益合计	7013.60	8376.52	9676.84	11076.90	带息债务/总负债	36.58%	33.85%	30.75%	27.89%
					流动比率	1.31	1.37	1.42	1.47
					速动比率	0.99	0.92	0.98	1.01
					股利支付率	0.00%	12.25%	15.90%	16.52%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.32	0.37	0.43
					每股净资产	2.59	2.94	3.34	3.80
					每股经营现金	0.48	0.18	0.38	0.44
					每股股利	0.00	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	671.63	887.92	1035.69	1179.79					
PE	25.99	16.26	13.93	12.03					
PB	2.00	1.76	1.55	1.36					
PS	0.50	0.39	0.31	0.26					
EV/EBITDA	9.65	7.38	6.18	5.29					
股息率	0.00%	0.75%	1.14%	1.37%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn