

需求影响收入下行, 原材料降价贡献盈利弹性

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2019年半年报, 上半年实现营业收入54.9亿元, 同比-6.2%; 实现归母净利润1.3亿元, 同比增长11%; 扣非后归母净利润为1.2亿元, 同比增长2.1%。公司Q2单季度实现营收26.1亿元, 同比下滑18.2%, 实现归母净利润6542.2万元, 同比增长5%。美国关税加征影响瓦楞纸包装行业下游, 对美出口的终端产品需求受到冲击, 进而影响到包装企业的订单量。
- **传统业务受需求影响收入下行, 原材料回落贡献盈利弹性。** 受终端需求影响, 公司包装产品收入出现回落, 产业链业务收入保持正增长: 营收占比最大的包装产品收入下滑10.3%达到40.2亿, 产业链收入增长5%达到14.7亿元, 但毛利率分别提升0.7pp和0.4pp, 促使公司综合毛利率达12.7%, 同比提升1pp, 其中纸箱产品毛利率提升1.4pp。毛利率上升主要是因为原材料价格持续下降。进入2019年, 纸价开始呈现下行趋势, Q1瓦楞纸/箱板纸均价分别为3716/4450元/吨, 同比下降4.43%/7.18%, Q2瓦楞纸/箱板纸均价分别为3477/4211元/吨, 环比继续回落8.8%/5.4%。
- **营运能力保持稳健, 现金流显著改善。** 营运方面, 从对上游应收账款可以看到, 应收账款周转率2.1, 与去年同期2.2基本持平, 体现出公司较好的营运能力。2019H1年经营性现金净额为1.8亿元, 同比增长13.5%, 主要受益于上游造纸行业景气度下行引致纸价大幅下跌、PSCP平台盈利能力显现。另外针对上游付款模式的调整以及下游收现比的提升同样一定程度上改善了现金流。
- **PSCP平台轻资产运营, 现金流有望稳步向上。** 公司供应链服务业务通过“四通一宝”等模式为服务伙伴提升效率, 创造价值, 互享收益增长。公司PSCP赋能型整合平台稳健发展, 规模上, 从2016年的2亿增长至2018年的28亿, 公司资产负债率小幅下行, 资产周转率逐年提升, 现金流持续改善, 同时平台的轻资产运营的模式也带动ROE提升。随着供应链服务规模效应初显, 毛利率已由最初的2.8%提升至近5%, 仍有较大上升空间。报告期内公司供应链业务按照规划继续推进。一方面, 公司根据发展规划, 将合资子公司上海名芬、辽宁中源、宜昌兴庄等合作主体转让剥离; 另一方面, PSCP平台在青岛成立合作主体青岛合荣包装, 在浙江嘉兴成立合作主体浙江合嘉包装公司。可以预见, 公司对平台合作业务的不断拓展, 将提升公司供应链业务的整体质量, 创造持续增长的现金流, 有效对冲传统业务面临的风险。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到中美贸易战对公司产品需求的影响, 下调盈利预测, 预计2019-2021年EPS分别为0.23元、0.27元、0.33元, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动的风险; 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。

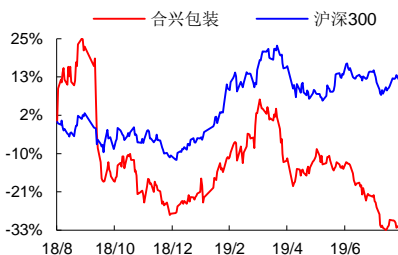
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12166.13	12551.66	14360.54	16976.05
增长率	39.08%	3.17%	14.41%	18.21%
归属母公司净利润(百万元)	233.06	270.25	315.13	383.09
增长率	64.49%	15.96%	16.61%	21.56%
每股收益EPS(元)	0.20	0.23	0.27	0.33
净资产收益率ROE	9.44%	9.98%	10.56%	11.55%
PE	20	17	15	12
PB	1.54	1.40	1.27	1.14

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)	3.95-7.4
总市值(亿元)	46.43
总资产(亿元)	67.04
每股净资产(元)	2.40

相关研究

1. 合兴包装(002228): 包装业务稳健扩容, 供应链服务高速增长 (2019-03-17)

关键假设：

假设 1：原纸价格下调，影响终端产品价格回落，预计今年箱板纸、瓦楞纸、废纸价格分别下降-15%、-15%和-5%

假设 2：随着原材料价格回落和规模效应持续显现，预计 2019-2021 年公司毛利率分别为 12.8%、13%、13.3%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入成本预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计				
营业收入	12166.1	12551.7	14360.5	16976.1
yoy	39.1%	3.2%	14.4%	18.2%
营业成本	10640.3	10949.5	12498.6	14724.6
毛利率	12.5%	12.8%	13.0%	13.3%
包装				
收入	9326.6	8860.3	9746.3	11208.2
yoy	22.5%	-5.0%	10.0%	15.0%
成本	7928.0	7442.6	8138.1	9302.8
毛利率	15.0%	16.0%	16.5%	17.0%
供应链				
收入	2839.6	3691.4	4614.3	5767.8
yoy	149.9%	30.0%	25.0%	25.0%
成本	2712.3	3506.8	4360.5	5421.8
毛利率	4.5%	5.0%	5.5%	6.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12166.13	12551.66	14360.54	16976.05	净利润	285.37	330.92	385.87	469.08
营业成本	10640.32	10949.45	12498.62	14724.58	折旧与摊销	197.11	222.69	226.22	230.24
营业税金及附加	62.59	66.36	75.24	89.22	财务费用	119.01	152.50	160.94	178.53
销售费用	481.44	539.72	646.22	814.85	资产减值损失	75.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	350.26	426.76	488.26	577.19	经营营运资本变动	4.86	-124.00	-171.65	-341.45
财务费用	119.01	152.50	160.94	178.53	其他	-123.49	1.27	1.37	-0.18
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	583.37	602.76	536.21
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	414.87	490.25	591.68	短期借款	181.02	-346.84	-238.71	-93.73
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	415.86	491.19	592.65	股权融资	0.30	0.00	0.00	0.00
所得税	70.98	84.94	105.32	123.57	支付股利	-58.48	-45.64	-50.11	-60.29
净利润	285.37	330.92	385.87	469.08	其他	-612.94	-214.28	-160.94	-178.53
少数股东损益	52.32	60.67	70.74	85.99	筹资活动现金流净额	-245.10	-606.75	-449.77	-332.55
归属母公司股东净利润	233.06	270.25	315.13	383.09	现金流量净额	55.67	-44.65	108.53	156.93
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	797.75	753.10	861.63	1018.56	成长能力				
应收和预付款项	2807.33	2640.01	3020.74	3570.66	销售收入增长率	39.08%	3.17%	14.41%	18.21%
存货	1196.26	1689.27	1771.78	2077.20	营业利润增长率	36.20%	16.70%	18.17%	20.69%
其他流动资产	34.62	36.96	41.57	49.57	净利润增长率	50.15%	15.96%	16.61%	21.56%
长期股权投资	50.31	50.31	50.31	50.31	EBITDA 增长率	34.46%	17.63%	11.06%	14.02%
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	1213.42	1069.77	924.48	毛利率	12.54%	12.76%	12.97%	13.26%
无形资产和开发支出	536.02	496.69	455.46	416.86	三费率	7.81%	8.91%	9.02%	9.25%
其他非流动资产	194.41	193.07	191.73	190.38	净利率	2.35%	2.64%	2.69%	2.76%
资产总计	7013.60	7093.57	7487.18	8323.93	ROE	9.44%	9.98%	10.56%	11.55%
短期借款	1214.29	867.45	628.74	535.01	ROA	4.07%	4.67%	5.15%	5.64%
应付和预收款项	2300.98	2443.22	2748.23	3239.35	ROIC	9.79%	10.76%	12.10%	13.76%
长期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	EBITDA/销售收入	5.52%	6.29%	6.11%	5.89%
其他负债	229.45	220.51	212.07	242.64	营运能力				
负债合计	3989.72	3776.18	3834.04	4262.00	总资产周转率	1.81	1.78	1.97	2.15
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52	固定资产周转率	9.28	10.23	13.25	18.08
资本公积	420.24	420.24	420.24	420.24	应收账款周转率	9.08	4.84	5.34	5.42
留存收益	1155.81	1380.42	1645.44	1968.23	存货周转率	8.80	7.58	7.22	7.65
归属母公司股东权益	2737.34	2970.18	3235.19	3557.99	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	347.21	417.95	503.94	资本结构				
股东权益合计	3023.88	3317.39	3653.14	4061.93	资产负债率	56.89%	53.23%	51.21%	51.20%
负债和股东权益合计	7013.60	7093.57	7487.18	8323.93	带息债务/总负债	36.58%	29.46%	22.79%	18.30%
					流动比率	1.31	1.48	1.62	1.70
					速动比率	0.99	0.99	1.11	1.17
					股利支付率	25.09%	16.89%	15.90%	15.74%
					每股指标				
					每股收益	0.20	0.23	0.27	0.33
					每股净资产	2.59	2.84	3.12	3.47
					每股经营现金	0.48	0.50	0.52	0.46
					每股股利	0.05	0.04	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	671.63	790.06	877.42	1000.45					
PE	19.92	17.18	14.73	12.12					
PB	1.54	1.40	1.27	1.14					
PS	0.38	0.37	0.32	0.27					
EV/EBITDA	7.55	6.02	5.02	4.14					
股息率	1.26%	0.98%	1.08%	1.30%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn