

## 业绩表现整体稳定, 现金流显著好转

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2019年三季度报, 前三季度实现营业收入82.5亿元, 同比下滑9.7%; 实现归母净利润1.9亿元, 同比增长6.6%; 扣非后归母净利润为1.8亿元, 同比增长2%。公司Q3单季度实现营收27.7亿元, 同比下滑16%, 实现归母净利润6193.4万元, 同比下滑2%。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。** 受益于原材料价格回落以及供应链业务规模效应逐步显现, 公司毛利率持续提升, 前三季度公司毛利率13%, 同比增长近0.6pp。四项费用率合计为9.8%, 同比上升1.3pp。其中销售费用率为4.3%, 同比增加0.5pp; 管理+研发费用率为4.8%, 同比增加1pp; 财务费用率为0.7%, 同比基本微降0.1pp。综合下来, 公司前三季度归母净利率为2.3%, 同比上升0.4pp。盈利能力整体保持稳定。
- **运营情况良好, 稳健经营下现金流充裕。** 营运效率方面, 应收账款周转率3.4, 存货周转率6.7, 均与去年同期持平, 展现出公司较稳定的营运能力。现金流状况较好, 2019Q3经营活动产生的现金流量净额达2.3亿元, 同比大幅增长371.2%, 主要受益于上游造纸行业纸价大幅下跌、PSCP平台盈利效应凸显, 以及公司采购量缩减。
- **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。** 我们预计2019-2021年公司EPS分别为0.22元、0.25元、0.29元, 对应PE分别为19倍、17倍和14倍, 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。

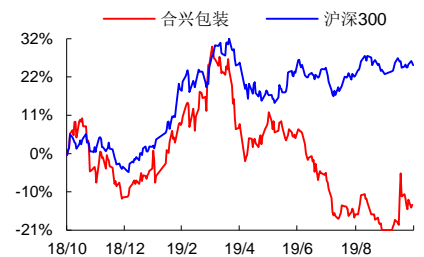
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12166.13	12551.66	14360.54	16976.05
增长率	39.08%	3.17%	14.41%	18.21%
归属母公司净利润(百万元)	233.06	255.16	289.40	344.86
增长率	64.49%	9.49%	13.42%	19.16%
每股收益EPS(元)	0.20	0.22	0.25	0.29
净资产收益率ROE	9.44%	9.47%	9.83%	10.63%
PE	21	19	17	14
PB	1.60	1.47	1.34	1.22

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)	3.8-6.32
总市值(亿元)	48.42
总资产(亿元)	68.54
每股净资产(元)	2.45

### 相关研究

1. 合兴包装(002228): 需求影响收入下行, 原材料降价贡献盈利弹性 (2019-09-01)
2. 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)

**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	312.44	354.37	422.27
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	125.52	143.61	169.76
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	476.96	545.70	645.09	经营营运资本变动	4.86	-124.00	-171.65	-341.45
财务费用	119.01	125.52	143.61	169.76	其他	-123.49	1.27	1.37	-0.18
资产减值损失	75.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>558.05</b>	<b>537.91</b>	<b>553.91</b>	<b>480.63</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-253.07</b>	<b>-21.26</b>	<b>-44.46</b>	<b>-46.73</b>
<b>营业利润</b>	<b>355.50</b>	<b>391.65</b>	<b>450.15</b>	<b>532.55</b>	短期借款	181.02	-77.32	-173.82	0.46
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
<b>利润总额</b>	<b>356.35</b>	<b>392.64</b>	<b>451.09</b>	<b>533.51</b>	股权融资	0.30	0.00	0.00	0.00
所得税	70.98	80.20	96.72	111.24	支付股利	-58.48	-45.64	-47.32	-55.37
净利润	285.37	312.44	354.37	422.27	其他	-612.94	-187.29	-143.61	-169.76
少数股东损益	52.32	57.28	64.96	77.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-245.10</b>	<b>-310.26</b>	<b>-364.75</b>	<b>-224.67</b>
归属母公司股东净利润	233.06	255.16	289.40	344.86	<b>现金流量净额</b>	<b>55.67</b>	<b>206.39</b>	<b>144.71</b>	<b>209.24</b>
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	1004.13	1148.84	1358.08	<b>成长能力</b>				
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%	10.17%	14.94%	18.31%
其他流动资产	34.62	36.96	41.57	49.57	净利润增长率	50.15%	9.49%	13.42%	19.16%
长期股权投资	50.31	50.31	50.31	50.31	EBITDA 增长率	34.46%	10.16%	10.83%	13.73%
投资性房地产	41.47	20.74	24.19	25.92	<b>获利能力</b>				
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%	9.10%	9.30%	9.60%
其他非流动资产	194.41	193.07	191.73	190.38	净利率	2.35%	2.49%	2.47%	2.49%
<b>资产总计</b>	<b>7013.60</b>	<b>7344.60</b>	<b>7774.39</b>	<b>8663.45</b>	ROE	9.44%	9.47%	9.83%	10.63%
短期借款	1214.29	1136.96	963.14	963.60	ROA	4.07%	4.25%	4.56%	4.87%
应付和预收款项	2300.98	2443.22	2748.23	3239.35	ROIC	9.29%	9.26%	10.38%	11.72%
长期借款	245.00	245.00	245.00	245.00	EBITDA/销售收入	5.52%	5.89%	5.71%	5.49%
其他负债	229.45	220.51	212.07	242.64	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3989.72</b>	<b>4045.69</b>	<b>4168.44</b>	<b>4690.59</b>	总资产周转率	1.81	1.75	1.90	2.07
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	1365.33	1607.42	1896.91	存货周转率	8.80	7.58	7.22	7.65
归属母公司股东权益	2737.34	2955.09	3197.17	3486.66	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	343.82	408.79	486.20	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3023.88</b>	<b>3298.91</b>	<b>3605.96</b>	<b>3972.86</b>	资产负债率	56.89%	55.08%	53.62%	54.14%
负债和股东权益合计	7013.60	7344.60	7774.39	8663.45	带息债务/总负债	36.58%	34.16%	28.98%	25.77%
					流动比率	1.31	1.44	1.55	1.61
					速动比率	0.99	0.99	1.09	1.14
					股利支付率	25.09%	17.89%	16.35%	16.06%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.20	0.22	0.25	0.29
					每股净资产	2.59	2.82	3.08	3.40
					每股经营现金	0.48	0.46	0.47	0.41
					每股股利	0.05	0.04	0.04	0.05
业绩和估值指标									
EBITDA	671.63	739.85	819.97	932.54					
PE	20.78	18.98	16.73	14.04					
PB	1.60	1.47	1.34	1.22					
PS	0.40	0.39	0.34	0.29					
EV/EBITDA	7.84	6.73	5.67	4.75					
股息率	1.21%	0.94%	0.98%	1.14%					

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
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@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	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn