

产业链服务快速增长，加大研发投入推动持续发展

合兴包装(002228)

评级:	买入	股票代码:	002228
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	6.22/3.38
目标价格:		总市值(亿)	47.81
最新收盘价:	3.86	自由流通市值(亿)	47.65
		自由流通股数(百万)	1,234.57

事件概述

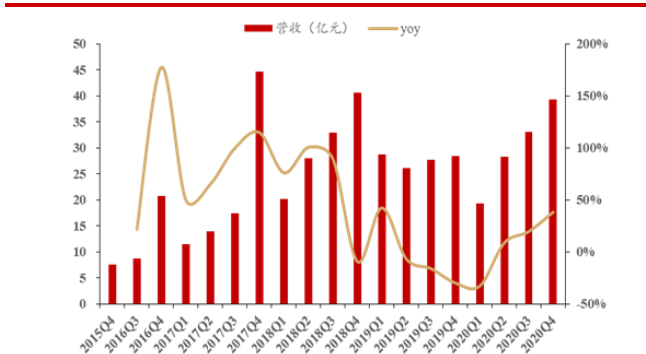
合兴包装发布2020年年报，2020年全年公司实现营收120.07亿元，同比上升8.20%；归母净利润2.90亿元，同比上升8.73%；扣非后净利为2.41亿元，同比上升10.69%。四季度单季度公司实现营收39.36亿元，同比上升38.31%，归母净利润0.72亿元，同比下滑0.06%；扣非后净利为0.67亿元，同比上升64.11%。

分析判断:

► 产业链服务快速增长，研发投入加大推动持续发展

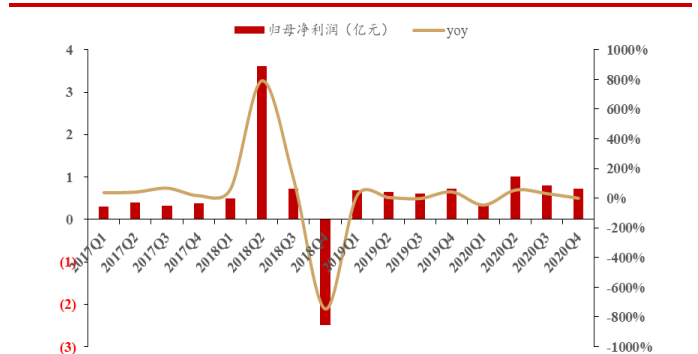
1) 收入端：分行业看，包装制造行业实现营收77.06亿元，同比上升0.17%。产业链服务实现较大增长，实现营收43.00亿元，同比上升26.36%。分产品看，瓦楞包装仍占营收比重较大，达到75.67%，实现营收90.86亿元，同比增长3.72%。彩盒包装和工业用纸涨幅较大，分别实现营收4.06、19.10亿元，同比增长40.17%、32.36%。分地区看，华北地区和西南地区变化较大，分别实现营收10.78、8.62亿元，同比增长28.83%、-26.86%；华东地区较为稳定，同比增长1.01%。2) 利润端：Q1-Q4归母净利润增速分别为-46.17%、55.02%、31.11%、-0.06%。公司2020年全年毛利率同比下降了1.67pct至11.36%，净利率同比上升了0.11pct至2.73%。毛利率的下降主要是由于运费计入成本所致，如果剔除掉运费的影响，公司毛利率约为12.72%，同比下滑0.31pct。单季度看，2020年Q4实现毛利率7.76%，同比下降了5.28pct，环比下降了5.29pct；实现净利率2.14%，同比下降了0.54pct，环比下降了0.63pct。2020年全年期间费用率为8.12%，同比下降1.85pct。其中销售费用率为2.63%，同比下降1.77pct，是期间费用率下降的主要原因。公司销售费用同比减少35.29%，主因依新收入准则运输费1.62亿元调整到营业成本中，如果考虑运输费，公司的销售费用率约为3.98%，同比下滑0.42pct。公司加大研发投入，研发投入达到1.94亿元，占营业收入1.62%，同比增长41.81%，呈逐年上升趋势。公司持续性的研发投入有力推动公司各业务领域的技术创新和产品升级。在不断完善研发体系的同时，努力提高产品附加值，进而汇聚成推动公司高质量、可持续发展的源动力。

图1 公司单季度营业收入



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司单季度归母净利润



资料来源：公司公告，华西证券研究所

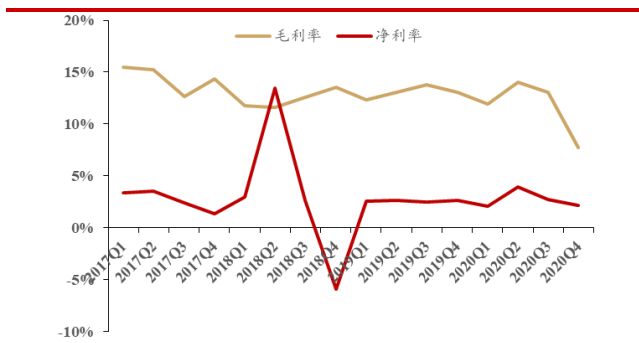
► 子公司获高新技术企业证书，税收优惠促进企业未来经营

公司于2021年1月19日及2021年1月29日发布公告，公司全资子公司合众创亚（天津）包装有限公司及天津世凯威包装有限公司获得由天津市科学技术局、天津市财政局和国家税务总局天津市税务局联合颁发的《高新技术企业证书》。根据《中华人民共和国企业所得税法》以及国家对高新技术企业的相关税收规定，自获得高新技术企业资格起三年内，获证公司可享受高新技术企业所得税优惠政策，按15%的税率缴纳企业所得税，该税收优惠政策对公司2020年及后续两年的经营业绩将产生一定的积极影响。

► **公司发布2021年1季度业绩预告，同比大幅增长**

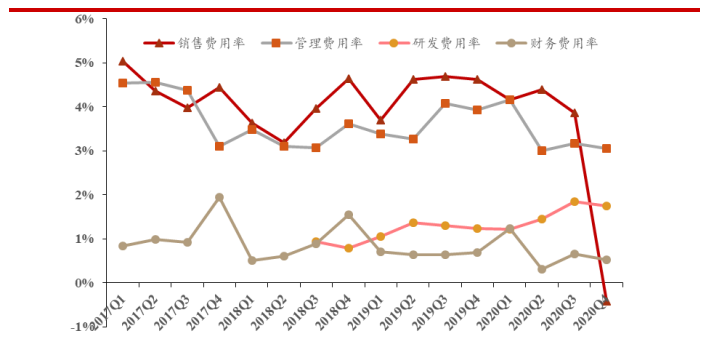
根据公司2021年4月14日公告，预计公司第一季度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增长57.69%-76.72%，盈利约5800万元-6500万元。预计实现基本每股收益约0.05元/股。较2019年同期增长35.3%-54.62%。主因上年同期受新冠病毒疫情影响，公司及上下游企业复工延迟，随着国内新冠疫情得以控制，公司积极开拓市场，业绩得到稳定增长。

图3 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 公司各项费用率



资料来源：Wind，华西证券研究所

投资建议

我们看好合兴包装的发展潜能，目前公司各募投项目加速建设，产能持续扩张，有望贡献增量利润。塑料污染治理力度加强，纸包装需求有望得到提振，利好产业龙头发展。持续加码供应链平台战略，新技术&新平台赋予公司蓬勃向上的发展动能，长期看行业竞争格局不断改善，预计未来依旧维持较快的增速。考虑到公司持续加大研发投入，我们略微下调公司的盈利预测，2021/2022年营收由149.05/172.80亿元下调至142.98/166.54亿元，2021/2022年归母净利润由4.7/5.5亿元下调至4.1/4.8亿元。我们预计公司2023年将实现营收190.18亿元，归母净利润5.5亿元。2021-2023年对应EPS分别为0.33/0.39/0.44元，继续维持“买入”评级。

风险提示

1) 需求放缓。2) 原材料成本上涨风险。3) 新业务开展不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,097	12,007	14,298	16,654	19,018
YoY (%)	-8.8%	8.2%	19.1%	16.5%	14.2%
归母净利润(百万元)	267	290	405	483	548
YoY (%)	14.5%	8.7%	39.6%	19.2%	13.6%
毛利率 (%)	13.0%	11.4%	11.5%	11.4%	11.3%
每股收益 (元)	0.22	0.23	0.33	0.39	0.44
ROE	8.8%	8.4%	10.5%	11.1%	11.2%
市盈率	17.92	16.48	11.81	9.91	8.72

资料来源：wind，华西证券研究所

分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

联系电话：

分析师：戚志圣

邮箱：qizs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100001

联系电话：

联系人：杨维维

邮箱：yangww@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080001

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,007	14,298	16,654	19,018	净利润	327	457	542	617
YoY (%)	8.2%	19.1%	16.5%	14.2%	折旧和摊销	195	106	104	104
营业成本	10,642	12,654	14,758	16,860	营运资金变动	-249	-193	-315	-337
营业税金及附加	49	61	70	80	经营活动现金流	350	428	386	453
销售费用	316	383	435	491	资本开支	-598	-332	-369	-362
管理费用	390	472	543	616	投资	18	0	0	0
财务费用	75	45	43	39	投资活动现金流	-579	-329	-364	-364
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	119	0	0	0
投资收益	-5	3	5	-2	债务募资	1,891	0	0	0
营业利润	372	536	637	733	筹资活动现金流	411	-70	-70	-70
营业外收支	15	8	8	2	现金净流量	176	28	-48	18
利润总额	388	544	645	735					
所得税	60	87	103	118	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	327	457	542	617	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	290	405	483	548	营业收入增长率	8.2%	19.1%	16.5%	14.2%
YoY (%)	8.7%	39.6%	19.2%	13.6%	净利润增长率	8.7%	39.6%	19.2%	13.6%
每股收益	0.23	0.33	0.39	0.44	盈利能力 (%)				
					毛利率	11.4%	11.5%	11.4%	11.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	2.7%	3.2%	3.3%	3.2%
货币资金	692	720	672	690	总资产收益率 ROA	3.6%	4.6%	4.8%	4.9%
预付款项	72	51	59	67	净资产收益率 ROE	8.4%	10.5%	11.1%	11.2%
存货	1,400	1,583	1,878	2,133	偿债能力 (%)				
其他流动资产	3,310	3,593	4,208	4,756	流动比率	1.49	1.52	1.51	1.53
流动资产合计	5,474	5,946	6,817	7,646	速动比率	1.09	1.10	1.08	1.09
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.19	0.18	0.15	0.14
固定资产	1,490	1,636	1,816	1,985	资产负债率	53.4%	51.9%	52.0%	51.2%
无形资产	611	664	722	779	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2,657	2,892	3,167	3,429	总资产周转率	1.48	1.62	1.67	1.72
资产合计	8,130	8,838	9,983	11,075	每股指标 (元)				
短期借款	878	878	878	878	每股收益	0.23	0.33	0.39	0.44
应付账款及票据	2,462	2,680	3,222	3,644	每股净资产	2.79	3.11	3.50	3.95
其他流动负债	325	357	419	471	每股经营现金流	0.28	0.35	0.31	0.37
流动负债合计	3,665	3,915	4,519	4,994	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	320	320	320	320	估值分析				
其他长期负债	355	355	355	355	PE	16.48	11.81	9.91	8.72
非流动负债合计	675	675	675	675	PB	1.51	1.24	1.10	0.98
负债合计	4,340	4,591	5,194	5,669					
股本	1,239	1,239	1,239	1,239					
少数股东权益	337	389	448	517					
股东权益合计	3,790	4,247	4,789	5,406					
负债和股东权益合计	8,130	8,838	9,983	11,075					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

徐林锋：轻工行业首席分析师。2019年7月加盟华西证券，8年从业经验。浙江大学金融学硕士，南开大学管理学学士。曾就职于中金公司等券商研究所，所在团队获2015年新财富第5名。

戚志圣：轻工行业分析师。2019年9月加盟华西证券，5年从业经验。英国克兰菲尔德大学金融学硕士。曾就职于东海证券、太平洋证券。

杨维维：轻工行业分析师。2020年7月加盟华西证券，3年从业经验。厦门大学资产评估硕士，重庆大学管理学学士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。