

收入快速增长，回购彰显未来信心

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:	6.22/3.45
目标价格:		总市值(亿)	46.57
最新收盘价:	3.76	自由流通市值(亿)	46.42
		自由流通股数(百万)	1,234.57

事件概述

合兴包装发布 2021 年 1 季报，报告期内公司实现营收 37.49 亿元，同比增长 94.13%，与 2019Q1 相比增长 30.3%；实现归母净利润 0.61 亿元，同比增长 66.17%，与 2019Q1 相比下滑了 10.6%；实现扣非净利润 0.56 亿元，同比增长 453.43%，与 2019Q1 相比下滑了 10.99%。

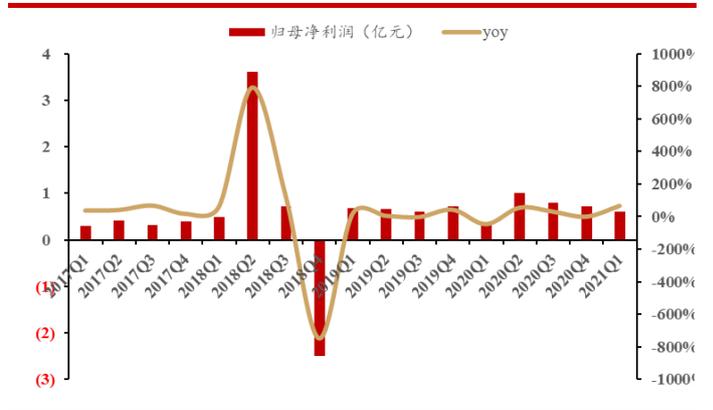
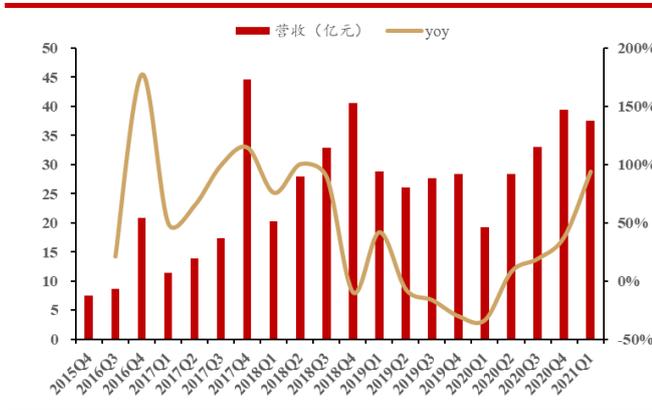
分析判断:

► 收入大幅增长，费用率有所下滑

1) 收入端：2021 年一季度公司收入同比增长 94.13%，与 2019Q1 相比增长 30.3%。主要系上年同期受疫情影响收入减少所致。2) 利润端：2021 年 Q1 公司毛利率为 9.68%，同比下降 2.24pct，环比提升 1.92pct。净利率为 1.96%，同比下降 0.13pct，环比下降 0.18pct。费用方面，2021 年 Q1 公司期间费用率同比减少 3.52pct 至 7.23%，其中，销售/管理/财务费用率分别同比下滑 1.72/1.65/0.61pct 至 2.44%/2.5%/0.62%。公司其他收益比上年同期减少 57.23%，减少的主要原因是本报告期内政府补助减少。营业外收入比上年同期减少 90.69%，减少的主要原因为上年同期收到华洋项目业绩承诺差额所致。

图 1 公司单季度营业收入

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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

► 对外投资增强公司竞争力

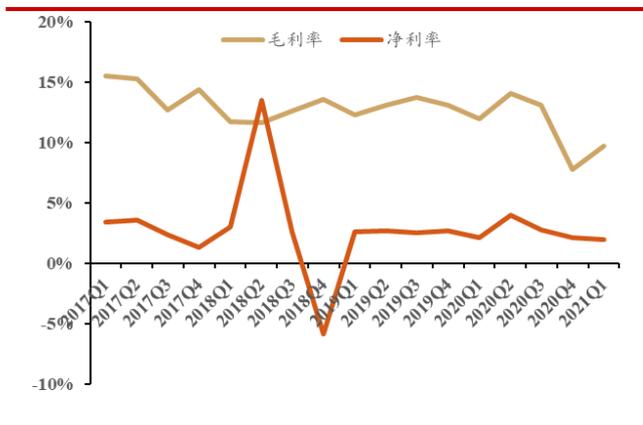
为更好地服务集团化大客户，提升京津冀地区市场份额，加强子公司之间业务联动，满足当地及周边地区的客户需求，适应公司发展的需要，公司将在河北省行唐县投资约 5.1 亿元人民币用于建设行唐智能环保包装项目，并由下属企业石家庄融达包装有限公司实施该项目暨与行唐县人民政府签署《项目协议书》。该项目旨在打造自动化、数字化、决策科学化、集成化的智能工厂，通过对新建厂房的合理布局、技术创新、节能降耗、提高生产效率和产品质量，进一步提高中高档纸品包装的产能，提升公司销售规模，提高市场占有率。公司在河北省行唐县经济开发区建设智能环保包装项目，将进一步提升企业竞争力，增加企业效益。

► 回购股份，完善长效激励机制

决定使用自有资金以集中竞价方式回购公司股份。本次回购股份价格不超过人民币 5.85 元/股，回购资金金额不低于人民币 3,000 万元（含）且不超过人民币 6,000 万元（含）。在回购股份价格不超过人民币 5.85 元

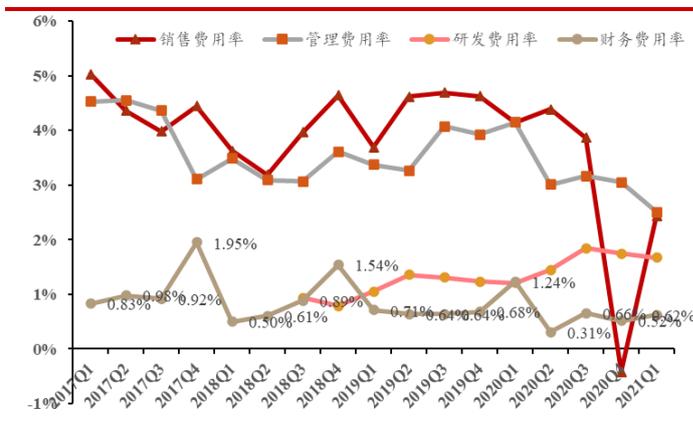
/股的前提下，按回购金额上限测算，预计回购股份数量约为 10,256,410 股，约占公司当前总股本的 0.83%；按回购金额下限测算，预计回购股份数量约为 5,128,205 股，约占公司当前总股本的 0.41%。本次回购的公司股份拟用于员工持股计划或者股权激励计划，帮助完善公司长效激励机制，充分调动公司管理人员、核心骨干的积极性，提高团队凝聚力和竞争力，有效推动公司的长远发展。

图 3 公司毛利率/净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4 公司销售/管理/研发/财务费用率



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。我们维持我们的盈利预测不变，2021-2023 年公司将实现营收 142.98/166.54/190.18 亿元，归母净利润 4.1/4.8/5.5 亿元，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	17.46	16.06	11.50	9.65	8.50

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%
					净利率率	2.7%	3.2%	3.3%	3.2%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	3.6%	4.6%	4.8%	4.9%
货币资金	692	720	672	690	净资产收益率 ROE	8.4%	10.5%	11.1%	11.2%
预付款项	72	51	59	67	偿债能力 (%)				
存货	1,400	1,583	1,878	2,133	流动比率	1.49	1.52	1.51	1.53
其他流动资产	3,310	3,593	4,208	4,756	速动比率	1.09	1.10	1.08	1.09
流动资产合计	5,474	5,946	6,817	7,646	现金比率	0.19	0.18	0.15	0.14
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	53.4%	51.9%	52.0%	51.2%
固定资产	1,490	1,636	1,816	1,985	经营效率 (%)				
无形资产	611	664	722	779	总资产周转率	1.48	1.62	1.67	1.72
非流动资产合计	2,657	2,892	3,167	3,429	每股指标 (元)				
资产合计	8,130	8,838	9,983	11,075	每股收益	0.23	0.33	0.39	0.44
短期借款	878	878	878	878	每股净资产	2.79	3.11	3.50	3.95
应付账款及票据	2,462	2,680	3,222	3,644	每股经营现金流	0.28	0.35	0.31	0.37
其他流动负债	325	357	419	471	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	3,665	3,915	4,519	4,994	估值分析				
长期借款	320	320	320	320	PE	16.06	11.50	9.65	8.50
其他长期负债	355	355	355	355	PB	1.51	1.21	1.07	0.95
非流动负债合计	675	675	675	675					
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。