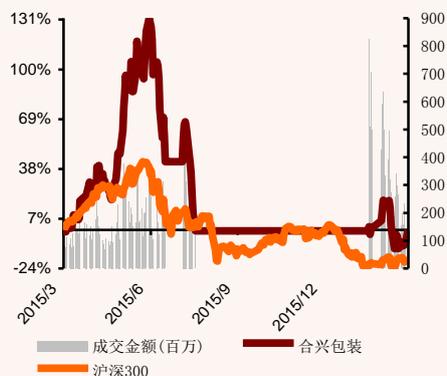


分析师: 李蕤宏
 执业证书编号: S1220512070001
 TEL: 010-68584819
 E-mail: liruihong0@foundersc.com

联系人: 汪达
 TEL: 010-68584819
 E-mail: wangda@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《下游放缓拖累传统包装, 关注外延扩张进
 《员工持股计划完成, 利益绑定助力未来转
 《大产业整合在即, 新领袖非其莫属》

请务必阅读最后特别声明与免责条款

投资要点:

※事件:

公司参与设立的并购基金与国际纸业签署股权转让协议, 收购国际纸业(International Paper)在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务, 股权转让价格为人民币 625,000,000 元。

通过并购基金收购国际纸业, 巩固行业龙头地位

国际纸业业务营运遍及北美、拉丁美洲、欧洲包括俄罗斯, 亚洲和北非, 此次并购基金收购标的为国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务, 其中包含 14 家中国生产基地以及泰国、马来西亚及印尼共计 18 家瓦楞纸箱生产基地, 实现规模效应。

国际纸业产业经验丰富, 拥有众多优质国际客户

国际纸业深耕造纸及包装产业, 可为客户提供包装设计、研发、生产和供应链管理等一系列解决方案, 并购标的持续向中国及东南亚其他市场的客户提供各种各样的瓦楞产品和整体包装服务, 技术团队实力雄厚, 拥有众多国际性优质客户资源。

大产业整合在即, 优质包装龙头再起航

国际包装行业龙头企业往往通过兼并收购实现规模效应和协同效应, 本次并购产业基金的总规模为人民币 6.8 亿元, 后续出资根据项目投资进度分次出资, 有望继续围绕业务范围扩张、产业链延伸、行业整合方向进行布局, 内生与外延同步推进。

盈利预测与估值:

不考虑外延并购增长, 预计 2015-2017 年, 公司分别实现营业收入 28.56 亿元、32.71 亿元、37.53 亿元, 实现归属母公司的净利润 1.45 亿元、1.74 亿元及 2.03 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.50 元和 0.59 元, 对应 2015-2017 年 PE 分别为 40.73 倍、33.90 倍、29.01 倍。维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示: 原材料价格大幅波动, 行业整合进展不及预期。

盈利预测:

单位/百万	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	2716.47	2855.93	3270.72	3753.36
(+/-) (%)	11.24	5.13	14.52	14.76
净利润	125.56	144.88	174.05	203.41
(+/-) (%)	32.65	15.39	20.13	16.87
EPS(元)	0.36	0.42	0.50	0.59
P/E	37.31	40.73	33.90	29.01

数据来源: wind 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1295.52	1294.73	1449.53	1637.07	营业收入	2716.47	2855.93	3270.72	3753.36
现金	196.05	100.00	100.00	100.00	营业成本	2155.37	2280.93	2608.18	2988.36
应收账款	648.63	657.05	755.47	865.53	营业税金及附加	14.97	14.36	17.04	19.70
其它应收款	23.76	37.15	46.25	51.98	营业费用	174.63	171.17	202.44	232.85
预付账款	15.41	12.40	13.32	17.62	管理费用	149.26	165.64	186.43	217.69
存货	373.39	424.02	473.30	535.89	财务费用	58.90	27.88	22.79	18.60
其他	38.29	64.11	61.19	66.04	资产减值损失	-0.47	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1153.33	1178.44	1202.56	1207.24	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	82.91	82.91	82.91	82.91	投资净收益	-1.37	1.11	1.47	0.40
固定资产	815.04	830.48	833.62	830.65	营业利润	162.44	197.05	235.32	276.55
无形资产	172.46	182.12	203.11	210.76	营业外收入	11.70	12.00	12.00	12.00
其他	82.93	82.93	82.93	82.93	营业外支出	4.99	5.00	6.00	5.00
资产总计	2448.86	2473.17	2652.10	2844.32	利润总额	169.15	197.05	235.32	276.55
流动负债	1056.60	926.57	920.15	895.69	所得税	37.26	42.71	49.97	59.87
短期借款	634.38	480.76	430.65	313.41	净利润	131.89	154.34	185.35	216.68
应付账款	211.24	272.54	299.32	338.55	少数股东损益	6.33	9.46	11.29	13.27
其他	210.98	173.27	190.18	243.73	归属母公司净利润	125.56	144.88	174.05	203.41
非流动负债	304.04	304.04	304.04	304.04	EBITDA	304.32	306.31	346.97	391.11
长期借款	0.43	0.43	0.43	0.43	EPS (元)	0.36	0.42	0.50	0.59
其他	303.61	303.61	303.61	303.61					
负债合计	1360.64	1230.61	1224.19	1199.73	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	27.91	37.36	48.66	61.93	成长能力				
股本	347.50	347.50	347.50	347.50	营业收入	0.11	0.05	0.15	0.15
资本公积	278.03	278.03	278.03	278.03	营业利润	0.33	0.21	0.19	0.18
留存收益	434.77	579.66	753.71	957.12	归属母公司净利润	0.33	0.15	0.20	0.17
归属母公司股东权益	1060.31	1205.19	1379.25	1582.66	获利能力				
负债和股东权益	2448.86	2473.17	2652.10	2844.32	毛利率	0.21	0.20	0.20	0.20
					净利率	0.05	0.05	0.05	0.05
					ROE	0.12	0.12	0.13	0.13
					ROIC	0.10	0.10	0.10	0.11
现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力				
经营活动现金流	319.89	191.93	185.88	236.48	资产负债率	0.56	0.50	0.46	0.42
净利润	131.89	154.34	185.35	216.68	净负债比率	0.88	0.65	0.53	0.39
折旧摊销	82.08	82.49	90.33	96.36	流动比率	1.23	1.40	1.58	1.83
财务费用	59.02	27.88	22.79	18.60	速动比率	0.86	0.93	1.05	1.21
投资损失	1.37	-1.11	-1.47	-0.40	营运能力				
营运资金变动	46.52	-71.66	-111.11	-94.76	总资产周转率	1.17	1.16	1.28	1.37
其他	-0.99	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	84.23	83.97	84.31	84.17
投资活动现金流	-254.61	-106.48	-112.99	-100.64	应付账款周转率	38.55	43.61	41.89	41.35
资本支出	-166.71	-107.59	-114.46	-101.04	每股指标(元)				
长期投资	-88.80	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.36	0.42	0.50	0.59
其他	0.90	1.11	1.47	0.40	每股经营现金	0.92	0.55	0.53	0.68
筹资活动现金流	-27.61	-181.50	-72.89	-135.84	每股净资产	3.05	3.47	3.97	4.55
短期借款	0.00	-153.62	-50.10	-117.24	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	37.31	40.73	33.90	29.01
普通股增加	0.90	0.00	0.00	0.00	P/B	4.42	4.90	4.28	3.73
资本公积增加	0.00	-19.49	-21.33	-12.81	EV/EBITDA	17.83	21.38	18.73	16.32
其他	-28.51	-8.39	-1.46	-5.79					
现金净增加额	37.67	-96.05	0.00	0.00					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com