

强烈推荐-A (维持)

合兴包装 002228.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 5.37 元
 2019年03月18日

供应链服务业务快速增长, 不断向目标进发

基础数据

上证综指	3022
总股本(万股)	116952
已上市流通股(万股)	116544
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	63
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	56.9%
主要股东	新疆兴汇聚股权投资
主要股东持股比例	33.96%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	-22	26
相对表现	-2	-38	35



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《合兴包装(002228)——会计调整影响18年利润增速, 不影响主业快速增长》2019-01-31
- 2、《合兴包装(002228)——公司业务发展良好, 三季度持续高增长》2018-10-28
- 3、《合兴包装(002228)——经营仍稳健, 蓄力再出发》2018-10-12

濮冬燕

pudy@cmschina.com.cn
 S1090511040031

李宏鹏

lihongpeng@cmschina.com.cn
 S1090515090001

郑恺

021-68407559
 zhengkai1@cmschina.com.cn
 S1090514040003

事件:

公司公告年报, 2018 年全年实现营业收入 121.7 亿元, 同比增长 39.08%; 营业利润 3.6 亿, 同比增长 36.2%, 归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 64.49%。分配预案为: 每 10 股派发现金红利 0.50 元(含税), 不以公积金转增股本。

评论:

1、供应链服务业务经历两年培育, 处于快速发展期。

公司专注于纸箱包装行业 20 多年, 在全国已拥有近 50 家生产基地, 2018 年公司包装制造业务收入 93.27 亿, 同比增长 22.5%, 经历了 17 年箱板及瓦楞原纸价格大幅上涨后, 18 年纸价趋于平稳, 假设公司纸价同步于原料价格涨幅, 公司 18 年销售量/平米增长幅度为 15% 左右。供应链服务业务经过前两年的经验探索, 开展了“四通一宝”业务, 公司为伙伴输出包括生产管控、系统服务、集中采购、研发设计等多项灵活的服务种类。截至 2018 年末合作客户已达 1300 多家, 已实现交易额 28 亿多元, 同比增长 150%。

2、受低毛利供应链服务影响, 公司综合毛利率有所下降。

公司供应链服务业务主要通过“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。随着供应链服务规模的快速提升, 毛利率已由 17 年的 2.8% 提升至 18 年的 4.48%, 但仍低于原有的包装业务 15% 的毛利率, 导致公司整体毛利率有所下滑。公司经营现金流净额不断改善, 2018 年为 5.58 亿, 远高于 2018 第三季度的 3847 万及 2017 年的 -2.28 亿, 这一转变充分表明收入规模加大后, 公司议价能力不断提高。

3、维持“强烈推荐-A”评级

2016 年公司提出了“百亿制造, 千亿服务”的战略规划, 公司不断开拓战略客户, 包装制造业务不断巩固; 同时 PSCP 项目快速推进, 助力公司逐渐从传统产品纸箱的供应商向整体包装服务商转变, 不断向千亿目标进发。预计 2019~2021 年 EPS 分别为 0.35 元、0.43 元、0.53 元, 目前股价对应 19 年 PE 为 15 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 纸张成本大幅上行, PSCP 平台拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	8748	12166	15167	18996	23908
同比增长	92%	39%	25%	25%	26%
营业利润(百万元)	359	444	567	692	854
同比增长	94%	24%	28%	22%	23%
净利润(百万元)	240	322	410	499	616
同比增长	-47%	34%	27%	22%	23%
每股收益(元)	0.21	0.28	0.35	0.43	0.53
PE	26.2	19.5	15.3	12.6	10.2
PB	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8748	12166	15167	18996	23908
营业成本	7494	10640	13310	16694	21046
营业税金及附加	49	63	79	98	124
营业费用	386	481	600	751	945
管理费用	330	350	436	546	688
财务费用	126	119	150	189	226
资产减值损失	31	75	31	31	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	6	6	6
营业利润	359	444	567	692	854
营业外收入	12	14	12	12	12
营业外支出	11	13	13	13	13
利润总额	360	445	566	691	853
所得税	72	71	91	111	137
净利润	288	374	476	580	716
少数股东损益	48	52	66	81	100
归属于母公司净利润	240	322	410	499	616
EPS (元)	0.21	0.28	0.35	0.43	0.53

资料来源: 公司数据、招商证券

表 2: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业收入	1736	4468	2022	2798	3292	4054
营业毛利	220	643	238	325	414	549
营业费用	69	198	73	89	131	188
管理费用	76	139	70	87	101	147
财务费用	16	87	10	17	29	63
投资收益	1	3	0	18	0	-13
营业利润	48	177	72	97	130	90
归属母公司净利润	32	39	49	360	73	-249
EPS (元)	0.03	0.03	0.04	0.31	0.06	-0.21
主要比率						
毛利率	12.7%	14.4%	11.7%	11.6%	12.6%	13.5%
营业费用率	4.0%	4.4%	3.6%	3.2%	4.0%	4.6%
管理费用率	4.4%	3.1%	3.5%	3.1%	3.1%	3.6%
营业利润率	2.7%	4.0%	3.6%	3.5%	3.9%	2.2%
有效税率	21.4%	20.5%	20.7%	6.0%	16.6%	-5.6%
净利率	1.8%	0.9%	2.4%	12.9%	2.2%	-6.1%
YoY						
收入	99.8%	114.8%	76.1%	100.6%	89.6%	-9.3%
归属母公司净利润	67.9%	-88.9%	60.6%	791.3%	127.2%	-745.7%

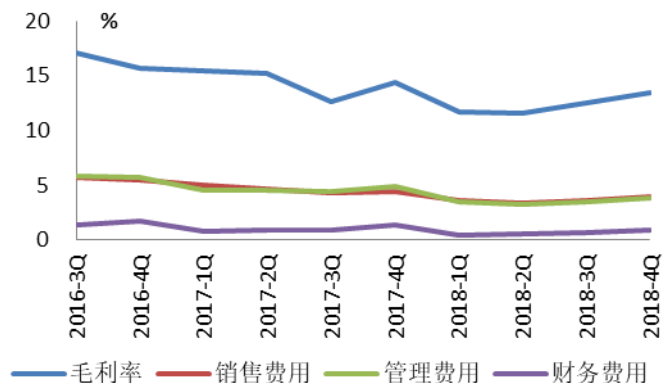
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 受会计政策修正影响, 四季度收入下滑



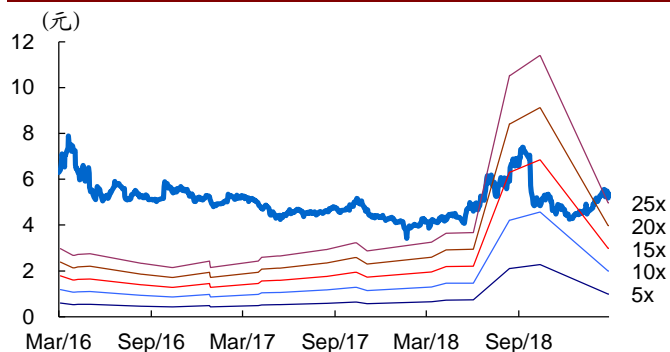
资料来源: Wind, 招商证券

图 2: 公司毛利率自 18Q1 起稳步提升



资料来源: Wind, 招商证券

图 3: 合兴包装历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 合兴包装历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《合兴包装 (002228) —会计调整影响 18 年利润增速, 不影响主业快速增长》2019-01-31
- 2、《合兴包装 (002228) —公司业务发展良好, 三季度持续高增长》2018-10-28
- 3、《合兴包装 (002228) —经营仍稳健, 蓄力再出发》2018-10-12
- 4、《合兴包装 (002228) —多驱动增长动力明确, 营收利润双丰收》2018-08-31
- 5、《合兴包装 (002228) —品质及服务能力不断得到客户认可, 收入持续快速增长》2018-04-27

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	4319	4836	6479	8210	10224
现金	606	798	1461	1922	2306
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	55	69	86	109
应收款项	2341	2681	3320	4158	5234
其它应收款	30	45	56	70	88
存货	1221	1196	1497	1878	2367
其他	120	61	76	96	121
非流动资产	2143	2178	2076	1986	1908
长期股权投资	49	50	50	50	50
固定资产	1325	1297	1250	1210	1175
无形资产	519	519	467	420	378
其他	250	311	308	306	305
资产总计	6462	7014	8555	10196	12132
流动负债	3091	3678	4802	5986	7355
短期借款	1033	1214	1858	2345	2818
应付账款	1782	1187	1485	1863	2348
预收账款	32	30	37	46	59
其他	243	1247	1422	1731	2130
长期负债	601	312	312	312	312
长期借款	0	245	245	245	245
其他	601	67	67	67	67
负债合计	3692	3990	5114	6298	7667
股本	1170	1170	1170	1170	1170
资本公积金	412	412	412	412	412
留存收益	981	1156	1507	1883	2350
少数股东权益	207	287	353	433	533
归属于母公司所有者权益	2563	2737	3088	3465	3932
负债及权益合计	6462	7014	8555	10196	12132

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(229)	558	421	410	411
净利润	240	322	410	499	616
折旧摊销	112	197	232	220	209
财务费用	54	107	150	189	226
投资收益	(4)	(6)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(702)	(101)	(434)	(578)	(741)
其它	71	39	70	86	106
投资活动现金流	(156)	(253)	(124)	(124)	(124)
资本支出	(185)	(274)	(130)	(130)	(130)
其他投资	29	21	6	6	6
筹资活动现金流	379	(245)	366	175	97
借款变动	300	464	574	487	473
普通股增加	127	0	0	0	0
资本公积增加	407	0	0	0	0
股利分配	(52)	(58)	(58)	(123)	(150)
其他	(403)	(651)	(150)	(189)	(226)
现金净增加额	(6)	60	663	461	384

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	8748	12166	15167	18996	23908
营业成本	7494	10640	13310	16694	21046
营业税金及附加	49	63	79	98	124
营业费用	386	481	600	751	945
管理费用	330	350	436	546	688
财务费用	126	119	150	189	226
资产减值损失	31	75	31	31	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	6	6	6
营业利润	359	444	567	692	854
营业外收入	12	14	12	12	12
营业外支出	11	13	13	13	13
利润总额	360	445	566	691	853
所得税	72	71	91	111	137
净利润	288	374	476	580	716
少数股东损益	48	52	66	81	100
归属于母公司净利润	240	322	410	499	616
EPS (元)	0.21	0.28	0.35	0.43	0.53

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	92%	39%	25%	25%	26%
营业利润	94%	24%	28%	22%	23%
净利润	-47%	34%	27%	22%	23%
获利能力					
毛利率	14.3%	12.5%	12.2%	12.1%	12.0%
净利率	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%	2.6%
ROE	9.4%	11.8%	13.3%	14.4%	15.7%
ROIC	10.2%	10.4%	10.8%	11.4%	12.0%
偿债能力					
资产负债率	57.1%	56.9%	59.8%	61.8%	63.2%
净负债比率	16.0%	21.8%	24.6%	25.4%	25.3%
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.4	1.4
速动比率	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	1.4	1.7	1.8	1.9	2.0
存货周转率	6.8	8.8	9.9	9.9	9.9
应收帐款周转率	4.6	4.8	5.1	5.1	5.1
应付帐款周转率	4.8	7.2	10.0	10.0	10.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.21	0.28	0.35	0.43	0.53
每股经营现金	-0.20	0.48	0.36	0.35	0.35
每股净资产	2.19	2.34	2.64	2.96	3.36
每股股利	0.05	0.05	0.11	0.13	0.16
估值比率					
PE	26.2	19.5	15.3	12.6	10.2
PB	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	1.9	1.5	1.2	1.0	0.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑 恺，同济大学计算机科学与技术（本科）和复旦大学经济学（硕士），10 年证券从业经验，现为招商证券造纸轻工首席行业分析师。2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名；金融界“慧眼”评选轻工制造行业白金分析师；2018 最佳行业分析师金牛奖。

濮冬燕，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名，2018 天眼行业最佳选股分析师。

李宏鹏，经济学硕士，招商证券造纸轻工行业分析师，2017 年新财富、金牛奖、水晶球轻工造纸行业分别获得第 4、第 2、第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。