

## 合兴包装 (002228) / 包装印刷

## 制造与服务“合”力，打造龙头之“兴”

**评级：增持（首次）**

市场价格：4.82元

分析师：蒋正山

执业证书编号：S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师：徐稚涵

执业证书编号：S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

研究助理：郭美鑫

Email: guomx@r.qlzq.com.cn

研究助理：徐偲

Email: xucai@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,165.44
流通股本(百万股)	1,165.44
市价(元)	4.82
市值(百万元)	5,617.43
流通市值(百万元)	5,617.43

**股价与行业-市场走势对比**
**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,542.37	6,323.38	11,492.38	15,110.16	18,391.16
增长率 yoy%	24.19%	78.51%	81.74%	31.48%	21.71%
净利润	102.94	153.90	544.95	434.77	522.37
增长率 yoy%	-10.3%	49.5%	254.1%	-20.2%	20.1%
每股收益(元)	0.09	0.13	0.47	0.37	0.45
每股现金流量	0.33	-0.24	-0.30	0.04	0.16
净资产收益率	7.30%	8.18%	18.51%	13.61%	14.69%
P/E	54.76	36.63	10.34	12.97	10.79
PEG	-	0.74	0.04	-	0.54
P/B	3.30	2.29	1.92	1.76	1.59
备注:					

**投资要点**

- 合兴包装是一家集纸板、纸箱及缓冲包装材料等包装制品设计、制造、服务为一体的大型综合包装企业。2008-2017年，公司主营业务收入由6.38亿元增至63.2亿元，CAGR为29%。2018年前三季度公司实现营收81.1亿元，同比增长89.5%。利润方面，2008-2017年公司归母净利润由5100万元增至1.54亿元，CAGR为13%。2018年前三季度公司实现归母净利润4.82亿元，同比增长368%。从细分业务看，2013-2017年纸板业务加速增长，营收CAGR高达73.6%，使其占主营业务收入比重由7.6%迅速提升至26.2%。纸箱业务自2015年增长触底后快速回升，2017年纸箱业务营收同比增长55.7%，贡献了公司整体营收增量的51.3%。分行业看，供应链服务业务收入由2016年的2.29亿元迅速提升至2017年的11.36亿元，同比增长397%。受上游包装纸大幅提价及毛利率较低的供应链服务业开始放量影响，公司综合毛利率由2015年的19.7%降至2017年的13.8%，并在2018H1继续下滑至11.7%。但我们认为后续上游纸价上涨利空有望逐渐减弱，叠加供应链服务产业毛利率有改善空间，后续毛利率下滑趋势可望平滑。
- 下游需求多元化，行业集中度待提升。纸包装是包装行业最大的子行业，2016年占包装行业营收的28.75%。2013-2016年纸包装行业规模以上企业营收落后于包装行业总体增长。但2017H1纸包装行业增长重新加速，营收和利润同比增速分别达到14.41%和14.08%。从行业下游看，空调、电冰箱、啤酒及软饮料产量同比增速普遍于2016年触底后回升，带动需求逐步向好。我们认为另一项重要的增量来自快递行业，2012-2017年我国规模以上快递业务量由56.9亿件提升至400.6亿件，CAGR为47.8%，有望成为需求最重要的爆发点。客户结构上，纸包装下游客户所处行业分散，导致单一产品线已不适应行业格局多元化的趋势。行业内龙头企业纷纷拓展客户资源，而合兴包装和美盈森在同业中处于领先，两家公司前五名客户收入占营收比重分别为25.08%和22.09%，远低于劲嘉股份和裕同科技。行业格局上，纸包装行业格局分散，CR2仅为2.7%，远低于发达国家市场。我们认为当前原纸价格高位震荡格局及龙头内生外延增长动力均有助于企业快速提升市场份额。从成本端看，过去两年因包装纸价格大幅上涨导致纸包装行业盈利能力下滑，但我们认为，伴随Q4开始的箱板瓦楞纸新增产能集中释放以及造纸周期红利下行，公司成本压力有望逐步释放。
- 人工效率行业领先，产业链延伸彰显雄心。合兴包装2016年和2017年人均产出分别达到128.4万元和217.4万元，大幅领先于同行业企业。高效的人均产出带动公司人工成本降低。2017年公司直接人工成本占营业成本比重仅为3.5%，远低于同业企业裕同科技和美盈森。产业链横向延伸方面，2016年公司通过架桥合兴收购国际纸业中国及东南亚区域的瓦楞纸箱业务，2018年公司收购合众创意(亚洲)100%的股权，不仅实现了区域和产能布局的扩张，也对公司经营业绩有直接推动作用。纵向延伸上，公司拟通过智能包装集成服务(IPS)模式和包装产业供应链云平台(PSCP)的建设和应用，融合行业上下游资源，在制造体系之外开拓服务领域疆土。IPS项目所需资金大部分已通过非公开发行获取，公司已与多家客户签订IPS合作意向协议，部分客户IPS项目已落地实施。PSCP方面，公司“联合包装网”网络运营模块1.0版于2017年5月1日正式上线，并增加供应链运营业务。截至2017年末，供应链运营业务所拥有合作客户已达七百多家，实现交易额11.36亿。
- 投资建议：我们预估公司2018-2020年实现归母净利润5.45、4.35、5.22亿元，同比增长254.1%，下滑20.2%和增长20.1%，EPS为0.47、0.37、0.45元。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格大幅上涨风险、业务拓展不达预期风险、行业竞争加剧风

险

内容目录

高速成长中的包装产业龙头 .....	- 5 -
行业端：多元化需求铸造市场潜力，集中度提升大势所趋 .....	- 8 -
包装业最大子行业，收入利润增速复苏 .....	- 8 -
快递行业成增长引擎，下游客户多元化 .....	- 9 -
市占率提升逻辑清晰，龙头有望继续领涨 .....	- 10 -
纸价上涨逻辑边际减弱，包装行业盈利或迎拐点 .....	- 11 -
公司核心看点：人工效率领先行业，产业链延伸显雄心 .....	- 13 -
生产模式可复制，人工效率领先同行 .....	- 13 -
横向并购，协同效应促增长 .....	- 13 -
千亿服务起飞，新模式令人期待 .....	- 14 -
盈利预测与投资建议 .....	- 15 -
风险提示 .....	- 16 -
原材料价格大幅上涨风险 .....	- 16 -
业务拓展不达预期风险 .....	- 16 -
行业竞争加剧风险 .....	- 17 -

## 图表目录

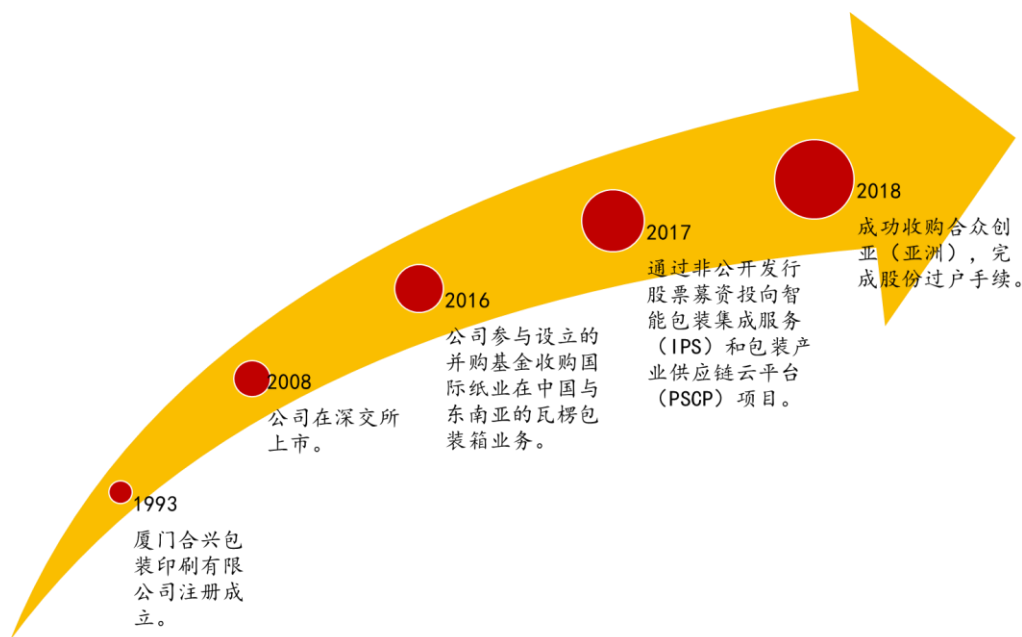
图表 1：合兴包装发展历程 .....	- 5 -
图表 2：合兴包装主营业务收入变动 .....	- 6 -
图表 3：合兴包装归母净利润变动 .....	- 6 -
图表 4：合兴包装主营业务收入拆分 .....	- 6 -
图表 5：合兴包装纸板业务保持持续高增长 .....	- 6 -
图表 6：合兴包装纸箱业务 2015 年增速开始恢复 .....	- 7 -
图表 7：合兴包装供应链服务 2017 年高速增长 .....	- 7 -
图表 8：合兴包装毛利率变化 .....	- 7 -
图表 9：合兴包装成本拆分 .....	- 7 -
图表 10：箱板瓦楞纸价格自 2016Q4 开始大幅上涨 .....	- 8 -
图表 11：合兴包装分行业毛利率变化 .....	- 8 -
图表 12：合兴包装股权结构 .....	- 8 -
图表 13：纸包装行业规上企业营收 .....	- 9 -
图表 14：包装行业各子行业占比 .....	- 9 -
图表 15：纸包装行业下游产品同比增长 .....	- 9 -
图表 16：规模以上快递业务量高速增长 .....	- 9 -
图表 17：包装行业企业前五大客户营收占比对比 .....	- 10 -
图表 18：包装龙头企业主要客户及客户结构对比 .....	- 10 -
图表 19：我国纸包装行业集中度有较大提升空间 .....	- 11 -

图表 20: 纸包装行业各类企业占比 .....	- 11 -
图表 21: 龙头企业收入引领行业增长.....	- 11 -
图表 22: 龙头企业利润引领行业增长.....	- 11 -
图表 23: 近两年包装与造纸行业毛利率呈反向关系.....	- 12 -
图表 24: 箱板瓦楞纸新增产能投放大幅提速 (万吨) .....	- 12 -
图表 25: 公司近年成本增速高于营收增速 .....	- 12 -
图表 26: 公司毛利率受纸价上行影响较大 .....	- 12 -
图表 27: 包装业龙头人均产出对比 (万元) .....	- 13 -
图表 28: 合兴包装直接人工成本占比远低于同行.....	- 13 -
图表 29: 2017 年合众创亚各公司主要财务指标 (万元) .....	- 14 -
图表 30: 公司“百亿制造、千亿服务”战略思路.....	- 15 -
图表 31: 合兴包装三大财务报表.....	- 16 -

## 高速增长中的包装产业龙头

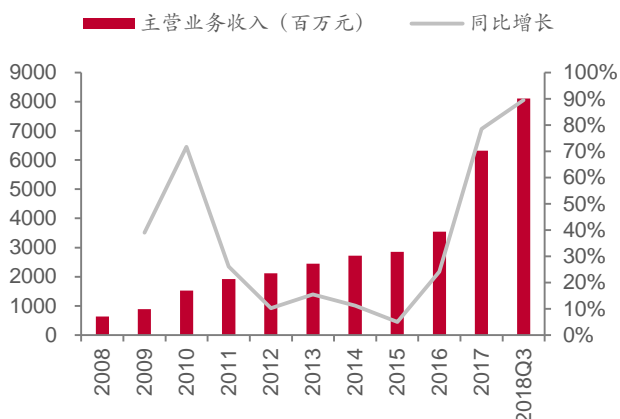
- 合兴包装是一家集纸板、纸箱及缓冲包装材料等包装制品设计、制造、服务为一体的大型综合包装企业，公司创建于1993年，于2008年在深交所上市并取得高速发展。依靠内生性增长和外延式扩张相结合的方式，公司生产规模迅速发展壮大，目前已拥有近30个生产基地（并购后近50个），生产规模位居国内行业前列。

图表 1: 合兴包装发展历程

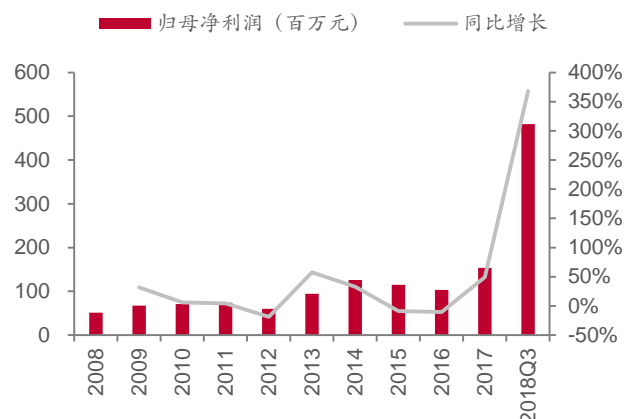


来源：公司官网、中泰证券研究所

- 收入利润拐点现，业绩加速高增长。公司自上市以来发展迅速，2008-2017年，公司主营业务收入由6.38亿元增至63.2亿元，CAGR为29%。自2015年营收增速见底后，公司调整经营思路，并在此后实现营收的加速增长。2018年前三季度公司实现营收81.1亿元，同比增长89.5%，延续了高速增长势头。营收高速增长同时公司盈利水平稳健提升，2008-2017年公司归母净利润由5100万元增至1.54亿元，CAGR为13%。2018年前三季度公司实现归母净利润4.82亿元，同比增长368%。

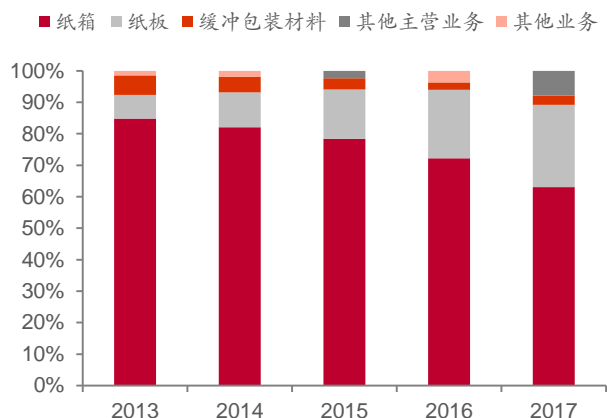
**图表 2: 合兴包装主营业务收入变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

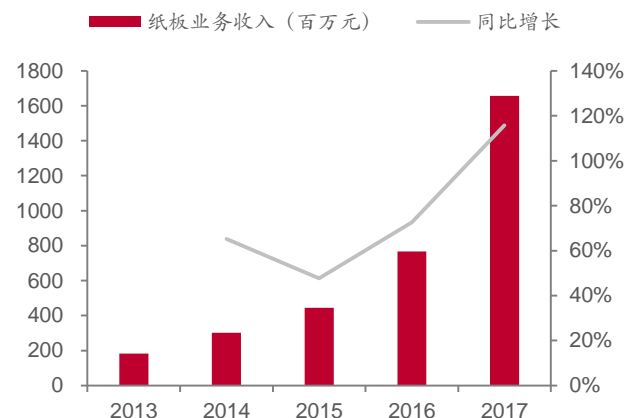
**图表 3: 合兴包装归母净利润变动**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

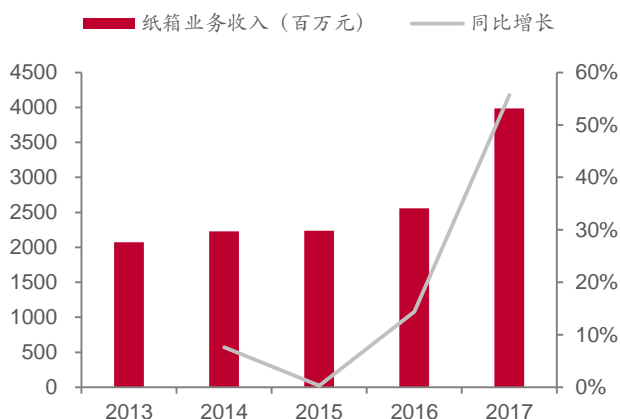
- 纸箱纸板加速增长, 供应链服务开始放量:** 公司收入拆分方面, 2013年公司营收的 85%源于纸箱贡献, 但近年来纸板业务呈现高速增长势头。2013-2017年公司纸板营收由 1.82 亿元增至 16.6 亿元, CAGR 为 73.6%, 使其占主营业务收入比重由 7.6%迅速提升至 26.2%。另一方面, 公司营收结构中占比最大的纸箱业务自 2015 年增长触底后快速回升, 2017 年纸箱业务营收同比增长 55.7%, 贡献了公司整体营收增量的 51.3%, 使得公司总体业绩呈现加速增长趋势。
- 分行业看, 公司供应链服务业务收入由 2016 年的 2.29 亿元迅速提升至 2017 年的 11.36 亿元, 同比增长 397%。占主营业务收入比重也由 6.5% 大幅提升至 18%, 助推了整体营收加速增长。**

**图表 4: 合兴包装主营业务收入拆分**


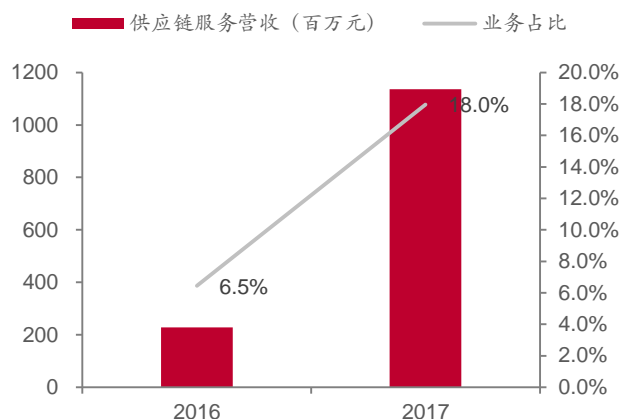
来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 5: 合兴包装纸板业务保持持续高增长**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

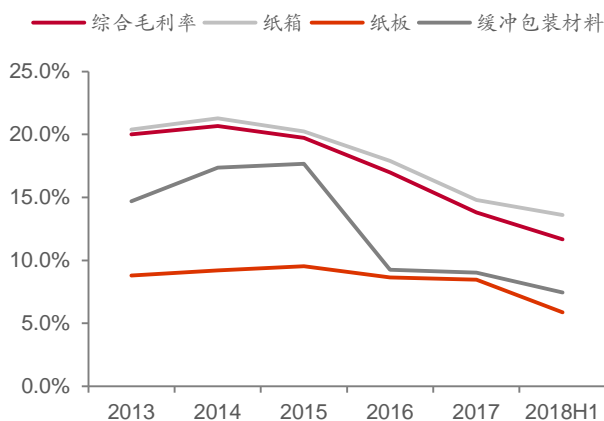
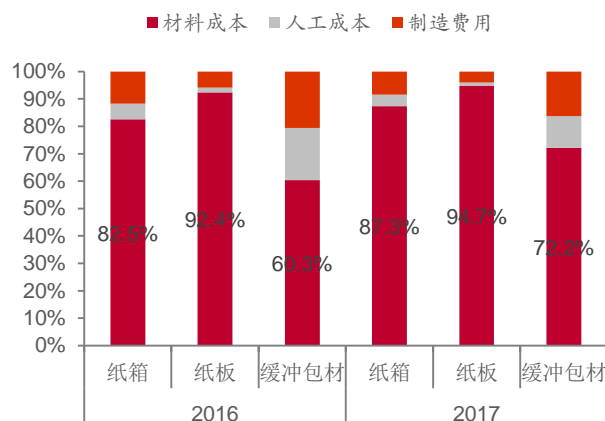
**图表 6: 合兴包装纸箱业务 2015 年增速开始恢复**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 7: 合兴包装供应链服务 2017 年高速增长**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 原材料价格大幅上涨与结构性调整导致毛利率下滑:** 公司毛利率水平在 2013-2015 年间基本保持平稳,但 2016 年至今毛利率经历了大幅下滑,公司综合毛利率由 2015 年的 19.7% 降至 2017 年的 13.8%,并在 2018H1 继续下滑至 11.7%。分业务看,公司纸箱毛利率逐年下滑,由 2015 年的 20.2% 降至 2018H1 的 13.6%,纸板和缓冲包装业务毛利率则分别由 9.5% 和 17.7% 降至 5.9% 和 7.4%。
- 我们认为公司近年毛利率下滑的主要原因在于:** 1) **上游原材料价格大幅上涨:** 受国家由环保政策发起的供给侧改革影响,上游造纸行业先后经历了中小产能加速出清,外废进口配额限制等因素的冲击,纸价自 2016Q4 开始持续走高。进入 2017 年瓦楞纸和箱板纸价格分别同比提升 52% 和 46.6%,并在 2018 年上半年高位震荡。由于公司纸箱和纸板成本中原材料成本占比约为 70% (2017 年),纸价持续高位运行叠加公司向下游提价的时滞因素导致毛利率承压。2) **公司结构性调整:** 2017 年公司供应链服务业务同比增长 397%,但由于供应链服务业务毛利率远低于包装制造业务 (2017 年供应链服务业务毛利率为 2.8%,包装制造行业毛利率为 16.2%),也是公司综合毛利率下滑的原因之一。

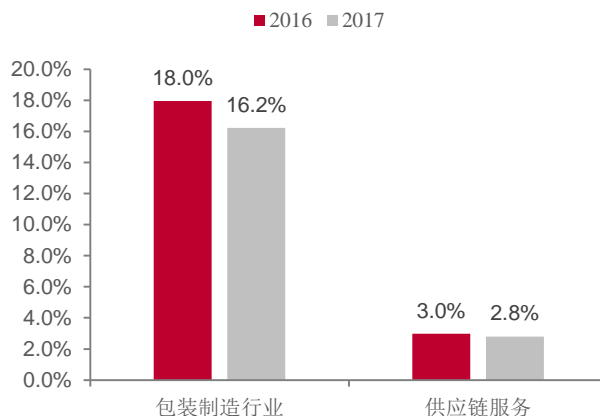
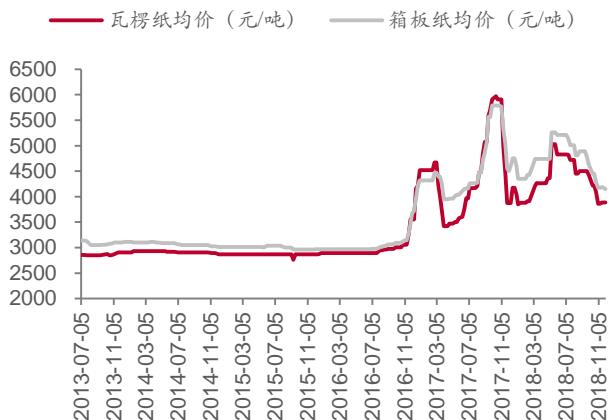
**图表 8: 合兴包装毛利率变化**

**图表 9: 合兴包装成本拆分**


来源：公司公告、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 10：箱板瓦楞纸价格自 2016Q4 开始大幅上涨**

**图表 11：合兴包装分行业毛利率变化**

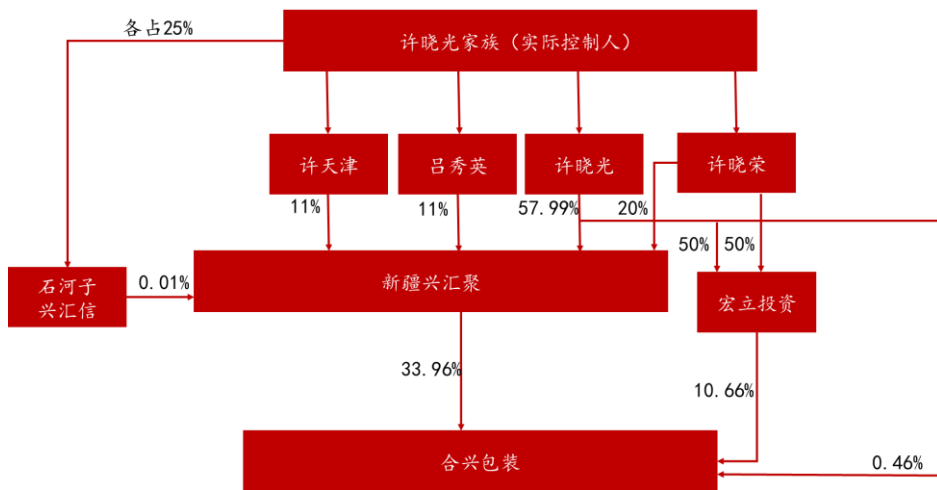


来源：wind、中泰证券研究所

来源：公司公告、中泰证券研究所

■ **股权结构稳定，员工持股激励士气。**公司实际控制人为许晓光家族（许天津、吕秀英、许晓光、许晓荣）。实际控制人通过新疆兴汇聚和宏立投资分别持有公司 33.96%和 10.66%的股权。2015 年 4 月公司公告第一期员工持股计划，于 2015 年 7 月购买完成，购买均价 25 元/股，（利润分配后均价 8.93 元/股）。经过利润分配后，当前员工持股计划合计持有公司股份 1248 万股，占总股本的 1.07%。

**图表 12：合兴包装股权结构**



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 行业端：多元化需求铸造市场潜力，集中度提升大势所趋

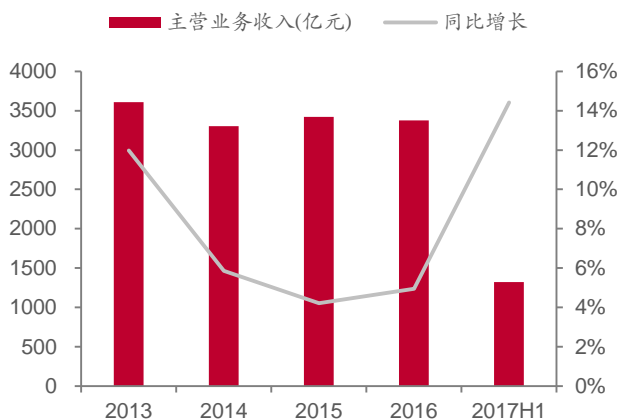
### 包装业最大子行业，收入利润增速复苏

■ **纸包装是包装行业最大的子行业：**2016 年，我国包装工业总产值突破 1.9 万亿元，规模以上包装企业主营业务收入 1.17 亿元，占整个包装行业的 62%。从细分市场看，纸包装行业是包装行业最大的子行业，2016



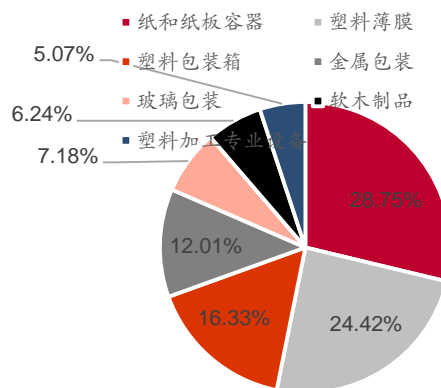
年占包装行业营收的 28.75%。2013-2016 年纸包装行业规上企业营收 CAGR 为 6.7%，落后于包装行业总体增长。但 2017H1 纸包装行业增长重新加速，营收和利润同比增速分别达到 14.41%和 14.08%。

**图表 13: 纸包装行业规上企业营收**



来源：中国包装联合会、中泰证券研究所

**图表 14: 包装行业各子行业占比**

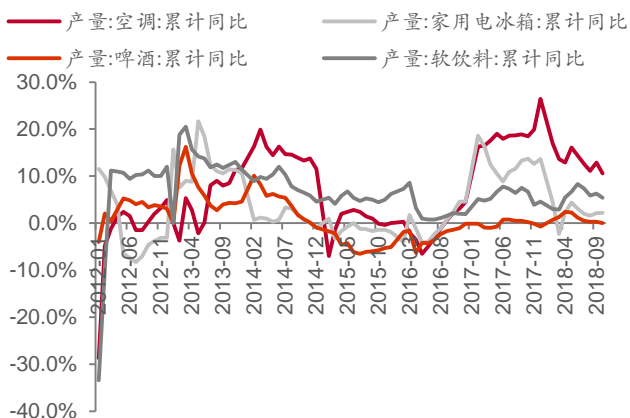


来源：中国包装联合会、中泰证券研究所

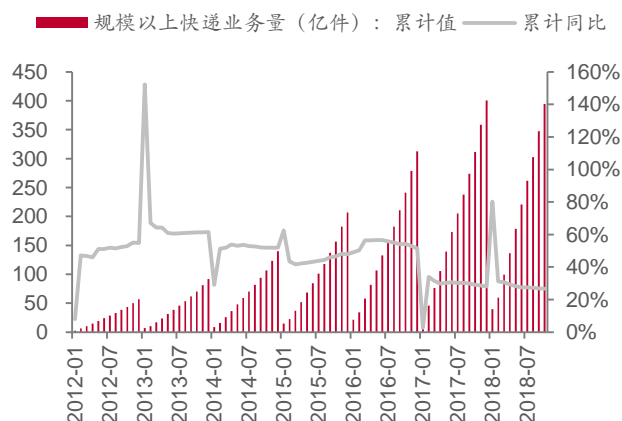
### 快递行业成增长引擎，下游客户多元化

- 快递带动传统纸包装业务:** 瓦楞纸包装下游行业主要包括软饮料、啤酒、家用电冰箱、空调和快递等。从下游产品产量看，空调、电冰箱、啤酒及软饮料产量同比增速普遍于 2016 年触底后回升，助力纸包装需求向好。另一方面，我们认为纸包装需求的重要增量来自快递业务的高速发展。2012-2017 年我国规模以上快递业务量由 56.9 亿件提升至 400.6 亿件，CAGR 为 47.8%，2018 年 1-10 月规模以上快递业务量为 394.3 亿件，同比增长 26.6%。假设该 2018 年业务量维持该增速，单件快递价格为 1 元，则 2018 年快递行业有望为纸包装市场贡献 107 亿元的增量，约占纸包装行业市场规模的 3.2%。因此，我们认为快递行业的蓬勃发展有望为纸包装行业带来重要增长点。

**图表 15: 纸包装行业下游产品同比增长**



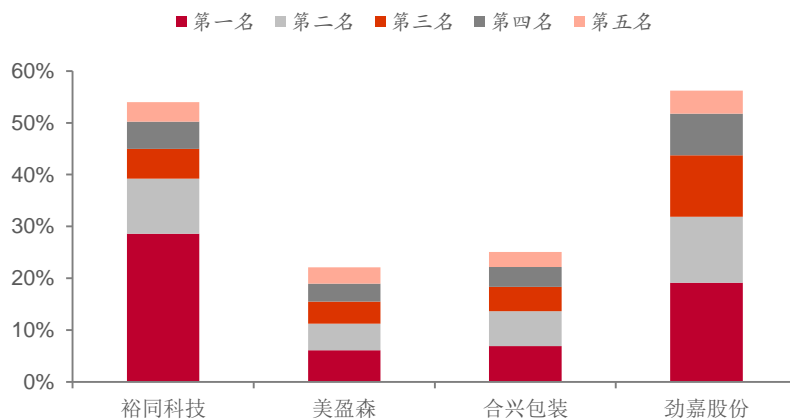
**图表 16: 规模以上快递业务量高速增长**



来源：wind、中泰证券研究所

来源：wind、中泰证券研究所

- **下游需求多元化，业务线拓展是龙头发展趋势：**由于纸包装下游涵盖的客户领域众多，单一产品线已不适应行业格局多元化的趋势，因此纸包装行业龙头纷纷拓展原有产品线。例如高端包装龙头裕同科技正逐步将产品线由消费电子领域向烟酒及化妆品包装领域延伸，烟标龙头劲嘉股份则将传统烟标业务逐步延伸至高端酒包装和 3C 领域。行业内多元化相对领先的企业是合兴包装和美盈森，客户所处领域涉及消费电子、烟酒、食品、化妆品、大健康等多个领域。因此，合兴包装和美盈森前五名客户占主营业务收入比重分别为 25.08%和 22.09%，远低于裕同科技（54%）和劲嘉股份（56.23%）。我们认为多元化客户结构有利于公司业务线全面拓展，利好企业享受行业发展红利。

**图表 17：包装行业企业前五大客户营收占比对比**


来源：公司公告、中泰证券研究所

**图表 18：包装龙头企业主要客户及客户结构对比**

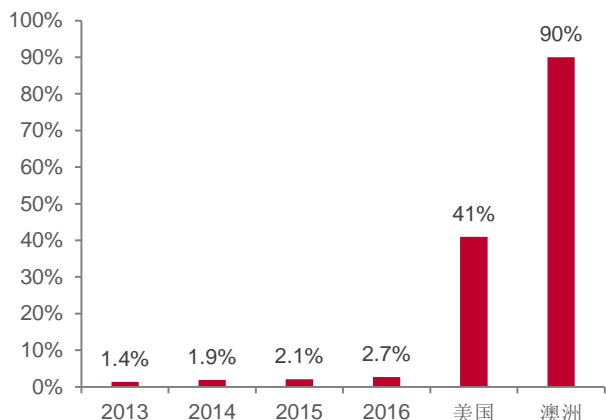
公司名称	主要客户	领域
合兴包装	海尔、美的、格力、海信、宝洁、蓝月亮、立白、HP、富士康、戴尔、冠捷、联想、小米、飞利浦、伊利、蒙牛、雀巢银鹭、康师傅、达利、旺旺、百威英博、青啤、华润、京东商城、当当网、唯品会、顺丰	消费电子、烟酒、食品、化妆品、大健康等多个领域。
美盈森	Amazon、Samsung、Cisco、Emerson、HP、DELL、Canon、Bose、Harman、Sonos、Shell、IKEA、Amway、McQuay、HomeDepot、富士康、纬创、佳世达、联想、京东方、中兴移动、海康威视、美的集团、泸州老窖、洋河、剑南春、华润怡宝、顺丰速运、福耀玻璃、网易严选	消费电子、烟酒、食品、化妆品、大健康等多个领域。
裕同科技	富士康、和硕、华为、小米、广达、联想、OPPO、VIVO、洋河、东阿阿胶、施华洛世奇等	消费电子为主，向非 3C 领域拓展。
劲嘉股份	中烟、茅台、VIVO、魅族	烟标为主，酒包、消费电子待发力。

来源：公司公告、中泰证券研究所

**市占率提升逻辑清晰，龙头有望继续领涨**

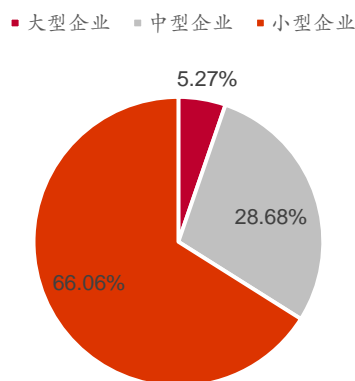
- 行业格局分散，多因素助推集中度提升：**我国纸包装行业格局分散，大型企业仅占全行业份额的 5.3%。2013-2016 年 CR2 占比虽从 1.4% 提升至 2.7%，但对比美国、澳洲行业格局，龙头市占率依然有较大提升空间。2013-2016 年行业龙头裕同科技、合兴包装收入与利润增速均引领行业增长，预计未来市占率提升和龙头盈利能力改观依然是主流趋势。依据在于：1) 龙头有望通过兼并收购提升市场份额。2) 行业上游纸价高位运行增加小企业成本压力，下游客户需求精细化提升对产品质量的要求。3) 龙头企业规模优势逐步显现，叠加对上下游议价能力增强带动盈利能力提升。

**图表 19：我国纸包装行业集中度有较大提升空间**



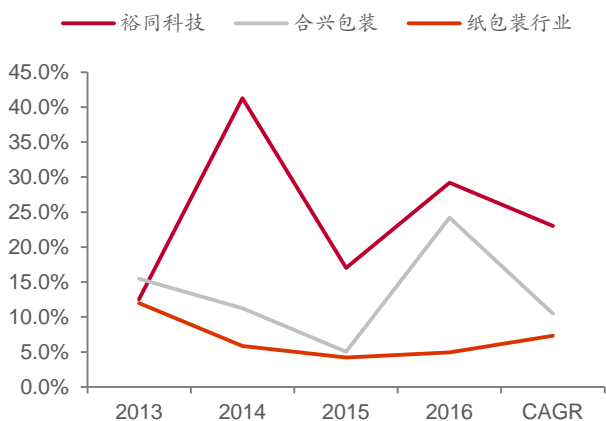
来源：产业信息网、中泰证券研究所

**图表 20：纸包装行业各类企业占比**



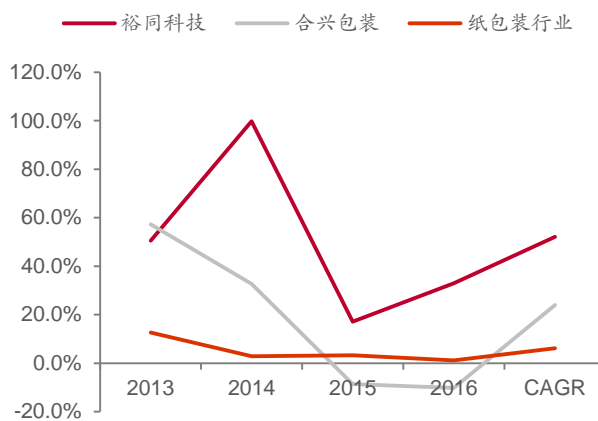
来源：中国包装联合会、中泰证券研究所

**图表 21：龙头企业收入引领行业增长**



来源：wind、中泰证券研究所

**图表 22：龙头企业利润引领行业增长**

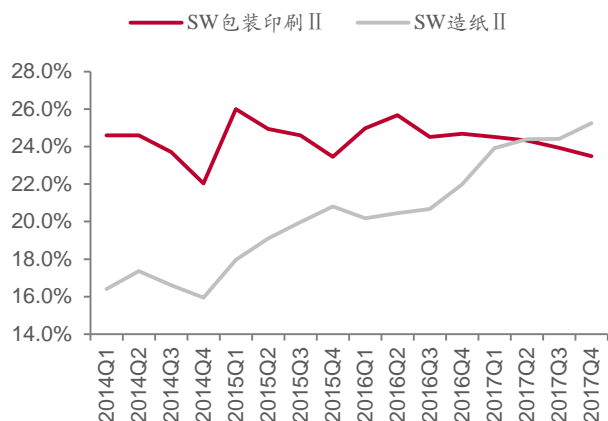


来源：wind、中泰证券研究所

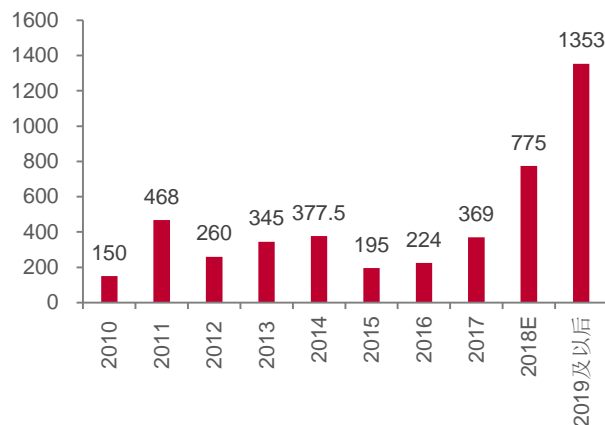
**纸价上涨逻辑边际减弱，包装行业盈利或迎拐点**

- 包装行业企业毛利水平对原材料价格敏感性较高。**自 2016 年 9 月以来包装纸价格大幅上涨。历时近两年的纸价上行先后以供给侧改革导致中小产能退出从而改变供需格局；以及限废政策导致废纸可得性受限，在

成本推动下导致的纸价上涨为逻辑支持。我们认为，当前纸价开始出现下跌表明成本支撑逻辑正在减弱，需求端下滑使包装纸价格承压。此外，2018 年行业新增产能投放量是过往三年均值的三倍，投放时间集中在 Q4，有望对冲纸价上行压力。因此，我们认为包装行业企业盈利能力正逐步迎来拐点。

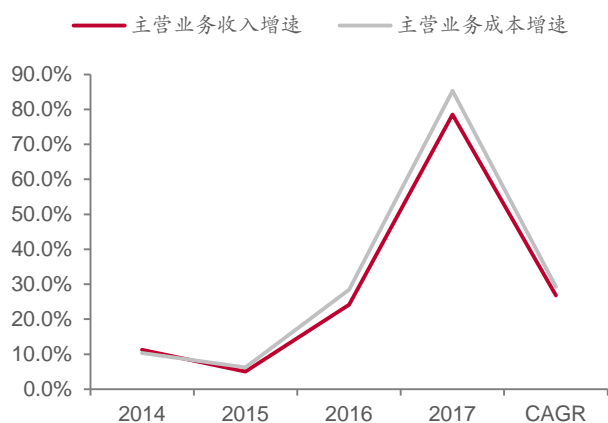
**图表 23: 近两年包装与造纸行业毛利率呈反向关系**


来源: wind、中泰证券研究所

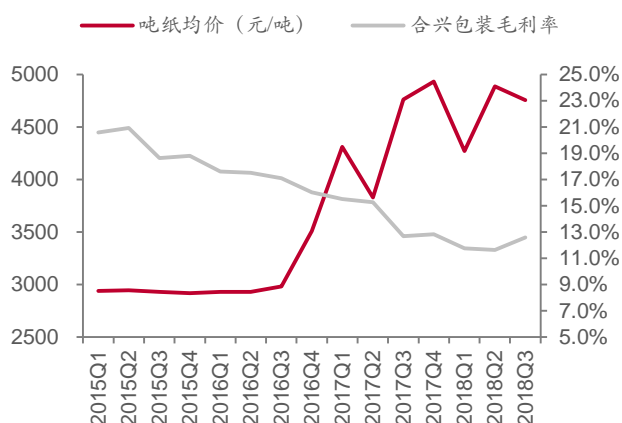
**图表 24: 箱板瓦楞纸新增产能投放大幅提速 (万吨)**


来源: RISI、中泰证券研究所

- 原材料涨价利空释放，公司盈利能力拐点将至。** 合兴包装产品成本构成中，纸箱和纸板原材料成本分别占比 87.3%和 94.7% (含油墨、淀粉等，原纸占比约 70%)，因此公司毛利率水平与上游纸价密切相关。自 2016 年起上游各纸种价格上涨导致公司成本增速快于营收增速，使毛利水平大幅下滑。当前包装纸价格处于下行区间，后续我们认为纸价重新大幅上涨可能性不大，公司有望享受成本压力释放红利。

**图表 25: 公司近年成本增速高于营收增速**


来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 26: 公司毛利率受纸价上行影响较大**


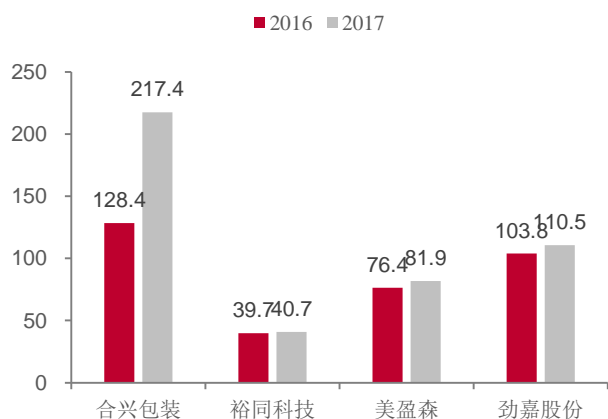
来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 公司核心看点：人工效率领先行业，产业链延伸显雄心

### 生产模式可复制，人工效率领先同行

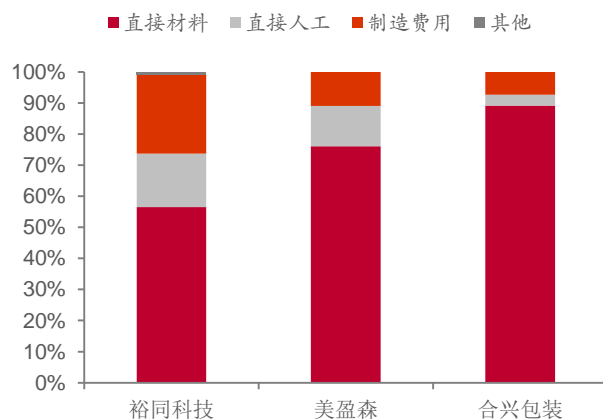
- 生产流程标准化，企业人效领跑行业。**公司经过多年的标准化生产经营，结合自身的情况形成一套标准化的建厂及生产流程，形成较强的可复制性的标准化工厂建设流程。同时，公司通过集团化、精细化的管理模式，实现了子公司经营的“高效”和规模化发展的“集约”有机结合。在生产流程标准化的策略支持下，合兴包装 2016 年和 2017 年人均产出分别达到 128.4 万元和 217.4 万元，大幅领先于同行业企业。高效的人均产出带动公司人工成本降低。2017 年公司直接人工成本占营业成本比重仅为 3.5%，远低于同业企业裕同科技和美盈森。

图表 27：包装业龙头人均产出对比（万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 28：合兴包装直接人工成本占比远低于同行



来源：公司公告、中泰证券研究所

### 横向并购，协同效应促增长

- 收购合众创亚，国际纸业纳入上市体系。**2016 年 2 月，合兴包装与深圳架桥合作设立产业并购基金厦门架桥合兴股权投资合伙企业，合兴包装占比 18%。2016 年 3 月，架桥合兴以 6.25 亿元的价格收购了国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务。2018 年公司计划将原国际纸业中国及东南亚区域的瓦楞纸箱业务整合并入上市公司体系内，通过规范标的运营，共享客户资源，集中原料采购等措施，充分发挥产业并购的规模效应和协同效应。
- 2018 年 6 月，公司公告拟以自有资金收购合众创亚（亚洲）100% 的股权，标的评估价值 10.44 亿元，经双方协商转让价格为 7.18 亿元。**收购前合众创亚（亚洲）下属 14 家中国子公司分别位于东北、华北、华东、西南、华南、华中等地，通过此次收购，可迅速增强公司在东北、华东的市场布局，巩固在华南、华中的竞争优势。公司通过收购，实现了区

域布局的扩大，产能的增加，可更好地服务客户，实现协同效应。同时因并表贡献公司业绩可以得到增厚。

**图表 29：2017 年合众创亚各公司主要财务指标（万元）**

指标	合众创亚（柔佛）	合众创亚（吉隆坡）	合众创亚（印尼）	合众创亚（泰国）	合众创亚（亚洲）
总资产	6,091.20	1,813.71	1,881.97	7,817.04	140,478.19
负债总额	5,368.86	1,895.20	489.38	9,286.95	64,056.96
净资产	722.33	-81.49	1,392.59	-1,469.91	76,421.22
营业收入	12,284.52	1,221.48	2,876.85	12,080.30	217,182.13
YoY	42.4%	-75.7%	1.4%	23.9%	30.6%
营业利润	-239.29	-631.52	39.65	-435.52	8,228.07
净利润	-239.7	-1,283.82	37.07	-396.37	6,473.11
YoY	7.2%	-36.4%	-74.8%	-562.8%	321.5%
经营现金流净额	-220.66	128.39	53.75	281.96	5,935.84

来源：公司公告、中泰证券研究所

### 千亿服务起飞，新模式令人期待

- 百亿制造，千亿服务，产业链纵横彰显雄心。**除外延并购策略外，公司发展的核心战略还包括通过整合包装产业上下游资源执行“百亿制造、千亿服务”的规划。从包装业下游看，客户多为制造业企业，产品装箱过程中是最繁琐的环节，面临人工成本过高，次品率高等问题，企业有强烈的动机将包装环节外包。因此，凭借智能包装集成服务（IPS）模式的应用，包装企业可打通纸包装行业的产业链并实现行业资源的有效整合，使其得以依托多元化的服务内容深化与客户合作程度，进而增强客户的合作粘性，实现公司“行业资源整合”及由“包装产品”转向“包装服务”的战略目标。
- 非公开发行获批，保障 IPS 资金来源。**相较于传统包装制造模式，IPS 在客户黏性、利润空间、竞争压力等方面有独特的优势，能够改变公司赢利模式单一、同质化竞争严重的困境。公司已与多家客户签订 IPS 合作意向协议，部分客户 IPS 项目已落地实施。该项目预计投资 5.88 亿元，其中募集资金投资 5.36 亿元。2017 年 11 月，公司完成通过非公开发行募集资金计划，发行数量为 1.27 亿股，募集资金 5.36 亿元，募集资金全部用于对全资子公司厦门合兴智能集成服务有限公司增资以实施智能包装集成服务建设项目。
- 引导产业链资源整合，供应链云平台正式起航。**从包装业全产业链情况看，行业下游有较多规模不大，对包装环节付费意愿不强的企业，同时上游有诸多规模分散的材料供应商因受制于信息获取渠道等限制无法及时获取订单。公司包装产业供应链云平台（PSCP）旨在深化与包装上下游产业链合作，满足客户多元化的需求，抓住供应商业态痛点，实现线上集群效应的价值变现。我们认为，PSCP 模块对于合兴包装的战略意义主要体现在：1) 通过线上云平台的资源整合，加速开发产能布局薄弱的区域和市场。2) 通过规模效应的释放提升公司的议价能力，降低自身采购成本。3) 通过服务并赋能中小纸厂，获取一定的贸易价差。

- 公司“联合包装网”网络运营模块 1.0 版于 2017 年 5 月 1 日正式上线，并增加供应链运营业务。截至 2017 年末，供应链运营业务所拥有合作客户已达七百多家，实现交易额 11.36 亿。通过产业链资源整合，公司将业务线由传统的包装制造领域向包装服务领域延伸，预计供应链服务产业有望成为新的业绩增长点。当前供应链服务领域毛利水平相对较低，但伴随对行业资源的深入发掘，我们认为后续该项业务盈利水平存在一定程度的提升空间。

图表 30：公司“百亿制造、千亿服务”战略思路



来源：公司公告、中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

- 综合考虑合众创亚并表业绩和收购产生的营业外收入，我们预估公司 2018-2020 年实现归母净利润 5.45、4.35、5.22 亿元，同比增长 254.1%，下滑 20.2%和增长 20.1%，EPS 为 0.47、0.37、0.45 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 31: 合兴包装三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6323.38	11492.38	15110.16	18391.16	净利润	200.88	544.95	434.77	522.37
营业成本	5450.45	10169.42	13534.94	16567.82	折旧与摊销	112.18	84.48	95.71	109.96
营业税金及附加	33.71	63.21	84.62	104.83	财务费用	60.79	114.92	135.99	147.13
销售费用	264.13	356.26	377.75	423.00	资产减值损失	26.37	25.00	28.00	30.00
管理费用	256.30	367.76	407.97	468.97	经营营运资本变动	-649.40	-1091.18	-624.26	-591.09
财务费用	60.79	114.92	135.99	147.13	其他	-25.86	-25.00	-28.00	-30.00
资产减值损失	26.37	25.00	28.00	30.00	经营活动现金流净额	-275.04	-346.83	42.20	188.36
投资收益	4.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	9.21	-180.00	-250.00	-350.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-135.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	4.00	2.00	2.00	投资活动现金流净额	-126.55	-180.00	-250.00	-350.00
营业利润	257.00	399.81	542.88	651.41	短期借款	266.46	774.98	708.79	633.12
其他非经营损益	0.80	290.00	4.00	4.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	257.80	689.81	546.88	655.41	股利融资	535.79	0.00	0.00	0.00
所得税	56.92	144.86	112.11	133.05	支付股利	-52.15	-58.14	-184.11	-160.30
净利润	200.88	544.95	434.77	522.37	其他	-297.22	-114.92	-135.99	-147.13
少数股东损益	46.98	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	452.88	601.91	388.68	325.69
归属母公司股东净利润	153.90	544.95	434.77	522.37	现金流量净额	49.91	75.09	180.89	164.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	499.53	574.62	755.51	919.56	成长能力				
应收和预付款项	1810.16	3270.04	4300.20	5253.08	销售收入增长率	78.51%	81.74%	31.48%	21.71%
存货	948.74	2032.84	2720.64	3338.76	营业利润增长率	102.94%	55.56%	35.78%	19.99%
其他流动资产	20.49	47.27	62.45	69.39	净利润增长率	60.79%	171.28%	-20.22%	20.15%
长期股权投资	48.79	48.79	48.79	48.79	EBITDA 增长率	53.46%	39.36%	29.27%	17.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	920.13	1025.46	1189.55	1439.40	毛利率	13.80%	11.51%	10.42%	9.91%
无形资产和开发支出	310.87	301.92	292.96	284.01	三费率	9.19%	7.30%	6.10%	5.65%
其他非流动资产	205.95	205.10	204.24	203.39	净利率	3.18%	4.74%	2.88%	2.84%
资产总计	4764.67	7506.03	9574.34	11556.39	ROE	8.18%	18.51%	13.61%	14.69%
短期借款	734.70	1509.68	2218.47	2851.60	ROA	4.22%	7.26%	4.54%	4.52%
应付和预收款项	1529.23	2921.82	3971.51	4910.77	ROIC	10.41%	11.67%	11.51%	11.23%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.80%	5.21%	5.13%	4.94%
其他负债	43.93	130.91	190.10	237.69	营运能力				
负债合计	2307.86	4562.42	6380.08	8000.06	总资产周转率	1.49	1.87	1.77	1.74
股本	1169.52	1169.52	1169.52	1169.52	固定资产周转率	7.13	12.08	13.64	13.99
资本公积	419.94	419.94	419.94	419.94	应收账款周转率	4.82	4.93	4.37	4.20
留存收益	679.70	1166.51	1417.16	1779.22	存货周转率	6.52	6.82	5.69	5.47
归属母公司股东权益	2269.16	2755.96	3006.62	3368.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	67.50%	—	—	—
少数股东权益	187.65	187.65	187.65	187.65	资本结构				
股东权益合计	2456.81	2943.62	3194.27	3556.33	资产负债率	48.44%	60.78%	66.64%	69.23%
负债和股东权益合计	4764.67	7506.03	9574.34	11556.39	带息债务/总负债	31.83%	33.09%	34.77%	35.64%
业绩和估值指标					每股指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	429.97	599.21	774.58	908.50	流动比率	1.42	1.30	1.23	1.20
PE	36.63	10.34	12.97	10.79	速动比率	1.01	0.85	0.80	0.78
PB	2.29	1.92	1.76	1.59	股利支付率	33.88%	10.67%	42.35%	30.69%
PS	0.89	0.49	0.37	0.31	每股收益	0.13	0.47	0.37	0.45
EV/EBITDA	13.20	10.64	8.91	8.11	每股净资产	2.10	2.52	2.73	3.04
股息率	0.93%	1.03%	3.27%	2.84%	每股经营现金	-0.24	-0.30	0.04	0.16
					每股股利	0.04	0.05	0.16	0.14

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 原材料价格大幅上涨风险

- 公司纸箱和纸板业务成本中原材料成本占比较高,若未来出现政策趋严,可能出现因废纸稀缺性提升导致的包装纸涨价,进而影响公司业绩。

### 业务拓展不达预期风险

- 公司未来营收关键增长点之一在于供应链服务模块放量,若未来该业务



拓展不达预期，可能影响公司业绩表现。

#### 行业竞争加剧风险

- 公司所处传统纸包装行业产能分散，企业众多，且进入门槛不高。若未来发生行业竞争加剧状况，可能影响公司产品销售价格，并对收入和利润产生影响。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。