

国际济丰包装集团(1820 HK) Pacific Millennium Packaging Group Corporation

公司简介：

济丰包装成立于1994年，截至2017年12月，济丰包装是中国第七大瓦楞纸包装供应商，市场份额为0.65%。公司主要于中国从事制造及销售瓦楞纸包装产品，包括瓦楞纸包装产品如纸箱、纸栈板、展示架、重型包装等及瓦楞纸板。公司亦采购其他包装材料，例如泡沫塑料、胶袋及其他辅助物料连同瓦楞纸包装产品售予客户。截至2018年11月，公司拥有逾2,000名客户，在华北、东北、华东、华南共运营11间工厂，均配备瓦楞纸板生产线，可生产瓦楞纸包装产品及瓦楞纸板。

中泰观点：

从行业来看，受益于经济的增长和电子商务的发展，近年瓦楞纸板/纸箱市场一直迅速扩大，瓦楞纸板/纸箱产量由2012年的28.1百万吨增加至2017年的43.4百万吨，CAGR 9.1%；消耗量从2012年的27.7百万吨增加至2017年的42.9百万吨，CAGR 9.1%。按瓦楞纸箱的产量计，瓦楞纸包装的市场规模预计将于2017年至2022年间以复合年增长率7.1%进一步增长。市场营业收入由2012年的人民币1,380亿元增加至2017年的人民币2,563亿元，相当于复合年增长率为13.2%。预期未来瓦楞纸价格升幅不大，营业收入的增长动力将主要来自销量的增长。

从竞争能力看，中国瓦楞纸包装市场高度分散，2017年CR10仅占市场营业收入总额的9.4%，远远低于成熟市场水平。根据弗若斯特沙利文，于2017年，以营业收入计，公司排名中国第七并位居长江三角洲地区及环渤海地区第二。2016年来原材料价格的剧烈波动和政府新环境法规的颁布已挤出部分小规模瓦楞纸制造厂商，公司历史较久，行业经验丰富，市场地位较为稳固；与多名客户保持长期稳定合作关系；工厂分散于华北、东北、华南、华东，位于毗邻客户的战略位置，可有效降低运输成本及时间成本，且各工厂均具备完整生产线，预计能保持优势，继续扩大在不同地区的市场份额。

业绩方面，2017年公司整体收入为人民币16.6亿元，同比增长40.2%，净利润为人民币0.9亿元，净利润率为5.2%，净利润率有明显增长趋势。分业务来看，集团收入主要来自瓦楞纸包装产品的销售，2017年占比达91.1%，收入同比增长45.2%。未来公司将通过建设新生产基地及扩大服务半径覆盖面的方式加强地域覆盖及市场渗透率，如在华东及华南地区建立两间总产能约为232.4百万平方米瓦楞纸包装产品及瓦楞纸板的新工厂等，在巩固市场地位、提升客户群体、保持价格竞争优势的同时增加市场份额。

盈利能力方面，公司2017年净利润率为5.2%，低于行业平均水平，ROA为4.8%，低于行业平均水平，ROE为22.6%，高于行业平均水平。综合公司的行业地位、业绩情况与估值水平，我们给予其63分，评级为「中性」。

该集团的风险因素包括：1) 原材料价格波动带来的不利冲击；2) 新工厂扩充贡献不及预期；3) 宏观经济下行带来的不利影响。

收入分部明细：



来源：公司资料,中泰国际研究部

同业比较：

股票名称	已知财年	(亿港元)		收入增长	净利润增长	净利率	总资产回报率	权益回报率	历史市盈率(倍)	历史市净率(倍)
		市值	总收入							
济丰包装(1820 HK)	12/2017	11.97-14.31	18.7	14.2%	61.6%	5.2%	4.8%	22.6%	12.4-14.8	1.6-1.8
纷美包装(468 HK)	12/2017	59.6	27.0	7.7%	2.9%	14.7%	11.3%	14.1%	14.8	2.1
中粮包装(906 HK)	12/2017	37.0	69.0	14.5%	5.6%	2.9%	5.8%	11.5	11.5	0.7
鸿兴印刷集团(450 HK)	12/2017	10.5	31.4	6.1%	2680.2%	33.5%	25.5%	33.7%	1.0	0.3

来源：公司资料,彭博,中泰国际研究部；附注：1) 回报率及负债比率并未考虑上市后集所得等因素；2) 市盈率及市净率已考虑上市后集所得等因素

申购意见： 中性

中泰评分：

单一项目评分：(20分为满) 综合得分：(100分为满)

公司成长性：	13
估值水平：	12
市场稀缺性：	13
保荐人往绩：	13
市场氛围：	12

63

注：详细定义请参考正文之后的声明

招股概要：

公开发售价：	HK\$3.98-4.76	总发行数股：	75,158,000股
每手股数：	1,000股	公开发售：	7,516,000股
每手费用：	约HK\$4,807	国际发售：	67,642,000股
公司市值：	HK\$11.97-14.31亿	截止认购日：	12月13日中午
保荐人：	浦银国际	分配结果日：	12月20日
主要股东：	国际济丰集团控股公司(60%)正式上市日：	12月21日	
	领前有限公司(15%)		

集资用途：

以发行价中位数 HK\$4.37 计算，集资净额约 291.2 百万港元

用于在华东及华南地区(浙江、广东)新生产基地	约 73.6%
设立机器及设备	
用于为现有工厂升级生产设备及购置新机器及设备	约 16.9%
用于营运资本及一般企业用途	约 9.5%

主要财务及估值摘要：

(千人民币元)	2015年	2016年	2017年	2017H1	2018H1
营业收入	1,075,227	1,186,794	1,664,102	713,035	905,960
毛利	235,005	243,784	348,794	160,390	176,598
除税前溢利	51,587	70,845	120,241	72,241	61,550
期内溢利	30,183	53,145	85,894	53,360	43,151
毛利率	21.86%	20.54%	20.96%	22.49%	19.49%
税前利润率	4.80%	5.97%	7.23%	10.13%	6.79%
净利润率	2.81%	4.48%	5.16%	7.48%	4.76%

经调整每股盈利(2017年)	0.38 人民币元
经调整每股有形资产净值	
(截至2017年)	2.47-2.66 港元

来源：公司资料,中泰国际研究部

(年结日为12月31日)

分析师：

赵红梅(May Zhao)

电邮：may.zhao@ztsc.com.hk

新股申购评级

以新股综合评分总得分为基准，从五方面来评估股份的投资价值：

- 1· 公司成长性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 2· 估值水平评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 3· 市场稀缺性评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 4· 保荐人往绩评分： 1-20 分，20 分为最高分
- 5· 市场氛围评分： 1-20 分，20 分为最高分

综合评分总得分 = (市场氛围评分 + 公司成长性评分 + 估值水平评分 + 市场稀缺性评分 + 保荐人往绩评分) 之总和

积极申购： 综合评分总得分 \geq 85 分

申购： 70 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 85 分

中性： 50 分 \leq 综合评分总得分 $<$ 70 分

回避： 综合评分总得分 $<$ 50 分

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。