

轻工制造

2018年06月07日

合兴包装 (002228)

——完成收购合众创亚，横向整合发挥协同效应，上调至买入

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (上调)

投资要点：

- **公司公告收购合众创亚完成过户：2018年6月4日，公司7.18亿元收购合众创亚（亚洲）100%股权已完成过户手续并将所有价款付讫（标的评估价值为10.44亿元）。**
- **收购合众创亚，整合原国际纸业国内箱板纸箱业务。**公司2018年3月23日董事会、4月17日股东大会分别审议通过收购议案。本次收购前，厦门架桥合兴持有合众创亚100%股权，公司持有架桥合兴18%的合伙份额。合众创亚成立于1994年6月，为原国际纸业中国区域的瓦楞纸箱业务生产商（国际纸业为全球领先的造纸和包装企业），下属公司包含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，合众财务情况为2017年收入21.72亿元，净利润6473.11万元，经营现金流净额为5935.84万元。本次收购P/S为0.33倍，P/E为11.1倍。公司通过收购，实现区域布局扩大和产能提升，有望提供更优质服务，实现协同效应。
- **公司管理能力彰显，收购后未来有望实现客户结构互补，体现协同效应。**公司于2016年参与设立产业并购基金，收购国际纸业在中国和东南亚的瓦楞包装箱业务，经过公司管理输出，目前已实现扭亏为盈，充分彰显公司卓越的管理实力。**此次收购完成后，有望实现：1) 客户结构互补：**合兴以国内客户为主，合众创亚拥有大量国外客群，双方在客户结构存在差异化，因此收购后会形成客群矩阵互补，增强双方客群需求广度。**2) 发挥协同效应：**实现行业横向整合，进一步扩大公司规模，巩固龙头地位，提升上下游议价能力；通过收购实现产能增加和区域布局，提升客户服务体验，增强协同效应。
- **收入端：传统业务扩张+PSCP（包装产业供应链云平台）放量，业务结构不断优化。纸包装行业洗牌持续加剧：**公司受益包装行业洗牌（2017年由于供给侧改革导致部分小厂关停），龙头效应凸显，并且仍处于快速成长期，收入增速明显高于下游行业增速。**集团化、大客户战略持续推进：**随海尔（家电）、格力（家电）、联想（消费类电子）、小米（消费类电子）、伊利（食品）、京东（电商）、顺丰（物流）等各类客户规模扩张，公司凭借可复制的业务模式及整体解决方案的服务模式，配合进行业务扩张。**PSCP包装云平台继续发力：**公司从2016年开始对PSCP平台进行线下地推，并启动线上平台搭建工作，“联合包装网”网络运营模块1.0版于2017年中旬正式上线。PSCP利用互联网技术建立资源共享平台、实现跨区域产业集群、提升供需对接精准度、缩短交易流程和周期，有望整合行业产生规模效益，促进包装板块内生增长。未来2-3年，公司将进一步加大投入，进一步完善云平台的功能，从而为客户提供快速便捷、价格低廉的一体化优质服务。
- **盈利端：单季毛利率回落但维持区间水平，费用增加系PSCP前期投入。**1) 外界经营压力虽大，公司集中度提升，抬升话语权。上游箱板纸行业因环保督查、限制废纸进口等因素，近两年价格大幅上涨（2018年1-5月箱板纸价格涨幅为14.3%，瓦楞纸价格涨幅为23.4%）。但得益于纸包装行业集中度抬升，公司话语权提升，公司向下游转嫁部分成本压力，一定程度上对冲成本影响。近一年公司毛利率仍能在13%-15%的区间，未来随着公司原材料成本压力影响趋缓，盈利仍具备向上弹性。2) 新业务拓展初期，盈利能力偏低，但市场整合想象空间巨大。由于创新业务PSCP（供应链云平台）投放初期，公司以收管理费和和服务费模式为主，前期费用投入较大，此类业务毛利率较低，未来随着该项业务逐渐成熟，整合效应及盈利弹性有望逐步体现。

收盘价(元)	4.72
一年内最高/最低(元)	5.27/3.27
市净率	2.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	4904
上证指数/深证成指	3115.18/10365.13

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	1.98
资产负债率%	48.85
总股本/流通A股(百万)	1170/1039
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《合兴包装(002228)点评：2018年一季报点评：行业洗牌份额进一步提升，业绩持续大幅增长》2018/04/27

《合兴包装(002228)点评：18Q1业绩增长点点评：业绩增速保持高增长，行业整合逻辑持续兑现》2018/04/13

证券分析师

屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
周海晨 A0230511040036
zhouhc@swsresearch.com

联系人

丁智艳
(8621)23297818×7580
dingzy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

财务数据及盈利预测

	2017	2018Q1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,323	2,022	9,739	14,914	21,284
同比增长率(%)	78.51	76.10	54.00	53.10	42.70
净利润(百万元)	154	49	388	359	464
同比增长率(%)	49.50	60.59	151.90	-7.40	29.40
每股收益(元/股)	0.13	0.04	0.33	0.31	0.40
毛利率(%)	13.8	11.8	14.0	14.1	13.8
ROE(%)	6.8	2.1	14.6	11.9	13.3
市盈率	36		14	15	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

- 公司以新模式、新定位由包装制造商向一体化包装服务商转型，收入已进入高速增长通道，上调评级至买入。1) 行业集中度提升趋势：在原材料箱版瓦楞纸价格高位震荡，环保压力加大的外部经营压力下，纸包装行业小产能加速退出，行业开始进入加速整合期。2) 公司长期积累，有望受益：长期专注于纸包装行业，拥有长期的专业积淀，广泛的用户基础，和异地产能管理的经验，通过自建产能、行业并购等模式加速整合行业，有望厚积薄发。借助定增资金到位，公司创新业务持续稳步推进，PSCP 及 IPS 逐步放量，与传统业务产生协同。公司收入增长全面提速，盈利能力有望逐步修复。公司 2015 年实行的员工持股计划进一步提升整体凝聚力（成本为 8.96 元），实际控制人 2016 年增持彰显发展信心（成本 6.43 元），考虑此次收购并表影响，我们上调公司 2018-2020 年经营性归母净利润至 2.38 亿元、3.59 亿元、4.64 亿元，合 EPS 0.20 元、0.31 元、0.40 元（yoy 55%/51%/29%）（原盈利预测 EPS 为 0.18 元、0.24 元、0.32 元），由于此次收购评估价格为 10.44 亿元，实际收购价格为 7.18 亿元，我们预计产生的一次性投资收益在 1.5 亿元以上，也将增厚 2018 年净利润，预测公司 2018-2020 年考虑投资性相关收益后的利润为 3.88 亿元、3.59 亿元、4.64 亿元（原为 2.08 亿元、2.79 亿元和 3.74 亿元），合 EPS 0.33 元、0.31 元、0.40 元（原为 0.18 元、0.24 元、0.32 元），目前股价（4.72 元）对应 2018-2020 年 PE：不考虑投资收益：分别为 23 倍、15 倍和 12 倍；考虑投资收益：分别为 14 倍、15 倍、12 倍，市值 55 亿元，我们看好公司在纸箱包装行业的龙头实力，公司未来整合空间巨大，新模式发力加速行业整合，原材料成本压力趋于缓解有望体现盈利弹性，上调评级至买入！

表：盈利预测表

单位：百万元，元，百万股

	2016A	2017A	18Q1A	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	3,542	6,323	2,022	9,739	14,914	21,284
二、营业总成本	3,418	6,092	1,951	9,364	14,387	20,586
其中：营业成本	2,941	5,450	1,785	8,375	12,811	18,346
营业税金及附加	24	34	10	68	104	149
销售费用	197	264	73	419	671	979
管理费用	190	256	70	409	686	979
财务费用	48	61	10	72	91	109
资产减值损失	17	26	2	20	23	24
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	4	0	155	4	3
三、营业利润	134	257	76	530	531	700
加：营业外收入	33	11	1	18	20	23
减：营业外支出	11	10	1	16	15	17
四、利润总额	157	258	75	532	536	706
减：所得税	32	57	15	94	133	176
五、净利润	125	201	61	438	403	530
少数股东损益	22	47	11	50	44	66
归属于母公司所有者的净利润	103	154	49	388	359	464
六、全面摊薄每股收益	0.09	0.13	0.04	0.33	0.31	0.40
发行后总股本（百万）	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170	1,170

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	huji@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。