

标准化工厂的快速扩张效应正在显现

08 年报点评
报告关键点：

- 标准化工厂收入大增；
- 下调投资评级到增持-B。

报告摘要：

- 公司08年实现营业收入637,521,932.91元，比上年同期增长37.46%；利润总额61,211,747.72元，比上年同期增长48.55%，归属于股东的净利润51,057,763.85元，比上年同期增长45.5%。实现每股收益0.51元，公司拟以资本公积转增股本，每10股转增9股，同时按10股派发现金红利2.50元(含税)。
- 公司业绩的增长主要得益于标准化工厂主业收入的大幅上升。08年公司旗下福建长信、湖北合兴、南京合兴三个“标准化工厂”的营业收入比上年同期增长了63.11%。目前公司已经在包括闽南、湖北、南京、成都、重庆、合肥、青岛等地设有共14家控股子公司，初步形成了全国布点的局面，一方面具备了为不同区域客户提供服务的能力，另一方面为今后标准化工厂的快速扩张打下了良好基础。
- 毛利率同比下降1.68个百分点，基本保持稳定。公司拥有自主开发的ERP生产销售管控系统，实现了对各子公司的精细化管控。因此，在面对08年原材料价格的波动和燃料、人工成本等因素上升的情况下，公司通过对订单结构、售价的及时调整，保证了毛利率的基本稳定。
- 募投项目的进展情况：成都合兴包装印刷有限公司年产4000万 m^2 纸箱新建项目，截至08年底，完成62.29%，在09年2月开始投产；厦门合兴包装印刷股份有限公司年产9000万 m^2 纸箱扩建项目，截至08年底，完成17.81%，但由于经济形势的变化，公司对此项目进行了变更。准备在青岛建设年产5000万 m^2 纸箱项目，剩余资金公司将及时落实新的投资项目。
- 预计公司09、10年的每股收益分别是0.68元、0.80元，考虑公司募投资金完成以后标准化工厂进一步扩张的持续性还有待观察，以及进一步扩张可能带来的管理风险，我们认为公司的股价基本反映了公司的价值，下调公司的投资评级到增持-B。

评级：
增持-B

上次评级： 增持-A

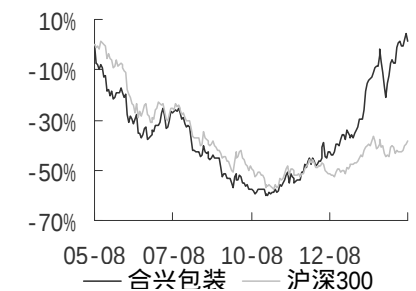
目标价格： **18.40 元**

期限： 12 个月 上次预测： 9.72 元

现价： 17.21 元

报告日期： **2009-03-20**
市场数据

总市值(百万元)	1,721.00
流通市值(百万元)	430.25
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12 个月最高/最低	6.70/20.20 元
十大流通股股东(%)	19.05%
股东户数	8,016

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.95	55.66	41.70
绝对收益	5.58	71.76	1.24

研究员
郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	463.8	637.5	867.0	#####	1,258.8
Growth(%)	82.6%	37.5%	36.0%	22.0%	19.0%
净利润	39.2	57.4	68.7	80.4	112.6
Growth(%)	72.9%	45.5%	33.8%	17.0%	40.0%
毛利率(%)	19.2%	18.8%	18.9%	17.6%	18.7%
净利润率(%)	7.6%	8.0%	7.9%	7.6%	8.9%
每股收益(元)	0.35	0.51	0.68	0.80	1.12
每股净资产(元)	1.42	3.96	4.64	5.45	6.57
市盈率	49.0	33.7	25.2	21.5	15.4
市净率	12.1	4.4	3.7	3.2	2.6
净资产收益率(%)	27.6%	14.5%	14.8%	14.8%	17.1%
ROIC(%)	24.4%	26.7%	17.4%	14.6%	17.7%
EV/EBITDA	23.0	21.2	20.0	16.6	12.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果
合兴包装：主营业务仍稳步增长

2008-10-21

合兴包装：标准化工厂是公司业绩快速增长的保证

2008-08-25

合兴包装：标准化工厂是外延式扩张的手段

2008-08-04

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-3-19**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	463.8	637.5	867.0	#####	1,258.8	成长性					
减: 营业成本	374.9	517.5	703.2	871.6	1,023.4	营业收入增长率	82.6%	37.5%	36.0%	22.0%	19.0%
营业税费	0.3	0.6	0.7	0.8	1.0	营业利润增长率	80.9%	41.1%	26.9%	19.9%	40.5%
销售费用	16.8	26.0	32.9	43.4	47.8	净利润增长率	72.9%	45.5%	33.8%	17.0%	40.0%
管理费用	22.2	28.8	41.6	50.8	60.4	EBITDA 增长率	78.5%	32.5%	11.1%	20.3%	35.6%
财务费用	7.6	6.6	0.0	-0.5	-1.5	EBIT 增长率	76.5%	32.7%	14.1%	19.2%	39.6%
资产减值损失	0.9	-0.0	14.9	3.3	3.4	NOPLAT 增长率	89.7%	36.8%	8.2%	16.4%	39.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	24.8%	66.1%	39.1%	14.2%	18.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.3%	177.8%	17.4%	17.3%	20.7%
营业利润	41.2	58.1	73.7	88.4	124.1	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	3.1	1.0	1.0	1.0	毛利率	19.2%	18.8%	18.9%	17.6%	18.7%
利润总额	41.2	61.2	74.7	89.4	125.1	营业利润率	8.9%	9.1%	8.5%	8.4%	9.9%
减: 所得税	2.0	3.8	6.0	8.9	12.5	净利率	7.6%	8.0%	7.9%	7.6%	8.9%
净利润	39.2	57.4	68.7	80.4	112.6	EBITDA/营业收入	13.2%	12.8%	10.4%	10.3%	11.7%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	10.5%	10.1%	8.5%	8.3%	9.7%
货币资金	61.2	189.6	124.2	134.6	191.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	102	81	66	62	59
应收帐款	122.1	162.8	203.9	248.8	296.0	流动营业资本周转天数	56	83	107	113	114
应收票据	0.4	0.4	0.7	0.9	1.0	流动资产周转天数	178	211	209	188	190
预付帐款	6.9	56.3	59.9	64.2	69.3	应收帐款周转天数	80	79	76	79	80
存货	55.8	91.4	115.6	143.3	168.2	存货周转天数	39	42	43	44	45
其他流动资产	0.0	0.6	2.9	4.8	6.8	总资产周转天数	289	307	298	275	272
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	166	179	196	200	196
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	27.6%	14.5%	14.8%	14.8%	17.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.0%	8.3%	9.2%	9.2%	10.9%
固定资产	136.1	150.3	169.3	196.3	216.7	ROIC	24.4%	26.7%	17.4%	14.6%	17.7%
在建工程	0.3	2.8	18.5	26.1	27.6	费用率					
无形资产	9.7	36.7	36.8	36.9	37.0	销售费用率	3.6%	4.1%	3.8%	4.1%	3.8%
其他非流动资产	1.2	1.7	13.2	16.3	18.2	管理费用率	4.8%	4.5%	4.8%	4.8%	4.8%
资产总额	393.7	692.4	744.9	872.2	1,032.3	财务费用率	1.6%	1.0%	0.0%	0.0%	-0.1%
短期债务	47.2	119.8	69.7	67.4	70.0	三费/营业收入	10.0%	9.6%	8.6%	8.9%	8.5%
应付帐款	62.3	77.0	85.0	105.3	123.6	偿债能力					
应付票据	62.3	76.6	100.2	124.2	145.8	资产负债率	63.8%	42.9%	37.7%	37.5%	36.3%
其他流动负债	33.7	23.3	25.7	30.5	35.5	负债权益比	176.4%	75.0%	60.4%	60.1%	57.0%
长期借款	45.7	-	-	-	-	流动比率	1.20	1.69	1.81	1.82	1.95
其他非流动负债	-	0.1	-	-	-	速动比率	0.93	1.38	1.40	1.38	1.51
负债总额	251.3	296.8	280.6	327.4	375.0	利息保障倍数	6.45	9.86	#####	-193.89	-84.33
少数股东权益	25.5	2.5	2.9	3.4	4.1	分红指标					
股本	75.0	100.0	100.0	100.0	100.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	41.9	293.1	361.4	441.3	553.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	142.4	395.6	464.3	544.8	657.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	39.2	57.4	68.7	80.4	112.6	EPS(元)	0.35	0.51	0.68	0.80	1.12
加: 折旧和摊销	13.0	17.6	16.7	20.9	24.9	BVPS(元)	1.42	3.96	4.64	5.45	6.57
资产减值准备	0.9	-0.0	14.9	3.3	3.4	PE(X)	49.0	33.7	25.2	21.5	15.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.1	4.4	3.7	3.2	2.6
财务费用	4.8	7.6	9.4	0.0	-0.5	P/FCF	-	-19.7	-12.3	#####	#####
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	3.7	2.7	2.0	1.6	1.4
少数股东损益	4.2	6.3	0.4	0.5	0.7	EV/EBITDA	23.0	21.2	20.0	16.6	12.3
营运资金的变动	-35.8	-77.4	-48.6	-33.1	-38.0	CAGR(%)	27.0%	25.2%	24.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	23.0	16.6	52.2	71.6	102.2	PEG	1.8	1.3	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-19.1	-129.3	-60.1	-55.1	-45.1	ROIC/WACC	2.4	2.6	1.7	1.4	1.7
融资活动产生现金流量	-5.7	237.4	-53.4	-1.9	4.0	REP	2.5	1.7	1.9	2.0	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，在读经济学博士，具有基金、投资咨询的工作背景，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤

021-68763879

李国瑞

021-68763872

马正南

010-66581668

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

王远洋

0755-82558087

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034