

2011-01-23
造纸印刷轻工

合兴包装 002228.SZ

自建南京产能，区域竞争力将进一步提升

◇ 事件：公司发布公告，在南京自建产能

◆自建南京合兴包装一体化项目，推进“集团化、大客户”战略

公司发布公告，拟投资 2 亿元，用时 1.5 年，在南京自建包装一体化项目。南京合兴于 06 年成立，产能为 4000 万平米。08-09 年南京合兴的销售收入分别为 9438 万元和 1.1 亿元，分别增长 45%和 17%，而同期的净利润则达到 565 万元和 845 万元，同比增速为 160%和 50%，07-09 年南京合兴的销售净利率分别为 3.3%、6.0%和 7.7%。

为规避经营性风险，南京合兴自设立以来一直采用租赁生产线的方式运作，而随着业务的迅速成长，经营性风险已大幅下降，现有租赁的厂房从生产作业条件和产能方面已跟不上未来发展的步伐，这是公司做出自建产能决策的根本原因。

通过比较公司在天津、海宁以及本次在南京项目的投资额和达产后预计产生收入的规模，（海宁项目投资 1.53 亿元，产能 1 亿平米，预计产生年收入 2.45 亿元；天津项目投资 1.90 亿元，产能 1 亿平米，预计产生收入 2.85 亿元；南京项目投资 2 亿元，预计产生收入 3 亿元）我们判断南京自建产能的规模将达到 1 亿平米，未来新产能的投产将有助于公司推进“集团化、大客户”战略，进一步强化在江浙沪地区的竞争力。

◆我们看好瓦楞纸箱包装行业未来的成长性

根据 Pira International 发布的统计数据，09 年加拿大、日本、美国和法国人均用于纸箱包装的费用为 216 美元、185 美元、161 美元和 118 美元，而国内的人均消费水平为 22 美元，较发达国家的差距明显，此外纸箱包装具备“类消费”属性，其成长的确性较高。09 年国内箱板纸和瓦楞原纸的消费量分别增长 12.7%和 13.3%，如果考虑纸箱包装价格增长的因素，我们预计行业未来的增速仍接近 20%。

◆海宁和天津的募投项目将为未来的增长提供充足的动力

通过在海宁和天津建设生产基地，公司基本完成了产能全国性的布局，纸箱包装 300 公里的经济运输半径将不会对公司争夺国内市场造成任何影响。

此外，通过我们的测算，海宁和天津募投的 2 亿平米产能将使公司在 2013 年之前不会出现产能瓶颈，募投项目为公司后续增长提供了充足的动力。

◆预计未来三年利润复合增速将达到 44%，维持“买入”评级

我们暂不调整公司的盈利预测，维持其 2011-2013 年 44%的复合净利润增速，考虑当前市场环境不好，给予公司 2011 年 33 倍 PE，目标价 18.15 元，此目标价对应 2012 年 EPS 的 PE 为 22 倍，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	638	886	1,406	2,029	2,909
营业收入增长率	37.46%	38.96%	58.70%	44.33%	43.34%
净利润（百万元）	51	67	71	118	183
净利润增长率	45.50%	31.60%	5.14%	67.66%	54.17%
EPS（元）	0.24	0.31	0.33	0.55	0.84
ROE（摊薄）	12.99%	15.43%	8.74%	13.08%	17.37%
P/E	60	45	43	26	17
P/B	8	7	4	3	3
EV/EBITDA	18	30	24	17	12

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	13.99 元
目标价格	18.15 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

证书编号：S0930511010001

联系人：

姜浩

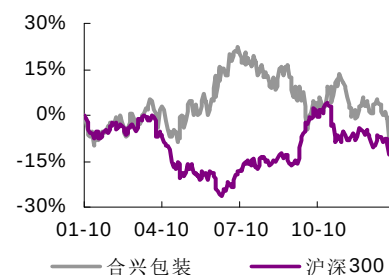
021-22169125

jianghao@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	217
总市值(百万元)	3,038
流通比例(%)	21.87%
12 个月最高/最低(元)	19.15/13.59
近 3 月日均成交量(百万股)	1.80
主要股东	厦门汇信投资管理有限公司

股价表现(12 个月)



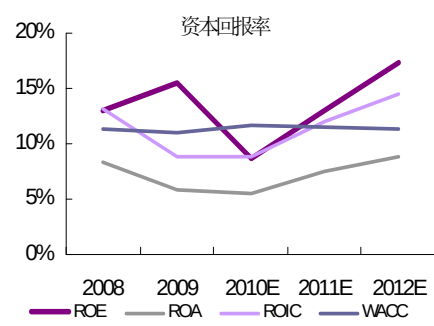
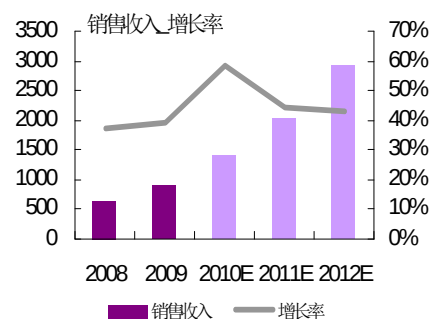
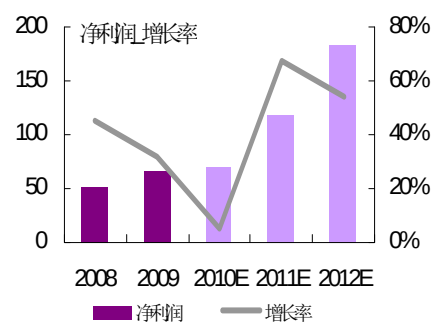
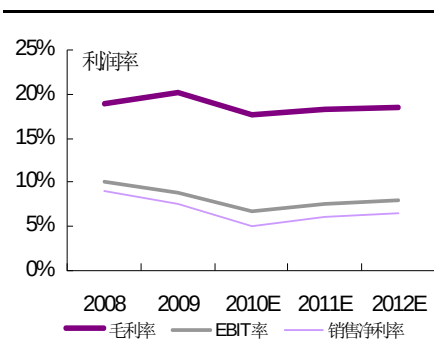
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.73	-1.39	3.94
绝对收益	-12.94	-13.08	-7.43

相关报告：

2010 过小年，2011 过大年

..... 2010-12-06

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	638	886	1,406	2,029	2,909
营业成本	518	707	1,157	1,660	2,373
折旧和摊销	18	25	37	39	41
营业税费	1	1	2	2	3
销售费用	26	46	71	103	145
管理费用	29	49	73	103	145
财务费用	7	9	17	16	19
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	58	68	77	137	215
利润总额	61	72	83	144	220
少数股东损益	6	0	2	5	7
归属母公司净利润	51.06	67.19	70.65	118.45	182.61

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	692	1,135	1,320	1,655	2,158
流动资产	501	720	896	1,241	1,754
货币资金	190	238	253	365	524
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	156	246	347	503	723
应收票据	0	2	2	3	4
其他应收款	7	7	11	16	23
存货	91	183	216	262	353
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	150	296	313	310	304
无形资产	37	77	73	69	66
总负债	297	687	497	731	1,080
无息负债	159	241	396	557	775
有息负债	138	446	101	173	305
股东权益	396	448	823	924	1,077
股本	100	190	217	217	217
公积金	213	123	428	439	458
未分配利润	81	122	164	249	376
少数股东权益	2	12	14	19	26

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	17	-24	124	107	113
净利润	51	67	71	118	183
折旧摊销	18	25	37	39	41
净营运资金增加	131	134	99	183	295
其他	-183	-250	-82	-233	-406
投资活动产生现金流	-129	-205	-50	-30	-30
净资本支出	107	190	50	30	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-236	-395	-100	-60	-60
融资活动现金流	237	258	-59	35	75
股本变化	25	90	27	0	0
债务净变化	19	308	-345	72	132
无息负债变化	27	82	155	161	218
净现金流	125	28	15	112	158

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	37.46%	38.96%	58.70%	44.33%	43.34%
净利润增长率	45.50%	31.60%	5.14%	67.66%	54.17%
EBITDA 增长率	33.30%	24.10%	27.40%	47.91%	42.83%
EBIT 增长率	32.71%	19.63%	20.55%	64.39%	52.60%
估值指标					
PE	60	45	43	26	17
PB	8	7	4	3	3
EV/EBITDA	18	30	24	17	12
EV/EBIT	23	39	34	21	15
EV/NOPLAT	24	43	39	25	17
EV/Sales	2	3	2	2	1
EV/IC	3	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	18.82%	20.17%	17.68%	18.18%	18.43%
EBITDA 率	12.90%	11.52%	9.25%	9.48%	9.44%
EBIT 率	10.14%	8.73%	6.63%	7.55%	8.04%
税前净利润率	9.60%	8.16%	5.90%	7.07%	7.58%
税后净利润率 (归属母公司)	8.01%	7.58%	5.02%	5.84%	6.28%
ROA	8.29%	5.91%	5.47%	7.46%	8.79%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.99%	15.43%	8.74%	13.08%	17.37%
经营性 ROIC	13.21%	8.80%	8.78%	12.01%	14.55%
偿债能力					
流动比率	1.69	1.08	1.88	1.75	1.65
速动比率	138.06%	80.52%	142.47%	137.74%	132.09%
归属母公司权益/有息债务	2.85	0.98	8.00	5.22	3.44
有形资产/有息债务	4.74	2.36	12.33	9.14	6.85
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.24	0.31	0.33	0.55	0.84
每股红利	0.25	0.10	0.10	0.17	0.26
每股经营现金流	0.08	-0.11	0.57	0.49	0.52
每股自由现金流(FCFF)	-0.73	-1.02	-0.10	-0.16	-0.35
每股净资产	1.81	2.00	3.72	4.17	4.84
每股销售收入	2.94	4.08	6.47	9.34	13.39

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。