

增 持 维持

合兴包装 (002228)

2011 年 8 月 5 日

行业景气回升中，跑马圈地正当时

造纸轻工行业分析师：徐琳
SAC 执业证书编号：S0850511040008
Xl6048@htsec.com
021-23219767

8 月 4 日收盘价 7.41 元，6 个月目标价 9 元

联系人：马浩博
mh6614@htsec.com
021-23219822

合兴包装财报概述

公司主营业务继续保持稳定高速增长。2011 上半年，公司实现主营业务收入 92350.4 万元，比上年同期增长 41.01%，实现利润总额 4177.9 万元，同比增长 18.69%，归属母公司净利润 3088.7 万元，同比增长 4.58%。按最新股本稀释后每股收益 0.09 元。

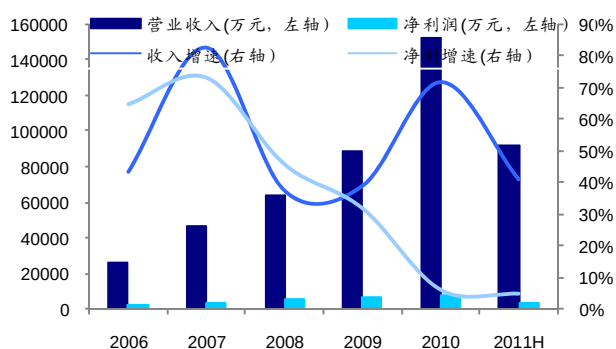
公司实现了西南地区的快速布局，在环渤海和长三角地区优势继续加强。股价催化剂来自于市场占有率提升和新产能拉动业绩加速提升。依托于下游景气，我们预计合兴包装新增产能在 2011-2012 达产良好，将推动利润实现 36% 的复合增长，公司 11 年、12 年、13 年净利润分别为 9431.3 万元、12650.9 万元、17303.4 万元。2011-2013 年稀释后 EPS 为 0.27、0.36、0.50 元。我们认为公司具有长期投资价值，维持“增持”评级，目标价 9 元。目标价对应 2011/12 年 PE 为 33.8X/24.7X。

点评：

1. 主营业务持续保持稳定增长

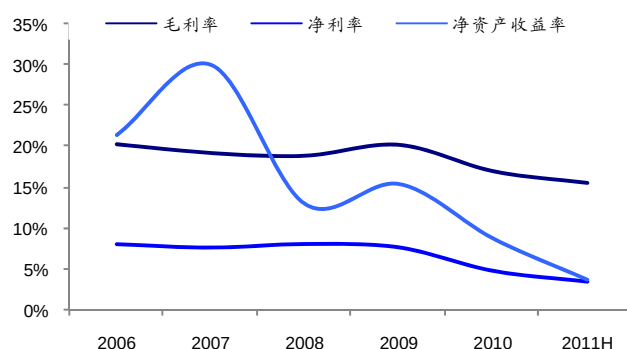
2011 上半年，公司实现主营业务收入 92350.4 万元，比上年同期增长 41.01%，实现利润总额 4177.9 万元，同比增长 18.69%，归属母公司净利润 3088.7 万元，同比增长 4.58%。按最新股本稀释后每股收益 0.09 元。公司主营业务继续保持稳定高速增长。

图 1 近五年主营业务收入（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 近五年盈利水平



资料来源：公司公告，海通证券研究所

当期毛利率有所下降，主要是由于前期箱板纸和瓦楞纸价格持续提升，增加了公司的原材料成本压力，而公司产品提价有三个月左右的滞后，另外新投产的生产线较多，相应增加了折旧和人工费用，提升了单位成本，从而影响了当期盈利水平。

表 1 IH11 年半年报利润表分析 (万元)

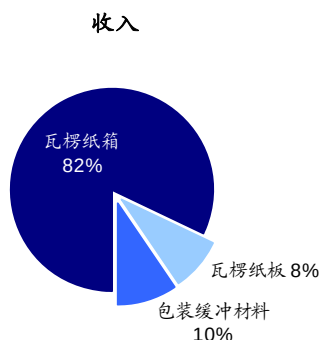
	1H2010	1H2011	YOY	分析
营业收入	65492.31	92350.43	41.01%	在建产能投放使得 1H2011 年度销售收入快速增长
营业成本	53,529.40	78,092.53	45.89%	销量增加的同时原材料涨价, 经营成本上涨
毛利率	18.27%	15.44%		
营业税金及附加	58.88	294.61	400.37%	营业收入大幅提高导致税金增加
营业税金/收入	0.09%	0.32%		
销售费用	3,499.23	4,336.34	23.92%	新设公司营销费用增加及销售收入增加相应增加费用
销售费用/收入	5.34%	4.70%		
管理费用	3,552.51	4,347.75	22.39%	新设公司营销费用增加及销售收入增加相应增加费用
管理费用/收入	5.42%	4.71%		
财务费用	992.61	1,250.94	26.03%	随收入增长, 需要的流动资金持续增加, 增加银行融资额及利率提高
财务费用/收入	1.52%	1.35%		
期间费用率	12.28%	0.00%		
资产减值损失	603.82	328.82		
投资收益	0.00	0.00		
营业利润	3,255.87	3,699.45	13.62%	
营业外收支	264.30	478.50	81.04%	
利润总额	3,520.17	4,177.95	18.69%	
税前利润率	5.37%	4.52%		
所得税	519.46	951.78		
实际税率	14.76%	22.78%		部分公司企业所得税税率报告期内同比有所提升
净利润	3,000.70	3,226.17	7.51%	
归属于母公司的净利润	2,953.41	3,088.77	4.58%	
净利润率	4.51%	3.34%		
基本每股收益 (元)	0.14	0.09		
稀释每股收益 (元)	0.08	0.09		

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

2. 瓦楞纸箱业务增速良好

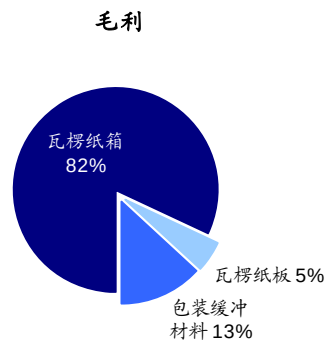
从产品构成上看, 2011 上半年公司业务构成中, 瓦楞纸箱收入占比 82%, 毛利占比 82%, 处于绝对的主导地位。

图 3 1H2011 收入构成



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

图 4 1H2011 年毛利构成



资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

细分品种来看, 随着标准化新厂的产能投放, 瓦楞纸箱业务收入大幅度增长, 增速达 45.14%, 但由于高价原材料的压力, 毛利率较上年下降 3.24 个百分点。另外缓冲包装材料, 收入同比增速达 49.28%, 且毛利率略有升高为 20.24%。另一主营业务纸板毛利率下滑较为严重, 下降 5.25% 为 8.46%, 营业收入与去年同期基本持平。

表 2 分业务销售情况分析

分业务	营业收入（万）			营业成本（万）			毛利率		
	1H2010	1H2011	增幅	1H2010	1H2011	增幅	1H2010	1H2011	+/-
瓦楞纸箱	51,413.53	74,623.17	45.14%	42,238.89	63,724.57	50.87%	17.84%	14.60%	-3.24%
瓦楞纸板	7,526.03	7,672.53	1.95%	6,494.55	7,023.55	8.15%	13.71%	8.46%	-5.25%
包装缓冲材料	5,780.52	8,629.09	49.28%	4,671.77	6,882.40	47.32%	19.18%	20.24%	1.06%
合计	64,720.08	90,924.79	40.49%	53,405.20	77,630.52	45.36%	17.48%	14.62%	-2.86%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司实现了西南地区的快速布局，进一步完善了全国布点格局。公司目前已在包括闽南、湖北、南京、成都、重庆、合肥、青岛、广东、天津等地设有 20 多家控股子公司，且除募集资金外，福建长信自筹资金建设二期扩建项目，该项目初步计划投资 1860 万元，用于厂房建设。根据公司近几次总经理办公会议决议，计划设立昆山世凯威、天津维斯顿公司、武汉合信、湖北合一和湖北华艺等新公司。新建公司将成为公司新的业绩增长点。

表 3 公司现有产能分布

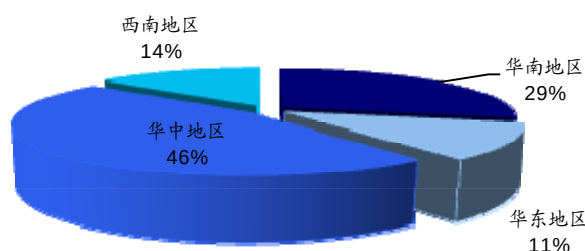
	产能（万平方米）	（计划）投产日期
现有产能		
厦门本部	4000	-
福建长信	8000	2006.02
南京合兴	4000	2006.10
湖北合兴	4000	2006.11
重庆合信	4000	2008
成都合兴	4000	2009.02
武汉华艺	4000	2008.10
青岛合兴	5000	2009.06
佛山子公司	5000	2009.09
郑州子公司	5000	2009.10
湖北合兴	10000	2010.01
厦门本部扩产	9000	2010.06
合肥合信	8000	2010.12
天津世凯威	10000	2011.02
小计	84000	
在建项目		
海宁合兴	10000	2011.12
佛山长信	未披露	

资料来源：公司公告，海通证券研究所

为了进一步提高客户服务能力，促进业务发展，公司收购爱尔德斯塑胶剩余 30% 股权，爱尔德斯塑胶主要从事珍珠棉（EPE）防震包装材料的生产、加工。原股东构成为：公司占爱尔德斯 70% 的股权、爱尔德斯企业公司占爱尔德斯 30% 的股权。此外，总经理办公会议决议，收购主营纸制品塑料制品的武汉鸿琿 49% 股权，目前该工商手续正在办理中。

分区域来看，1H2011 华中地区占比最大。公司各地区业务均呈现大幅上升趋势，华中地区是 2010 年增长最快的地区，同比增速为 87.61%。

图 5 1H2011 产品销售区域分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 分季度经营状况分析

2011上半年，公司实现主营业务收入52015.3万元，同比增长43.06%，环比增长28.96%，实现利润总额2570.7万元，同比增长17.5%环比增长59.9%，归属母公司净利润1866万元，同比增长4.4%环比增长52.6%。按最新股本稀释后每股收益0.05元。且毛利率较上季度提升0.95个百分点，销售费用率和管理费用率均显著降低。

表 4 分季度经营状况分析（万元）

	1Q2009	2Q2009	1Q2010	2Q2010	1Q2011	2Q2011
营业收入	14,772.22	20,629.62	29,132.03	36,360.28	40,335.11	52,015.32
同比	10.31%	23.82%	97.21%	76.25%	38.46%	43.06%
环比	-7.47%	39.65%	5.62%	24.81%	-13.51%	28.96%
营业成本	11,978.27	16,534.43	23,740.33	29,789.07	34,324.10	43,768.43
毛利率	18.91%	19.85%	18.51%	18.07%	14.90%	15.85%
销售费用	770.34	1,056.81	1,696.66	1,802.57	2,024.45	2,311.90
%营业收入	5.21%	5.12%	5.82%	4.96%	5.02%	4.44%
管理费用	953.62	1,092.46	1,779.49	1,773.02	2,112.71	2,235.04
%营业收入	6.46%	5.30%	6.11%	4.88%	5.24%	4.30%
EBITDA	1,055.41	3,022.47	1,897.17	4,975.19	1,757.84	3,521.37
同比	-41.92%	21.71%	79.76%	64.61%	-7.34%	-29.22%
环比	-62.00%	186.38%	-61.82%	162.24%	-75.41%	100.32%
财务费用	96.91	184.05	463.17	529.44	526.68	724.26
%营业收入	0.66%	0.89%	1.59%	1.46%	1.31%	1.39%
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,018.01	1,541.75	1,217.03	2,038.83	1,391.37	2,308.08
同比	-15.29%	-14.76%	19.55%	32.24%	14.33%	13.21%
环比	-23.24%	51.45%	-39.08%	67.53%	-46.89%	65.88%
利润总额	1,089.91	1,709.60	1,332.65	2,187.51	1,607.21	2,570.74
同比	-10.35%	-5.26%	22.27%	27.95%	20.60%	17.52%
环比	-20.32%	56.86%	-34.94%	64.15%	-41.85%	59.95%
所得税费用	55.52	64.47	159.29	360.17	345.68	606.10
%实际税率	5.09%	3.77%	11.95%	16.46%	21.51%	23.58%
归属母公司净利	1,019.45	1,645.12	1,166.74	1,786.67	1,222.77	1,866.00
同比	11.02%	24.27%	14.45%	8.60%	4.80%	4.44%
环比	-27.67%	61.37%	-40.39%	53.13%	-43.73%	52.60%
单季 EPS（元）	0.03	0.05	0.03	0.05	0.04	0.05

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

公司实现了西南地区的快速布局，在环渤海和长三角地区优势继续加强。2007-2010 年产能复合增速达到 57%，2010 年的增长点来自公司之前投资的子公司（如湖北、青岛、郑州、重庆等地区）盈利的恢复和扩张，而 2011 年增长点来自公司在建合肥子公司、和天津、厦门扩建项目，而 2012 年公司新增海宁项目将开始达产并贡献盈利，拉升产能 41% 达到 9.4 亿平方。

股价催化剂来自于市场占有率提升和新产能拉动业绩加速提升。2010 年原材料飞速上涨，推动行业整合，存量市场重新分配。我们预计在 2011 年下半年将受益于下游需求拉动，新生产线运营逐步成熟，尤其是西南地区的产能投放可能推动公司业绩加速提升。

依托于下游景气，我们预计合兴包装新增产能在 2011-2012 达产良好，将推动利润实现 36% 的复合增长，公司 11 年、12 年、13 年净利润分别为 9431.3 万元、12650.9 万元、17303.4 万元。2011-2013 年稀释后 EPS 为 0.27/0.36/0.50 元。我们认为公司具有长期投资价值，维持“增持”评级，目标价 9 元。目标价对应 2011/12 年 PE 为 33.8X/24.7X。

表 5 盈利预测 (万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (万元)	63752.19	88592.93	152098.42	204955.42	276719.62	372404.29
增长	37.46%	38.96%	71.68%	34.75%	35.01%	34.58%
营业成本 (万元)	51752.96	70722.36	126398.47	173199.43	231563.96	312641.66
营业税金及附加 (万元)	56.87	81.38	230.90	329.89	605.88	688.48
营业费用 (万元)	2601.47	4566.79	7248.88	9565.48	13455.78	17745.84
管理费用 (万元)	2879.32	4915.04	7590.01	10285.01	14349.06	18860.76
财务费用 (万元)	56.87	81.38	230.90	329.89	605.88	688.48
资产减值损失 (万元)	3.33	573.40	1167.94	507.07	1422.10	1142.62
投资收益 (万元)	3.33	573.40	1167.94	507.07	1422.10	1142.62
营业利润 (万元)	5809.48	6808.49	7745.04	10525.95	14386.08	19964.36
加：营业外收入支 (万元)	311.69	419.95	781.78	781.78	781.78	781.78
利润总额 (万元)	5809.48	6808.49	7745.04	10525.95	14386.08	19964.36
减：所得税费用 (万元)	383.76	519.15	1262.46	1674.19	2245.71	3071.61
减：少数股东损益 (万元)	655.42	937.54	1717.18	542.59	936.75	1360.58
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	5105.78	6719.10	7111.86	9431.29	12650.87	17303.47
基本每股收益 (元)	0.51	0.35	0.33	0.27	0.36	0.50
完全摊薄每股收益 (元)	0.15	0.19	0.20	0.27	0.36	0.50
销售净利率	8.01%	7.58%	4.68%	4.60%	4.57%	4.65%
净利润增长率	0.00%	31.60%	5.85%	32.61%	34.14%	36.78%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 风险提示

(1) 原材料价格继续大幅上涨；(2) 公司在纸箱产业发达区域市场开拓风险。

相关报告：

合兴包装年报点评：看好公司的高成长性 20110426

信息披露

分析师声明

徐琳：造纸轻工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：晨鸣纸业、博汇纸业、太阳纸业、景兴纸业、东港股份、美盈森、合兴包装、宜华木业、宁基股份、星辉车模

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。