

## 收入增长快于盈利，毛利率拐点隐现

## 事件：

合兴包装前三季度实现营业收入 14.3 亿元，同比增长 35.32%，实现净利润 5143 万元，同比增长 4.13%，对应 EPS0.15 元。

## 研究结论

- 业绩略低于预期，提价和产能利用水平提高引致毛利率拐点隐现，公司 1~3 季度实现业绩 0.15 元，略低于我们前期 0.17 元的盈利预期。报告期内，公司收入增长快于盈利，呈现出增收不增利的特征，但让人欣慰的是，公司毛利率拐点隐现，1 季度毛利率仅为 15%，创下上市以来最低水平，但随着公司产能利用水平的提升以及前期提价的滞后效应，公司毛利率渐渐改善，三季度单季实现毛利率 17.9%，已经开始接近 2007 年水平，我们认为随着公司新厂达产水平进一步提升，毛利率未来仍将持续改善。
- 预计四季度或明年初海宁项目将投产，届时产能达到 9.4 亿平米。三季报中在建工程仍有 2700 万左右，我们预计公司的海宁项目将于四季度左右投产，届时公司总体产能将达到 9.4 亿平米左右，随着产能利用率提高，公司未来销售收入还将保持快速增长的势头，而盈利也将随后跟上，但公司经营现金流仍为负，不过一般而言，公司经营现金流在四季度将转正。
- 公司预计全年 0~30% 增长，对应 EPS 为 0.20~0.26 元。公司三季报中对全年业绩做出展望，预计全年增长在 0~30% 之间，我们认为公司后期随着海宁和天津项目投产达产，将增加公司产能 2 亿平米，这两个项目是公司 2012 年的重要增长点，我们判断公司收入仍将上行。
- 我们看好公司 2012 年增长，上调今年明年两年 EPS 预测至 0.22，0.30 元。我们认为公司收入增长较快背景下盈利滞后，主要原因除了箱板纸价格持续上行，成本吞噬了部分利润外，另一方面在于公司产能在大量投产当口，产能利用水平不高，但从三季度报表看，公司毛利率水平环比提升是一个关键信号，或表明公司已经开始度过了产能利用率的低点，未来如果有箱板纸价格的下滑，毛利率水平将快速反弹，这构成公司的买入时机。基于此，我们上调公司 2011，2012 年盈利预测为 0.22，0.30 元，（原预测为 0.21，0.27 元），维持公司增持评级。
- 风险因素：产能释放过程中，订单增长不达预期。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 证券分析师

郑 恺

8621-63325888 x 6079

zhengkai@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209070189

## 联系人

陶林杰

8621-63325888 x 8502

taolinjie@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011 年 10 月 25 日) 7.56 元

目标价格 10.81 元

总股本/A 股(万股) 34750/ 34750

A 股市值(亿元) 26

国家/地区 中国

行业 轻工

报告发布日期 2011 年 10 月 26 日

## 股价表现



## 财务预测

(百万元)

|           | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,521 | 2,016 | 2,192 | 3,530 |
| 同比%       | 71.7% | 32.5% | 8.8%  | 61.0% |
| 归属母公司净利润  | 71    | 77    | 105   | 168   |
| 同比%       | 5.8%  | 8.1%  | 36.8% | 59.6% |
| 毛利率%      | 16.9% | 16.1% | 16.7% | 17.6% |
| ROE%      | 8.6%  | 7.7%  | 10.1% | 15.0% |
| EPS(元)    | 0.35  | 0.22  | 0.30  | 0.48  |
| PE(倍)     | 21.7  | 34.3  | 25.0  | 15.7  |

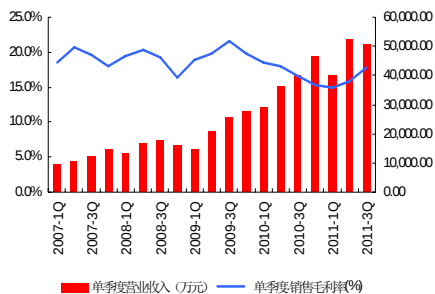
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

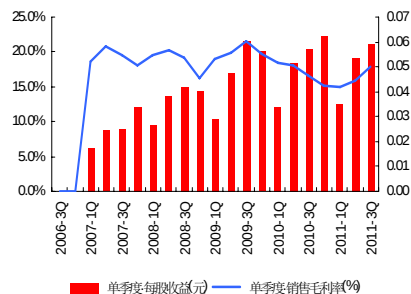
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：收入下行，毛利率拐点隐现

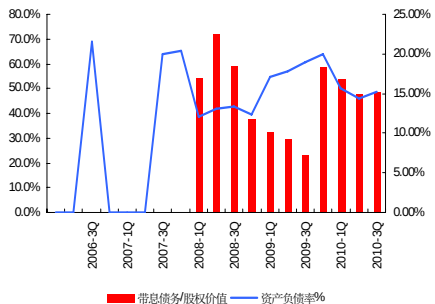


环比业绩改善

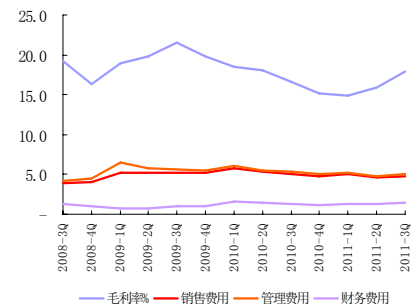


资料来源：东方证券研究所

图 2：负债率水平平稳



费用率维持稳定



资料来源：东方证券研究所

**表 1：三表分析**

| 资产负债表            |              |              |              |              | 利润表           |       |       |       |        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------|-------|-------|--------|
| 会计年度             | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度          | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E  |
| <b>流动资产</b>      | <b>1,071</b> | <b>1,393</b> | <b>1,440</b> | <b>2,039</b> | 营业收入          | 1,521 | 2,016 | 2,192 | 3,530  |
| 现金               | 323          | 403          | 368          | 329          | 营业成本          | 1,264 | 1,692 | 1,827 | 2,909  |
| 应收账款             | 391          | 519          | 564          | 908          | 营业税金及附加       | 2     | 3     | 3     | 5      |
| 其他应收款            | 26           | 35           | 38           | 61           | 营业费用          | 72    | 97    | 107   | 173    |
| 预付账款             | 38           | 51           | 55           | 88           | 管理费用          | 76    | 99    | 107   | 173    |
| 存货               | 277          | 371          | 400          | 637          | 财务费用          | 17    | 30    | 29    | 41     |
| 其他               | 15           | 15           | 15           | 15           | 资产减值损失        | 12    | 16    | 5     | 42     |
| <b>非流动资产</b>     | <b>555</b>   | <b>594</b>   | <b>609</b>   | <b>558</b>   | 公允价值变动收益      | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 固定资产             | 459          | 500          | 517          | 468          | 投资净收益         | 0     | 0     | 0     | 0      |
| 无形资产             | 85           | 83           | 81           | 80           | 营业利润          | 77    | 78    | 113   | 188    |
| 其他               | 11           | 11           | 11           | 11           | 营业外收入         | 9     | 14    | 14    | 14     |
| <b>资产总计</b>      | <b>1,626</b> | <b>1,987</b> | <b>2,050</b> | <b>2,598</b> | 营业外支出         | 1     | 0     | 0     | 0      |
| <b>流动负债</b>      | <b>728</b>   | <b>903</b>   | <b>910</b>   | <b>1,326</b> | 利润总额          | 85    | 92    | 126   | 202    |
| 短期借款             | 359          | 423          | 395          | 530          | 所得税           | 13    | 14    | 19    | 30     |
| 应付账款             | 182          | 244          | 263          | 419          | 净利润           | 73    | 79    | 107   | 172    |
| 其他               | 187          | 236          | 252          | 377          | 少数股东损益        | 2     | 2     | 2     | 4      |
| <b>非流动负债</b>     | <b>67</b>    | <b>88</b>    | <b>97</b>    | <b>153</b>   | 归属于母公司净利润     | 71    | 77    | 105   | 168    |
| 长期借款             | 60           | 80           | 87           | 140          | EBITDA        | 124   | 188   | 225   | 311    |
| 其他               | 7            | 9            | 10           | 13           | EPS (元)       | 0.35  | 0.22  | 0.30  | 0.48   |
| <b>负债合计</b>      | <b>796</b>   | <b>992</b>   | <b>1,007</b> | <b>1,479</b> | <b>主要财务比率</b> |       |       |       |        |
| 少数股东权益           | 19           | 21           | 23           | 27           | 会计年度          | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E  |
| 股本               | 217          | 348          | 348          | 348          | <b>成长能力</b>   |       |       |       |        |
| 资本公积             | 414          | 414          | 414          | 414          | 营业收入          | 71.7% | 32.5% | 8.8%  | 61.0%  |
| 留存收益             | 180          | 213          | 259          | 331          | 营业利润          | 43.8% | 25.9% | 12.9% | 70.2%  |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>830</b>   | <b>995</b>   | <b>1,043</b> | <b>1,119</b> | 归属于母公司净利润     | 5.8%  | 8.1%  | 36.8% | 59.6%  |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>1,626</b> | <b>1,987</b> | <b>2,050</b> | <b>2,598</b> | <b>获利能力</b>   |       |       |       |        |
| <b>现金流量表</b>     |              |              |              |              | 毛利率           | 16.9% | 16.1% | 16.7% | 17.6%  |
| 会计年度             | 2010A        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 净利率           | 4.8%  | 3.9%  | 4.9%  | 4.9%   |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>-8</b>    | <b>60</b>    | <b>166</b>   | <b>-30</b>   | ROE           | 8.6%  | 7.7%  | 10.1% | 15.0%  |
| 净利润              | 73           | 79           | 107          | 172          | ROIC          | 4.4%  | 5.3%  | 6.5%  | 8.4%   |
| 折旧摊销             | 38           | 65           | 69           | 69           | <b>偿债能力</b>   |       |       |       |        |
| 财务费用             | 20           | 30           | 29           | 41           | 资产负债率         | 48.9% | 49.9% | 49.1% | 56.9%  |
| 投资损失             | 0            | 0            | 0            | 0            | 负债权益比率        | 95.8% | 99.6% | 96.6% | 132.2% |
| 营运资金变动           | -148         | -131         | -47          | -356         | 流动比率          | 1.47  | 1.54  | 1.58  | 1.54   |
| 其他               | 9            | 18           | 8            | 45           | 速动比率          | 1.02  | 1.06  | 1.07  | 0.98   |
|                  |              |              |              |              | <b>营运能力</b>   |       |       |       |        |

|         |        |      |      |      |           |       |      |      |       |
|---------|--------|------|------|------|-----------|-------|------|------|-------|
| 投资活动现金流 | -184   | -120 | -90  | -60  | 总资产周转率    | 1.10  | 1.12 | 1.09 | 1.52  |
| 资本支出    | -193   | -120 | -90  | -60  | 应收账款周转率   | 4.56  | 4.15 | 3.79 | 4.49  |
| 长期投资    | 1,185  | 0    | 0    | 0    | 应付账款周转率   | 4.53  | 4.45 | 4.04 | 4.78  |
| 其他      | -1,176 | 0    | 0    | 0    | 每股指标 (元)  |       |      |      |       |
| 筹资活动现金流 | 265    | 140  | -111 | 52   | 每股收益      | 0.35  | 0.22 | 0.30 | 0.48  |
| 借款增减    | 60     | 84   | -22  | 188  | 每股经营现金流   | -0.03 | 0.17 | 0.48 | -0.09 |
| 普通股增加   | 27     | 130  | 0    | 0    | 每股净资产     | 3.82  | 2.86 | 3.00 | 3.22  |
| 资本公积增加  | 297    | 0    | 0    | 0    | 估值比率      |       |      |      |       |
| 其他      | -118   | -74  | -89  | -136 | P/E       | 21.7  | 34.3 | 25.0 | 15.7  |
| 现金增加额   | 74     | 80   | -35  | -38  | P/B       | 2.0   | 2.6  | 2.5  | 2.4   |
|         |        |      |      |      | EV/EBITDA | 25.1  | 17.2 | 14.6 | 12.2  |

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；  
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；  
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；  
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；  
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn