

成长阶段定买点

报告摘要:

成长阶段定买点。报告首次提出,从企业发展阶段的角度把握投资机会。我们认为合兴包装的成长历程可以分为三个阶段,第一阶段为全国性布局扩张阶段,表现为企业规模的壮大、生产基地的增长和收入的大幅增长,同时因费用较高和产能投放初期订单结构欠优化等因素,利润增长显著落后于收入的增长;第二阶段为构建核心竞争力和区域深耕阶段,表现为利润表的扩张和经营性现金流的优化;第三阶段为现金回报阶段。我们认为公司当前正步入第二阶段,在此阶段利润表的扩张将给二级市场不断带来业绩的超预期,为最佳投资阶段。

行业可扩张性较强。瓦楞包装行业巨大,成长性较高,同时行业的附加值也在不断提升。根据对瓦楞包装与 GDP 渗透率的测算以及区域市场容量的分析,并结合稳定状态的区域市场分割格局,我们认为这个行业易于诞生营收达百亿级的企业。

预印强化区域核心竞争力。柔印作为印刷方式的一种,效率显著提升,但较高的印前及制版成本使得规模效应难以体现。预印将突破传统瓦楞纸箱 100-150 公里的服务半径,可覆盖周围 350 公里的瓦楞生产基地,公司经过多年扩张已经初步建立起华南、华东、华中以及西部等区域集成生产基地,随着武汉、长信、滁州、天津等柔印基地的建立,将构建区域内核心竞争力。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2012—2014 年 EPS 分别为 0.21 元、0.31 元和 0.44 元,对应当前股价 PE 为 23 倍、16 倍和 11 倍。从 PS 的角度看, A 股多数上市公司 PS 均在 2 左右,而公司仅 1 不到。我们认为随着公司进入第二阶段的增长,盈利能力逐步恢复,市值将有明显提升。我们首次给予公司“推荐”的投资评级。

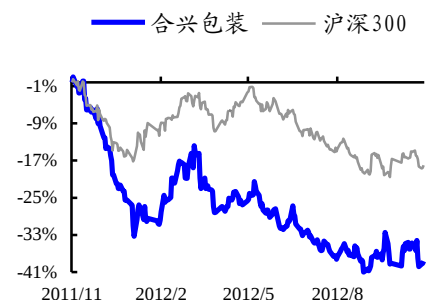
风险提示: 原材料价格大幅上涨;市场开拓不力,产能利用率较低。

股票数据

2012/10/31

收盘价(元)	4.70
12个月股价区间(元)	4.47~7.95
总市值(百万元)	1,633
总股本(百万股)	348
A股(百万股)	348
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	1%	-2%	-38%
相对收益	3%	1%	-21%

相关报告

证券分析师: 叶长青

执业证书编号: S0550512050002
(021)20361174 yecq@nesc.cn

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1521	1918	2154	2715	3436
(+/-)%	71.68%	26.13%	12.28%	26.04%	26.56%
归属母公司净利润	71	74	74	109	153
(+/-)%	5.85%	4.26%	0.48%	46.83%	40.04%
每股收益(元)	0.33	0.21	0.21	0.31	0.44
市盈率	24	23	23	16	11
市净率	2	2	2	2	1
净资产收益率(%)	8.56%	8.34%	7.82%	10.48%	13.09%
股息收益率(%)	1.11%	0.76%	0.87%	1.27%	1.78%
总股本(百万股)	217	348	348	348	348

目 录

1. 探究企业所处发展阶段.....	4
1.1. 迈向利润表的扩张.....	4
1.2. 企业规模扩张回顾.....	4
2. 瓦楞包装行业的规模与盈利.....	7
2.1. 行业规模及可扩张性讨论.....	7
2.2. 影响企业盈利状况的要素.....	10
3. 合兴包装——带您分享利润的冲浪.....	14
4. 盈利预测与估值.....	18

图标目录

图表 1: 公司发展阶段	4
图表 2: 固定资产扩张	5
图表 3: 总资产的增长	5
图表 4: 生产基地的布局	5
图表 5: 企业员工的扩大	6
图表 6: 产能的扩张	6
图表 7: 正隆纸业销售规模	8
图表 8: 行业的可扩张性	8
图表 9: 瓦楞纸箱产量	9
图表 10: 瓦楞纸箱对 GDP 的渗透率	9
图表 11: 合兴包装单位面积纸板耗纸	10
图表 12: 行业重点公司毛利率	10
图表 13: 公司客户结构与毛利率	11
图表 14: 公司产品图示	11
图表 15: 产能利用率对毛利的敏感性分析	12
图表 16: 柔印与胶印对比	13
图表 17: 公司竞争战略架构	15
图表 18: 公司历年产能与固定资产折旧	15
图表 19: 公司员工结构变化	16
图表 20: 公司人均工资水平	16
图表 21: 公司单季度毛利率	17
图表 22: 公司生产基地与期间费用率	17
图表 23: 公司期末存货/收入	18
图表 24: 期末应收账款/收入	18
图表 25: 行业可比公司估值水平	19
图表 26: 财务报表预测摘要及指标	20

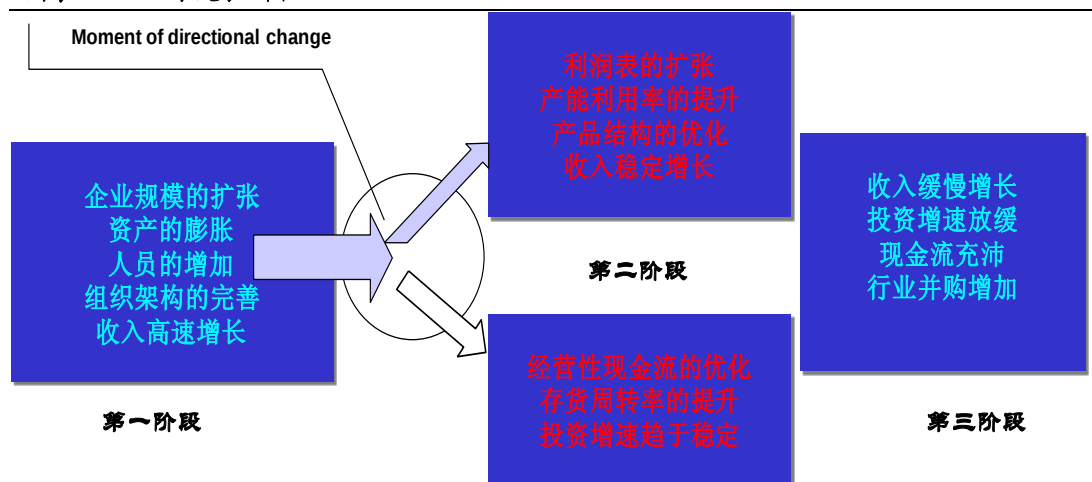
1. 探究企业所处发展阶段

苏宁电器在二级市场上的巨星陨落，让我们对投资的阶段性产生深深的思考，尽管无人否认苏宁依然是一家质地优秀的公司。曾经，苏宁电器以 8 年净利润增长 68 倍，股价 6 年增长 22 倍让市场刮目相看。然而，当广大投资者普遍认知到苏宁质地的优秀时，公司盈利增速明显放缓，股价也一泻千里。由此，我们更加认识到企业发展阶段对投资的重要意义。

1.1. 迈向利润表的扩张

对企业生命周期的研究并不缺乏，不管是斯坦梅茨的四阶段模型、刘易斯的五阶段模型，还是爱迪恩的十阶段模型，又或是弗朗姆兹的七阶段模型，都是不同的角度对企业生命周期进行了划分。多数投资者喜欢扩张的企业，大部分产业资本关注资产负债表的扩张，成熟市场的价值投资者关注现金流量表和利润表的扩张，而我们认为 A 股投资者对利润表扩张的关注更甚。因此，我们致力于发掘在利润表层面具有巨大扩张潜力的投资标的。合兴包装自 05 年至今，基本完成了全国性布局，资产负债表和收入规模大幅增长，未来将在构建核心竞争力的同时，迈向利润表的扩张阶段。

图表 1: 公司发展阶段



数据来源：东北证券

报告将简单回顾企业发展的第一阶段，重点分析迈向第二阶段的现实基础，对于瓦楞包装行业的投资逻辑进行再梳理，以及企业在发展过程中核心竞争力的构建；另外，外延式扩张的速度虽然不如第一阶段那么高，但区域深耕以及以预印为竞争力的整体战略的推进，将实现利润表的高增长和经营性现金流的优化。至于第三阶段的稳定低速增长，已至成熟阶段，不在报告中赘述。

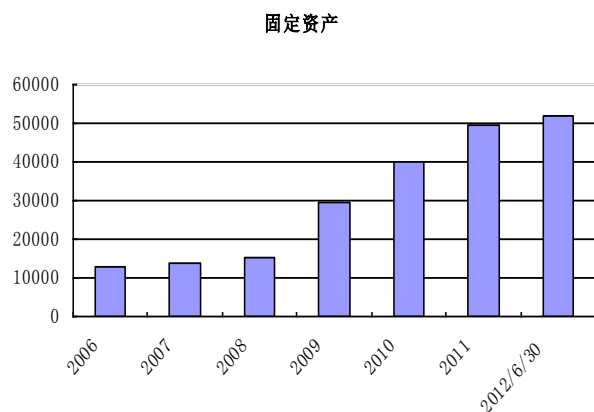
1.2. 企业规模扩张回顾

表述企业扩张可以有多个维度，本节主要从企业资产规模、员工数量、产能、生产基地的数量四个维度来呈现，当然回顾过往经营状况并非我们的本质目的，在后续的分析中，我们将逐步解释过去的扩张对企业经营的影响，从而帮助我们对未来利润表的扩张以及经营性现金流的优化形成一定的判断。

1、资产的增长

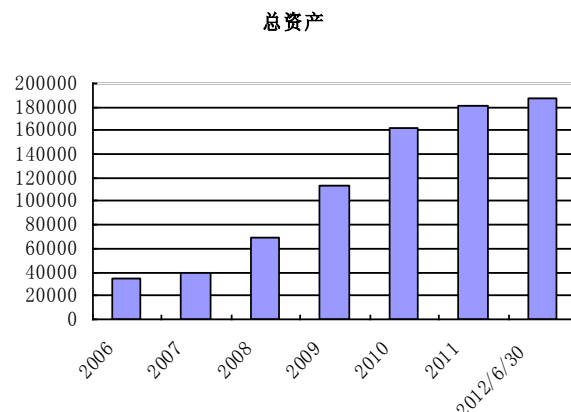
公司自 2006 年以来固定资产增长了 3.11 倍，而总资产增长了 4.34 倍，资产的大幅增长一方面反映了公司生产能力的扩张，另一方面，也体现了规模的扩张。但总资产的增长速度明显快于固定资产增速，从两个方面可以解释，一是此处固定资产指账面净值，已考虑折旧成分，二是公司多年以来在扩张的同时周转率的下降，因此对经营性现金流构成冲击。后续的分析将包含未来经营性现金流的优化和周转率提升。

图表 2: 固定资产扩张



数据来源：东北证券

图表 3: 总资产的增长

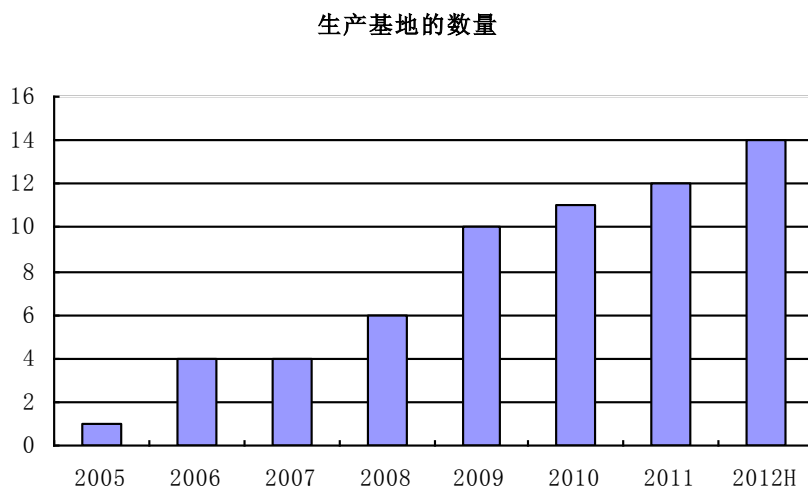


数据来源：东北证券

2、生产基地的布局

瓦楞包装因经济服务半径的制约，外延式扩张是做强做大的必要途径，而对于该行业来说扩张并不意味着简单的产能增加，更意味着生产基地的全国性布局，这对公司的管理能力提出更高的要求，实践也证明了公司具备全国性布局的能力，但这一过程中不可避免的遇到管理费用的急剧上升，在后续的分析中，生产基地的全国性布局将对企业费用控制产生较大的影响，是我们作为未来公司利润表增长的重要判断依据之一。

图表 4: 生产基地的布局

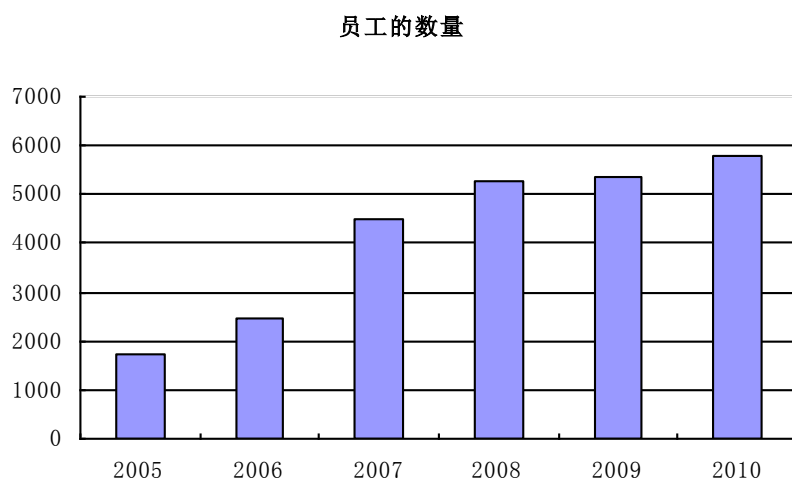


数据来源：东北证券

3、企业员工的壮大

员工的增长是企业规模扩大的重要体现，员工数量的增加以及员工结构的变化将影响公司的利润表，企业为员工付出的成本与其收入规模的匹配直接反应公司人力资本的投资回报，未来公司扩张的战略选择将对人力资本回报有着重大影响，公司人力资本结构以及与未来新增产能的匹配也将为我们判断未来毛利率水平提供帮助。

图表 5: 企业员工的扩大

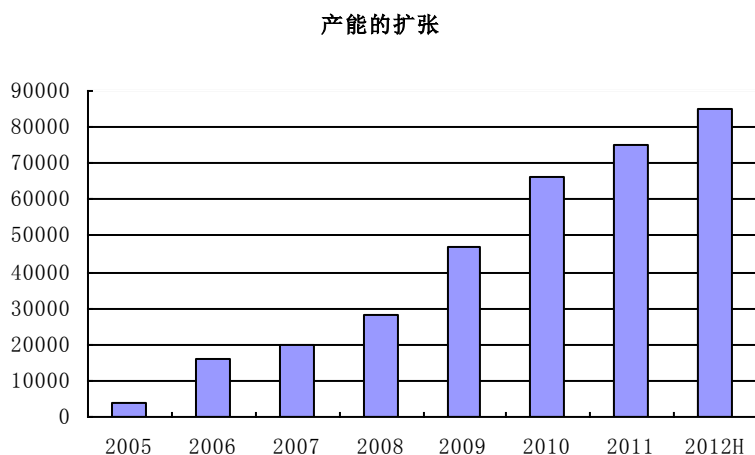


数据来源：东北证券

4、产能的扩张

公司营业收入不断增长离不开产能的持续扩张，未来公司将逐步由布点扩张转向地域深耕和贴厂服务，同时发挥预印优势强化竞争力，提升盈利水平。瓦楞包装的市场容量以及渗透率指标帮助我们理解公司未来在产能上的稳步扩张。在下一节的分析中，我们将重点阐述瓦楞包装的行业特征。

图表 6: 产能的扩张



数据来源：东北证券

我们认为公司已经经历了第一阶段的粗放式抢占市场的扩张，下一步将在产能稳定增加的基础上作区域深耕和贴厂服务，公司将步入以利润表扩张和经营性现金流优化为主要特征的第二阶段。

2. 瓦楞包装行业的规模与盈利

瓦楞包装行业从产品属性看就是瓦楞纸箱，但因为经济服务半径的限制，以及下游订单的多而散的特征，不同企业盈利能力存在显著差异。生产性服务业是其本质特征，因此不同的客户结构又对应不同的盈利水平。提及瓦楞包装的市场容量，几乎所有行业研究一致的结论是行业空间巨大，单个企业市场占有率较低，未来有很大的成长空间。但经济服务半径的制约能否阻碍市场集中度的提升，成熟的行业特征怎样？优势企业能否在扩张的同时保证盈利等问题将在本节中讨论。

2.1. 行业规模及可扩张性讨论

1.3 万亿，包装行业产值，纸包装约占三分之一，或许是表述行业规模最通用的数字，但产值与市场容量并非同一概念，除了进出口因素外，产值的统计因产业内的分工存在重复统计的情况，如薄膜企业的销售与下游软包装企业的销售就存在重复统计的情况，纸包装中有多少是由瓦楞包装贡献，行业的市场容量到底多大将在本节阐述。

1、市场规模超千亿

众所周知，企业在统计瓦楞包装销售量时多以平方米作为统计单位，尽管存在纸板层数的差异以及用纸克重的不同，这里将以重量换算面积，结合售价对行业市场容量作简单测算。

瓦楞纸板由里纸、外纸、瓦纸和芯纸构成，加上一定粘合剂，为纸箱的主体重量，虽然不同厂家对纸张的克重要求不同，我们大致判断三层纸板的重量为 550g/m²和 950g/m²，我们取综合值 750 g/m²作为测算的标准，根据统计数据，2011 年中国瓦楞纸箱产量为 2856 万吨，约合 380 亿 m²，按综合价格 3.5 元/m²计算，行业市场容量约 1330 亿元，考虑到计算误差和结构性差异，我们将市场容量的范围扩至 1000-1500 亿元。尽管行业市场规模不如我们此前想象的那么大，但超过千亿的市场也着实具有超大的想象力。但我们知道瓦楞包装有很小的运输服务半径，一般在 100-150 公里，中国地域分布较广，优势企业一般单个生产线产能较大，到底能支撑多大程度的扩张依然需要我们探究。

2、可扩张性较强

在区域市场稳定的市场格局中，我们选取台湾作为参照系，正隆和永丰余或将是行业发展过程中的典型。根据正隆 2011 年报数据，台湾地区纸器市场规模为 20 亿 m²，正隆以 5.01 亿 m² 获得 25% 的市场占用率，永丰余以 3.65 亿 m² 获得 18.3% 的市场占有率。从正隆的市场数据看，折算单价约人民币 3.4 元/m²，与我们此前测算市场容量所取综合售价 3.5 元/m² 基本吻合。我们认为中国瓦楞纸箱稳定状态下的区域市场格局与台湾一致，约 4-5 家供应商共同瓜分区域市场，单一供应商的市场占有率在 15%-25% 左右。（在统计口径上假设纸器量为瓦楞纸箱量）

图表 7: 正隆纸业销售规模

	正隆
内销量: m ²	5.01 亿
内销值: 新台币	79.8 亿
单价: 新台币	15.92
合人民币	3.4

数据来源: 东北证券

我们以瓦楞包装市场规模对 GDP 的渗透率来简单测算区域市场规模, 以台湾市场为例, 2011 年纸器市场规模为 20 亿 m², 按当年价格计算, 2011 年台湾名义 GDP 为 137570.46 亿新台币, 折合人民币约 29371 亿元, 瓦楞纸箱渗透率约 1500 元需 1 m² 瓦楞包装。在回顾中国的情况, 根据我们此前测算国内瓦楞纸箱产量折合面积约 380 亿 m², 以 2011 年 GDP47 万亿计, 对应包装渗透率为 1237 元需 1 m² 的瓦楞包装。我们采纳谨慎性原则, 取 1500 元/m² 来测算。

为保守分析, 我们不以省为单位来研究行业的可扩张性, 因地域越大提高市场占有率难度就越高。一般而言企业选择包装基地将覆盖周围几个城市, 根据中国的统计数据, 2011 年中国 GDP 排名前三十强的城市均在 3500 亿以上(第三十名为 3462 亿元), 考虑到周边经济辐射, 我们预计在排名前三十的城市设包装基地可覆盖的 GDP 在 4500 亿元以上, 折合瓦楞包装需求在 3 亿 m² 以上, 即使按照 15% 的市场占有率计算, 也至少可容纳 1 条 4000-5000 万 m² 的生产线, 根据我们粗略估算, 排名前 20 位的城市至少可容纳 2 条标准生产线, 前 10 位的城市可容纳 3 条标准生产线。前五位的城市可容纳 5 条以上的生产线。

图表 8: 行业的可扩张性

可容纳生产线	城市数	合计产能
5 条以上	5	10-15
3 条以上	5	6-7.5
2 条以上	10	8-10
1 条以上	10	4-5
合计	30	28-37.5

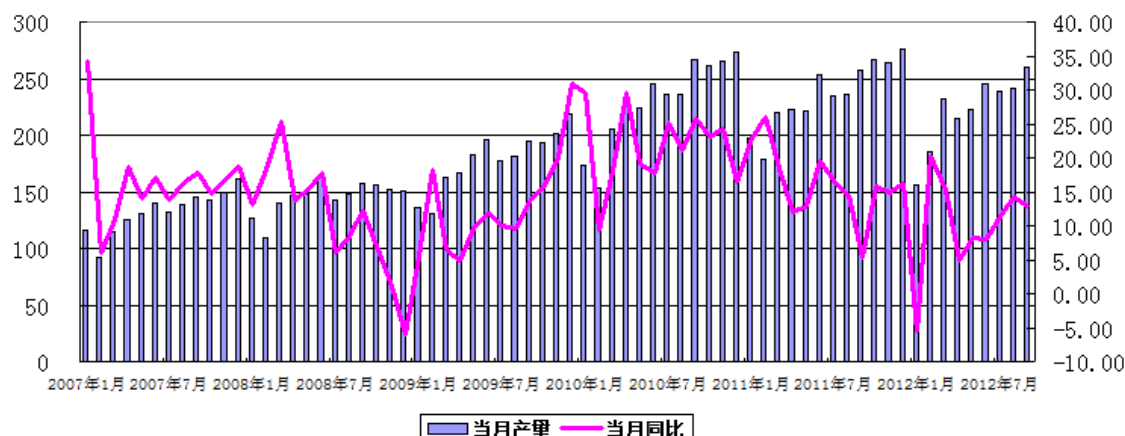
数据来源: 东北证券

根据我们粗略保守的估算, 单一企业在中国瓦楞包装领域很容易做到覆盖二十几个生产基地, 产能达 30 亿 m², 销售规模在 100 亿元左右。这仅仅是从存量角度作的简单测算, 下面将从增量角度阐述瓦楞包装行业的发展前景。

3. 增速依旧向好

我们对中国瓦楞包装行业的发展前景比较乐观, 从逻辑上看: 1. 瓦楞包装是一切中小货品地点转移的重要包装方式, 随着投资占比的下降, 包装产业有望获得超越 GDP 的增速; 2. 经济的发展与社会分工密切相关, 使得产业内分工和贸易进一步发展, 所需包装材料进一步增加; 3. 包装服务本质属于生产性服务业, 在社会分工进一步明确的发展背景下, 包装从以前单一的包装材料提供上逐步引入设计、方案优化、仓储物流、缓冲材料以及第三方采购、现场包装作业等业务, 其附加值不断提升; 4. 行业自身存在技术进入, 附加值提升的因素, 例如低克重高强度的使用、柔印等高效率的环保印刷、微细瓦楞和 AAA 瓦楞对瓦楞包装服务覆盖范围的扩大等等。从直观上的数据看, 中国瓦楞纸箱的增长一直快于 GDP 的增长。

图表 9: 瓦楞纸箱产量



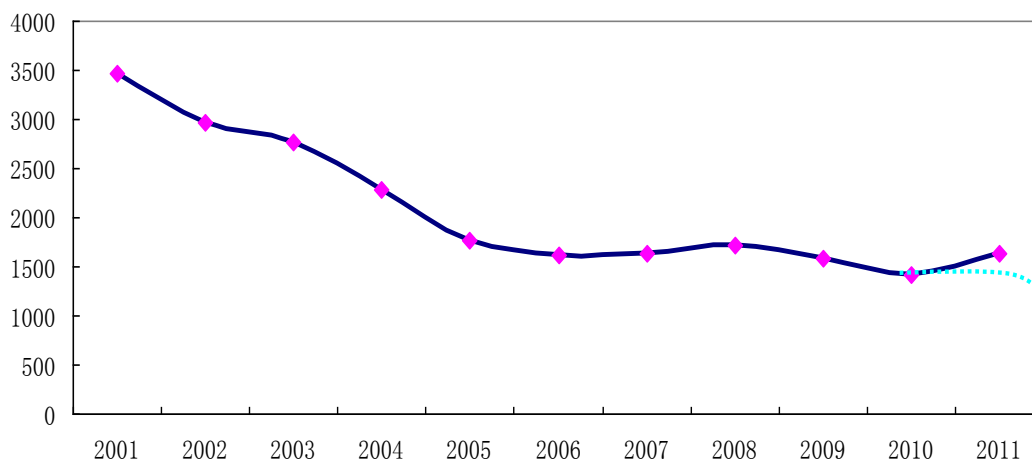
数据来源: 东北证券

从行业过往的发展来看, 中国瓦楞纸箱产量增速维持在 15% 左右的水平, 尽管当前受经济不景气的影响, 增速放缓, 但近几个月数据持续向好, 已连续三个月在 10% 以上。

鉴于对行业成长动力的考量, 我们认为瓦楞包装行业在未来很长一段时间内将持续获得超越 GDP 的表现, 从过往的情况看, 每吨瓦楞纸箱所支撑的 GDP 持续降低, 显示中国瓦楞包装对 GDP 的渗透率在逐步提高。根据我们此前对台湾地区渗透率的研究, 中国瓦楞包装对 GDP 的渗透率仍有进一步提升的空间。

从 2001 年至今, 中国瓦楞包装对 GDP 的渗透率持续提升, 需要指出的是 2011 年, 按照统计局名义数据, 每吨瓦楞纸箱对应 GDP 有所上升, 我们认为主要是因统计口径的差异。2011 年国家统计局提升了规模以上企业的标准, 按照名义统计数据, 2011 年瓦楞纸箱产量按重量计近同比增长了 5%, 但事实上按可比增速计算, 2011 年的增速为 15.6%, 因此, 实际渗透率并未出现明显下降, 我们判断随着中国消费对 GDP 贡献的逐步提高, 该渗透率依然处于下降趋势中。

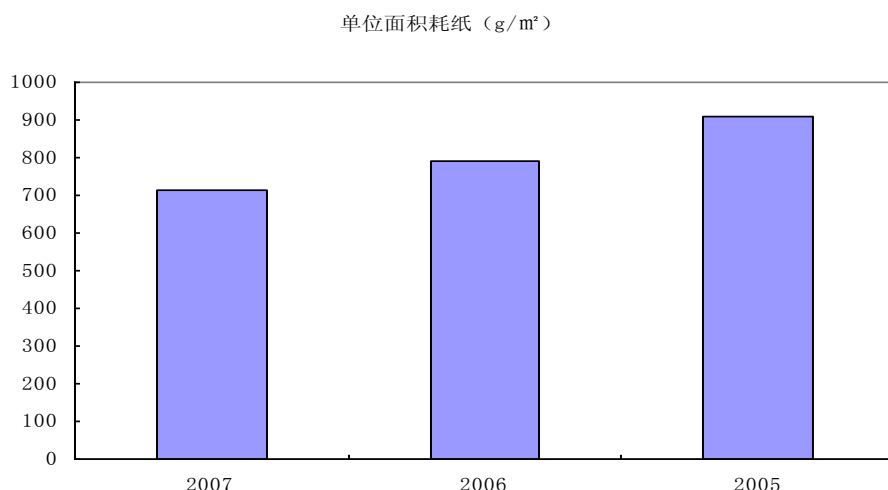
图表 10: 瓦楞纸箱对 GDP 的渗透率



数据来源: 东北证券

需要指出的是这里我们用的数据为国家统计局按照重量统计的数据，实际上我们习惯以面积为单位来衡量行业的发展状况，这里就存在由重量到面积的换算过程，按照我们对行业发展状况的了解，高强度低克重一直是行业发展的重要趋势，如果这一假设成立，实际的包装渗透率比我们计算的更高。这里我们没有全局性数据来验证，但合兴包装单个企业的数据或将可以提供一点支撑。

图表 11: 合兴包装单位面积纸板耗纸



数据来源：东北证券

2.2. 影响企业盈利状况的要素

同为瓦楞纸箱产品，但不同企业盈利差异显著，A股上市企业中，有瓦楞纸箱业务主要有合兴包装、美盈森、景兴纸业和山鹰纸业，山鹰纸业近年来不再披露纸箱毛利率情况，景兴纸业因主业为造纸业务经营状况不及合兴包装和美盈森。这里我们的意图不在于说明单个企业质地的优异，着重证实行业内不同企业盈利状况的不同。在本节中，我们重点分析影响企业毛利率水平的因素，1.客户结构和产品结构的差异；2.产能利用率的高低；3.单一订单的大小和印刷模式 4.企业生产管理水平的差异，第4点因难以获得企业内部生产过程中的详细数据，且不能撇开前三点的干扰因素，因此不在本节讨论范围。

图表 12: 行业重点公司毛利率

产品	公司	2012H	2011	2010	2009
轻型包装	美盈森	21.65%	27.59%	32.43%	28.97%
纸箱	合兴包装	17.21%	16.10%	17.84	20.85%
纸箱及纸板	景兴纸业	9.14%	7.94%	7.10%	8.65%

数据来源：东北证券

1、客户结构和产品结构的差异

瓦楞包装行业本质属于生产性服务业，商业模式为以销定产，不同客户不同产品的报价也有所差异，由于受经济服务半径的制约，区域竞争格局也影响利润水平。因数据难以获得，我们现不对区域竞争做具体分析，这里我们认为客户结构和产品是影响盈利水平的关键，以美盈森为例，其重型包装的毛利率显著高于轻型包装，重型包装因其适用于特定的市场，不在我们的比较范围内。在一般轻型包装领域中，由于美盈森的主要客户集中在IT领域，获取的毛利率也相应较高，这一点从合兴包

装披露的数据也可佐证。我们基本上可以将客户群分为三类，一是 IT 类，毛利率较高，其次是食品类，毛利率居中，其他服务领域毛利率略低。

图表 13: 公司客户结构与毛利率

项 目	2007 年度		2006 年度		2005 年度
	毛利率	增长%	毛利率	增长%	毛利率
IT 电子	27.44%	-11.21%	30.90%	46.86%	21.04%
日化行业	17.73%	-0.18%	17.76%	8.89%	16.31%
食品饮料	20.06%	-6.46%	21.45%	10.00%	19.50%
家具行业	21.89%	-0.96%	22.10%	6.97%	20.66%
其他行业	17.21%	11.95%	15.37%	8.93%	14.11%
专业纸箱厂	16.23%	10.47%	14.69%	-5.22%	15.50%
合计	20.71%	-10.59%	23.16%	22.45%	18.91%

数据来源：东北证券

就下游的分布看，我们认为 IT 和食品饮料两类服务领域可作为重点覆盖的对象。IT 领域因客户要求较高，因此获得稍高的毛利率也属正常，美盈森的战略即专注于此类市场。另一类是食品饮料类，该类客户需求多为销售包装，需要一定的印刷内容，此类市场虽然单个包装产值较低，但一般量大，具有很强的规模经济，因此也可以获得相对高的毛利率水平。

图表 14: 公司产品图示



数据来源：东北证券

2、产能利用率的高低

盈亏平衡分析是我们做项目可行性研究的重要方面，固定成本的存在使得产能利用率的高低直接影响毛利率水平，但影响程度取决于生产成本的构成，这里我们的分析将不再局限固定资产折旧，还包含人工和制造费用，因为实施上并非所有的薪资结构都是计件工资（一般由固定底薪+计件提成构成），根据我们对行业的了解，一般瓦楞纸箱的生产成本中，折旧和制造费用约占总成本的 8%—10%，人工成本约占 7-10%，这里我们取 8%测算，我们认为理性的企业在人工配备上会根据产能利用率的提升而逐步增加，因此在模型测算时，我们假设在产能利用率低于 50%时，企业按照满产所需员工半数配备，超过 50%时，人员配备达到满产是的 80%，当产能达到 75%时，按照满产所需员工配备。因此，根据我们的测算，产能利用率对毛利率的影响关系如下（假设满产是毛利率为 25%）：

图表 15: 产能利用率对毛利的敏感性分析

产能利用率		30%	50%	75%	90%	100%
折旧和制造费用成本占比	8%	7.00%	16.00%	23.00%	23.67%	25.00%
	9%	5.25%	15.25%	22.75%	23.58%	25.00%
	10%	3.50%	14.50%	22.50%	23.50%	25.00%
	11%	1.75%	13.75%	22.25%	23.42%	25.00%

数据来源: 东北证券

根据我们的模拟测算,当生产基地的产能利用率达到 90%左右时,产能利用率对毛利率的变动影响较小,当生产基地的产能利用率低于 80%左右时,产能利用率对毛利率的敏感性较高,因此,在我们研究处于扩张期企业的毛利率时,产能利用率是一个重要指标,这与我们此前提出的企业发展阶段论向符合。

3、单一订单的大小和印刷模式

单一订单大小对毛利率的影响背后的逻辑依然是规模经济,这与产能利用率的逻辑一致,但体现有所不同,一般而言,在生产基地投产初期,企业会优先考虑产能利用率,以使设备有效的运转起来,但如前所述,包装企业为生产性服务业,包装供应商之间是长期合作的关系,因此产能投放初期,大部分订单偏小,在更微观的领域体现着规模不经济。这里单独作分析,主要意图是针对食品饮料类客户的特殊需求作分析:对外观有一定的要求,但量较大(产品更新速度不如消费电子那么快)。

如我们平时所见,在食品饮料领域的瓦楞包装,大部分纸箱不大,也即表面积不大,但附有彩色印刷,这对包装供应商提出了挑战。传统作彩色印刷的多用胶印技术,但成本相对较高,一般水印技术色彩效果不如胶印好,同时印刷效率不高,因此传统水印技术在做食品饮料类的包装时难以获得较高的毛利率水平。这里重点介绍一种柔印技术,该技术分为后印和前印,而前印的效率极高(也即预印),但柔印较高的制版费用需要得到大批量订单才有成本上的优势。

就柔印的技术方案我们不作赘述,这里主要从效率和成本角度与传统胶印作比较,这里着重提及三点:

1. 成品率较高

印品经过胶印机三次印刷上光,再模切,成品率大幅下降。原因是纸张伸缩,即使每次废品率为 1%,最后成品率也只有 96%,然而实际的成品率往往比这个还低得多。而采用柔印一次完成,成品率明显提高,一般可达 99%。

2. 材料利用率高

胶印四开 24 拼,柔印 420mm 幅面只需要 5 拼,所以胶印纸张的利用率只能达到 86%。而柔印不存在咬口与拖稍的白边,纸张利用率就可达 94%左右。

3. 更加环保

胶印油墨含禁用的重金属,柔印的水墨或者 UV 墨具环保性。

具体胶印与柔印的对比下下表:

图表 16: 柔印与胶印对比

项目	名称	柔 印	胶 印
承印材料成本	卷筒纸与单张纸购置成本比例	为胶印的94%~97%	100%
	印刷过程中损耗比例	为胶印的97%~98%	100% (印刷总数量)
适合印刷基料	纸张、不干胶	适 应	适应/不太适应
	卡 纸	适 应	适 应
	金、银铝箔	适 应	不太适应
	塑料薄膜	适 应	不 适应
	瓦楞纸板	适 应	不 适应
质量比较	色彩稳定性	稳 定	较 稳 定
	鲜艳程度	好	好
	网点再现	3%~95%	1%~99%
	实地印刷	特别饱满	饱 满
联线生产	印刷色数	4~6色	4~6色
	上 光	可 以	可 以
	压 痕	可 以	另置专用机
	模 切	可 以	另置专用机
	产品环保性	水性油墨无毒性	油墨对人体健康有影响
生产工艺成本	印刷速度	100~150米/分	150~200张/分
	国产印刷机器成本(RMB)	4~5色幅宽1.5米 150~250万元	对开四色机 300~350万元
	裱糊机	不需要	另置专用机
	占用场地	为胶印的70%	100%
	操作人员数	2~3人	3人
	辅助人员数	2~3人	6~8人 (含模切、压痕)
	印前和印版制作	是胶印的300%~400%	100%
	印版耐印力	50~100万印	5~10万印
	油墨价格(元/公斤)	30~40元(水墨)	普通35~45元
	橡皮布	无	有
	水辊套	无	有
	双面胶	有	无
	版材安装成本	80~100分钟	20~30分钟
	能源消耗	15~25KW	35~45 KW

数据来源: 东北证券

由此，柔印在大批量订单时具有较高的效率和较低的成本，且更加环保，该类企业必将在未来的竞争中获得竞争优势，但依然要着重指出，柔印的印前和印版制作成本较高，因此必要要有大额订单才具备经济上的应用价值，目前国内柔印依然难以大规模推广。值得庆幸的是，预印作为柔印的一种，因在制作瓦楞纸板之前先将图案印刷在面纸上，因此其经济服务半径就突破了传统瓦楞包装 100-150 公里的限制，可以达到 350 公里，规模经济将在预印领域得到十足的体现，一个预印基地可以覆盖周边几个瓦楞纸箱生产基地，一个瓦楞纸箱生产基地又可覆盖几个贴厂，我们判断，在未来几年，以企业总部的设计、运营为中心，在大区内设立预印中心，以覆盖周围纸板生产基地，同时配置于贴厂服务的整体战略的推进将构建未来的核心竞争力。这也是我们看好合兴包装的重大理由。在下一节的分析中，我们将重点从公司运营出发，从外延式扩张、核心竞争力的构建以及企业发展阶段三个角度，阐述公司的投资机会。

3. 合兴包装——带您分享利润的冲浪

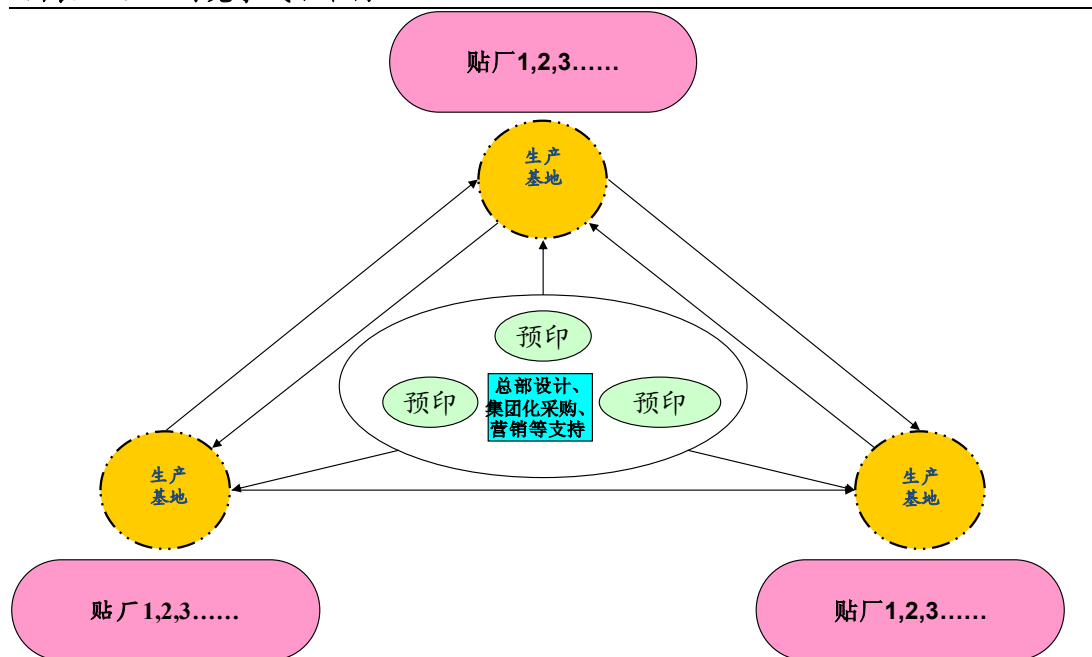
芒格在一次演讲中提及“当新的行业出现时，先行者会获得巨大的优势，当冲浪者顺利冲上浪尖，并停留在那里，他能够冲很长很长一段时间”。

1、外延式扩张依旧持续

根据我们此前对行业的区域分析，我们认为公司未来中长期战略目标达到销售规模 100 亿元是可期待的，但结合公司近期扩张计划看，全国性布点将显著放缓，区域深耕将是主基调。未来新建扩建项目一方面主要满足前期以租赁场地方式经营且生产效益较好的子公司的征地扩建，另一方面为在新设地点具备一定业务基础且为全国集团大客户提供贴厂服务的新设项目。

就公司曾披露的项目看，区域深耕带来的增长空间较大，南京合兴计划自建厂房扩产 5000 万 m²（因用地问题暂时搁置），佛山基地计划自建厂房扩产 5000 万 m²，合肥基地原计划 8000 万 m² 的产能，现仅上 4000 万 m²，海宁、天津目前也仅上规划中的一半产能，天津继续在预印项目上扩张 7500 万 m²，厦门基地预印项目规划中的产能目前也仅上一半，不排除其他运作良好的基地进一步扩产，因此，公司外延式扩张依旧持续。

图表 17: 公司竞争战略架构

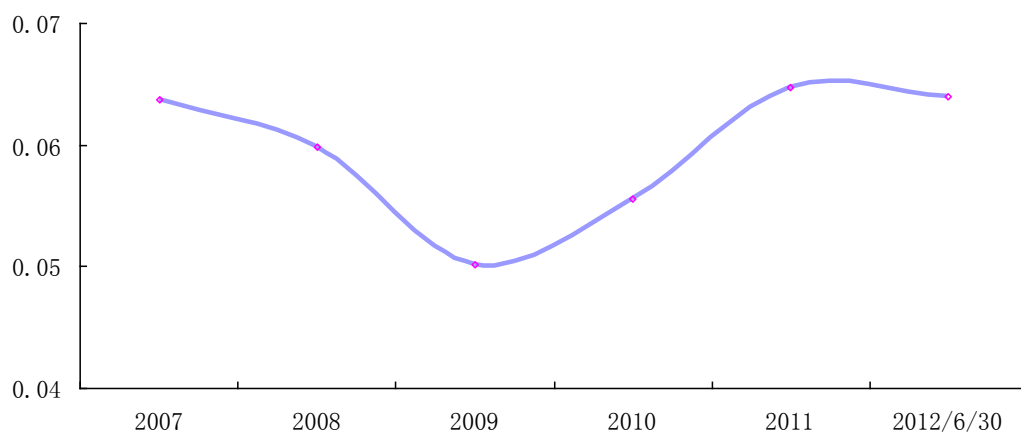


数据来源：东北证券

需要强调的是，我们认为公司未来的扩张中包装以预印基地建设的大战略扩张，因预印运输半径可达 350 里，对周边瓦楞纸箱生产基地的覆盖将显著提升效率和竞争力，同时预印自身的盈利能力较高，目前武汉柔印已经完全步入正轨，2011 年仅 4000 万 m² 的产能就贡献了 2.3 亿元的收入，净利润 2121 万元，ROE 可达 25%。根据公司披露的项目，武汉、滁州、漳州和天津都将建立预印基地，这将大幅提升公司的核心竞争力和盈利能力。

从扩张的成本看，公司自 2007 年以来扩张成本并无显著变化，我们以固定资产折旧/产能指标来间接衡量公司增加产能所增加的固定资产投资量，因固定资产净值含折旧因素，因此我们认为用固定资产折旧来衡量，既体现了固定资产原值（实际固定资产投资），也体现了期初与期末的加权平均值。

图表 18: 公司历年产能与固定资产折旧



数据来源：东北证券

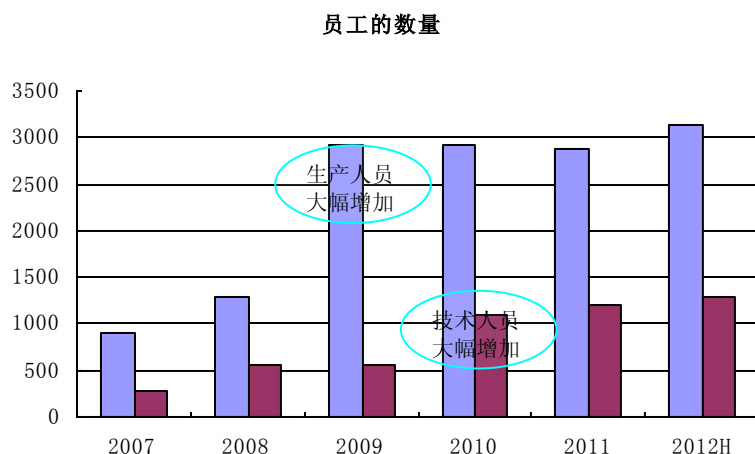
2、利润表将持续扩张

公司近几年来扩张给投资者明显的感受就是增收不增利，最直观的体现就是净利润率的下降，由 2008 年的 9% 下降到 2012 年上半年的 2.8%。其原因不外乎是毛利率的下降和期间费用率的上升。我们认为公司这一阶段毛利率的净利润率的下降具有企业发展的阶段性的特征，未来随着产能利用率的提升，订单结构的优化以及期间费用的控制，公司净利润率水平将回到 7% 左右的水平。

(1) 毛利率的提升

回顾公司近几年毛利率的变化，在 2010 年和 2011 年出现显著下降，我们认为导致这一现象的原因是多方面的，1. 原材料价格的大幅上涨 2. 大量新增产能投放初期，订单结构欠优；3. 我们认为这与公司的员工数量和结构的变化有一定的关系，09 年生产人员、2010 年技术人员大幅增加。

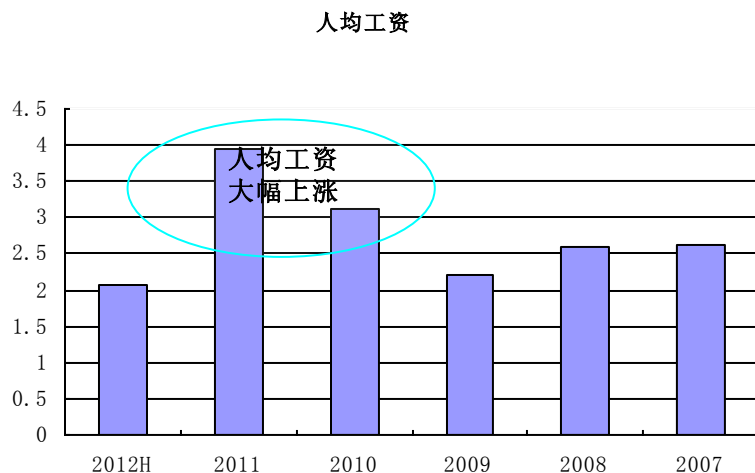
图表 19: 公司员工结构变化



数据来源：东北证券

此外，工资的上涨也是毛利率下降的一个因素。从平均工资看 2010 年和 2011 年人均工资出现大幅上涨，尽管我们没有提出管理费用和销售费用中人工的支出，但所反应的人工成本上涨的趋势是不变的。

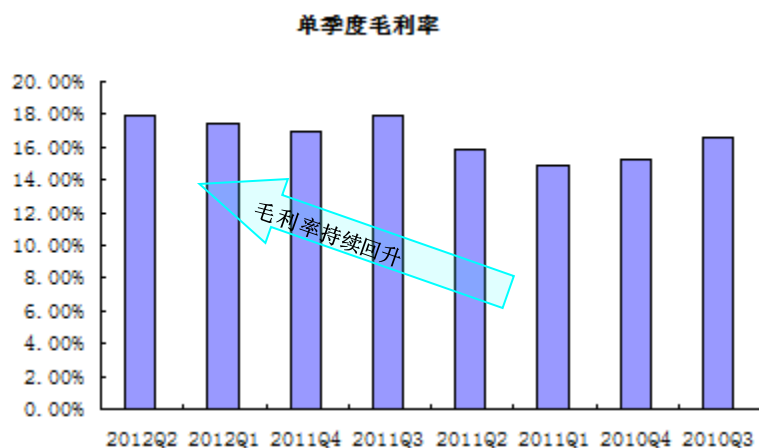
图表 20: 公司人均工资水平



数据来源：东北证券

在公司未来的扩展战略中，区域深耕成为主基调，在同一基地扩张产能，本身存在区域规模经济，此外，我们认为区域深耕的战略中，计件工资制将有效遏制人工成本的上涨；随着产能利用率的提升以及订单结构的优化，我们认为公司未来毛利率将逐步上行，恢复到纸箱 18%-20% 的水平，预印的推广或将进一步提升毛利率水平。事实上，公司的综合毛利率已经连续出现回升。

图表 21: 公司单季度毛利率



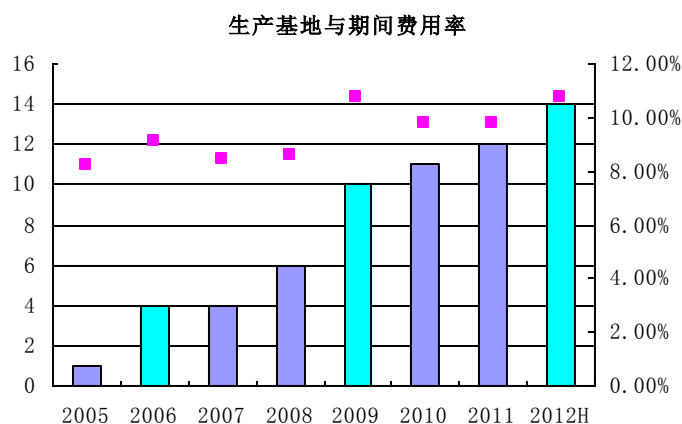
数据来源：东北证券

(2) 期间费用的控制

这里我们所考查的期间费用率不涉及财务费用，指管理费用率和销售费用率之和，根据我们的研究，公司期间费用率与生产基地的数量变化直接相关，公司历年来期间费用率三个高点分别是 2006 年、2009 年和 2012 年上半年，这三个高点的共同特征就是当然异地扩张剧烈，费用增加较多，需要指出的是 2012 年生产基地增加了两个，福建长信预印基地为 2011 年投产，2012 年上半年费用也较高。

根据公司的扩展规划，我们认为未来异地扩张的步伐将显著放缓，当然不排除异地并购的可能性。据此，我们判断公司未来销售费用率和管理费用率之和向回归到 9.5%-10% 之间，跟当前水平相比将有一个点左右的下滑。

图表 22: 公司生产基地与期间费用率

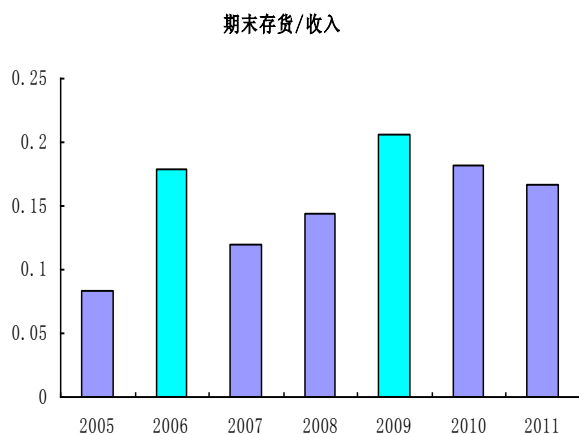


数据来源：东北证券

3、经营性现金流将有所好转

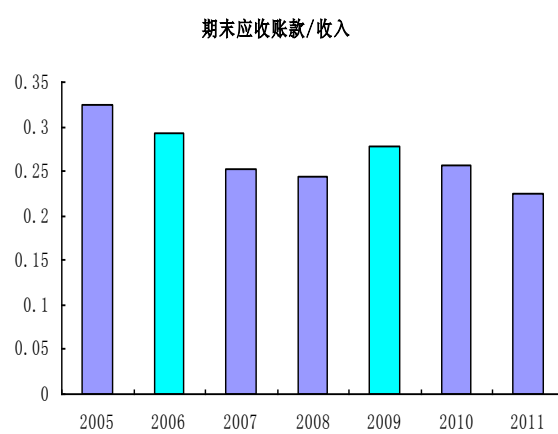
回顾公司历年发展，我们依旧发现公司周转情况与异地扩张存在密切关系，同样在 2006 年和 2009 年生产基地大幅增加的时候，公司周转速度明显放缓。

图表 23: 公司期末存货/收入



数据来源：东北证券

图表 24: 期末应收账款/收入



数据来源：东北证券

庆幸的是公司未来异地扩张的步伐将显著放缓，更庆幸的是 2012 年上半年公司经营性现金流转正，实现 3600 万元的经营性现金流净流入，未来公司增长的质量将逐步提高。

4. 盈利预测与估值

以上所有的分析无疑证实了我们有关企业发展阶段的判断，在未来，公司增长的质量将逐步提高，不仅是收入规模的增长，更体现利润的增长和经营性现金流的优化。当然，当下仅是这一转变的开始，从传统 PE 估值角度，或许市场短期难以发掘公司的投资价值。但我们维持此前经过第二轮的发展后，公司收入规模有望达到 100 亿元，净利润有望达到 7-8 亿元，我们认为公司达到这一阶段所需时间大约在 5-6 年左右。

公司当前盈利处于低谷，我们认为公司长期估值应该至少维持在市销率 1-1.2 倍，对应稳定状态下 7%-8% 的销售净利润率，PE 估值将稳定在 13 倍—16 倍之间，对应市值 22—26 亿元，并且未来以年均复合 20% 以上的速度增长，从当前 A 股估值水平看，包装类公司绝大部分 P/S 低于 1.5，而合兴的 P/S 竟然不到 0.9，假如我们此前关于企业发展阶段的判断准确，未来公司市值将有很大的提升。

公司新增产能投放较快，难以预测较长时间的盈利状况，因此不在赘述具体盈利过程，这里简单给出我们的盈利预测供投资者参考。但我们对公司的研究形成如下结论：

- 公司未来利润增速将快于收入增速
- 公司外延式扩张不会停滞，将着重区域深耕和贴厂布点。
- 公司 5-6 年的收入规模有望达到 100 亿元
- 预印基地的建设将构建公司的核心竞争力，并提升盈利水平。

- 公司纸箱毛利率将回归到 18%-20%，预印基地毛利率更高一点，净利润率将回归至 7%-8%。

图表 25: 行业可比公司估值水平

公司	代码	市值	P/S (2011)
永新股份	002014	29.64	1.96
通产丽星	002243	18.48	1.99
美盈森	002303	27.93	3.32
上海绿新	002565	26.83	2.50
丽鹏股份	002374	14.17	2.42
万顺股份	300057	35.36	5.61
浙江众成	002522	27.43	5.97
合兴包装	002228	16.51	0.86

数据来源：东北证券

我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为，0.21 元、0.31 元和 0.44 元，对应当前股价 PE 为 23 倍、16 倍和 11 倍。首次给予“推荐”的投资评级。

图表 26: 财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	235	215	272	344	税后经营利润	7,694	7,264	10,741	15,128
应收和预付款项	606	663	837	1,061	折旧与摊销	5,199	3,964	4,507	4,881
存货	321	372	453	609	资产减值损失	442	728	728	728
其他流动资产	7	7	7	7	利息费用	3,086	3,268	3,740	5,125
长期股权投资	1	1	1	1	存货的减少(增加以“-”填列)	-4,254	-5,165	-8,047	-15,623
投资性房地产	-	-	-	-	经营性应收项目的减少	-12,994	-5,744	-17,367	-22,433
固定资产和在建工程	533	590	617	741	经营性应付项目的增加	-549	7,629	10,227	12,493
无形资产和开发支出	95	100	105	109	其他经营活动有关的现金流量	-342	-	-	-
其他非流动资产	1	0	-	-	经营活动产生现金流量净额	-1,413	11,944	4,529	300
资产总计	1,799	1,950	2,291	2,872	投资活动产生的现金流	-152	-103	-77	-178
短期借款	527	539	686	1,015	融资活动现金流	140	-36	88	247
应付和预收款项	320	397	499	624	现金流量净额	-26	-20	56	72
长期借款	60	60	60	60	现金期初余额	261	235	215	272
其他负债	2	2	2	2	现金期末余额	235	215	272	344
负债合计	909	997	1,247	1,701					
股本	348	348	348	348					
资本公积	285	285	285	285					
留存收益	241	301	389	511					
归属母公司股东权益	874	934	1,021	1,144					
少数股东权益	15	19	22	27					
股东权益合计	889	952	1,044	1,171					
负债和股东权益合计	1,799	1,950	2,291	2,872					
利润表 (百万元)									
营业收入	1,918	2,154	2,715	3,436	ROE	8.5%	8.0%	10.7%	13.4%
减:营业成本	1,603	1,766	2,227	2,813	毛利率	16.5%	18.0%	18.0%	18.1%
营业税金及附加	7	6	8	10	净利率	4.0%	3.6%	4.2%	4.6%
营业费用	92	116	144	179					
管理费用	97	116	144	179					
财务费用	30	36	42	57					
资产减值损失	4	7	7	7					
加:投资收益	0	-	-	-					
公允价值变动损益	-	-	-	-					
其他经营损益	-0	0	0	0					
营业利润	85	105	143	191					
加:其他非经营损益	11	8	8	8					
利润总额	97	113	151	199					
减:所得税	20	35	38	42					
净利润	76	78	113	157					
减:少数股东损益	2	4	4	4					
归属母公司股东净利润	74	74	109	153					

数据来源: 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760