全球环保研究网

合兴包装（002228.SZ）

智能技术创造业务增量，包装龙头引领行业变革

- **主营业务增长平稳，行业分散亟待整合**

合兴包装服务于食品饮料、家电、消费电子、快消品等行业的龙头企业，后者盈利能力强、对包装价格相对不敏感。上游的瓦楞纸箱生产原材料价格目前处于近年来的低位并相对稳定。受益于产业链上下游格局，合兴包装主营业务增长平稳。纸包装行业分散，整合行业能够创造规模效应。合兴包装成立产业并购基金并收购国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，未来将有望优势互补产生良好的协同效用。

- **智能包装集成服务+供应链云平台——技术创造业务增量**

合兴包装开展的智能包装集成业务 IPS 能够默契对接下游客户需求痛点，有望带来显著的业务增量。公司具备行业领先的专业技术优势、良好的信誉和承担能力，拥有丰富的大客户资源、供应商资源和一定的主材生产能力，在运营改良客户生产线方面拥有运营管理体系和丰富的经验，有利于推进 IPS 业务。包装产业供应链云平台 PSCP 和 IPS 支持互利，能够整合行业产生规模效益，有力带动包装行业的内生增长。合兴包装也能够受益于此，分享行业增长带来的利润价值。

- **盈利预测与投资建议**

公司未来看点包括：推广智能包装集成服务，提高公司产品服务附加值；继收购国际纸业在大陆和东南亚业务后，继续利用资本优势进行产业整合；供应链云平台整合行业产生规模效益。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.15、0.21 和 0.29 元，对应 38、27、19 倍 PE，鉴于公司未来新业务模式和产业链整合效应将逐步体现，维持“买入”评级。

- **风险提示**

目前国内智能包装集成服务仍在起步阶段；下游客户产品销售可能影响公司盈利；原材料价格的超预期上涨可能导致公司短期利润的下滑。

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,716.47	2,852.47	3,613.60	4,476.63	5,709.91
增长率(%)	11.24%	5.01%	26.68%	23.88%	27.55%
EBITDA(百万元)	304.32	293.29	308.63	395.42	547.27
净利润(百万元)	125.56	114.74	152.95	214.24	306.65
增长率(%)	32.65%	-8.62%	33.30%	40.07%	43.14%
EPS（元/股）	0.361	0.308	0.147	0.205	0.294
市盈率（P/E）	37.31	54.80	37.91	27.07	18.91
市净率（P/B）	4.42	4.01	2.42	2.23	1.99
EV/EBITDA	17.83	23.14	18.17	14.11	10.25

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	5.56 元
前次评级	**买入**
报告日期	2016-07-01

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,043/1,039
流通 A 股市值（百万元）	5,809
每股净资产（元）	4.21
资产负债率（%）	46.00
一年内最高/最低（元）	29.69/5.16

相对市场表现

分析师： 申 烨 S0260514080002

020-87578446

shenye@gf.com.cn

相关研究：

合兴包装（002228.SZ）：业绩改善符合预期，全力构建包装生态圈 2016-04-23

合兴包装（002228.SZ）：外延并购继续推进，高送转积极回报股东 2016-02-01

合兴包装（002228.SZ）新起点系列报告之二：工业智能驱动行业变革，专业优势助力率先突围！ 2015-05-17

联系人： 任尚伟 020-87574791

rensw@gf.com.cn

全球环保研究网

目录索引

一、本文逻辑与投资要点.....4
（一）主营业务增长平稳，行业分散亟待整合.....4
（二）智能包装集成服务——技术创造业务增量.....4
（三）盈利预测与投资建议.....4
二、主营业务增长平稳，行业分散亟待整合.....5
（一）受益产业链上下游，主营业务增长平稳.....5
（二）市场分散集中度低，整合打造协同增效.....9
（三）产业基金促进外延成长，收购国际纸业部分业务.....10
三、智能包装集成服务+供应链云平台——技术撬动业务增量.....12
（一）企业包装环节低效，业务外包顺应潮流.....12
（二）工业 4.0 引领产业变革，智能包装集成服务大放异彩.....14
（三）上下游整合包装供应链，云平台打造千亿级服务.....17
四、盈利预测与投资建议.....19
五、风险提示.....19

全球环保研究网

图表索引

图 1: 合兴包装的纸箱收入占比保持高位 5
图 2: 瓦楞纸箱产量及增速 6
图 3: 家电、消费电子、食品行业毛利率 7
图 4: 白酒葡萄酒、啤酒和饮料行业毛利率 7
图 5: 瓦楞原纸/箱板纸产能（2014 年、万吨） 7
图 6: 瓦楞原纸价格（玖龙和理文、元/吨） 8
图 7: 箱板纸价格（元/吨） 8
图 8: 美废和日废价格（美元/吨） 8
图 9: 国废和草浆价格（元/吨） 8
图 10: 美国瓦楞纸箱市场份额情况 9
图 11: 合兴包装与国际纸业全国布局 10
图 12: 价值链增值“微笑曲线” 13
图 13: 智能包装集成业务逻辑 14
图 14: 智能包装集成业务流程 15
图 15: 好孩子集团和浙江泰普森公司 17
图 16: 合兴包装战略规划 18

表 1: 可比公司估值对比 19

全球环保研究网

一、本文逻辑与投资要点

（一）主营业务增长平稳，行业分散亟待整合

合兴包装服务于食品饮料、家电、消费电子、快消品等行业的龙头企业，后者盈利能力强，并且看重包装设计对自身品牌形象和销售业绩的提升效果，因此对包装价格相对不敏感。合兴包装上游的瓦楞纸箱生产原材料价格目前处于近年来的低位并相对稳定，同时合兴包装作为纸包装龙头对上游拥有一定的议价能力，能够以低于市场均价的成本获得瓦楞纸箱的生产原材料。受益于产业链上下游格局，合兴包装主营业务增长平稳。

纸包装行业在整个居民消费产业链中不可或缺，同时行业分散，整合行业能够创造巨大的规模效应，龙头企业有望借此提升公司价值。合兴包装积极推进行业整合并进行海外布局，成立产业并购基金并收购了国际纸业(International Paper)在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，未来将有望产生良好的协同效用。

（二）智能包装集成服务——技术创造业务增量

合兴包装开展的智能包装集成业务IPS(Intelligent Packaging Service)能够默契对接下游客户需求痛点，有望带来显著的业务增量。首先，合兴包装具备行业领先的专业技术优势、良好的信誉和承担能力，能够为客户提供整体包装解决方案、供应商管理库存等高附加值服务，并有能力应对智能包装集成服务过程中涉及的人员调整等方面可能遇到的问题，具有转型智能包装集成服务的实力。其次，合兴包装还拥有丰富的大客户资源、供应商资源和一定的主材生产能力，为自身转型智能包装集成服务提供商打下了坚实的基础。第三，合兴包装在运营改良客户生产线方面拥有运营管理体系和丰富的经验。第四，合兴包装在跨地区销售和管理方面也具备领先优势，因此有实力为不同地区具有包装外包、自动化改造和集中采购需求的客户提供服务。截至目前，合兴包装已公告的智能包装集成服务业务有好孩子集团和浙江泰普森公司。

包装产业供应链云平台PSCP(Packaging Supply Chain Platform)和IPS支持互利，是合兴包装“百亿制造、千亿服务”战略规划的重要组成部分。PSCP业务能够整合行业产生规模效益，有力带动包装行业的内生增长。合兴包装也能够受益于此，分享行业增长带来的利润价值。

（三）盈利预测与投资建议

公司未来看点包括：推广智能包装集成服务，提高公司产品服务附加值；继收购国际纸业在大陆和东南亚业务后，继续利用资本优势进行产业整合；供应链云平台整合行业产生规模效益。预计公司16-18年EPS分别为0.15、0.21和0.29元，对应38、27、19倍PE，鉴于公司未来新业务模式和产业链整合效应将逐步体现，维持“买入”评级。

全球环保研究网

二、主营业务增长平稳，行业分散亟待整合

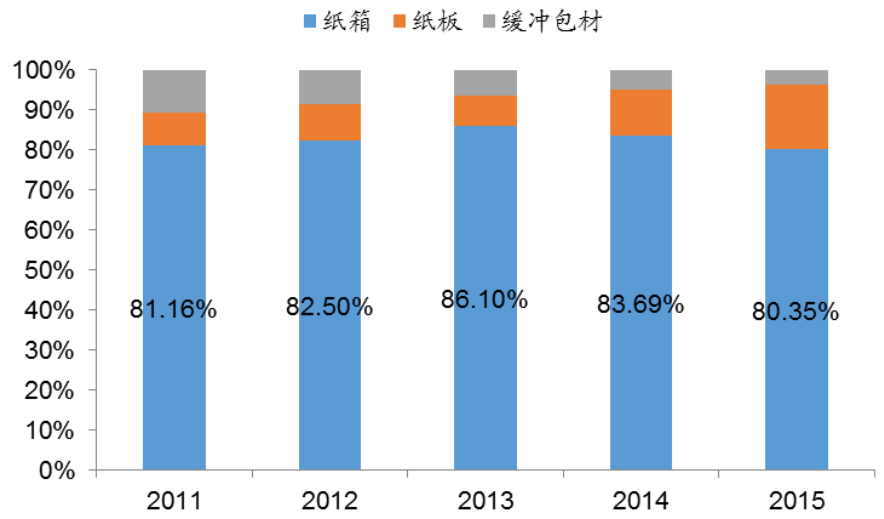
合兴包装服务于食品饮料、家电、消费电子、快消品等行业的龙头企业，后者盈利能力强，并且看重包装设计对自身品牌形象和销售业绩的提升效果，因此对包装价格相对不敏感。合兴包装上游的瓦楞纸箱生产原材料价格目前处于近年来的低位并相对稳定，同时合兴包装作为纸包装龙头对上游拥有一定的议价能力，能够以低于市场均价的成本获得瓦楞纸箱的生产原材料。受益于产业链上下游格局，合兴包装主营业务增长平稳。

纸包装行业在整个居民消费产业链中不可或缺，同时行业分散，整合行业能够创造巨大的规模效应，龙头企业有望借此提升公司价值。合兴包装积极推进行业整合并进行海外布局，成立产业并购基金并收购了国际纸业(International Paper)在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，未来将有望产生良好的协同效用。

（一）受益产业链上下游，主营业务增长平稳

合兴包装的主营产品是中高档瓦楞纸箱和纸板，具体业务涵盖了包装研发、设计、生产、销售及服务。**在各类产品中，高毛利率的瓦楞纸箱对公司营业收入和利润的贡献比重最大，近年来始终保持在80%以上，是公司最重要的产品。**

图1：合兴包装的纸箱收入占比保持高位

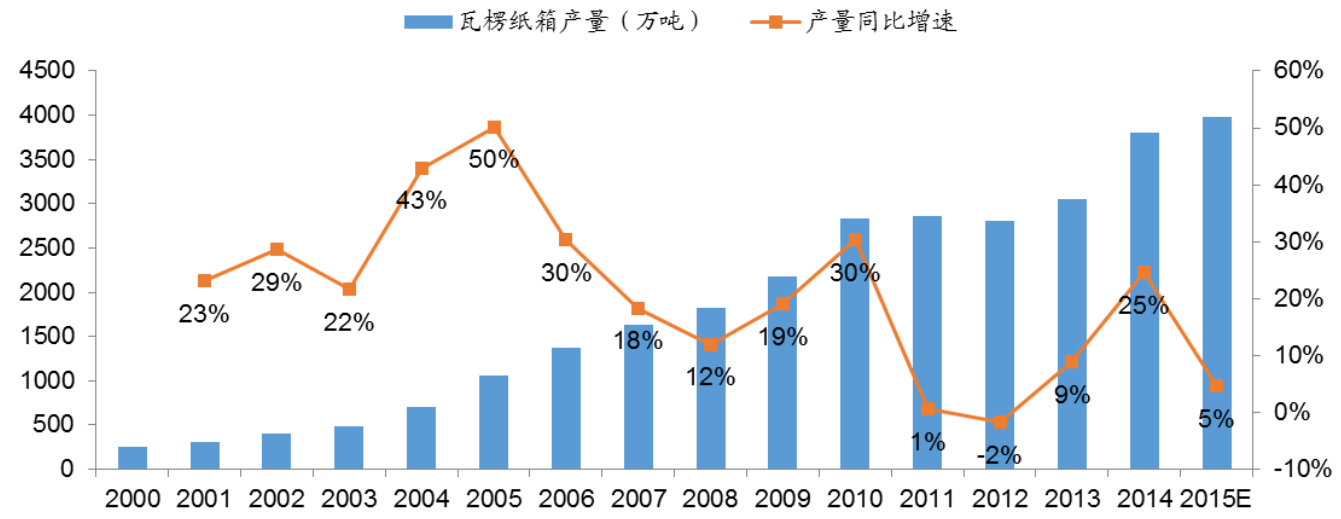


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

伴随着现代商业、物流产业的快速发展，瓦楞纸制品的应用范围也在不断扩大，目前瓦楞纸板已成为现代包装中使用最为广泛的包装材料之一，无论是运输包装还是销售包装，由其加工而成的瓦楞纸箱则成为商品包装的大宗，是出口商品和国内市场商品包装的必备产品，成为现代商业和贸易上使用最为广泛的包装容器。根据派恩咨询（Passion Consultant）发布的《未来全球瓦楞纸盒包装市场研究报告》，2013年全球瓦楞市场值已经超过1400亿美元，占全球总额已经接近30%，其所创造的产值已经占到中国纸包装行业整体产值的85%左右。如下图所示，我国瓦楞纸箱年产量虽然受短期供需关系影响有所波动，但是自2000年以来平均增速在20%以上。

全球环保研究网

图2：瓦楞纸箱产量及增速



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

瓦楞纸箱包装行业的下游是各种消费品行业，如食品饮料、电子、家电、快消品等。在经济转型和消费升级的大背景下，这些行业的需求持续旺盛，越来越多的高端客户急需高品质的瓦楞纸箱和附加服务，而能提供此类产品和服务的厂商产能增量却还跟不上此类市场的需求增量。例如家电领域的竞争日益激烈，海尔、海信、长虹等大厂家，不仅需要在产品技术质量上相互竞争，还必须在产品出货的物流速度、仓储库存的成本控制、包装印刷的精美宣传效果等方面超过对手。

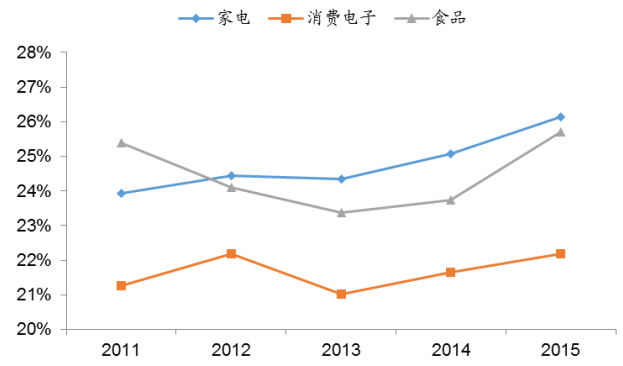
这种竞争的结果就是对高端瓦楞纸箱和附加服务（精美印刷、物流优化、库存节约方案等等）的需求越来越大。**高端客户本身较高的盈利能力使得他们对纸箱包装成本不太敏感，再加上这些客户对高品质纸箱和服务的迫切需求，他们接受弹性定价的意愿也比较高。**

合兴包装的下游客户多数为消费品行业的龙头企业，此类客户的订单占比高达60%-70%。我们观察家电、消费电子、快消品、食品饮料等行业上市公司近年来平均毛利率可以发现，家电、消费电子、食品近五年在20%-25%之间，啤酒和饮料在35%-40%之间，白酒葡萄酒在55%-65%之间。这些行业的龙头企业经营状况良好、盈利能力强、业务发展的可持续性高，同时更看重包装的设计感、差异化，强调包装对自身品牌定位、品质和销售的提升效果，因此对包装的价格相对不敏感。此外，为了保证供货的持续性，高端客户通常也不会轻易更换供应商，客户黏性高于其他一般客户。

相比之下，合兴包装近三年的毛利率分别为19.14%、19.71%、19.72%。毛利率的高低在一定程度上影响着让利空间的大小。由于下游客户毛利相对高、让利空间较大，合兴包装因此有条件提供除包材之外更具附加值的服务。

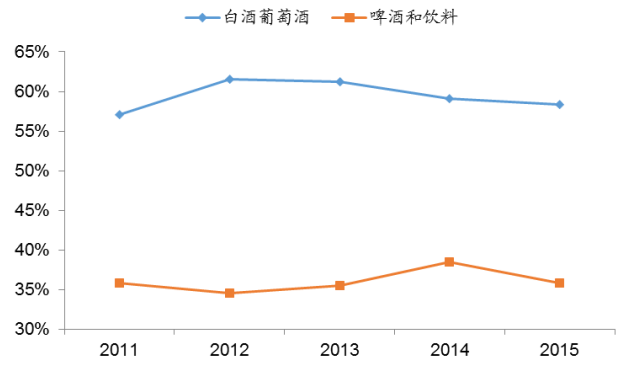
全球环保研究网

图3：家电、消费电子、食品行业毛利率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：白酒葡萄酒、啤酒和饮料行业毛利率

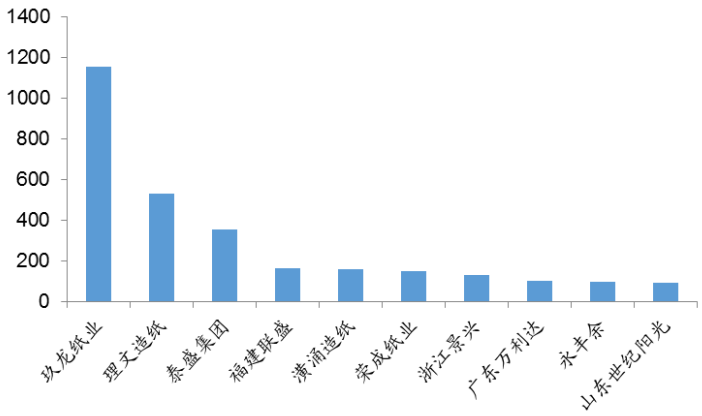


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

利润空间由上游材料价格和下游产品价格共同决定。**目前合兴包装上游的瓦楞纸箱生产原材料价格处于低位，并且相对稳定；同时合兴包装作为纸包装龙头，对上游拥有一定的议价能力，能够以低于市场均价的成本获得瓦楞纸箱的生产原材料。**

瓦楞纸箱/纸板的原材料是瓦楞原纸和箱板纸，目前国内产能最大的是玖龙纸业和理文造纸，此外规模居前的还有泰盛集团、福建联盛、潢涌造纸、荣成纸业、浙江景兴、广东万利达、永丰余、山东世纪阳光等。从2014年产能对比可以看出，玖龙和理文的价格对市场影响力最大，是瓦楞原纸和箱板纸的价格的重要参考对象。

图5：瓦楞原纸/箱板纸产能（2014年、万吨）

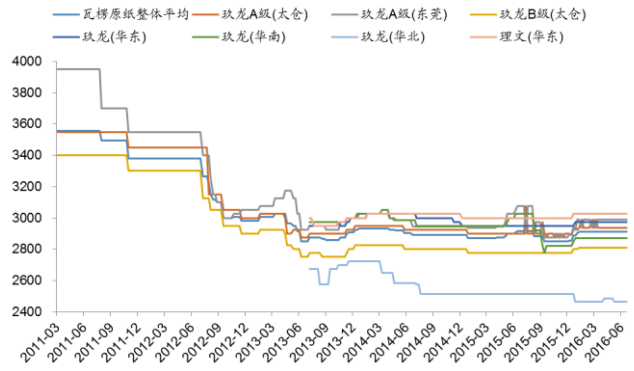


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

瓦楞原纸交易活跃的具体品种包括玖龙A级（太仓、东莞）、玖龙B级（太仓）、玖龙华东、玖龙华南、玖龙华北和理文华东等，箱板纸交易活跃的具体品种分为华北、华东、华南三个类目，目前上述品种价格均处在历史相对低位，且近年来保持稳定。

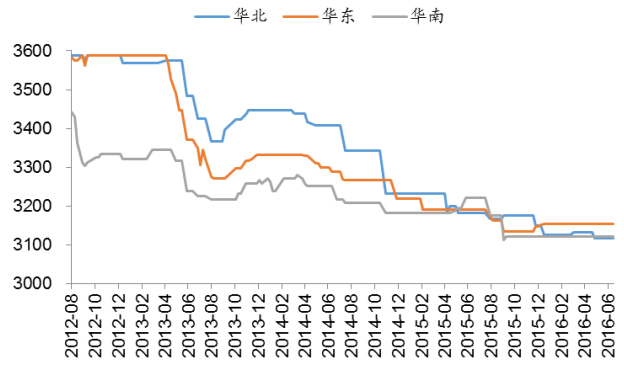
全球环保研究网

图6：瓦楞原纸价格（玖龙和理文、元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图7：箱板纸价格（元/吨）

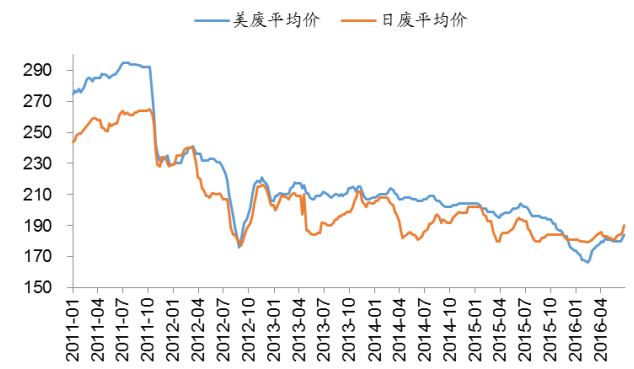


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

事实上，我们还需要考虑瓦楞原纸、箱板纸、瓦楞纸板/纸箱生产厂家的竞争格局，以及瓦楞原纸和箱板纸的上游原材料价格。瓦楞纸箱生产过程可以简化为“瓦楞原纸/箱板纸——纸板——纸箱”。在我国，涉足该领域企业大致可分为三类：一级厂既生产原纸也生产纸板和纸箱，比如浙江景兴、永丰余、国际纸业；二级厂外购原纸但自产纸板与纸箱，比如合兴包装、美盈森等；此外，市场上还存在海量的三级厂，他们不生产原纸和纸板，依靠外购纸板进行加工生产，产品多为统一样式的标准化瓦楞纸箱。这三类企业运营侧重各有不同。一级厂由于拥有造纸生产线，属于重资产企业，原纸产品与竞争对手相比不容易产生高区分度，但能为自身的瓦楞纸箱生产有效降低成本；三级厂投资最少资产最轻，但也因入行门槛低带来激烈竞争，并且销售范围一般局限于单个地区；二级厂所需投资适中，虽不能把原纸成本降到最低，但在生产过程中有机会为客户附加增值服务，其客户群体也涉及消费生产制造的各行各业，最为广泛。

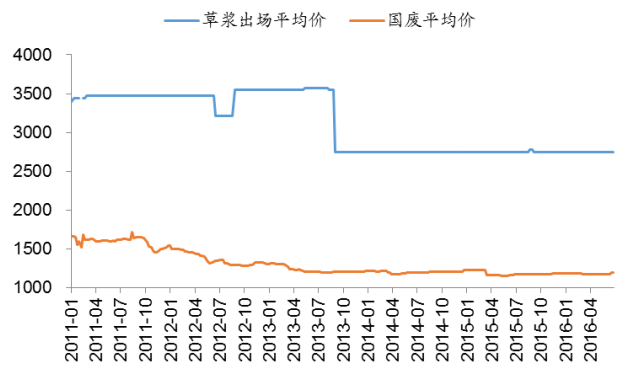
瓦楞原纸产品价格受制造原材料影响较大，主要包括废纸和草浆等。废纸包括美废、日废、国废等。Wind数据显示，交易活跃的废纸品种价格处于历史相对低位且走势平稳，草浆价格也处于较低水平并保持稳定。

图8：美废和日废价格（美元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图9：国废和草浆价格（元/吨）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

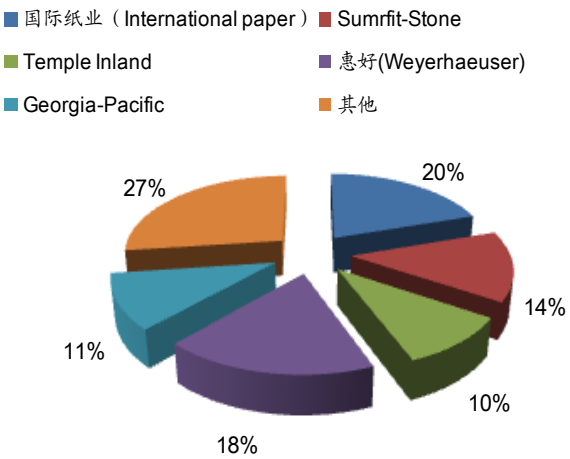
全球环保研究网

综上所述，合兴包装作为外购原纸、自产纸板与纸箱类型的企业，目前处在相对有利的市场环境之中，主营业务受益于上下游产业链，能够保持平稳的增长。

（二）市场分散集中度低，整合打造协同增效

在行业集中度方面，国内前十大纸包装企业的份额之和还不足10%。这主要是由于瓦楞纸箱包装行业的进入门槛较低，导致外购加工纸箱厂（三级厂）的海量存在，瓦楞纸箱的市场份额非常分散。美国瓦楞纸箱市场前5大龙头公司的市场份额均在10%以上，其中市占率第一的国际纸业更是达到27%，澳大利亚、台湾等发达市场前五大纸包装企业的市场份额也都超过了50%，行业集中度明显高于我国。

图10：美国瓦楞纸箱市场份额情况



数据来源：ICCA、广发证券发展研究中心

相比于海外，我国瓦楞纸箱包装行业仍处于成长期，不到10%的行业集中度相比成熟的瓦楞纸箱市场明显偏低。**我们认为，随着下游消费品行业的品牌化与集中度提升，我国纸包装行业未来也将呈现逐步整合的趋势，拥有客户资源优势、全国性布局优势的企业将赢得发展的主动权。**

上文提到，合兴包装的下游客户多数为消费品行业的龙头企业，这类高端客户的发展战略正在改变着瓦楞纸箱的采购模式。传统模式下，各地分工厂负责挑选各自所在地区的纸箱供应商，存在产品包装印刷服务不协调、管理成本高、信息难以及时反馈至大客户总部等缺陷。**大客户战略下的集成采购模式**，总部直接与全国布局的优质供货商签订协议，进行统一采购，并由供货商负责物流配送服务。这样便于总部直接控制供货商，而分公司负责向总部反馈供货商的服务质量，监督管理效率得到很大的提升。**合兴包装这样在全国各地广泛布局的龙头纸箱企业在日益激烈的竞争中更具优势，在此基础上进行外延并购能够进一步激活产能、提升效率，更好地服务客户，创造商业价值。**

合兴包装从上市之初就着手全国布局，截至2016年3月已经在全国26座城市拥有近30个生产基地，是瓦楞行业在全国布点最多的企业，与集团化大客户共生形成网络效应。我们认为，下游行业需求高速发展和分散的竞争格局，为瓦楞纸箱包装行业龙头的发展壮大孕育了巨大机遇，而合兴包装凭借包装研发设计、方案优化，

全球环保研究网

以及物流配送、客户服务等优势，有望通过内生增长与外延并购的方式巩固自身行业领导者的地位。

（三）产业基金促进外延成长，收购国际纸业部分业务

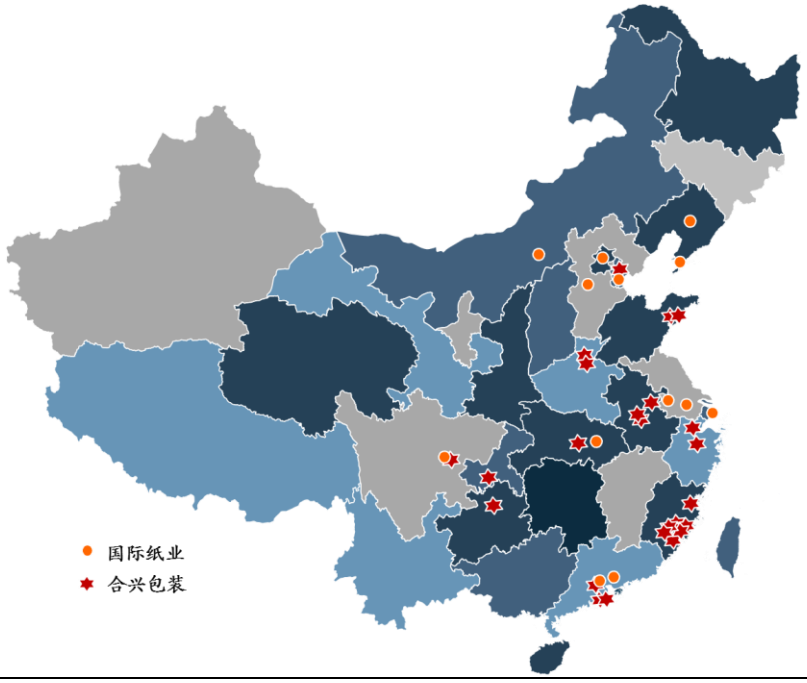
上文提到的国际纸业(International Paper)是美国瓦楞纸箱龙头，在美国市场占有率27%排名第一。合兴包装积极推进行业整合，成立产业并购基金并收购了国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，未来将有望产生良好的协同效用和网络效应。

2016年合兴包装与架桥资本合作，筹划投资设立产业并购基金，总规模不超过6.8亿元的“架桥合兴并购基金”，合兴包装将自行或指定第三方认购18%的份额，架桥资本作为普通合伙人认购1%的份额，剩余金额由双方共同募集。**这种“股权投资基金+上市公司”的模式占用资金少、并购效率高、风险可控力相对更强。**

架桥合兴并购基金于2016年3月与国际纸业（亚洲）有限公司等交易方签署了《股份转让协议》，收购国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务，股权转让价格为6.25亿元。国际纸业成立于1898年，是全球造纸和包装行业的跨国公司，业务遍及北美、拉丁美洲、欧洲、亚洲和北非，目前是全球最大的纸业和森林制品公司。架桥合兴收购的国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务主要是纸包装制品生产、销售，主营产品为瓦楞纸板、瓦楞纸箱、纸托盘、缓冲制品、展示架等。

国际纸业在其2015年年报中披露，其在中国13座城市设有16个瓦楞包装箱生产基地，在东南亚4个国家5座城市各有一个瓦楞纸箱生产基地。国际纸业在华布局的13座城市分别是大连、沈阳、呼和浩特、北京、天津（2处）、保定、上海（2处）、苏州、南京、武汉、成都、广州（2处）、东莞。合兴包装在国内的布局包括天津、青岛（2处）、绍兴、滁州、合肥（2处）、海宁、厦门（4处）、福州、漳州（2处）、郑州、新乡、汉川（2处）、佛山、珠海（2处）、成都、重庆、遵义。

图11：合兴包装与国际纸业全国布局



数据来源：公司年报、公司官网、广发证券发展研究中心

全球环保研究网

我们认为，合兴包装与国际纸业的协同效用主要体现在三个方面：

一是客户和产能的网络效应。合兴包装收购国际纸业在华业务，并没有增加国内新的产能，没有加剧行业竞争。客户方面合兴包装与国际纸业存在一定的互补性，国际纸业的产能利用率有望获得提高，上文所述的合兴包装与大客户共同营造的网络效应能够进一步增强。**二是原材料成本的降低。**合兴包装和国际纸业同为纸包装龙头，一旦收购完成将成为国内纸包装行业的“巨无霸”，面对上游原材料供应商的议价能力将进一步提高，有效控制原材料成本。**三是运营管理经验的输出。**合兴包装拥有宝贵的行业认知积累和运营管理经验，能够为国际纸业在华业务带来帮助。综上所述，我们继续看好合兴包装作为龙头企业利用资本优势进行产业整合。

全球环保研究网

三、智能包装集成服务+供应链云平台——技术撬动业务增量

合兴包装开展智能包装集成业务IPS(Intelligent Packaging Service)始于2008年：下游客户戴尔的包装部门工人数量多、为追求更高效率计划解散包装部门，希望当时正参与包装业务的合兴包装接管整个包装线。IPS的前身是整体包装解决方案CPS(Complete Packaging Solution)，根据合兴包装下游客户包装环节的需求升级而成。IPS是在CPS经验积累之后开发的新型业务模式，能够默契对接下游客户需求痛点，因此有望带来显著的业务增量。合兴包装在企业信誉和承担能力方面优势明显，同时有一定的主材生产能力，而且凭借全国网点布局有着可复制生产线的能力。截至目前，合兴包装已公告的智能包装集成服务业务有好孩子集团和浙江泰普森公司。

（一）企业包装环节低效，业务外包顺应潮流

如上文所说，合兴包装下游客户大多是典型的制造企业，其完整的包装环节主要由三个节点组成：包装设计、包材采购、产品装箱。首先，企业会针对自身的产品设计出符合仓储物流要求的包装物，采用合适的外包装材料、辅助材料（如家电包装中的抗震泡沫）来满足产品对压力、温度、湿度的需求，防止产品在储存、运输过程中损毁，然后再设计包装物上的印刷内容。完成了包装设计后，企业向包装企业采购对应的包装材料，并将包装材料投入到装箱程序。以传统的瓦楞纸包装为例，在装箱生产线上瓦楞箱纸板首先会折叠成型，再把产品装入，最后进行密封。将密封好的包装箱堆放好后，包装环节才宣告完成。

在传统包装环节的各个节点中，产品装箱是最繁琐、花费精力最多的。对于包装设计，尽管需要专业的包装团队，但目前市场上有大量的包装设计公司为企业提供服务，部分大型包装企业也能够为客户解决包装设计的难题。包材采购方面，企业与包装龙头形成长期合作关系，不必在采购环节花费太多精力。**在最后的产品装箱程序，企业往往要雇佣大量的装箱工人。手工装箱不仅效率低下、限制了产量的提升，而且容易造成包装质量不稳定导致次品率上升的情况，大大增加了企业的间接成本。**

手工式装箱费时费力，企业希望通过提高自动化程度来提高装箱环节的效率，然而在这过程中企业也遇到重重困难。首先，要为包装流水线设计出一套自动化方案需要专业的包装工程师团队，一般企业并不具备这样的人才储备。尽管包装自动化设备厂商在销售机器的同时也会为客户设计程序，提供解决方案，但市场上的包装机厂商良莠不齐，缺乏专业知识的企业难以辨别，因而在转型的初期就面临阻碍。其次，即便完成了设备的采购，由于企业产品种类繁多，包装要求各不相同，自动化包装设备也要在生产过程中进行灵活调整，修改自动化程序以及相应参数，这对企业的设备管理能力有着较高要求，缺乏专业人才的企业难以满足。

目前，有部分大企业在装箱环节实现了全自动化，然而这部分大企业仍然面临着不少难题。尽管这些大企业设置了专门的包装管理团队，但“养不起、用不足、留不住”成为这些包装团队常见的问题。企业专注于自身产品的生产，很少有精力专心研究产品的包装问题，包装管理不被视为核心职能，包装人才难有太大的发挥空间，

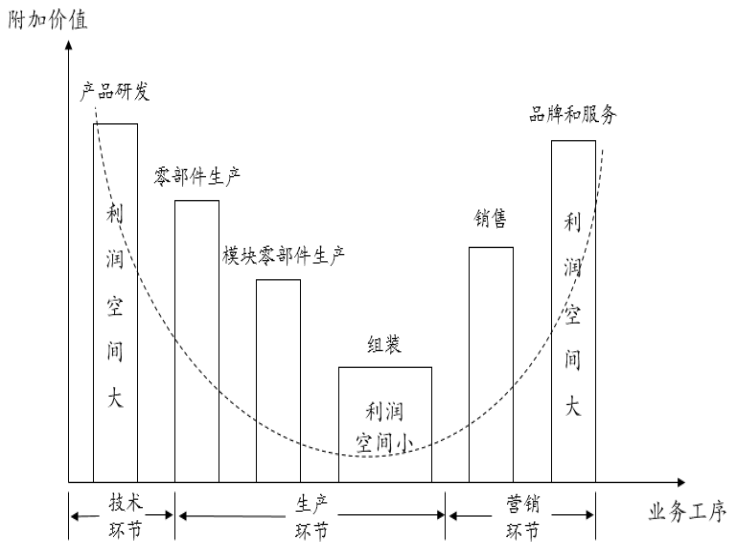
全球环保研究网

因而流失率较高。另一方面，我们也提到企业产品种类繁多，自动化包装线管理难度大，企业耗费大量的精力在装箱环节上，增加了运营的隐性成本。由此可见即便是实现了自动化的大企业也面临着另一种形式的“费时费力”。

可以看出，随着人工成本的高企，包装环节中的装箱程序已经成为制造业的“痛点”之一。在传统的手工装箱模式下，生产效率低、人工成本高、包装质量没有保证；尽管企业希望提升自动化程度，但专业包装团队的缺失成为了障碍。对于已经实施全自动装箱的大企业，包装人才用不足留不住，复杂的包装设备管理也耗费了企业大量的精力。**可见无论对于哪种类型的企业，包装环节都可谓是“费时费力”，在此情况下企业有很强的动因将包装环节进行外包。**

目前，越来越多的企业采取专注于核心业务的战略，将非核心业务剥离或者外包出去。企业核心业务是指企业具有竞争优势并能够带来主要利润收入的业务，由于一个企业的资源往往是有限的，企业会希望将资源集中于自己相对优势最大的领域，以塑造和发挥独特的、难以替代的核心业务，从而构筑自己的核心竞争力和专业门槛。**从业务专业化的角度考虑**，非核心业务流程往往是企业不具有专业优势的领域，企业通过实施业务流程外包将非核心业务流程转移出去，可以借助外部资源的优势来弥补和改善自己的弱势，从而把主要精力放在企业的核心业务上，形成自己的核心竞争力，获得使企业持续发展的能力。举例来说，制造业企业如果将产品包装流程剥离或外包出去，一方面不需要组建自己的包装团队，省去聘请和管理包装设计人员、装箱员工的投入成本，另一方面，专业化的包装公司对包装方案设计和包装成本节约有着更多的经验和更专业的人才。**从附加价值的角度考虑**，根据著名的“微笑曲线”，以生产制造企业为例，整个业务流程的核心往往在于产品的研发和设计以及品牌和服务，这是为企业带来而产品的组装、包装、物流等流程则并不是具有高附加价值的环节，利润空间小，从战略上考虑，企业往往会考虑将这些低附加价值的环节外包给专业化企业。包装这个环节对于绝大多数制造型企业来说都是低附加值的，将其剥离或外包出去能使企业专注于产品的研发和品牌的建立，整体上提高企业管理效率，聚焦核心业务的发展，提升核心竞争力。

图12：价值链增值“微笑曲线”



数据来源：万方数据、广发证券发展研究中心

全球环保研究网

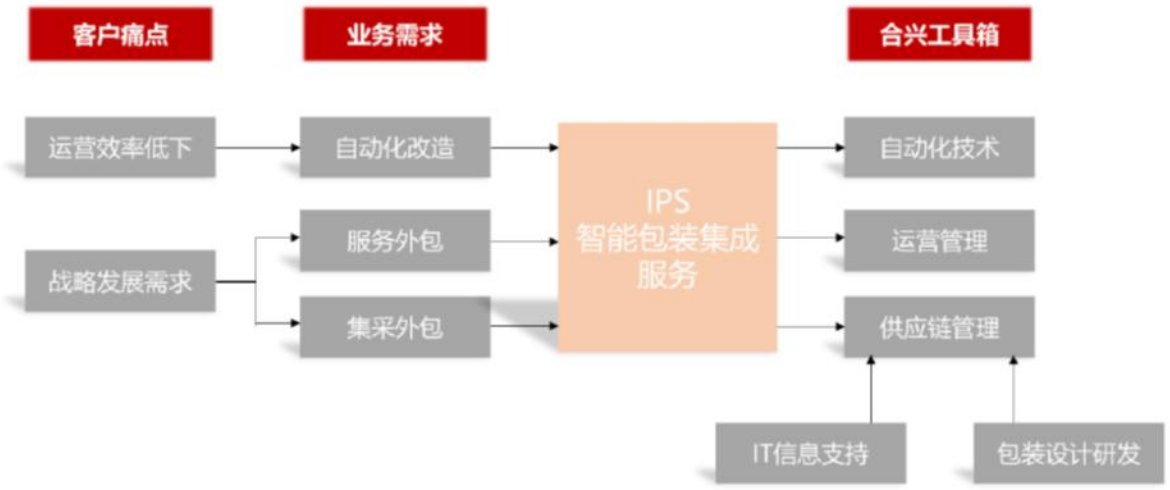
正是因为专注于核心业务能为制造业企业带来上述的种种好处，企业对非核心业务外包服务的需求越来越大。我国的服务外包企业2010年共有12706家，2011年和2012年每年增量都在4000家以上，2015年更是新增 5600余家。累计从业人员数量也逐年递增，从2010年的233万增加至2012年的423万，2015年新增120多万人。这些数据意味着服务外包市场的需求不断升温、竞争加剧，企业的参与程度也正在不断提高，非核心业务的外包战略将逐渐成为企业普遍采取的经营策略。无论是处于人工包装阶段的企业，还是已经实现自动化包装的企业，都存在**包装成本高、专业化程度低、管理水平繁琐以及无法专注主要战略等痛点。考虑到成本和战略这两个动因，我们认为制造业企业将包装环节外包出去将是未来的大势所趋。**

（二）工业 4.0 引领产业变革，智能包装集成服务大放异彩

通过以上分析我们认识到，企业出于成本和战略动因，将包装这一非核心业务剥离外包出去是未来的大势所趋，这将给包装行业带来广阔的新市场。而传统人工包装、人工装箱模式存在高成本低效率的弊端，不利于包装行业的发展。我们认为，将工业4.0的理念运用于包装行业，利用机器人实现包装和装箱自动化，提高运营效率，增加包装服务附加值，将是未来行业变革升级的重要方向。

智能包装集成服务是一种旨在通过智能包装设备完成客户在产品包装环节的自动化包装，通过智能包装技术打通客户产品生产制造、包装、仓储、物流与用户之间的连结，通过包装集成服务实现包材的设计、采购、运输、管理、品控等方面的一体化服务的新型业务模式。**从我国的包装行业的发展趋势来看，我们认为未来包装企业的本质将不再是制造业，而是集成服务提供商，转型升级为智能包装集成服务商会是包装龙头企业的共同选择。**未来以合兴包装为代表的龙头企业将成为包装供应链的整合者，通过筛选和管理供应商，将整条包装供应链的上下游打通，并与包装机械生产商合作，起到包装服务平台的作用，为客户提供包装设计、包材生产、采购、自动化包装的一体化承包服务，解决制造业企业的包装痛点。

图13：智能包装集成业务逻辑

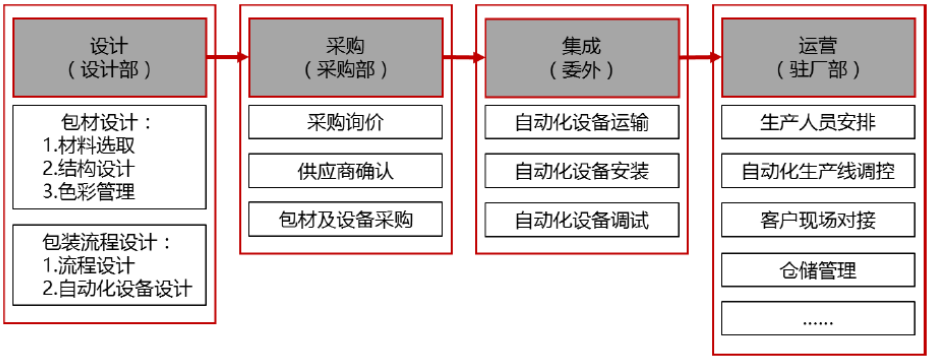


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

全球环保研究网

包装企业的下游客户完成产品的生产环节之后，接下来的包装环节便全部外包给智能包装集成服务商。智能包装集成服务商拥有专业的包装方案设计团队，先根据客户的产品特性设计出最优的包装方案，然后利用手头掌握的包装供应商资源，根据包装方案要求进行包装材料的采购和生产，这时候智能包装集成服务商就成为了这条供应链的掌门人。随后，智能包装集成服务商与包装机械生产商进行合作，由机械生产商提供机械设备，实现产品的智能化、自动化的包装，降低包装成本的同时最大化包装效率。

图14：智能包装集成业务流程



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

根据合兴包装披露，智能包装集成具体业务流程如下。

设计环节：设计环节包括包材设计和包装流程设计两部分，由设计部负责。包材设计主要涉及材料选取、结构设计和色彩管理三方面，而包装流程设计则主要围绕包装流程及自动化设备两方面展开，是IPS模式的核心环节之一。设计部人员需根据产品的特点及客户的具体需求进行包材及包装流程的设计。

采购环节：采购环节由采购部负责，同样包括包材采购和设备采购两部分，主要涉及采购询价、供应商确认以及包材和设备采购等业务内容。

集成环节：集成环节是指自动化设备的集成，主要作业内容包括设备运输、安装、调试等，此环节主要采取委外的作业方式。

运营环节：运营环节主要由驻场部负责，其作业内容主要包括生产人员安排、自动化生产线调控、与客户相关工作人员的现场对接、包材及产品的仓储管理等。

我们认为，合兴包装之所以能够在包装行业中率先提出智能包装集成服务的新战略，与其长年深耕包装行业积累的包装专业优势、丰富的供应商和大客户资源、运营改良客户生产线的经验积累、布局全国的独家优势以及出色的跨区域管理能力密不可分。

首先，合兴包装具备行业领先的专业技术优势、良好的信誉和承担能力。包装环节涉及到包装箱的设计、生产以及装箱等各个环节，其中每一个环节对于专业性要求都很高。以家电行业的包装为例，包装箱**在设计环节**需要考虑到包装箱外观的美观，此外还需要考虑到纸质的选择，以使得包装箱具备符合规定的抗压能力、缓冲能力、耐腐蚀能力。同时，家电产品种类繁多，即使是对于同一类型的家电产品，

全球环保研究网

不同型号对于包装箱设计要求不同。多样化需求对于专业性提出了更高的要求。而**在生产环节**，则需要考虑材料、材质的选择，考虑生产工序安排、加工的时间和时点等，以及对于包装用纸的合理规划利用，以使得原材料得到最大化利用。**在装箱环节**，需要考虑空间最大化利用，尽量满箱装载。同时，产品装箱人工的安排、装箱效率等都具有较高的专业性要求。可以看出，包装环节对专业性的要求较高，不适宜交给机械设备生产商或一般包装企业来完成。**合兴包装凭借扎实的技术基础和良好的企业信誉拥有了一定的信任壁垒，能够为客户整体包装解决方案、供应商管理库存等高附加值服务，并有能力应对智能包装集成服务过程中涉及的人员调整等方面可能遇到的问题，具有转型智能包装集成服务的实力。**

其次，合兴包装还拥有丰富的大客户资源、供应商资源和一定的主材生产能力。一方面，合兴包装长期与上游原料供应商有贸易往来，且采购规模较大，因而具有较强的议价能力，能用较低的成本采购充足的原材料。主材生产大约占到整个包装过程的一半，其生产流程上对专业性的需求很强。另一方面，合兴包装自上市以来一直坚持“集团化、大客户”战略，采取标准化、可复制的生产模式，以可靠的质量和优质的服务赢得了众多大客户资源。目前公司下游客户多数为消费品行业的龙头企业，如食品饮料、家电、消费电子等，其经营状况良好、盈利能力强、业务发展的可持续性高，同时也有将包装业务剥离外包、整体包装解决方案等附加服务的强烈需求。**因此，依托深耕行业积累的供应商和下游大客户资源，合兴包装为自身转型智能包装集成服务提供商打下了坚实的基础。**

第三，合兴包装在运营改良客户生产线方面拥有丰富的经验。IPS服务需要根据客户的生产线做出相应的对接，需要到客户工厂现场考察了解并制定方案，往往会在附近或车间内提供IPS服务。现场运营管理(包括生产计划的对接、团队体系搭建、内部管控等)是非常复杂而且需要经验的一环，项目经理人需要对项目情况做全面管控，包括现场堆放、运输、人员、设备维护、对接、仓储、安全体系等问题。合兴包装的运营管理体系是其重要优势所在。

第四，作为国内唯一一家全国自主布局的包装企业，合兴包装的跨区域管理能力更胜一筹。自上市以来，公司的自有工厂已经从2008年原有的4家发展至2016年3月26座城市近30家生产基地，基本完成了全国经济发达地区的布局工作，可以配合下游客户形成协同发展。**凭借上市以来立足于全国范围内布局扩张的长期战略，公司在跨地区销售和管理方面也具备其他龙头企业难以企及的优势，因此有实力为不同地区具有包装外包、自动化改造和集中采购需求的客户提供服务，这就为合兴包装推进智能包装集成服务的新战略提供了独一无二的优势。**

IPS收取的是服务费用，服务的价值主要体现在人工费用的降低和包材运输管理两方面。前者包括机械替代人力和技术工人替代普通工人，后者的贡献在于为客户提高包材业务的效率。合兴包装已经公告的智能包装集成服务客户有好孩子集团和浙江泰普森公司。IPS是合兴包装2016年非公开发行股票计划募投项目之一，预案披露此项目年均销售收入为19.3亿元，年均净利润为1.11亿元。

全球环保研究网

图15：好孩子集团和浙江泰普森公司

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

好孩子集团是世界儿童用品行业的重要成员之一，是目前中国规模最大的专业从事儿童用品的企业集团。好孩子儿童用品有限公司是好孩子集团的骨干企业，为中国最大的从事儿童用品研究、开发、制造和销售的企业。其经营范围：生产婴儿推车、自行车、学步车、三轮车、电瓶车、汽车座、童床、餐椅、洁具、便具等儿童居家和出行用品，小型手推车辆（超市购物车）和相关产品，并销售自产产品，提供相关技术服务与咨询。从事非配额许可证管理商品、非专营商品收购出口业务。仅在江苏昆山地区的包装材料年用量1.1亿元。其中纸箱用量可达5500万元，彩箱用量达1300万元，说明书达2000万元，PE袋用量达1000万元，其他包材（如不干胶、封箱带、打包带、吊牌等）可达年均1000万元以上。业务主要包括：（1）包装自动化设备提供与采购：公司全权负责该设备的设计与购买，包括设备的安装、调试、移机、培训等相关事项，以及设备的保养、维修等；（2）包材的提供与采购：公司负责提供好孩子公司所需包装主材（含纸箱、说明书、合格证、吊牌等）和包装辅材（含包装绳、胶带等），其中包装主材公司可以自行生产，也可以向第三方购买。合作期限为三年，从2015年9月1日起至 2018年8月31日止。

泰普森公司是集专业设计、开发、生产、经营、出口户外休闲用品的大型外向型企业，是中国最具规模的户外休闲用品提供商，主导产品有帐篷、登山包、户外餐包、户外家具、花园家具、渔具及其配套产品等七大系列、上万个品种，产品畅销欧美、澳洲、亚洲等全球各个区域与国家。泰普森公司的包装材料（包括纸箱、彩盒、说明书、不干胶等）年使用量预计为2亿元。合兴供应链公司供应的产品为双方签订的采购合同项下的纸箱、彩盒等包装系列，按泰普森公司所规定的材料、规格型号生产。

我们认为，智能包装集成战略将创造万亿级的市场空间，对比传统包装市场，无论在市场容量还是盈利能力上都将有极大提升。通过此次战略转型，合兴包装将进一步深化与客户的合作关系，满足客户的个性化需求，增强客户黏性，由被动的订单生产转向更深层的战略合作，进而扩大公司品牌影响力，实现快速可持续发展。

（三）上下游整合包装供应链，云平台打造千亿级服务

包装产业供应链云平台PSCP(Packaging Supply Chain Platform)是依托互联网信息技术，服务于包装产业供应链上下游的包材供应商、包材需求客群、包材产业链上下游关联方等各类型的主体，实现各商业主体之间信息流、业务流与资金流交互往来的资源整合及信息共享平台。

包装产业链中有很多规模适中或较低的下游企业，其包材采购量不大、付费意愿不强，但是对包材品质、品类、品宣作用具有较高要求；很多分散的包材供应商

全球环保研究网

业务信息获取渠道狭窄，供应范围受地域限制（包装企业的销售运输半径有限，通常在150-200公里），规模化生产能力有限。PSCP平台的建设旨在解决这些问题，构建包材供应链上下游各关联方的资源共享载体，汇聚印刷厂、研发设计机构、广告机构、认证机构、设备供应商、信息技术开发商、原辅材料供应商等各包装产业关联方，满足包材需求客群及供应商的实际需求，反哺关联方的业务订单增量，实现供应链各主体的流量导入。

PSCP项目是合兴包装2016年非公开发行股票计划募投项目之一，拟投入金额达到3.6亿元。公司表示将在PSCP平台流量导入的基础上，实现行业资源整合与共享，进而为其自身带来增量业务机会并提升其盈利能力，有助于其构筑业务多元化发展新模式下的多维变现体系并增强企业整体市场竞争能力。

图16：合兴包装战略规划

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

随着工业技术升级在包装产业的运用逐步深化，以及合兴包装在产业链上下游之间整合能力的提升，IPS和PSCP可以说是支持互利的两项业务，也是合兴包装“百亿制造、千亿服务”战略规划的重要组成部分。**IPS业务增强了合兴包装与包材供应商、机械设备商等上游环节的连结，提升了下游客户的粘性，为搭建PSCP做好了重要的铺垫。**

合兴包装发展PSCP有几大意义：平台集中采购有价格优势，比单独采购成本低；平台能够在应收账款上为企业提供资金支持；平台能有效整合订单、促进交易；平台能够提供研发、设计等无形服务支持，更好地满足客户需求。**总体来看，PSCP业务能够整合行业产生规模效益，有力带动包装行业的内生增长。合兴包装也能够受益于此，分享行业增长带来的利润价值。**

全球环保研究网

四、盈利预测与投资建议

公司未来看点包括：推广智能包装集成服务，提高公司产品服务附加值；继收购国际纸业在大陆和东南亚业务后，继续利用资本优势进行产业整合；供应链云平台整合行业产生规模效益。预计公司16-18年EPS分别为0.15、0.21和0.29元，对应38、27、19倍PE，鉴于公司未来新业务模式和产业链整合效应将逐步体现，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值对比

股票代码	证券简称	最新股价（元）	EPS（元）			PE		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
002228.SZ	合兴包装	5.56	0.15	0.21	0.29	37.91	27.05	18.89
002303.SZ	美盈森	12.29	0.24	0.33	0.52	50.45	37.30	23.68

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

五、风险提示

1.目前国内智能包装集成服务仍在起步阶段，模式的可操作性存在不确定性；

2.公司盈利与下游客户产品销售关系密切，一旦客户销售低于预期，可能导致公司订单和业绩增速不达预期；

3.原材料价格的超预期上涨可能导致公司短期利润的下滑。