

天元集团

快递包装需求放量，IPO 启动提升中长期竞争力

新三板公司点评

公司近况

天元集团上半年营收 3.65 亿元，同比增长 21.7%；净利润 2906 万元，同比下降 25.3%，对应每股盈利 0.24 元；经营活动现金流量净额 3872 万元，同比增长 56.6%。

简评

下游快递业务量快速增长，公司营收端受益明显。天元集团主营运单、文件袋、快递袋等产品的研发、生产和销售，主要客户包括顺丰控股、韵达货运、圆通速递、邮政速递和京东等国内知名快递和电商企业。上半年我国快递行业维持快速增长，全国规模以上快递业务量 173 亿件，同比增长 31%；公司第一大客户顺丰快递（占营收比重约 30%）快件业务量 13.7 亿票，同比增长 20.5%，带动公司包装产品需求放量。

原材料价格上涨造成盈利压力，费用率管控良好。上半年公司毛利率同比下降 7.8ppt，预计主要是受到去年下半年以来纸价等原材料快速上涨影响。考虑到目前纸价仍维持高位运行且公司向下游转嫁成本上涨压力较弱，后续仍需跟踪纸价波动对公司毛利率的影响；期间费用率同比下降 0.9ppt，其中销售/管理/财务费用率同比分别 +0.9/-1.9/+0.1ppt，规模扩张效益明显。受毛利率大幅下降影响，公司净利率同比下降 5.0ppt。

IPO 启动，产能释放助力下游客户开发。公司 IPO 申请于今年 4 月获得证监会受理，拟募集资金 9.11 亿元用于湖北浠水和浙江平湖生产基地等项目。随着募投项目建设完成，公司将拥有广东东莞/中山、河北廊坊、浙江平湖和湖北浠水等多个基地，生产布局实现全国覆盖，票据产品、快递封套、快递袋、气泡袋和标签等产品产能大幅提升（目前公司大部分生产线产能利用率 95% 以上），有助于保障稳定的产能供应并缩短运输半径，充分享受下游快递行业快速发展红利。

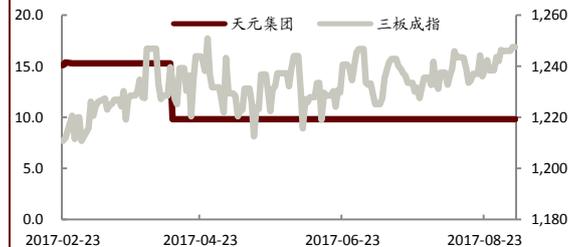
主板可比公司

- 裕同科技 (002831.SZ):** 高端品牌包装整体解决方案提供商，专注于消费类电子产品，拓展高端烟酒、化妆品及高端奢侈品包装市场。公司客户包括富士康、华为、联想、三星等。上半年营收 26.61 亿元，同比增长 31.7%；归母净利 3.11 亿元，同比增长 22.7%。
- 合兴包装 (002228.SZ):** 公司专注于瓦楞纸箱包装行业，是中国包装联合会副会长单位，主要客户包括海尔、美的、格力、百威英博等知名企业。上半年公司营收 25.43 亿元，同比增长 57.9%，净利润 7107 万元，同比增长 39.5%。

风险

市场竞争风险。

股票代码	836099.OC
最新收盘价	9.81
52 周最高价/最低价	16.80~7.00
总市值(亿)	12.02
发行股数(百万)	122.52
其中：自由流通股(%)	31
主营行业	包装



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016A
营业收入	394	578	671
增速	24.4%	47.0%	16.0%
归属母公司净利润	25	48	61
增速	510.9%	89.8%	26.3%
每股净利润	0.42	0.63	0.55
每股净资产	1.61	1.96	3.48
每股股利	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.33	0.10	0.26
市盈率	47.6	25.1	19.9
市净率	12.5	5.9	2.8
EV/EBITDA	31.6	18.7	14.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	8.4%	13.7%	12.5%
平均净资产收益率	30.2%	31.8%	19.2%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

樊俊豪

分析师
 junhao.fan@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080513080004
 SFC CE Ref: BD0986

郭海燕

分析师
 haiyan.guo@cicc.com.cn
 SAC 执证编号: S0080511080006
 SFC CE Ref: AIQ935



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016A	主要财务比率	2014A	2015A	2016A
利润表				成长能力			
营业收入	394	578	671	营业收入	24.4%	47.0%	16.0%
营业成本	319	453	504	营业利润	521.9%	102.6%	25.4%
营业税金及附加	1	3	4	EBITDA	N.A	69.5%	26.2%
营业费用	17	24	39	净利润	510.9%	89.8%	26.3%
管理费用	26	38	51	盈利能力			
财务费用	3	2	0	毛利率	19.0%	21.7%	24.8%
其他	1	4	2	营业利润率	7.0%	9.7%	10.5%
营业利润	28	56	70	EBITDA 利润率	10.1%	11.7%	12.7%
营业外收支	3	2	3	净利润率	6.4%	8.2%	9.0%
利润总额	30	58	73	偿债能力			
所得税	5	10	13	流动比率	1.09	1.67	2.89
少数股东损益	0	0	0	速动比率	0.64	1.04	1.95
归属母公司净利润	25	48	61	现金比率	0.11	0.21	0.92
EBITDA	40	67	85	资产负债率	69.3%	45.7%	26.9%
资产负债表				净债务资本比率	净现金	净现金	净现金
货币资金	24	36	141	回报率分析			
应收账款及票据	82	133	112	总资产收益率	8.4%	13.7%	12.5%
预付款项	14	3	6	净资产收益率	30.2%	31.8%	19.2%
存货	95	107	145	每股指标			
其他流动资产	16	8	43	每股净利润 (元)	0.42	0.63	0.55
流动资产合计	231	287	446	每股净资产 (元)	1.61	1.96	3.48
固定资产及在建工程	61	77	111	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	25	15	26	每股经营现金流 (元)	0.33	0.10	0.26
非流动资产合计	86	92	137	估值分析			
资产合计	316	379	583	市盈率	47.6	25.1	19.9
短期借款	20	27	25	市净率	12.5	5.9	2.8
应付账款及票据	113	112	104	EV/EBITDA	31.6	18.7	14.8
其他流动负债	79	33	25	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	211	172	155				
应付长期债券	0	0	0				
非流动负债合计	8	1	2				
负债合计	219	173	157				
股东权益合计	97	206	426				
少数股东权益	1	1	0				
负债及股东权益合计	316	379	583				
现金流量表							
净利润	N.A	47	60				
折旧和摊销	N.A	8	11				
营运资本变动	N.A	49	44				
其他	N.A	5	4				
经营活动现金流	N.A	11	32				
投资活动现金流入	N.A	36	169				
投资活动现金流出	N.A	50	251				
投资活动现金流	N.A	-14	-82				
股权融资	N.A	61	164				
银行借款	N.A	37	52				
其他	N.A	-78	-64				
筹资活动现金流	N.A	19	152				
汇率变动对现金的影响	N.A	0	0				
现金净增加额	N.A	16	102				

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

天元集团系一家主营运单、文件封、快递袋、不干胶等全系列快递物流包装印刷品研发、生产和销售的国家高新技术企业。公司旗下系列产品包括运单、文件封、不干胶、封箱胶、快递袋、背胶带、气泡袋与封条等。



图表 1：天元集团业绩回顾

(百万元)	2015A	1H16	2H16	2016A	1H17	2015A+/-	1H16+/-	2H16+/-	2016A+/-	1H17+/-	中金评论
营业收入	578	300	371	671	365	47.0%	24.8%	9.7%	16.0%	21.7%	快递包装需求放量
营业成本	-453	-215	-290	-504	-290	42.0%	11.6%	11.3%	11.4%	34.9%	
营业税金及附加	-3	-2	-2	-4	-2	137.3%	96.2%	36.0%	58.0%	2.2%	
销售费用	-24	-13	-26	-39	-20	47.2%	46.7%	69.1%	60.7%	45.1%	
管理费用	-38	-24	-26	-51	-23	44.2%	89.1%	6.5%	34.9%	-6.4%	
财务费用	-2	0	0	0	-1	-39.8%	-77.4%	-134.2%	-95.0%	143.7%	
资产减值损失	-4	-1	-1	-2	-2	442.4%	-53.8%	-13.5%	-40.7%	107.5%	
营业利润	56	44	26	70	28	102.6%	108.8%	-24.4%	25.4%	-35.4%	
税前利润	58	47	26	73	31	91.5%	119.7%	-28.2%	26.1%	-33.1%	
所得税	-10	-8	-5	-13	-2	100.9%	88.1%	-18.7%	23.9%	-70.1%	
净利润	48	39	22	61	29	89.8%	125.4%	-29.4%	26.3%	-25.3%	
摊薄每股收益(元)	0.39	0.32	0.18	0.49	0.24	89.8%	125.4%	-29.4%	26.3%	-25.3%	
毛利率	21.7%	28.3%	22.0%	24.8%	20.5%	2.7ppt	8.5ppt	-1.1ppt	3.1ppt	-7.8ppt	期间费用管控良好 原材料价格上涨造成盈利压力
销售费用率	4.2%	4.5%	6.9%	5.8%	5.3%	0ppt	0.7ppt	2.4ppt	1.6ppt	0.9ppt	
管理费用率	6.5%	8.2%	7.1%	7.6%	6.3%	-0.1ppt	2.8ppt	-0.2ppt	1.1ppt	-1.9ppt	
财务费用率	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.2%	-0.4ppt	-0.4ppt	-0.2ppt	-0.3ppt	0.1ppt	
营业利润率	9.7%	14.6%	7.1%	10.5%	7.7%	2.7ppt	5.9ppt	-3.2ppt	0.8ppt	-6.8ppt	
净利率	8.3%	13.0%	5.8%	9.0%	8.0%	1.9ppt	5.8ppt	-3.2ppt	0.7ppt	-5ppt	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：天元集团 IPO 募集资金情况

序号	项目名称	投资总额(万元)	募集资金拟投资金额(万元)
1	快递电商物流包装耗材制造基地项目	49,862	48,362
2	快递物流包装印刷耗材制造基地项目	15,646	13,146
3	营销配送中心及信息化平台建设项目	19,886	19,886
4	研发中心建设项目	9,698	9,698
合计		95,092	91,092

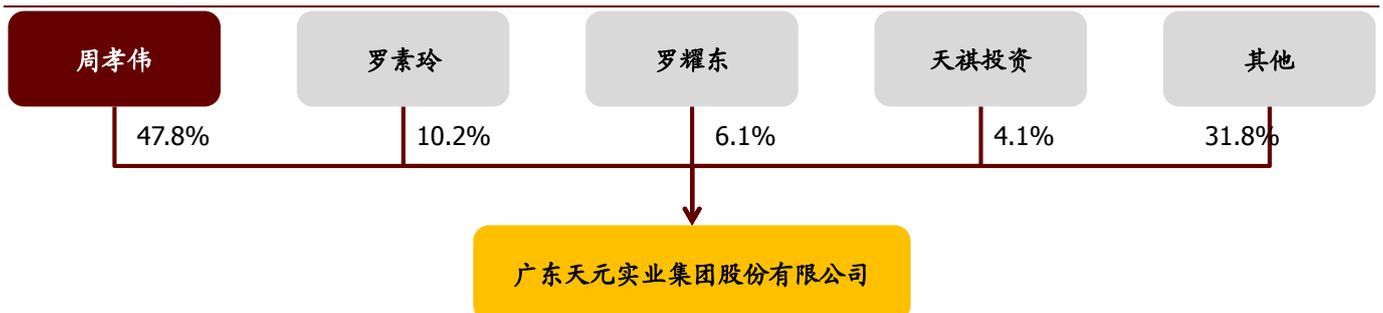
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：天元集团产能利用率

	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
票据系列(百万份)	1,330	1,367	1,382	103%	101%
塑胶制品系列(百万个)	830	829	796	100%	96%
快递封套系列(百万个)	410	408	382	100%	94%
标签系列(百万枚)	2,760	2,666	2,436	97%	91%
气泡袋系列(百万个)	65	64	66	99%	103%
封箱胶系列(百万卷)	22	8	10	35%	135%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

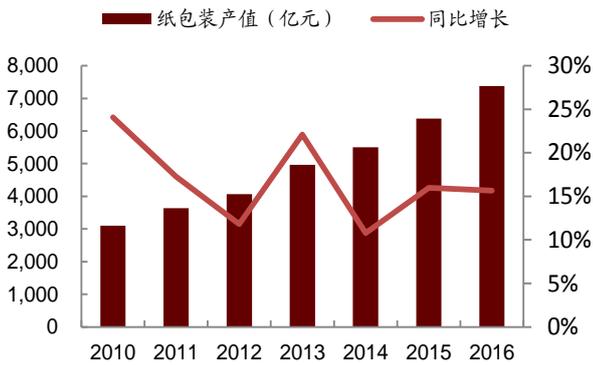
图表 4：天元集团股权结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

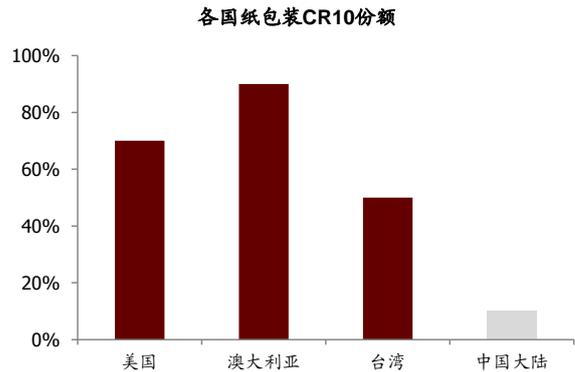


图表5：中国纸包装产值



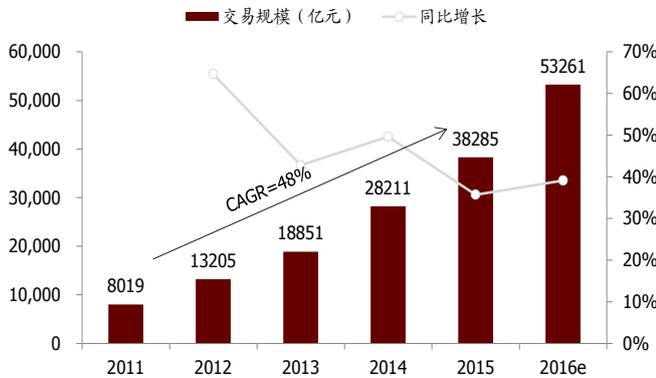
资料来源：中商情报网，中金公司研究部

图表6：各国纸包装行业集中度



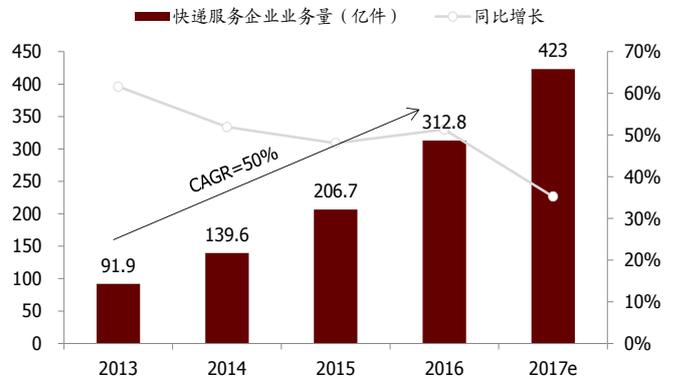
资料来源：ICCA, Euromonitor, 中金公司研究部

图表7：中国网络零售市场交易规模及增速



资料来源：中国电子商务研究中心，中金公司研究部

图表8：中国快递服务企业业务量及增速



资料来源：国家统计局，《中国快递领域绿色包装发展现状及趋势报告》，中金公司研究部

图表9：纸包装行业主要竞争对手

公司名称	成立时间	基本情况	盈利表现
裕同科技	1996年	主营高端纸质包装印刷产品，消费类电子行业客户对公司营收贡献超过80%，主要客户包括富士康、和硕、华为、联想、三星、索尼等国内外知名品牌企业	2017H1实现营收26.61亿元，同比增长31.7%；净利润3.11亿元，同比增长22.7%
合兴包装	1993年	集纸板、纸箱及缓冲包装材料等包装制品设计、制造、服务为一体的大型综合包装企业，产品主要集中于中高档瓦楞纸箱包装，主要客户包括海尔、英博百威、美的、格力、富士康、戴尔等	2017H1实现营收25.43亿元，同比增长57.9%；净利润7107万元，同比增长39.5%
美盈森	2000年	国内主要的纸包装供应商，客户集中于世界500强，包括IBM、三星电子、松下电器、艾默生、LG、伟创力、富士康、广达、惠普等	2017H1实现营收12.42亿元，同比增长15.9%；净利润1.44亿元，同比增长28.7%
新通联	1992年	产品主要包括纸包装和竹木包装，主要客户有霍尼韦、通用汽车、三菱重工、雪花啤酒、相宜本草等。	2017H1实现营收2.83亿元，同比增长25.2%；净利润1580万元，同比下降12.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
馨基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

