

公司研究/首次覆盖

2017年07月28日

轻工制造/包装印刷 II

投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 85.87

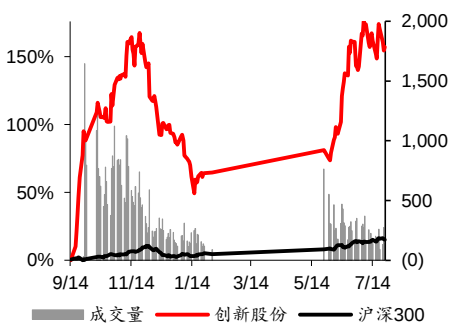
合理价格区间(元): 94.93~101.71

**黄斌** 执业证书编号: S0570517060002  
研究员 billhuang@htsc.com

**李轶奇** 执业证书编号: S0570516080002  
研究员 021-28972087  
liyiqi@htsc.com

**陈羽峰** 执业证书编号: S0570513090004  
研究员 025-83387511  
chenyufeng@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

## 收购上海恩捷，剑指湿法隔膜龙头 创新股份(002812)

### 传统包装印刷品业务盈利稳定

公司传统主业为包装印刷产品、包装制品等综合服务，拥有丰富的包装产品线，下游客户主要有卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业等。由于行业发展空间有限，公司传统业务近几年增速放缓，但是得益于生产技术和水平的提高，公司产品毛利率和净利率一直稳步提升，近年来公司净利润保持稳步增长趋势。同时公司下游客户优质，现金流状况良好，预计传统业务部分未来仍将持续为公司提供稳定的现金流。

### 收购国内湿法隔膜龙头上海恩捷，打开业绩增长通道

公司拟收购大股东旗下优质湿法隔膜公司上海恩捷。上海恩捷是国内领先的锂电池湿法隔膜企业，产品包括湿法基膜和涂布膜，下游客户为国内外大型电池厂商，海外方面公司已经进入三星 SDI 和 LG 化学供应链，并且是三星 SDI 国内唯一供应商，国内客户包括 CATL、国轩高科、比亚迪、天津力神等。同时公司是国内隔膜企业中与松下动力电池接触最深入的企业，未来有望率先进入特斯拉汽车的供应链。

### 上海恩捷积极布局产能扩张，打造国内湿法隔膜第一企业

上海恩捷目前拥有湿法基膜产能 3 亿平米，涂布膜产能 2.4 亿平米。为满足下游客户日益增长的需求，上海恩捷积极布局产能扩张，未来规划形成上海、东莞、珠海三大生产基地，包括基膜远期产能 12 亿平米（22 条产线）、涂布膜远期产能 10.4 亿平米（61 条产线），成为国内湿法隔膜产能第一企业。根据公司扩产项目建设进度，预计 2017 年形成湿法基膜产能 5 亿平米，涂布膜产能 4 亿平米。

### 国内湿法隔膜龙头，首次覆盖给予“增持”评级

国内新能源汽车市场的增长将拉动锂电池隔膜需求的提升，公司在湿法隔膜领域积极布局产能，下游需求的增长和新建产能的释放将支撑公司后期业绩稳步增长。我们预计若收购上海恩捷成功，并于 2017 年年内完成，公司 2017-2019 年实现净利润 5.92 亿元、8.37 亿元、9.94 亿元。考虑收购上海恩捷股本增加，预计公司 17-19 年摊薄后 EPS 分别为 2.4 元、3.39 元、4.02 元。可比公司 18 年平均 PE 为 30 倍，鉴于公司产品技术和质量的优秀，以及下游优质的客户资源，我们认为公司当前 18 年 25 倍 PE 存在低估，给予 18 年 28-30 倍 PE，目标价区间 94.93~101.71 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：新能源汽车和动力锂电池销量不及预期；国家新能源汽车发展政策波动给行业造成负面影响；国内隔膜产能快速提升导致供给过剩；公司收购上海恩捷失败。

### 公司基本资料

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本 (百万股)     | 136.45      |
| 流通 A 股 (百万股)  | 33.48       |
| 52 周内股价区间 (元) | 33.71-92.17 |
| 总市值 (百万元)     | 11,717      |
| 总资产 (百万元)     | 1,861       |
| 每股净资产 (元)     | 11.69       |

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

| 会计年度           | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元)     | 1,131  | 1,146  | 2,223  | 3,062  | 3,947  |
| +/-%           | (7.02) | 1.30   | 93.99  | 37.73  | 28.88  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 150.05 | 165.39 | 591.38 | 836.04 | 992.39 |
| +/-%           | 17.40  | 10.22  | 257.56 | 41.37  | 18.70  |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.61   | 0.67   | 2.40   | 3.39   | 4.02   |
| PE (倍)         | 141.11 | 128.02 | 35.80  | 25.33  | 21.34  |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

注: 已考虑收购上海恩捷后利润贡献和股份摊薄

## 大股东资产注入，打造国内湿法隔膜龙头

创新股份专注于提供多种包装印刷产品、包装制品等综合服务，拥有丰富的包装产品线。公司主要产品分为两类：1) 包装印刷产品，主要包括烟标和无菌包装；2) 包装制品，主要包括 BOPP 薄膜和特种纸，BOPP 薄膜产品包括有烟膜和平膜，特种纸产品包括有镭射转移防伪纸、直镀纸和涂布纸。公司的主要客户为卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业、印刷企业等用户。

公司实际控制人为李晓明家族，包括 Paul Xiaoming Lee、李晓华、王毓华、Yan Ma、惠雁阳和 Sherry Lee，已签订《一致行动协议书》共同控制创新股份，公司实际控制人直接及通过合益投资间接控制公司 48.17% 的股权。

### 收购湿法隔膜优质企业上海恩捷

创新股份公告拟向上海恩捷全体股东发行股份购买国内湿法隔膜龙头上海恩捷 100% 股权。李晓明家族，包括 Paul Xiaoming Lee、Sherry Lee、李晓华、王毓华及 Yan Ma，直接持有上海恩捷 22,225.13 万股股份，占股本总额的 57.10%。珠海恒捷系公司所设立员工持股平台，李晓华作为该企业的实际控制人。因而，李晓明家族控制上海恩捷 23,818.07 万股股份，占股本总额的 61.20%，是上海恩捷的控股股东和实际控制人。

收购上海恩捷交易完成后，李晓明家族之 Paul Xiaoming Lee、李晓华、王毓华、Sherry Lee、Yan Ma 及王毓华控制的合益投资、李晓华控制的珠海恒捷等合计控制上市公司 130,357,637 股股份，占本次交易完成后公司总股本的 53.97% 的股权，李晓明家族仍为公司的实际控制人。

根据《盈利预测补偿协议》，若本次购买资产于 2017 年内完成，补偿期限为 2017 年、2018 年及 2019 年，2017 年、2018 年及 2019 年的净利润分别不低于 3.78 亿元、5.55 亿元和 7.63 亿元。若本次交易于 2018 年内完成，补偿期限为 2018 年、2019 年及 2020 年，2018 年、2019 年及 2020 年的净利润分别不低于 5.55 亿元、7.63 亿元和 8.52 亿元。

图表87： 创新股份收购上海恩捷股权结构变化



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

募集配套资金扩大湿法隔膜产能

本次募集配套资金不超过 80,000 万元，其中不超过 76,500 万元用于珠海恩捷隔膜 1 期年产量达 41,666.67 万平方米的 5 条湿法生产线项目（该项目系珠海恩捷锂电池隔离膜生产基地一期项目的一部分），不超过 3,500 万元用于支付本次交易的中介机构费用。

图表88： 配套募集资金投资扩产湿法隔膜产线

| 序 号 | 项 目                                 | 投资金额<br>(万元) | 自有资金/自筹资<br>金投入 (万元) | 配套资金投入<br>(万元) | 实施主体 |
|-----|-------------------------------------|--------------|----------------------|----------------|------|
| 1   | 隔膜 1 期年产量达 41,666.67 万平方米的 5 条湿法生产线 | 90,000       | 13,500               | 76,500         | 珠海恩捷 |
| 2   | 支付中介机构费用                            | 3,500        | 0                    | 3,500          | 上市公司 |
| 合计  |                                     | 93,500       | 13,500               | 80,000         |      |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

隔膜 1 期年产量达 41,666.67 万平方米的 5 条湿法生产线项目的建设主体为标的公司的全资子公司珠海恩捷。项目选址于珠海高栏港经济区装备制造区洁能路西南侧。项目达产后，年产值可达 12 亿元，预计对净利润的贡献不低于 3.5 亿元，投资回报期约为 3.37 年（含建设期）。

**图表89：募投湿法隔膜项目投产规划**

| 序 号 | 项目名称                                | 募集资金投资计划       |               |        |
|-----|-------------------------------------|----------------|---------------|--------|
|     |                                     | 2017.9~2017.12 | 2018.1~2018.2 | 投资总额   |
| 1   | 隔膜 1 期年产量达 41,666.67 万平方米的 5 条湿法生产线 | 5.4 亿元         | 3.6 亿元        | 9.0 亿元 |
| 合计  |                                     | 5.4 亿元         | 3.6 亿元        | 9.0 亿元 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 上海恩捷：优质湿法隔膜企业，三星 SDI 和 LG 化学国内供应商

上海恩捷专注于锂电池隔离膜的研发、生产及销售。公司采用湿法工艺路线生产制造隔离膜，其主要产品可分为两类：

- 1、基膜，根据型号不同，可分为常规型及高倍率型隔离膜，厚度可在 5-30  $\mu\text{m}$  调整。
- 2、涂布膜，可以大致分为单面涂布膜（水性、油性）、双面涂布膜（水性、油性）。

上海恩捷主要客户为国内外大型电池厂商，包括 LG Chem、三星 SDI、CATL、国轩高科、比亚迪、天津力神、A123、比克电池等，公司目前是三星 SDI 国内唯一供应商。其产品广泛运用于 3C 类产品以及新能源汽车等。目前，上海恩捷是三星 SDI 在中国唯一认证供应商。此外，公司还在积极拓展包括 A123、波士顿电池、亿纬锂能、SAFT、德朗能等优质下游客户。

#### 湿法产能扩张，满足下游客户需求增长

为了满足日益增长的湿法隔膜需求，上海恩捷积极布局产能扩张，公司目前拥有湿法基膜产能 3 亿平方米，涂布膜产能 2.4 亿平米。根据扩产项目的建设进度，2017 年公司预计形成基膜产能 5 亿平米，涂布膜产能 4 亿平米。公司长期规划形成上海、东莞、珠海三大生产基地，其中基膜规划 22 条产线、13 亿平米产能，涂覆膜规划 61 条产线、10.4 亿平米产能，将成为国内湿法隔膜产能最大的龙头企业。

上海恩捷 2016 年隔膜收入 5 亿元，其中基膜 1.8 亿元，涂布膜 3.2 亿元。随着公司良品率提升和新产能的释放，公司 16 年隔膜产品整体毛利率提升至 61.39%，净利润 2 亿元，净利率达到 40%。公司业绩承诺 17-19 年实现净利润 3.78 亿元、5.55 亿元和 7.63 亿元。

**图表90：上海恩捷隔膜产品经营情况**

| 主要产品         | 2015   | 2016   |
|--------------|--------|--------|
| <b>基膜产品</b>  |        |        |
| 产能（万平米）      | 4,710  | 30,000 |
| 产量（万平米）      | 4,110  | 14,223 |
| 对外销售（万平米）    | 2,163  | 4,566  |
| 价格（元/平米）     | 3.91   | 3.93   |
| 收入（百万元）      | 85     | 179    |
| <b>涂布膜产品</b> |        |        |
| 产能（万平米）      | 2,942  | 24,000 |
| 产量（万平米）      | 1,559  | 9,556  |
| 对外销售（万平米）    | 1,079  | 5,561  |
| 价格（元/平米）     | 6.69   | 5.75   |
| 收入（百万元）      | 72     | 320    |
| <b>公司主营</b>  |        |        |
| 营业收入（百万元）    | 157    | 499    |
| 营业成本（百万元）    | 89     | 193    |
| 毛利率（%）       | 43.34% | 61.39% |
| 净利润（百万元）     | 30     | 200    |
| 净利率（%）       | 18.97% | 40.01% |

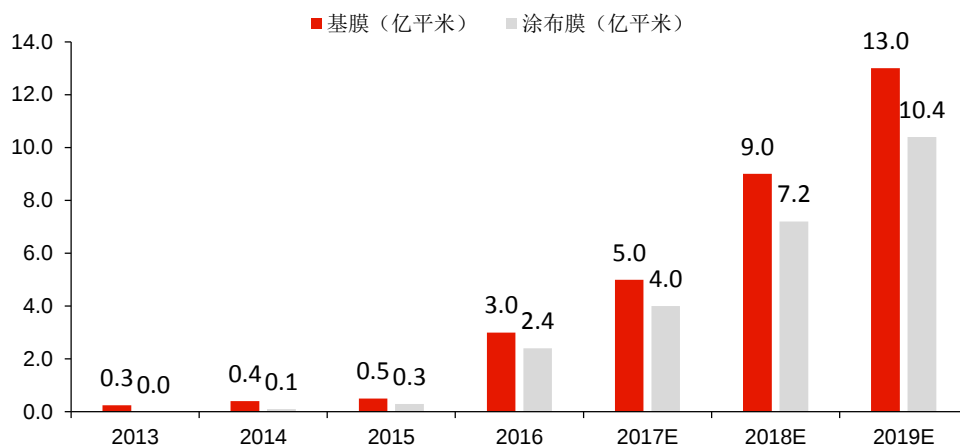
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表91： 上海恩捷隔膜产能规划

| 上海恩捷产能规划 | 上海+东莞                     | 珠海                      |
|----------|---------------------------|-------------------------|
| 基膜业务     | 6 条基膜产线<br>3 亿平米基膜产能      | 16 条基膜产线<br>10 亿平米基膜产能  |
| 涂布膜业务    | 21 条涂布膜产线<br>2.4 亿平米涂布膜产能 | 40 条涂布膜产线<br>8 亿平米涂布膜产能 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表92： 上海恩捷基膜和涂布膜年产能情况

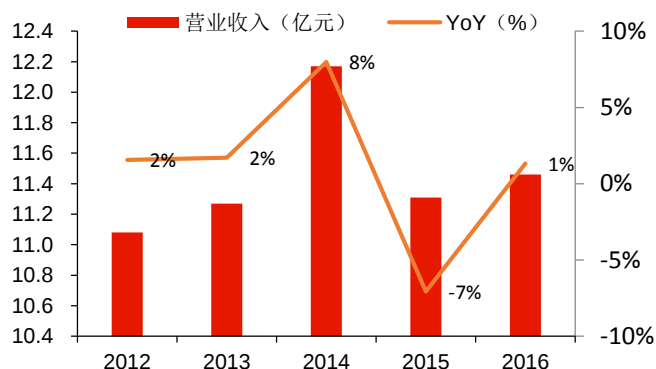


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 传统业务包装业务利润稳定，现金流良好

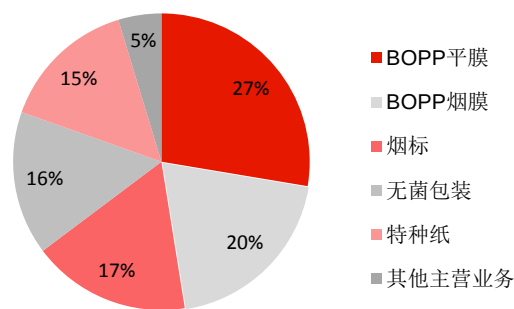
公司传统业务包括包装印刷产品、包装制品等综合服务，近几年业绩增速明显放缓。公司下游客户主要为卷烟生产企业、食品饮料生产企业、塑料包装企业等。传统业务方面，公司净利润稳定，现金流较好，并且公司通过生产技术改进，毛利率和净利率一直稳步提升。

图表93： 创新股份传统业务收入增速放缓



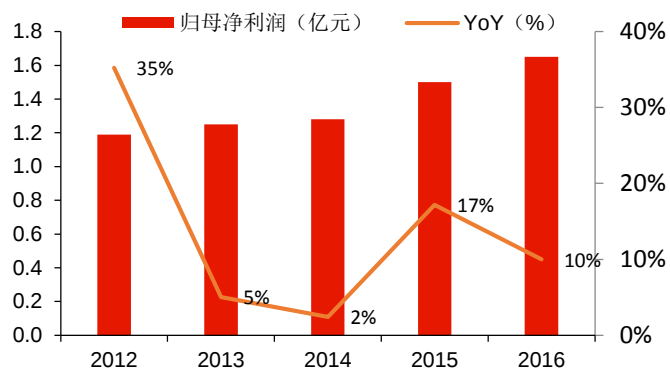
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表94： 2016 年创新股份主营收入结构



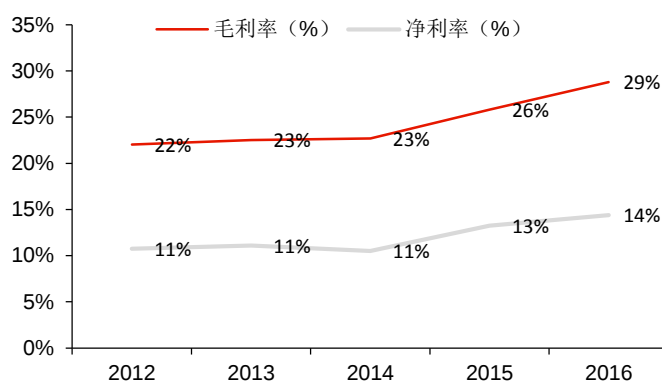
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表95： 创新股份归母净利润增长平稳



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表96： 创新股份毛利率和净利率逐年提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 锂电池隔膜业务

考虑到新能源汽车市场的高速发展，我们预计锂电池隔膜的需求未来几年将维持较高增速，同时公司新建隔膜产能的陆续释放将助推公司湿法基膜和涂布膜营业收入的增长，我们预计公司湿法基膜和涂布膜 2017 分别实现收入 4.56 亿元和 6 亿元。考虑到未来可能出现的隔膜产能过剩，我们预计 17-19 年公司隔膜产品毛利率稳步下降。

### 传统包装业务

公司传统包装产品所在行业空间稳定，未来增长有限，预计公司该部分业务未来几年营业收入稳定，我们预计公司 17 年传统包装业务营业收入 11.69 亿元，毛利率 28%，17-19 年收入稳定，毛利率稳中有降。

图表97： 创新股份 2017-2019 年分产品业绩预测

|                       | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>湿法基膜</b>           |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)              | 179   | 456   | 770   | 1,050 |
| YoY (%)               | 112%  | 154%  | 69%   | 36%   |
| 成本 (百万元)              |       | 182   | 347   | 536   |
| 毛利率 (%)               |       | 60%   | 55%   | 49%   |
| <b>涂布膜</b>            |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)              | 320   | 599   | 1,100 | 1,681 |
| YoY (%)               | 343%  | 87%   | 84%   | 53%   |
| 成本 (百万元)              |       | 227   | 484   | 857   |
| 毛利率 (%)               |       | 62%   | 56%   | 49%   |
| <b>传统主业 (BOPP 膜等)</b> |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)              | 1,146 | 1,169 | 1,192 | 1,216 |
| YoY (%)               | 1%    | 2%    | 2%    | 2%    |
| 成本 (百万元)              | 816   | 842   | 878   | 923   |
| 毛利率 (%)               | 29%   | 28%   | 26%   | 24%   |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 目标价区间 94.93~101.71 元，“增持”评级

公司发行股份收购上海恩捷已经被证监会受理，目前公司已经收到证监会一次审核反馈意见，预计下半年大概率可以完成收购，上海恩捷有望今年并表上市公司。我们预计如果成功收购上海恩捷，上市公司 2017-2019 年将实现营业收入 22 亿元、31 亿元、39 亿元，实现归母净利润 5.92 亿元、8.37 亿元、9.94 亿元。收购上海恩捷之后公司股本将增加，考虑到上市公司限制性股票发行和 2017 年度分红，我们预计调整后股份发行数量约为 1.1 亿股，公司总股本将达到 2.47 亿股。我们预计公司摊薄后 17-19 年 EPS 分别为 2.4 元、3.39 元、4.02 元。

A 股可比上市公司 18 年平均 PE 为 30 倍，由于公司湿法隔膜技术和产品质量国内领先，同时已经率先给海外客户如三星 SDI 和 LG 化学稳定供货，并且有望进入松下动力电池供应体系，我们认为公司当前 18 年 25 倍 PE 存在低估，因此我们给予创新股份 2018 年 28-30 倍 PE，目标价区间 94.93~101.71 元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表98： 创新股份 2017-2019 业绩预测

|            | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 1,146 | 2,223 | 3,062 | 3,947 |
| YoY (%)    | 1%    | 94%   | 38%   | 29%   |
| 营业成本（百万元）  | 816   | 1,263 | 1,719 | 2,316 |
| 毛利率 (%)    | 29%   | 43%   | 44%   | 41%   |
| 归母净利润（百万元） | 165   | 592   | 837   | 994   |
| YoY (%)    | 10%   | 258%  | 41%   | 19%   |

资料来源：Wind，华泰证券研究所（17-19 年盈利预测基于假设公司收购上海思捷成功）

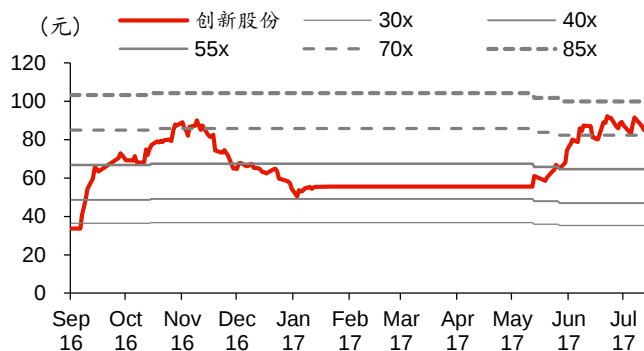
图表99： 创新股份可比上市公司估值比较表

| 证券代码      | 公司名称 | 总市值（亿元） | 收盘价（元） | EPS（元） |       |       |       | PE（X） |       |       |       |
|-----------|------|---------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         |        | 2016   | 2017E | 2018E | 2019E | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E |
| 300568.SZ | 星源材质 | 88      | 45.67  | 1.68   | 1.42  | 1.71  | 2.26  | 27    | 32    | 27    | 20    |
| 002108.SZ | 沧州明珠 | 168     | 15.43  | 0.45   | 0.56  | 0.65  | 0.79  | 34    | 28    | 24    | 20    |
| 300444.SZ | 双杰电气 | 66      | 23.14  | 0.34   | 0.59  | 1.33  | 1.50  | 68    | 39    | 17    | 15    |
| 600135.SH | 乐凯胶片 | 56      | 15.00  | 0.11   | 0.21  | 0.28  | 0.31  | 136   | 70    | 54    | 49    |
|           | 行业平均 | 94      | 24.81  | 0.65   | 0.70  | 1.00  | 1.21  | 66    | 42    | 30    | 26    |
| 002812.SZ | 创新股份 | 117     | 85.87  | 0.67   | 2.40  | 3.39  | 4.02  | 128   | 36    | 25    | 21    |

资料来源：Wind（数据截至日期 2017 年 7 月 26 日，创新股份、沧州明珠、双杰电气 EPS 为华泰预测），华泰证券研究所

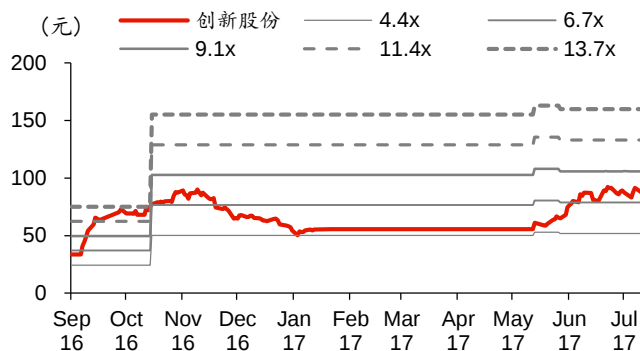
### PE/PB - Bands

图表100： 创新股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表101： 创新股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 风险提示

**新能源汽车和动力锂电池销量低于预期。**如果新能源汽车销量低于预期，将影响动力电池的需求，导致产能过剩现象加剧，给动力电池行业的盈利造成负面冲击，同时拖累行业的发展步伐。

**国家政策波动对行业造成较大影响。**由于新能源汽车和动力电池行业均属于较为新兴的产业，行业的发展和监管都处于摸索之中，政策频繁变动带来的不确定性，将给行业内的企业造成很大的经营风险。

**隔膜行业产能过剩影响公司盈利。**隔膜行业的需求增长吸引了国内很多企业近年来大力投产隔膜产能，若后期新建产能集中投产，将导致行业产能过剩，对行业和公司的利润率造成负面影响。

**公司收购上海恩捷失败。**若公司未成功收购上海恩捷，将给公司未来利润造成负面影响，公司股价或将面临下行压力。

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产       | 705.38 | 1,280  | 2,174  | 3,080  | 4,027  |
| 现金         | 148.44 | 639.57 | 1,126  | 1,609  | 2,094  |
| 应收账款       | 303.30 | 383.04 | 645.20 | 920.68 | 1,196  |
| 其他应收账款     | 17.69  | 3.59   | 16.13  | 21.66  | 25.60  |
| 预付账款       | 41.31  | 32.35  | 65.42  | 81.33  | 110.05 |
| 存货         | 168.73 | 187.53 | 269.00 | 371.14 | 503.76 |
| 其他流动资产     | 25.90  | 34.04  | 51.86  | 75.91  | 97.81  |
| 非流动资产      | 553.15 | 609.83 | 548.08 | 492.69 | 435.64 |
| 长期投资       | 3.02   | 3.17   | 3.06   | 3.09   | 3.09   |
| 固定投资       | 341.12 | 497.59 | 444.87 | 389.86 | 333.72 |
| 无形资产       | 73.58  | 71.81  | 71.81  | 71.81  | 71.81  |
| 其他非流动资产    | 135.43 | 37.27  | 28.34  | 27.93  | 27.02  |
| 资产总计       | 1,259  | 1,890  | 2,722  | 3,573  | 4,463  |
| 流动负债       | 497.34 | 312.71 | 537.53 | 727.94 | 916.61 |
| 短期借款       | 228.00 | 0.00   | 122.61 | 147.13 | 141.75 |
| 应付账款       | 96.82  | 115.32 | 158.41 | 221.83 | 300.75 |
| 其他流动负债     | 172.51 | 197.39 | 256.51 | 358.98 | 474.10 |
| 非流动负债      | 21.81  | 4.69   | 6.42   | 6.92   | 6.01   |
| 长期借款       | 12.15  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他非流动负债    | 9.66   | 4.69   | 6.42   | 6.92   | 6.01   |
| 负债合计       | 519.14 | 317.39 | 543.95 | 734.86 | 922.61 |
| 少数股东权益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 股本         | 100.40 | 133.88 | 246.59 | 246.59 | 246.59 |
| 资本公积       | 237.27 | 951.56 | 951.56 | 951.56 | 951.56 |
| 留存公积       | 401.71 | 487.10 | 979.96 | 1,640  | 2,342  |
| 归属母公司股     | 739.38 | 1,573  | 2,178  | 2,838  | 3,540  |
| 负债和股东权益    | 1,259  | 1,890  | 2,722  | 3,573  | 4,463  |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2015     | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 186.84   | 111.03   | 342.98   | 635.16   | 778.95   |
| 净利润        | 150.05   | 165.39   | 591.38   | 836.04   | 992.39   |
| 折旧摊销       | 46.67    | 46.72    | 56.62    | 56.95    | 57.12    |
| 财务费用       | 9.50     | 4.31     | (0.42)   | 1.08     | (0.20)   |
| 投资损失       | (1.25)   | (1.36)   | (1.27)   | (1.30)   | (1.30)   |
| 营运资金变动     | (19.91)  | (109.04) | (307.71) | (267.44) | (274.93) |
| 其他经营现金     | 1.78     | 5.01     | 4.38     | 9.83     | 5.87     |
| 投资活动现金     | (97.26)  | (74.58)  | 6.43     | 0.67     | 0.99     |
| 资本支出       | 99.29    | 76.72    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 长期投资       | 0.00     | 0.00     | (3.72)   | 0.63     | 0.30     |
| 其他投资现金     | 2.03     | 2.15     | 2.71     | 1.30     | 1.30     |
| 筹资活动现金     | (106.11) | 453.86   | 137.38   | (152.72) | (295.69) |
| 短期借款       | 16.98    | (228.00) | 122.61   | 24.52    | (5.38)   |
| 长期借款       | 12.15    | (12.15)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 普通股增加      | 0.00     | 33.48    | 112.71   | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | 714.29   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (135.24) | (53.76)  | (97.93)  | (177.24) | (290.32) |
| 现金净增加额     | (16.53)  | 490.32   | 486.80   | 483.10   | 484.25   |

### 利润表

| 会计年度 (百万元) | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 1,131  | 1,146  | 2,223  | 3,062  | 3,947  |
| 营业成本       | 839.35 | 815.73 | 1,263  | 1,719  | 2,316  |
| 营业税金及附加    | 5.72   | 10.77  | 16.25  | 23.36  | 30.85  |
| 营业费用       | 29.76  | 34.40  | 66.70  | 91.87  | 118.41 |
| 管理费用       | 89.11  | 101.22 | 201.22 | 267.04 | 339.43 |
| 财务费用       | 9.50   | 4.31   | (0.42) | 1.08   | (0.20) |
| 资产减值损失     | 1.47   | 3.66   | 2.62   | 2.77   | 2.87   |
| 公允价值变动收益   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益      | 1.25   | 1.36   | 1.27   | 1.30   | 1.30   |
| 营业利润       | 157.84 | 177.44 | 674.90 | 958.46 | 1,141  |
| 营业外收入      | 16.27  | 16.29  | 14.01  | 15.15  | 14.96  |
| 营业外支出      | 0.24   | 0.85   | 0.56   | 0.60   | 0.63   |
| 利润总额       | 173.88 | 192.88 | 688.35 | 973.01 | 1,155  |
| 所得税        | 23.82  | 27.48  | 96.97  | 136.97 | 163.02 |
| 净利润        | 150.05 | 165.39 | 591.38 | 836.04 | 992.39 |
| 少数股东损益     | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归属母公司净利润   | 150.05 | 165.39 | 591.38 | 836.04 | 992.39 |
| EBITDA     | 214.01 | 228.47 | 731.10 | 1,016  | 1,198  |
| EPS (元)    | 0.61   | 0.67   | 2.40   | 3.39   | 4.02   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2015   | 2016   | 2017E  | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 成长能力          |        |        |        |       |       |
| 营业收入          | (7.02) | 1.30   | 93.99  | 37.73 | 28.88 |
| 营业利润          | 7.44   | 12.41  | 280.36 | 42.02 | 19.05 |
| 归属母公司净利润      | 17.40  | 10.22  | 257.56 | 41.37 | 18.70 |
| 获利能力 (%)      |        |        |        |       |       |
| 毛利率           | 25.82  | 28.83  | 43.18  | 43.86 | 41.33 |
| 净利率           | 13.26  | 14.43  | 26.60  | 27.30 | 25.14 |
| ROE           | 20.29  | 10.52  | 27.15  | 29.46 | 28.03 |
| ROIC          | 17.64  | 17.08  | 49.86  | 60.51 | 62.27 |
| 偿债能力          |        |        |        |       |       |
| 资产负债率 (%)     | 41.25  | 16.79  | 19.98  | 20.57 | 20.67 |
| 净负债比率 (%)     | 46.26  | 0      | 22.54  | 20.02 | 15.36 |
| 流动比率          | 1.42   | 4.09   | 4.04   | 4.23  | 4.39  |
| 速动比率          | 1.08   | 3.47   | 3.53   | 3.71  | 3.83  |
| 营运能力          |        |        |        |       |       |
| 总资产周转率        | 0.96   | 0.73   | 0.96   | 0.97  | 0.98  |
| 应收账款周转率       | 4.09   | 3.30   | 4.26   | 3.85  | 3.67  |
| 应付账款周转率       | 8.90   | 7.69   | 9.23   | 9.04  | 8.86  |
| 每股指标 (元)      |        |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.61   | 0.67   | 2.40   | 3.39  | 4.02  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.76   | 0.45   | 1.39   | 2.58  | 3.16  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 3.00   | 6.38   | 8.83   | 11.51 | 14.36 |
| 估值比率          |        |        |        |       |       |
| PE (倍)        | 141.11 | 128.02 | 35.80  | 25.33 | 21.34 |
| PB (倍)        | 28.64  | 13.47  | 9.72   | 7.46  | 5.98  |
| EV_EBITDA (倍) | 51.64  | 48.37  | 15.12  | 10.87 | 9.23  |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测