# 行业整合再下一城，龙头优势显现

## 海顺新材(300501)

**投资评级：增持（维持评级）**

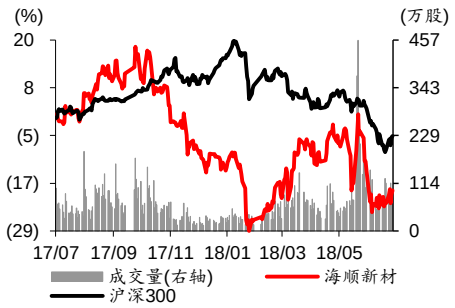
| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 21.10 |
| 合理价格区间(元): | 26.32~31.02 |

**杨洋** 执业证书编号：S0570517100001
研究员 yangyang012312@htsc.com

**相关研究**

1《海顺新材(300501,增持)：业绩符合预期，2018年有望高增长》2018.04
2《海顺新材(300501,增持)：一季度业绩预增，产能翻番在即》2018.04
3《海顺新材(300501,增持)：产能释放助力国内药包龙头腾飞》2018.03

**一年内股价走势图**




资料来源：Wind

**拟对外投资石家庄中汇药包，将持有68%股权**

公司7月12日发布公告，拟以现金方式对外投资石家庄中汇药品包装有限公司，以人民币2,880万元受让其老股东的1,440万股权；同时以人民币8,000万元对其进行增资。受让老股和增资后，公司将持有其68%的股权。石家庄中汇药包是从事药用无菌膜、药用无菌袋、药用铝箔袋、药用塑料瓶等药包材的企业，其生产的药用塑料瓶在美国FDA获得DMF备案成功。我们认为收购石家庄中汇药包是公司作为行业整合者的重大举措，有利于扩充公司产品类型与渠道，有较大可能产生协同效应。我们预计公司2018年至2020年的EPS为0.94/1.24/1.49元，维持“增持”评级。

**募投项目完成国家食药监局登记备案，新增产能有望助力公司业绩增长**

公司7月4日发布公告称，公司IPO募投项目“苏州海顺年产4500吨新型药用包装材料项目”及“多凌药包年产1500吨新型药用包装材料项目”已按照相关备案登记流程完成药包材在国家食品药品监督管理总局药品审评中心的申请备案工作，申报资料经其审查符合要求，并进行了公示。标志着公司IPO募投项目“苏州海顺年产4500吨新型药用包装材料项目”及“多凌药包年产1500吨新型药用包装材料项目”已达到预定可使用状态。公司新产能投放进度与我们之前的预计相符，预计随着产能转化率的提升，2018年公司的全年收入、净利润有望实现较大幅度的增长。

**18年上半年业绩稳中有升，下半年业绩有望超预期**

公司7月4日发布公告称，经初步测算，2018年半年度归属于上市公司股东的净利润3,621万元-4,311万元，比上年同期增长约5%-25%，其中非经常性损益约493万元。预计2018年半年度营业收入比去年同期略有增长。我们认为公司18年上半年按照经营计划有序地开展各项业务，运营能力保持持续稳定增长，业绩相对保持稳定。受益行业快速发展与集中度的提升，公司新增产能有望快速释放，带来收入端较大幅度的增长；同时政策层面利好频出，一致性评价下半年的加速与关联评审趋严更加利于质量好、品牌优的龙头企业，综上我们认为公司下半年业绩有望超预期。

**2018年有望实现高增长，维持“增持”评级**

公司是唯一一家A股上市的药品包装公司，由于股本摊薄导致EPS调整和目标价调整。预计2018年至2020年的EPS为0.94/1.24/1.49元。可比公司18年的平均PE为22倍，考虑到公司稀缺性与龙头属性，我们认为公司2018年合理价格区间为26.32-31.02元，对应2018PE区间为28-33倍。维持“增持”评级。

风险提示：扩产后产销率不达预期的风险；行业增长不达预期的风险；原材料铝箔价格波动的风险。

**公司基本资料**

| | |
|---|---|
| 总股本（百万股） | 100.89 |
| 流通A股（百万股） | 36.06 |
| 52周内股价区间（元） | 19.66-46.64 |
| 总市值（百万元） | 2,129 |
| 总资产（百万元） | 745.11 |
| 每股净资产（元） | 6.22 |

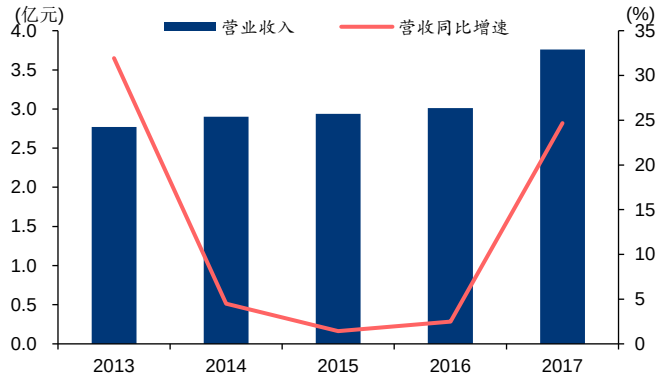
资料来源：公司公告

**经营预测指标与估值**

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 301.28 | 375.62 | 557.73 | 770.03 | 965.11 |
| +/-% | 2.48 | 24.68 | 48.48 | 38.06 | 25.33 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 64.60 | 65.81 | 94.72 | 125.51 | 150.42 |
| +/-% | 9.93 | 1.87 | 43.93 | 32.50 | 19.85 |
| EPS（元，最新摊薄） | 0.64 | 0.65 | 0.94 | 1.24 | 1.49 |
| PE（倍） | 33.03 | 32.42 | 22.53 | 17.00 | 14.19 |

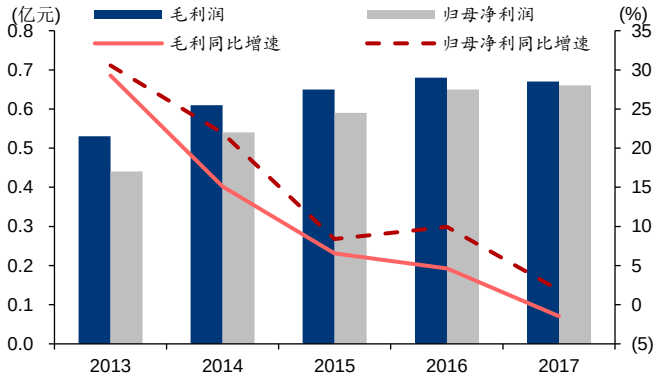
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

**图表1： 2017 年营收同比增速达 24.68%**



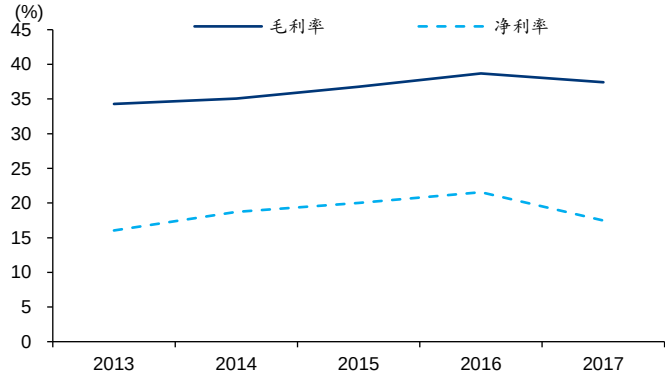

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表2： 2017 年归母净利润同比增速达 1.87%**



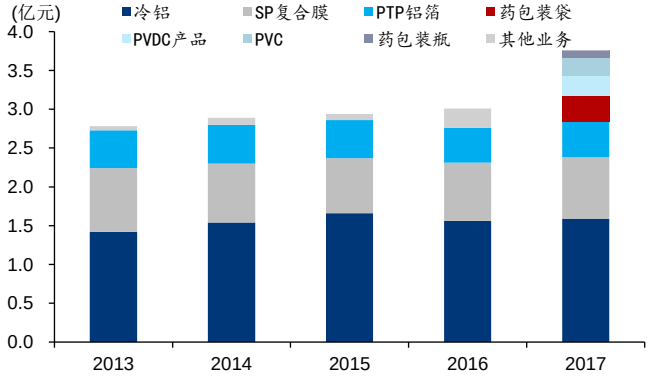

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表3： 17 年净利率下降至 17.49%**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表4： 冷铝 17 年营收占比提升至 42.29%**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 估值

**图表5： 海顺新材可比公司估值（数据截止 2018 年 7 月 13 日）**

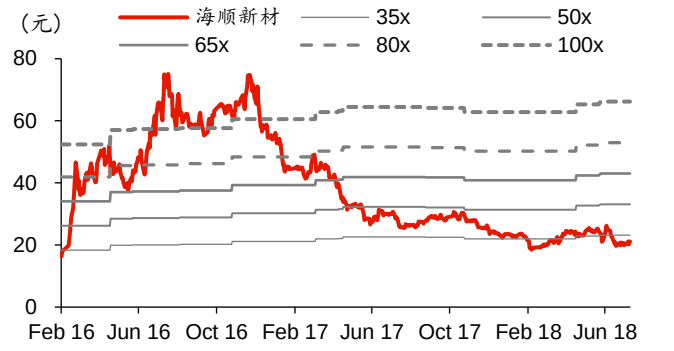
| 代码 | 名称 | 总市值（亿元） | 净利润（百万元） 2017 | 2018E | 2019E | PE（倍） 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 002303.SZ | 美盈森 | 86.22 | 348.19 | 488.72 | 649.25 | 24.76 | 17.64 | 13.28 |
| 600529.SH | 山东药玻 | 77.47 | 262.76 | 337.78 | 428.45 | 29.48 | 22.94 | 18.08 |
| 002787.SZ | 华源控股 | 30.68 | 93.28 | 138.40 | 174.05 | 32.89 | 22.17 | 17.63 |
| 002824.SZ | 和胜股份 | 21.78 | 56.46 | 108.96 | 143.78 | 38.58 | 19.99 | 15.15 |
| 002752.SZ | 昇兴股份 | 70.07 | 92.52 | 246.00 | 313.00 | 75.73 | 28.48 | 22.39 |
| | 平均值 | 57.24 | 170.64 | 263.97 | 341.71 | 40.29 | 22.24 | 17.30 |
| 300501.SZ | 海顺新材 | 21.29 | 65.81 | 94.72 | 125.51 | 32.42 | 22.53 | 17.00 |

注：2017 年净利润数据用的公司年报数据。2018-2019 年海顺新材业绩用的是我们的预测数据，其余为万得一致预测

资料来源：Wind，华泰证券研究所

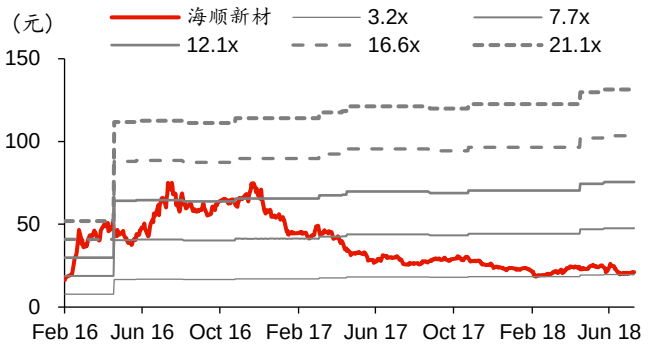
## PE/PB - Bands

**图表6： 海顺新材历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表7： 海顺新材历史 PB-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度（百万元） | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 485.22 | 466.17 | 590.03 | 750.02 | 891.22 |
| 现金 | 107.27 | 120.37 | 109.38 | 148.07 | 173.52 |
| 应收账款 | 112.59 | 120.86 | 178.22 | 248.37 | 313.71 |
| 其他应收账款 | 2.97 | 7.17 | 6.62 | 9.67 | 12.60 |
| 预付账款 | 2.71 | 4.94 | 5.09 | 7.34 | 9.64 |
| 存货 | 41.89 | 62.68 | 75.85 | 107.24 | 139.56 |
| 其他流动资产 | 217.80 | 150.15 | 214.89 | 229.32 | 242.18 |
| 非流动资产 | 198.67 | 243.70 | 230.82 | 197.55 | 196.03 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 78.29 | 92.06 | 129.29 | 144.15 | 149.78 |
| 无形资产 | 14.44 | 14.11 | 13.79 | 13.45 | 13.12 |
| 其他非流动资产 | 105.94 | 137.53 | 87.75 | 39.95 | 33.13 |
| 资产总计 | 683.89 | 709.87 | 820.86 | 947.57 | 1,087 |
| 流动负债 | 81.81 | 68.52 | 118.41 | 152.63 | 189.64 |
| 短期借款 | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款 | 22.87 | 33.13 | 47.97 | 60.94 | 77.09 |
| 其他流动负债 | 48.94 | 35.39 | 70.44 | 91.70 | 112.56 |
| 非流动负债 | 7.66 | 7.66 | 7.66 | 7.66 | 7.66 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 7.66 | 7.66 | 7.66 | 7.66 | 7.66 |
| 负债合计 | 89.47 | 76.19 | 126.07 | 160.30 | 197.31 |
| 少数股东权益 | 21.88 | 21.77 | 21.77 | 21.77 | 21.77 |
| 股本 | 53.38 | 67.26 | 100.89 | 100.89 | 100.89 |
| 资本公积 | 319.60 | 305.72 | 272.09 | 272.09 | 272.09 |
| 留存公积 | 199.57 | 238.69 | 300.04 | 392.53 | 495.20 |
| 归属母公司股东权益 | 572.55 | 611.92 | 673.02 | 765.51 | 868.18 |
| 负债和股东权益 | 683.89 | 709.87 | 820.86 | 947.57 | 1,087 |

### 现金流量表

| 会计年度（百万元） | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 33.46 | 55.09 | 11.51 | 70.95 | 77.60 |
| 净利润 | 64.97 | 65.70 | 94.72 | 125.51 | 150.42 |
| 折旧摊销 | 8.18 | 12.60 | 10.85 | 14.34 | 16.65 |
| 财务费用 | (1.59) | 1.36 | (4.76) | (5.33) | (6.66) |
| 投资损失 | (5.05) | (6.92) | (6.00) | (5.00) | (4.00) |
| 营运资金变动 | (35.62) | (21.19) | (84.53) | (94.71) | (86.23) |
| 其他经营现金 | 2.58 | 3.54 | 1.22 | 36.14 | 7.42 |
| 投资活动现金 | (245.74) | 9.40 | 6.27 | (4.47) | (11.06) |
| 资本支出 | 57.22 | 45.78 | 0.00 | 10.00 | 15.00 |
| 长期投资 | 195.25 | (75.80) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 6.73 | (20.62) | 6.27 | 5.53 | 3.94 |
| 筹资活动现金 | 226.29 | (48.00) | (28.77) | (27.79) | (41.09) |
| 短期借款 | 10.00 | (10.00) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 13.38 | 13.88 | 33.63 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 251.93 | (13.88) | (33.63) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (49.02) | (38.00) | (28.77) | (27.79) | (41.09) |
| 现金净增加额 | 14.98 | 15.64 | (10.99) | 38.69 | 25.45 |

### 利润表

| 会计年度（百万元） | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 301.28 | 375.62 | 557.73 | 770.03 | 965.11 |
| 营业成本 | 184.72 | 235.14 | 369.01 | 507.80 | 642.40 |
| 营业税金及附加 | 1.36 | 2.20 | 3.23 | 4.47 | 5.60 |
| 营业费用 | 14.43 | 21.90 | 27.89 | 38.50 | 48.26 |
| 管理费用 | 32.06 | 44.81 | 58.56 | 84.70 | 106.16 |
| 财务费用 | (1.59) | 1.36 | (4.76) | (5.33) | (6.66) |
| 资产减值损失 | 2.36 | 3.64 | 2.15 | 2.27 | 2.42 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 5.05 | 6.92 | 6.00 | 5.00 | 4.00 |
| 营业利润 | 72.94 | 75.96 | 107.64 | 142.62 | 170.93 |
| 营业外收入 | 1.98 | 1.14 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 营业外支出 | 1.06 | 0.23 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| 利润总额 | 73.86 | 76.87 | 107.64 | 142.62 | 170.93 |
| 所得税 | 8.89 | 11.17 | 12.92 | 17.11 | 20.51 |
| 净利润 | 64.97 | 65.70 | 94.72 | 125.51 | 150.42 |
| 少数股东损益 | 0.37 | (0.11) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 归属母公司净利润 | 64.60 | 65.81 | 94.72 | 125.51 | 150.42 |
| EBITDA | 79.53 | 89.92 | 113.73 | 151.63 | 180.92 |
| EPS (元，基本) | 1.21 | 0.98 | 0.94 | 1.24 | 1.49 |

### 主要财务比率

| 会计年度（%） | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 2.48 | 24.68 | 48.48 | 38.06 | 25.33 |
| 营业利润 | 9.91 | 4.13 | 41.71 | 32.50 | 19.85 |
| 归属母公司净利润 | 9.93 | 1.87 | 43.93 | 32.50 | 19.85 |
| 获利能力（%） | | | | | |
| 毛利率 | 38.69 | 37.40 | 33.84 | 34.05 | 33.44 |
| 净利率 | 21.44 | 17.52 | 16.98 | 16.30 | 15.59 |
| ROE | 11.28 | 10.75 | 14.07 | 16.40 | 17.33 |
| ROIC | 13.14 | 13.34 | 15.91 | 18.55 | 19.84 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率（%） | 13.08 | 10.73 | 15.36 | 16.92 | 18.15 |
| 净负债比率（%） | 11.18 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 流动比率 | 5.93 | 6.80 | 4.98 | 4.91 | 4.70 |
| 速动比率 | 5.40 | 5.85 | 4.32 | 4.18 | 3.93 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.59 | 0.54 | 0.73 | 0.87 | 0.95 |
| 应收账款周转率 | 2.94 | 2.99 | 3.50 | 3.40 | 3.23 |
| 应付账款周转率 | 10.21 | 8.40 | 9.10 | 9.33 | 9.31 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.64 | 0.65 | 0.94 | 1.24 | 1.49 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.33 | 0.55 | 0.11 | 0.70 | 0.77 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.68 | 6.07 | 6.67 | 7.59 | 8.61 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 33.03 | 32.42 | 22.53 | 17.00 | 14.19 |
| PB (倍) | 3.73 | 3.49 | 3.17 | 2.79 | 2.46 |
| EV_EBITDA (倍) | 25.22 | 22.31 | 17.63 | 13.23 | 11.09 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

**行业评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

**公司评级体系**

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

**南京**

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com