

公司研究/事件点评

2019年01月15日

中小市值/中小市值II

投资评级：增持（维持评级）

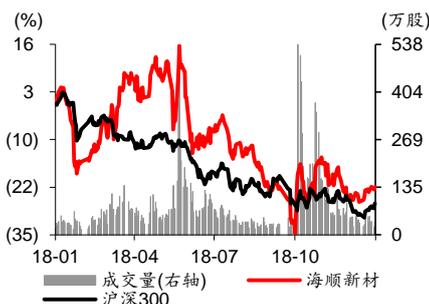
当前价格(元): 17.60
合理价格区间(元): 18.36~22.44

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): 行业整合再下一城, 龙头优势显现》2018.07
- 2《海顺新材(300501,增持): 业绩符合预期, 2018年有望高速增长》2018.04
- 3《海顺新材(300501,增持): 一季度业绩预增, 产能翻番在即》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

药品包装整合者进军日化包装领域

海顺新材(300501)

拟收购上海久诚包装, 业务线条有望再一次拓展

公司1月14日晚间发布公告, 拟以自有资金2.15亿元收购伍荣先生、林初然先生、缪兴华先生等持有的上海久诚包装有限公司43.015%的股权。交易完成后, 公司将持有久诚包装43.015%的股权, 伍荣先生、林初然先生、缪兴华先生、朱荣兵先生持有久诚包装56.985%的股权。公司控股股东、实际控制人林武辉先生持有标的公司4.75%的股权, 本次交易构成关联交易。我们认为公司拟收购久诚包装是其对产业链拓展的又一次尝试, 若收购成功有望带来可观的投资收益, 增厚公司业绩。我们预计公司2018年至2020年的EPS为0.81/1.02/1.29元, 维持“增持”评级。

标的公司所在细分领域优势明显, 业绩增长势头显著

上海久诚包装有限公司是一家专业从事高分子软包装印制及高分子材料复合制造的市级高新技术企业。主要产品分为日用化学品包装、食品包装、宠物食品包装及工业产品的包装。久诚包装连续三年在印刷包装行业的化妆品面膜包装袋的细分领域中市场占有率名列前茅, 产品具有软包行业技术的核心竞争力和产品质量的领先地位。根据公告中提供的审计数据, 久诚包装2017年实现收入1.77亿元, 净利润2984万元, 2018年1-10月实现收入2.33亿元, 净利润4131万元, 业绩增长势头显著。

药品包装产业整合者涉足日化包装, 募投产能释放静待业绩增长

公司是高阻隔药品包装行业龙头, 渠道优势明显, 为克服自身产品种类较少的问题, 自上市以来, 通过资本运作的方式分别收购浙江多凌药包、苏州庆宜药包与石家庄中汇药包, 并购带来收入增长明显。我们认为公司此次拟收购上海久诚包装是公司切入日化包装领域的一次尝试, 短期有望带来业绩增厚, 同时久诚包装所在的医美包装行业目前处于发展初期, 且生产工艺、原材料等与药品包装行业相似, 未来有望与公司的药品包装业务产生协同。同时根据公司三季报披露, 公司IPO募投项目已完成建设, 已经正常投入使用, 产能由原来的6000吨扩充至12000吨。

产业链有望进一步拓展, 维持“增持”评级

公司是唯一一家A股上市的药品包装公司, 公司募投项目于三季度完成, 扩产后三季度业绩略低于我们预期, 一定程度说明了公司新增产能尚需时间消化, 下调公司业绩预测, 暂时不考虑本次收购带来的业绩增厚, 预计公司2018年至2020年的EPS为0.81/1.02/1.29元(前值为0.94/1.24/1.49元)。可比公司2019年的平均PE为15倍, 考虑到公司稀缺性与龙头属性与产业链拓展带来的协同效应, 我们认为公司2019年合理价格区间为18.36-22.44元, 对应2019年PE区间为18-22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)	14.79-38.77
总市值(百万元)	1,776
总资产(百万元)	883.84
每股净资产(元)	6.24

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	494.08	623.85	756.74
+/-%	2.48	24.68	31.54	26.26	21.30
归属母公司净利润(百万元)	64.60	65.81	81.58	102.70	130.13
+/-%	9.93	1.87	23.96	25.89	26.70
EPS(元, 最新摊薄)	0.64	0.65	0.81	1.02	1.29
PE(倍)	27.49	26.98	21.77	17.29	13.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

估值

图表1: 海顺新材可比公司估值 (数据截止 2019年1月15日)

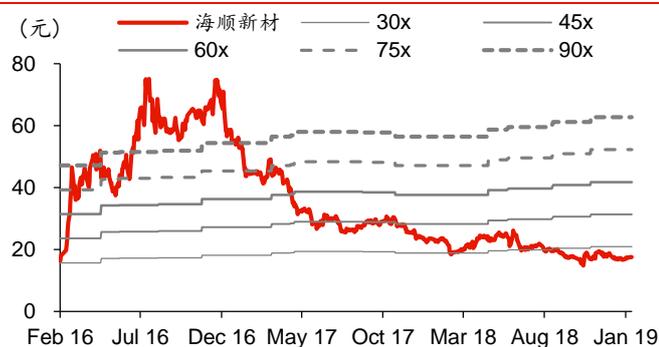
代码	名称	总市值 (亿元)	净利润 (百万元)			PE (倍)		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
002303.SZ	美盈森	71.21	348.19	432.78	561.86	20.45	16.45	12.67
600529.SH	山东药玻	80.15	262.76	338.28	428.94	30.50	23.69	18.69
002787.SZ	华源控股	21.08	93.28	128.82	164.27	22.60	16.36	12.83
002824.SZ	和胜股份	17.11	65.19	108.96	143.78	26.25	15.70	11.90
002752.SZ	昇兴股份	61.24	92.52	246.37	312.64	66.19	24.86	19.59
	平均值	50.16	172.39	251.04	322.30	33.20	19.41	15.14
300501.SZ	海顺新材	17.76	65.81	81.58	102.70	26.98	21.77	17.29

注: 2017年所有公司数据为公司年报披露数据。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

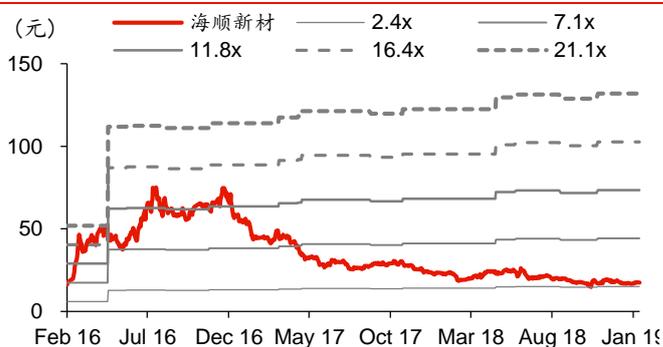
PE/PB - Bands

图表2: 海顺新材历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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	480.67	574.68	665.93
现金	107.27	120.37	140.00	151.20	160.27
应收账款	112.59	120.86	186.93	234.82	283.97
其他应收账款	2.97	7.17	5.86	7.84	9.88
预付账款	2.71	4.94	5.21	7.11	8.70
存货	41.89	62.68	83.38	105.09	127.44
其他流动资产	217.80	150.15	59.29	68.62	75.67
非流动资产	198.67	243.70	421.74	360.54	326.76
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	78.29	92.06	320.21	312.14	290.51
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	34.95	23.13
资产总计	683.89	709.87	902.42	935.22	992.69
流动负债	81.81	68.52	213.02	179.70	154.57
短期借款	10.00	0.00	108.97	56.29	7.43
应付账款	22.87	33.13	41.54	48.46	58.85
其他流动负债	48.94	35.39	62.51	74.94	88.29
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	220.68	187.36	162.23
少数股东权益	21.88	21.77	21.86	21.99	22.14
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	286.89	352.89	435.35
归属母公司股东权益	572.55	611.92	659.87	725.87	808.33
负债和股东权益	683.89	709.87	902.42	935.22	992.69

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	134.60	90.30	89.60
净利润	64.97	65.70	81.68	102.83	130.28
折旧摊销	8.18	12.60	19.93	32.27	33.90
财务费用	(1.59)	1.36	(1.32)	0.14	(4.07)
投资损失	(5.05)	(6.92)	(8.00)	(10.00)	(12.00)
营运资金变动	(35.62)	(21.19)	40.51	(69.09)	(64.16)
其他经营现金	2.58	3.54	1.80	34.15	5.64
投资活动现金	(245.74)	9.40	(191.73)	10.53	11.94
资本支出	57.22	45.78	200.00	0.00	0.00
长期投资	195.25	(75.80)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.73	(20.62)	8.27	10.53	11.94
筹资活动现金	226.29	(48.00)	76.76	(89.63)	(92.47)
短期借款	10.00	(10.00)	108.97	(52.68)	(48.87)
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)	(32.21)	(36.95)	(43.60)
现金净增加额	14.98	15.64	19.63	11.20	9.07

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	301.28	375.62	494.08	623.85	756.74
营业成本	184.72	235.14	319.56	403.87	490.38
营业税金及附加	1.36	2.20	2.96	3.74	4.54
营业费用	14.43	21.90	27.17	33.69	40.11
管理费用	32.06	44.81	59.29	73.61	87.78
财务费用	(1.59)	1.36	(1.32)	0.14	(4.07)
资产减值损失	2.36	3.64	2.72	2.96	2.99
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	8.00	10.00	12.00
营业利润	72.94	75.96	91.69	115.83	147.01
营业外收入	1.98	1.14	1.93	1.67	1.67
营业外支出	1.06	0.23	0.81	0.66	0.64
利润总额	73.86	76.87	92.81	116.85	148.04
所得税	8.89	11.17	11.14	14.02	17.77
净利润	64.97	65.70	81.68	102.83	130.28
少数股东损益	0.37	(0.11)	0.10	0.12	0.15
归属母公司净利润	64.60	65.81	81.58	102.70	130.13
EBITDA	79.53	89.92	110.30	148.25	176.84
EPS (元, 基本)	1.21	0.98	0.81	1.02	1.29

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	31.54	26.26	21.30
营业利润	9.91	4.13	20.72	26.32	26.92
归属母公司净利润	9.93	1.87	23.96	25.89	26.70
获利能力 (%)					
毛利率	38.69	37.40	35.32	35.26	35.20
净利率	21.44	17.52	16.51	16.46	17.20
ROE	11.28	10.75	12.36	14.15	16.10
ROIC	13.14	13.34	12.53	15.35	18.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	13.08	10.73	24.45	20.03	16.34
净负债比率 (%)	11.18	0	49.38	30.05	4.58
流动比率	5.93	6.80	2.26	3.20	4.31
速动比率	5.40	5.85	1.85	2.59	3.45
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.54	0.61	0.68	0.79
应收账款周转率	2.94	2.99	3.01	2.79	2.74
应付账款周转率	10.21	8.40	8.56	8.97	9.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.65	0.81	1.02	1.29
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.55	1.33	0.90	0.89
每股净资产(最新摊薄)	5.68	6.07	6.54	7.19	8.01
估值比率					
PE (倍)	27.49	26.98	21.77	17.29	13.65
PB (倍)	3.10	2.90	2.69	2.45	2.20
EV_EBITDA (倍)	20.72	18.32	14.94	11.11	9.32

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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、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：A0K809

©版权所有 2019 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

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

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

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