

公司研究/中报点评

2017年08月10日

轻工制造/包装印刷II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 86.91
合理价格区间(元): 94.93~101.71

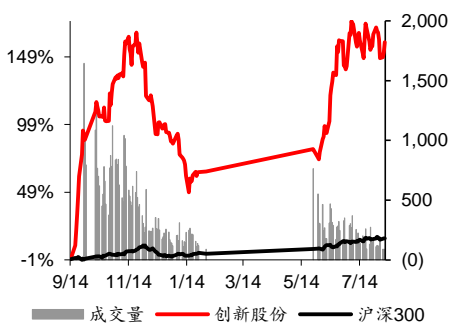
黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

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

何昕 执业证书编号: S0570515050001
研究员 010-56793937
hexin6573@htsc.com

丁宁 010-56793941
联系人 dingning2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

17H1 利润微降, 收购助力业绩回升

创新股份(002812)

17H1 收入 YoY +7.06%, 归母净利润 YoY -13.31%

公司发布 2017 年半年度报告, 17H1 实现营业收入 5.47 亿元, 同比增长 7.06%; 17H1 实现归母净利润 6544 万元, 同比减少 13.31%; 17H1 每股收益 0.49 元, 同比下降 34.67%, 基本符合我们预期。

无菌包装业务发展迅速, 后期产能释放推动业绩增长

上半年公司 BOPP 烟膜和 BOPP 平膜收入稳定增长, 同比增速分别为 5.89% 和 15.28%; 上半年公司无菌包装产品销量快速增长, 营业收入同比增长 37.19%, IPO 募投项目“新增年产 30 亿个彩印包装盒改扩建项目”稳步推进, 预计下半年建成投产, 后期产能释放将进一步提升无菌包装产品的销售收入; 上半年公司烟标和特种纸销售收入出现下滑, 同比分别减少 22.91% 和 9.12%。17H1 公司整体毛利率 23.6%, 比去年同期下降 5.48 个百分点, 主要由于烟标和特种纸毛利率下滑所致。

收购湿法隔膜龙头上海恩捷, 公司业绩有望进入快车道

公司拟收购国内湿法隔膜龙头企业上海恩捷。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, 公司预计上半年净利润 2 亿元左右, 同时承诺 17-19 年净利润不低于 3.78 亿元、5.55 亿元、7.63 亿元。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)、涂覆膜远期产能 10.4 亿平米 (61 条产线)。上海恩捷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, 国内客户包括 CATL、国轩高科、比亚迪等。

湿法隔膜有效产能释放料将低于预期, 判断下半年供应仍将偏紧

尽管国内企业纷纷加大湿法隔膜产能投资, 但由于湿法隔膜生产工艺的难度和国内生产良品率的问题, 我们预计湿法隔膜有效产能的释放将慢于隔膜企业的规划。综合考虑各家企业的良品率和产能投放进度, 我们判断 2017 年国内湿法隔膜有效产能仍然低于行业需求。并且下半年新能源车销量有望大幅回升, 进而显著拉动国内湿法隔膜需求, 我们测算 17Q3-17Q4 国内湿法隔膜供应仍将偏紧, 尤其是在高端湿法隔膜领域, 因此湿法隔膜行业龙头将有望受益。

目标价区间 94.93~101.71 元, 维持“增持”评级

我们预计若公司于 2017 年完成上海恩捷收购, 公司 2017-2019 年将实现净利润 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, 目前股价对应 PE 分别为 36 倍、26 倍、22 倍, 目标价区间 94.93~101.71 元, 维持“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)	11,859
总资产 (百万元)	1,875
每股净资产 (元)	11.28

资料来源: 公司公告

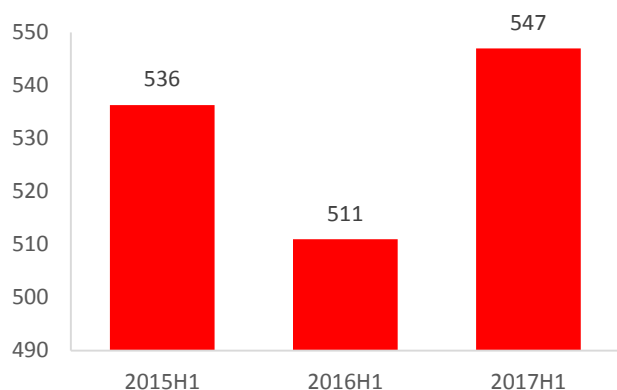
经营预测指标与估值

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)	142.82	129.58	36.24	25.63	21.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

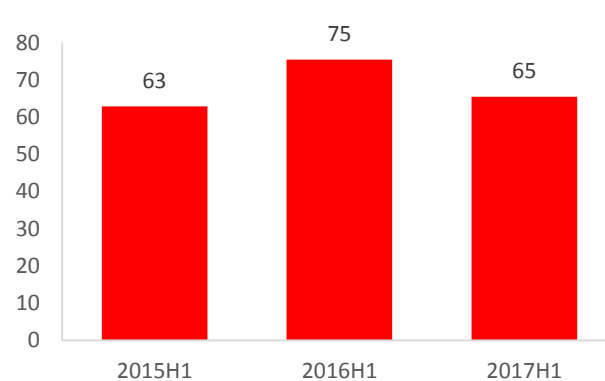
已考虑收购上海恩捷后利润贡献和股份摊薄

图表1: 公司营业收入 (单位: 百万元)



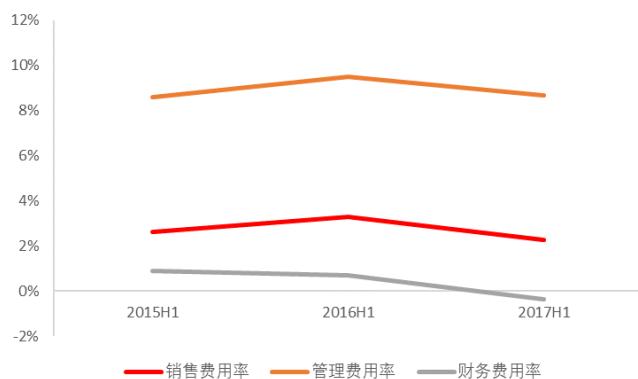
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润 (单位: 百万元)



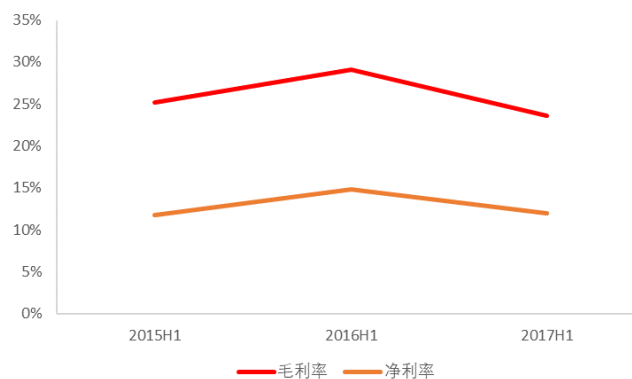
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司期间费用率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

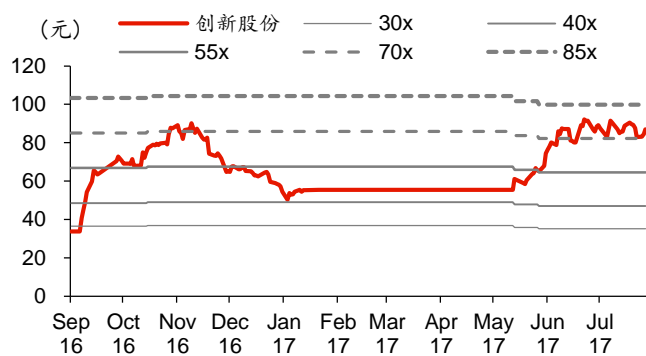
图表4: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

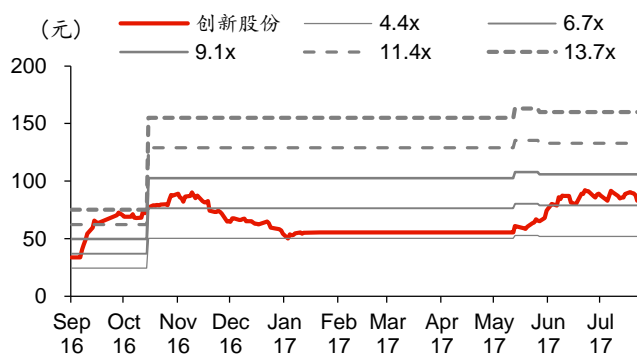
PE/PB - Bands

图表5: 创新股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 创新股份历史 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)	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)	142.82	129.58	36.24	25.63	21.60
PB (倍)	28.98	13.63	9.84	7.55	6.05
EV_EBITDA (倍)	52.30	49.00	15.31	11.01	9.34

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：Z23032000。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 2017 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

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