

2017年08月10日

创新股份 (002812.SZ)

公司快报

轻工制造 | 包装 III

投资评级 **增持-A(维持)**
 6个月目标价 90元
 股价(2017-08-09) 86.91元

交易数据

总市值(百万元) 11,858.87
 流通市值(百万元) 2,909.75
 总股本(百万股) 136.45
 流通股本(百万股) 33.48
 12个月价格区间 28.09/96.69元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|------|
| 升幅% | | | |
| 相对收益 | -0.31 | 49.48 | -1.7 |
| 绝对收益 | 0.12 | 58.05 | |

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号: S0910516040001
 linfan@huajinsc.cn
 021-20655793

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsc.cn
 021-20655796

相关报告

创新股份: 55.5 亿并购上海恩捷, 湿法隔膜助力快速发展 2017-06-01

无菌包装业务快速增长, 湿法龙头蓄势待发

投资要点

- 事件** 8月9日, 公司发布2017年半年报, 17H1实现营业收入5.47亿元, 同比增长7.06%; 归母净利润0.65亿元, 同比降低13.31%, 在业绩预告归母净利润同比增速-30%到0%的范围之内。公司17Q2实现营收3.06亿元, 同比增长4.35%, 归母净利润0.43亿元, 同比下降10.36%, 降幅较一季度的同比增速收窄。公司预计1-9月归母净利润范围0.83~1.16亿元, 同比-25%~5%。
- 无菌包装实现较快增长, 有望打入伊利和蒙牛供应体系**: 公司无菌包装业务H1实现营业收入0.97亿元, 同比增长37.19%, 毛利率达25.08%, 与去年基本持平。公司配套国内先进设备形成无菌包装生产线, 建立了ISO22000食品安全管理体系, 目前主要客户包括汇源果汁、广州东鹏食品饮料、达利食品、日康食品等国内知名企业, 未来将争取进入伊利和蒙牛的供应体系。公司“新增年产30亿个彩印包装盒改扩建项目”是公司上市的募投项目之一, 目前公司该募投项目投资进度已达76%, 17H1已实现收益871万元, 预计完全达产时间为17年9月30日。随募投项目的产能释放, 无菌包装有望快速发展。
- 传统烟草行业整体发展趋缓, 多元化战略助力营收增长**: 公司传统主业, 烟草配套业务受烟草行业整体发展趋缓的影响, 烟标和特种纸分别实现营业收入0.71亿元和0.71亿元, 同比下降22.91%和9.12%。BOPP烟膜营收1.11亿元, 同比增长5.89%, 毛利率32.97%与去年基本持平。BOPP薄膜方面, 实现营收1.56亿元, 同比增长15.28%, 毛利率6.59%, 同比增长1.36%。整体来说公司的传统业务发展相对平稳, 公司通过多元化的产品战略取得一定的营业总收入的增长。
- 并购上海恩捷有序推进, 进军锂电湿法隔膜领域蓄势待发**: 公司并购事项已于7月12日收到证监会的反馈意见通知书, 并购的细节预计将于8月中旬左右反馈证监会并披露。上海恩捷是国内锂电池湿法隔膜的龙头, 公司将并购其100%股权, 标的资产作价55.5亿元, 发行价格51.56元/股。恩捷主要客户包括LG Chem、国轩高科、天津力神、CATL及比亚迪等。目前恩捷在湿法隔膜领域的产能、客户布局方便具备独特优势, 在动力锂电能量密度、安全性能等要求不断升级的大趋势下, 湿法涂覆需求更加旺盛。根据各方签署的《盈利预测补偿协议》, 若本次并购于2017年内完成, 预计恩捷2017年至2019年的净利润分别不低于3.78亿元、5.55亿元和7.63亿元。
- 投资建议**: 公司传统的烟草相关业务发展相对稳定, 无菌包装快速发展。我们假设恩捷从18年开始并表, 18年股本为2.56亿股, 预计公司17-19年的归母净利润分别为1.7/7.4/9.7亿元, 预计17-19年EPS分别为1.25、2.86、3.75元, 继续给予“增持-A”评级, 6个月目标价90元。

◆ **风险提示**：并购标的业绩不及预期，新能源汽车推广不达标，市场竞争加剧，国家补贴政策变化；政策调控和健康意识提升导致烟草产品销量下降，原材料价格波动。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万元) | 1,131.5 | 1,146.2 | 1,261.9 | 3,042.5 | 4,107.4 |
| 同比增长(%) | -7.0% | 1.3% | 10.1% | 141.1% | 35.0% |
| 营业利润(百万元) | 157.8 | 177.4 | 186.8 | 846.9 | 1,116.1 |
| 同比增长(%) | 7.4% | 12.4% | 5.3% | 353.5% | 31.8% |
| 净利润(百万元) | 150.1 | 165.4 | 170.1 | 740.4 | 970.2 |
| 同比增长(%) | 17.4% | 10.2% | 2.8% | 335.3% | 31.0% |
| 每股收益(元) | 1.10 | 1.21 | 1.25 | 2.86 | 3.75 |
| PE | 79.0 | 71.7 | 69.7 | 30.3 | 23.2 |
| PB | 16.0 | 7.5 | 7.2 | 10.9 | 9.2 |

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|---------|---------|---------|----------|---------|----------------|-------|--------|--------|---------|---------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 1,131.5 | 1,146.2 | 1,261.9 | 3,042.5 | 4,107.4 | 年增长率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 839.3 | 815.7 | 935.1 | 1,828.9 | 2,496.9 | 营业收入增长率 | -7.0% | 1.3% | 10.1% | 141.1% | 35.0% |
| 营业税费 | 5.7 | 10.8 | 10.1 | 33.5 | 38.9 | 营业利润增长率 | 7.4% | 12.4% | 5.3% | 353.5% | 31.8% |
| 销售费用 | 29.8 | 34.4 | 33.9 | 84.4 | 115.9 | 净利润增长率 | 17.4% | 10.2% | 2.8% | 335.3% | 31.0% |
| 管理费用 | 89.1 | 101.2 | 98.6 | 248.7 | 339.9 | EBITDA 增长率 | 4.4% | 6.4% | -3.0% | 300.2% | 30.4% |
| 财务费用 | 9.5 | 4.3 | -3.7 | -1.0 | -1.7 | EBIT 增长率 | 6.8% | 8.6% | 0.7% | 362.0% | 31.7% |
| 资产减值损失 | 1.5 | 3.7 | 2.3 | 2.5 | 2.8 | NOPLAT 增长率 | 7.6% | 7.9% | 0.9% | 362.5% | 31.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 9.2% | 11.3% | -4.5% | 115.7% | -25.7% |
| 投资和汇兑收益 | 1.3 | 1.4 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 净资产增长率 | 7.3% | 112.7% | 4.1% | 26.1% | 18.5% |
| 营业利润 | 157.8 | 177.4 | 186.8 | 846.9 | 1,116.1 | 盈利能力 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 16.0 | 15.4 | 11.3 | 14.2 | 13.7 | 毛利率 | 25.8% | 28.8% | 25.9% | 39.9% | 39.2% |
| 利润总额 | 173.9 | 192.9 | 198.0 | 861.1 | 1,129.8 | 营业利润率 | 14.0% | 15.5% | 14.8% | 27.8% | 27.2% |
| 减:所得税 | 23.8 | 27.5 | 27.9 | 120.7 | 159.6 | 净利润率 | 13.3% | 14.4% | 13.5% | 24.3% | 23.6% |
| 净利润 | 150.1 | 165.4 | 170.1 | 740.4 | 970.2 | EBITDA/营业收入 | 18.9% | 19.9% | 17.5% | 29.0% | 28.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 14.8% | 15.9% | 14.5% | 27.8% | 27.1% |
| 资产负债表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 资产负债率 | 41.3% | 16.8% | 12.4% | 31.2% | 21.2% |
| 货币资金 | 148.4 | 639.6 | 749.3 | 243.4 | 1,037.6 | 负债权益比 | 70.2% | 20.2% | 14.1% | 45.4% | 27.0% |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动比率 | 1.42 | 4.09 | 5.79 | 2.65 | 4.00 |
| 应收帐款 | 321.0 | 386.6 | 251.3 | 1,404.6 | 877.9 | 速动比率 | 1.08 | 3.49 | 4.90 | 2.04 | 3.26 |
| 应收票据 | 25.9 | 31.8 | 20.7 | 106.5 | 76.7 | 利息保障倍数 | 17.62 | 42.15 | -49.81 | -870.30 | -642.36 |
| 预付帐款 | 41.3 | 32.3 | 79.2 | 142.3 | 132.9 | 营运能力 | | | | | |
| 存货 | 168.7 | 187.5 | 199.1 | 572.3 | 486.3 | 固定资产周转天数 | 112 | 132 | 137 | 52 | 36 |
| 其他流动资产 | -0.0 | 2.2 | 1.0 | 1.1 | 1.4 | 流动营业资本周转天数 | 99 | 97 | 93 | 100 | 100 |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 221 | 312 | 368 | 223 | 223 |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | 应收帐款周转天数 | 92 | 111 | 91 | 98 | 100 |
| 长期股权投资 | 3.0 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 | 存货周转天数 | 55 | 56 | 55 | 46 | 46 |
| 投资性房地产 | - | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 7.2 | 总资产周转天数 | 376 | 494 | 536 | 288 | 268 |
| 固定资产 | 341.1 | 497.6 | 461.6 | 425.7 | 389.7 | 投资资本周转天数 | 247 | 269 | 252 | 161 | 142 |
| 在建工程 | 116.2 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 7.8 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 73.6 | 71.8 | 70.1 | 68.3 | 66.6 | 销售费用率 | 2.6% | 3.0% | 2.7% | 2.8% | 2.8% |
| 其他非流动资产 | 19.2 | 22.2 | 17.5 | 18.6 | 16.6 | 管理费用率 | 7.9% | 8.8% | 7.8% | 8.2% | 8.3% |
| 资产总额 | 1,258.5 | 1,889.9 | 1,867.9 | 3,001.1 | 3,103.8 | 财务费用率 | 0.8% | 0.4% | -0.3% | 0.0% | 0.0% |
| 短期债务 | 228.0 | - | - | 66.5 | - | 三费/营业收入 | 11.3% | 12.2% | 10.2% | 10.9% | 11.1% |
| 应付帐款 | 97.9 | 117.3 | 95.5 | 344.1 | 265.0 | 投资回报率 | | | | | |
| 应付票据 | 146.1 | 157.3 | 107.3 | 457.4 | 344.8 | ROE | 20.3% | 10.5% | 10.4% | 35.9% | 39.7% |
| 其他流动负债 | 25.3 | 38.1 | 21.9 | 62.7 | 43.5 | ROA | 11.9% | 8.8% | 9.1% | 24.7% | 31.3% |
| 长期借款 | 12.1 | - | - | - | - | ROIC | 19.4% | 19.2% | 17.4% | 84.3% | 51.4% |
| 其他非流动负债 | 9.7 | 4.7 | 6.4 | 6.9 | 6.0 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 519.1 | 317.4 | 231.1 | 937.7 | 659.3 | DPS(元) | 0.59 | 0.72 | 0.79 | 1.69 | 2.28 |
| 少数股东权益 | - | - | - | - | - | 分红比率 | 53.3% | 59.6% | 63.7% | 58.9% | 60.7% |
| 股本 | 100.4 | 133.9 | 136.5 | 258.5 | 258.5 | 股息收益率 | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 1.9% | 2.6% |
| 留存收益 | 639.0 | 1,438.7 | 1,500.4 | 1,805.0 | 2,186.1 | | | | | | |
| 股东权益 | 739.4 | 1,572.5 | 1,636.8 | 2,063.4 | 2,444.6 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 净利润 | 150.1 | 165.4 | 170.1 | 740.4 | 970.2 | EPS(元) | 1.10 | 1.21 | 1.25 | 2.86 | 3.75 |
| 加:折旧和摊销 | 46.7 | 46.7 | 37.7 | 37.7 | 37.7 | BVPS(元) | 5.42 | 11.52 | 12.00 | 7.98 | 9.46 |
| 资产减值准备 | 1.5 | 3.7 | - | - | - | PE(X) | 79.0 | 71.7 | 69.7 | 30.3 | 23.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 16.0 | 7.5 | 7.2 | 10.9 | 9.2 |
| 财务费用 | 9.7 | 6.0 | -3.7 | -1.0 | -1.7 | P/FCF | 106.8 | -71.3 | 56.3 | -117.6 | 16.3 |
| 投资损失 | -1.3 | -1.4 | -1.2 | -1.3 | -1.3 | P/S | 10.5 | 10.3 | 9.4 | 7.4 | 5.5 |
| 少数股东损益 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | 41.1 | 48.2 | 50.2 | 25.2 | 18.6 |
| 营运资金的变动 | -25.3 | -109.5 | 7.7 | -1,036.7 | 441.9 | CAGR(%) | 70.2% | 80.3% | 10.0% | 70.2% | 80.3% |
| 经营活动产生现金流量 | 186.8 | 111.0 | 210.7 | -260.9 | 1,446.7 | PEG | 1.1 | 0.9 | 7.0 | 0.4 | 0.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -97.3 | -74.6 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | ROIC/WACC | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | -106.1 | 453.9 | -102.1 | -246.3 | -653.8 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn