

海顺新材 (300501): 专注药包领域, 业绩平稳增长

行业分类: 医药

2016年1月30日

股票价格	
合理价格区间	26.25-36.75 元
网下发行数量	—
网上发行数量	1338 万股

股本结构	
发行前总股本 (万股)	4000
本次发行股本 (万股)	1338
发行后总股本 (万股)	5338

主要财务数据及预测

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入增长率 (%)	4.50	2.89	5.94	10.00
净利润增长率 (%)	21.94	3.24	10.41	13.06
综合毛利率 (%)	35.07	35.36	35.30	35.21
摊薄每股收益 (元)	1.02	1.05	1.16	1.31

报告要点:

◆ 公司概况

海顺新材主营直接接触药品的高阻隔包装材料的研发、生产和销售, 主要产品包括冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜等, 公司目前拥有 17 个药品包装材料和容器注册证。

◆ 公司竞争优势

- 技术优势。公司一直注重产品开发和技术创新, 公司目前拥有 24 项专利, 包括 5 项发明专利和 19 项实用新型专利, 冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜三类核心产品均获得了美国 FDA 的 DMF 备案。
- 客户优势。公司目前的客户群体涵盖国内外, 包括国内医药制造企业、欧美和东南亚等海外企业客户等, 广阔的市场和优质的客户网络避免了销售客户单一的风险, 有助于公司平稳经营。
- 营销模式优势。根据国内外企业客户不同的采购模式和区域差异, 公司采用“直销为主, 经销为辅”的经销策略。在控制营销费用的同时, 保证营销效率。

◆ 募集资金投向

公司此次公开发行 1,338 万股, 发行价 22.02 元, 预计募集资金总额 29,462.76 万元。此次募集的资金主要用于 6000 吨新型药用包装材料项目的建设和补充流动资金。预计项目完成后, 公司的盈利能力有望进一步增强。

◆ 盈利预测及估值建议

我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 1.05 元、1.16 元和 1.31 元, 同比增长率分别为 3.24%、10.41%和 13.06%, 参照可比公司估值, 我们认为公司合理的价格区间为 26.25—36.75 元, 对应 2015、2016 和 2017 年的估值区间为 25.00-35.00 倍、22.63-31.68 倍和 20.04-28.05 倍。

◆ 主要不确定性因素

原材料价格波动的风险、海外市场环境波动的风险。

股市有风险 入市须谨慎

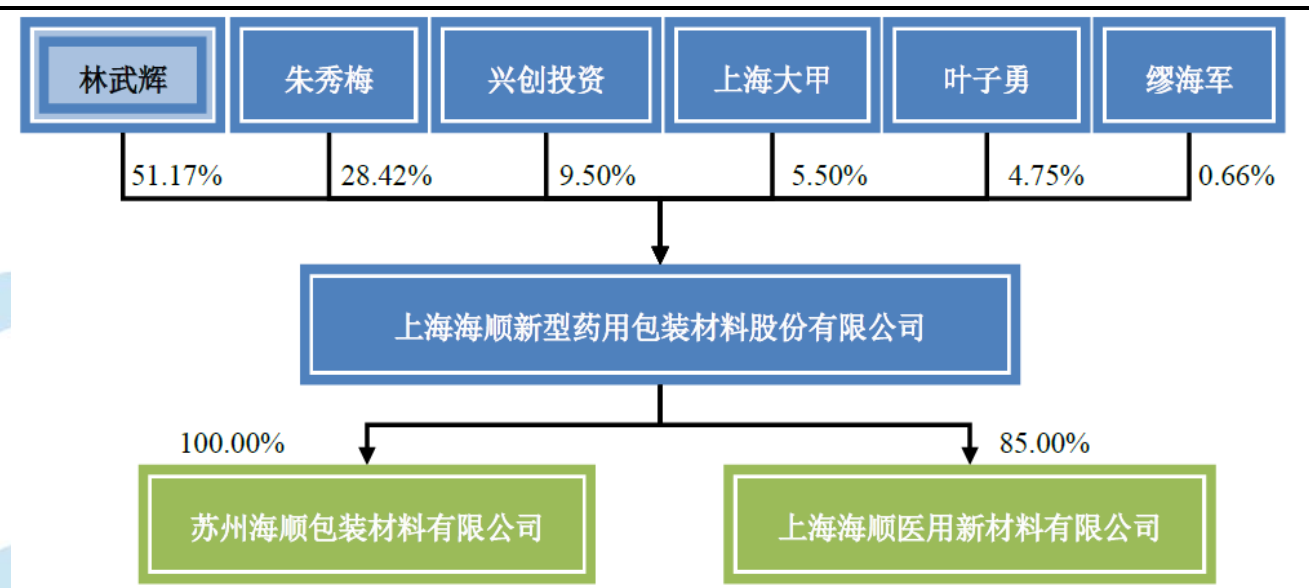
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

一、公司概况

海顺新材的前身为上海海顺包装材料有限公司（简称“上海海顺”或“海顺有限”）。通过一系列的增资和股权结构的调整行动，2010年10月，经海顺有限股东会审议，同意海顺有限整体变更为股份有限公司。公司的控股股东及实际控制人为林武辉先生和朱秀梅女士，本次发行前，两者合计持有公司81.67%的股份。目前，公司旗下拥有两家子公司，包括全资子公司苏州海顺包装材料有限公司（简称“苏州海顺”）和控股子公司上海海顺医用新材料有限公司（简称“海顺医材”）。

图表 1: 公司发行前股权结构图谱



资料来源：海顺新材招股书、中航证券金融研究所

1.1 公司基本情况

2005年1月，朱秀梅（林武辉之妻）和缪海军以货币形式出资设立上海海顺包装材料有限公司（以下简称“上海海顺”或“海顺有限”），注册资本500万元，即发行人海顺新材的前身。2010年10月，海顺有限整体变更为股份有限公司。公司在股改之后，因为经营战略的需要，于2013年6月设立了控股子公司上海海顺医用新材料有限公司（简称“海顺医材”）。

图表 2: 公司历史沿革

公司历史沿革
2005年1月，朱秀梅（林武辉之妻）和缪海军以货币形式出资设立上海海顺包装材料有限公司（以下简称“上海海顺”或“海顺有限”），即发行人海顺新材的前身。
2007年6月，林武辉先生、朱秀梅女士夫妇以货币出资方式设立苏州海顺包装材料有限公司（以下简称“苏州海顺”）。
2009年6月，经苏州海顺股东会决议通过，林武辉、朱秀梅通过债转股方式，增加注册资本至5,000万元。
2010年8月，海顺有限股东会同意由林武辉、朱秀梅以其持有的苏州海顺的100%股权及部分货币资金对海顺有限进行增资，苏州海顺成为上海海顺的全资子公司。

2010年10月,经海顺有限股东会审议通过,同意海顺有限整体变更为股份有限公司,即本次的发行人海顺新材。

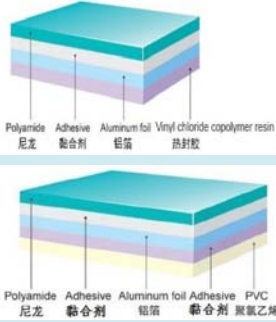


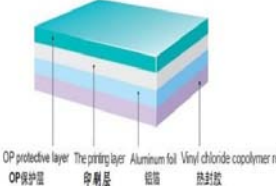


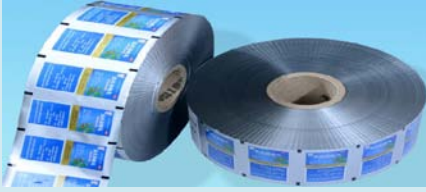

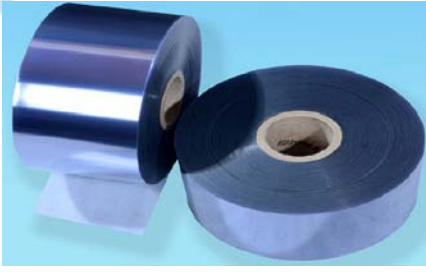

2013年6月,发行人2013年新设子公司上海海顺医用新材料有限公司(以下简称“海顺医材”),主营特种塑料粒子、新型药用包装材料的出口和销售。

资料来源:海顺新材招股书、中航证券金融研究所

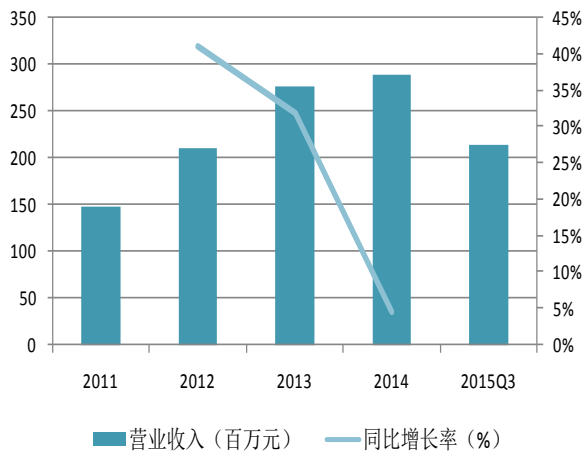
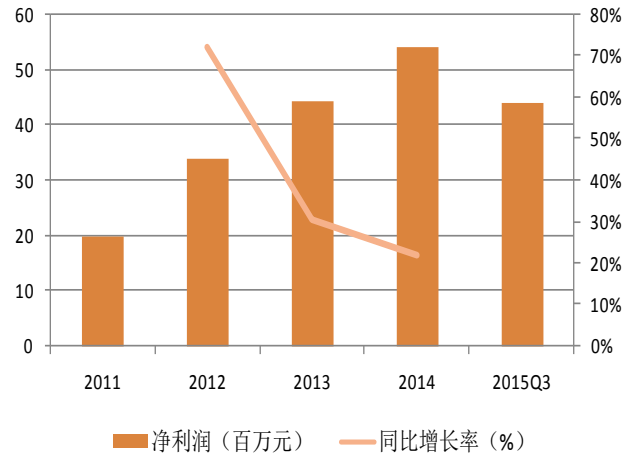
1.2 公司主营业务

海顺新材主营直接接触药品的高阻隔包装材料研发、生产和销售,主要产品包括冷冲压成型复合硬片、PTP铝箔和SP复合膜等,公司目前拥有17个药品包装材料和容器注册证。通过多年的研发、转化和专业市场服务工作,公司逐步建立起了自己的技术优势,冷冲压成型复合硬片、PTP铝箔和SP复合膜等产品获得了美国FDA的DMF备案,针对欧美等海外市场的出口已初具规模。公司的下游客户为制药企业,依托技术优势和服务质量,公司同国内多家知名制药企业建立起了业务关系。

图表 3: 公司的主要产品构成

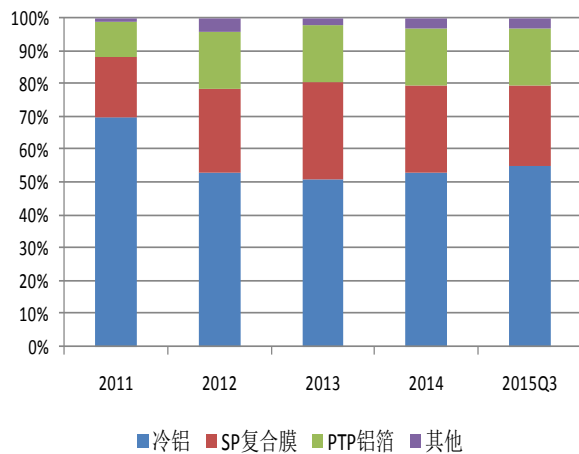
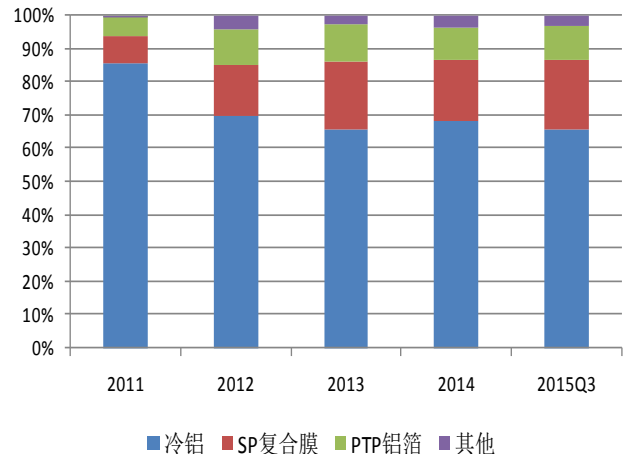
类别	产品构成	产品形态	下游终端产品形态
冷冲压成型复合硬片	 <p> Polyamide 尼龙 Adhesive 黏合剂 Aluminum foil 铝箔 Vinyl chloride copolymer resin 热封胶 Polyamide 尼龙 Adhesive 黏合剂 Aluminum foil 铝箔 Adhesive 黏合剂 PVC 聚氯乙烯 </p>		
PTP铝箔	 <p> OP protective layer OP保护层 The printing layer 印刷层 Aluminum foil 铝箔 Vinyl chloride copolymer resin 热封胶 </p>		
SP复合膜	镀铝复合膜 纯铝复合膜 纸铝塑复合膜		
聚三氟氯乙烯/PVC复合硬片	聚三氟氯乙烯 PVC		

资料来源:海顺新材招股书、中航证券金融研究所

图表 4: 公司的营业收入状况

图表 5: 公司的净利润状况


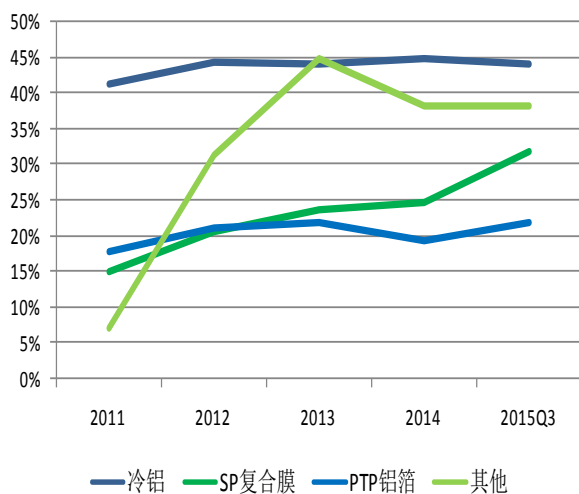
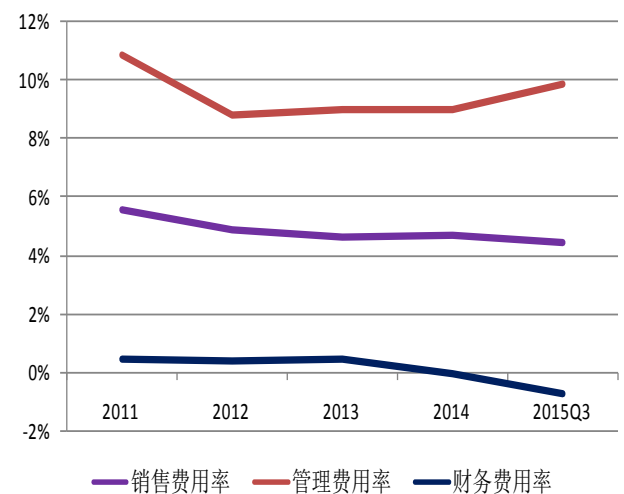
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 6: 公司的营业收入结构

图表 7: 公司的营业利润结构


资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 8: 各项业务的毛利率

图表 9: 公司的各项财务比率


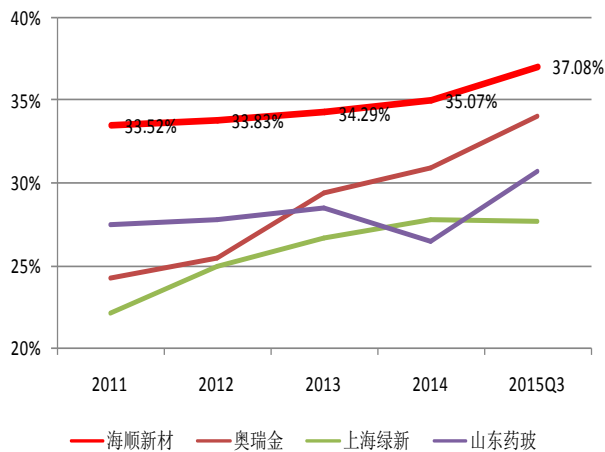
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

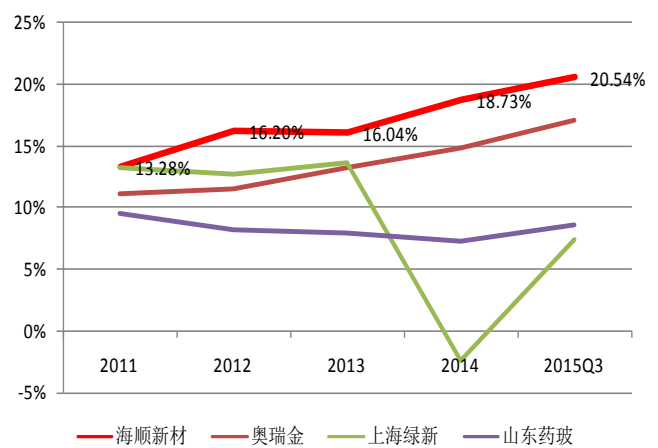
二、公司的竞争优势

国内的药品包装材料行业集中度低，竞争充分，由于毛利率和利润空间相对较低，涉足该领域的大型制药企业较少。公司自成立之初就专注于医药包装材料市场，按照业务和产品分类的话，公司所在的细分行业属于直接接触药品的包装材料产业，以数量众多的中小企业为主，初具规模的包括江苏中金玛泰医药包装有限公司和浙江金石包装有限公司等，平行领域的上市公司包括奥瑞金、上海绿新和山东药玻等。通过多年的研究开发、技术创新和营销拓展，公司在技术积累、客户资源和营销模式等多个方面建立起了竞争优势。

图表 10: 可比公司的销售毛利率状况



图表 11: 可比公司的销售净利率状况



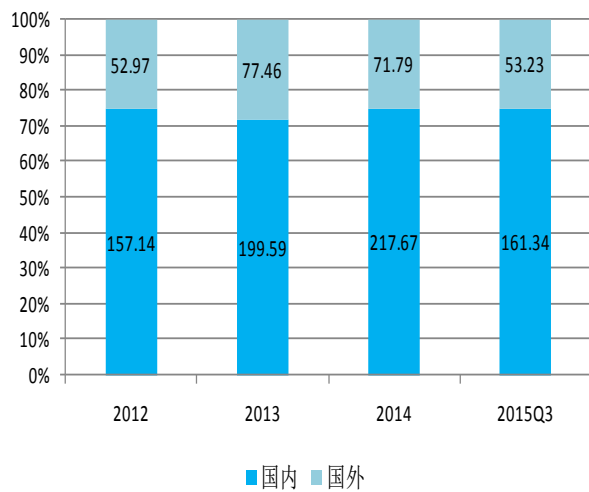
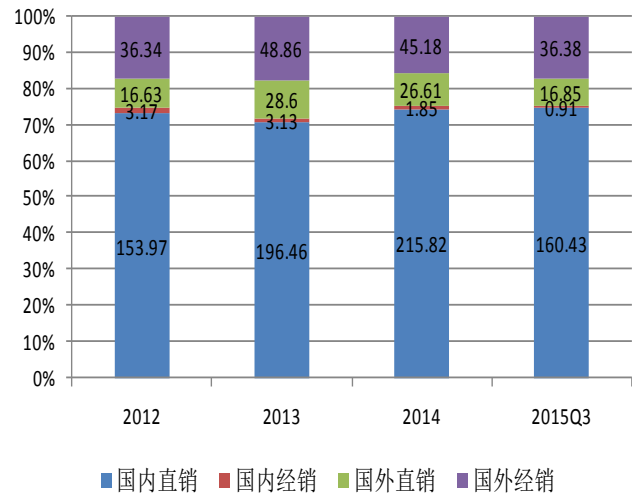
资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

技术优势。公司自成立以来，一直比较注重产品开发和科技创新。海顺新材的企业技术中心和苏州海顺的工程技术研究中心均获得了地方政府的认可，成为区域研究中心的标杆。公司目前拥有 24 项专利，包括 5 项发明专利和 19 项实用新型专利，冷冲压成型复合硬片、PTP 铝箔和 SP 复合膜三类核心产品均获得了美国 FDA 的 DMF 备案。凭借技术优势和品牌积累，公司的产品行销海内外市场。通过多年的经营，公司逐步在细分领域建立起了自己的领先优势。

客户优势。依托领先的工艺设计和规模生产能力，通过多年的营销开拓，公司逐步建立了完善的营销网络。公司目前的客户群体包括国内半数以上的规模医药制造企业、欧美和东南亚等海外企业客户等，广阔的市场和优质的客户网络避免了销售客户单一的风险，有助于公司平稳经营。

营销模式优势。根据国内外医药企业客户的不同的采购模式和区域差异，公司采用针对性的“直销为主，经销为辅”的经销策略。由于地理位置统一，为保证营销效果，公司对国内客户以直销为主；考虑到区域差异和客户的采购模式，公司对海外客户采用经销为主的营销策略，在控制营销费用的同时，保证营销效率。近几年，公司在国内外的销售收入一直保持平稳增长的趋势。

图表 12: 公司产品的海内外销售占比

图表 13: 公司产品的销售结构


资料来源: 海顺新材招股书、中航证券金融研究所

资料来源: 海顺新材招股书、中航证券金融研究所

三、募集资金投向

公司此次公开发行 1,338 万股, 发行价 22.02 元, 预计募集资金总额 29,462.76 万元。此次募集资金主要用于年产新型药用包装材料 6000 吨项目 (包括 3500 吨冷冲压成型复合硬片、1500 吨高阻隔高密封药品包装复合膜和 1000 吨可在线印刷铝箔) 的建设以及补充流动资金。公司目前的产能规模为 6000 吨, 2015 年前三季度产能利用率达到 117.24%, 长期超负荷运转。此次募投项目的建设周期为一年, 目前已经进入到基础设施建设和生产设备采购阶段, 项目达产后, 有助于公司解决当前的产能瓶颈问题, 跨越短期经营的拐点。

图表 14: 公司的募投项目状况

项目名称	投资总额 (万元)
年产新型药用包装材料6000吨项目	20,566
补充流动资金	5,910.99
合计	26,476.99

资料来源: 海顺新材招股书、中航证券金融研究所

图表 15: 公司新型药用包装材料项目明细

项目名称	产品分类	产能规模 (吨)
年产新型药用包装材料6000吨项目	冷冲压成型复合硬片	3,500
	高阻隔高密封药品包装复合膜	1,500
	可在线印刷铝箔	1,000

资料来源: 海顺新材招股书、中航证券金融研究所

四、盈利预测及估值建议

在财务预测的过程中，我们将公司的产品进行分类，分别进行收入预测（只列出年收入百万元以上规模业务），然后进行汇总。

图表 16：公司分产品营业收入及主要财务预测

	12A	13A	14A	15E	16E	17E
冷铝						
营业收入（百万元）	111.91	141.78	153.99	159.38	167.35	184.09
增长幅度（%）		26.69	8.61	3.50	5.00	10.00
毛利率（%）	44.29	44.14	44.91	44.50	44.50	44.50
SP 复合膜						
营业收入（百万元）	52.75	81.52	76.17	78.07	84.32	92.75
增长幅度（%）		54.54	-6.56	2.50	8.00	10.00
毛利率（%）	20.65	23.77	26.81	26.50	26.50	26.50
PTP 铝箔						
营业收入（百万元）	36.36	48.65	50.15	51.65	54.24	59.66
增长幅度（%）		33.80	3.08	3.00	5.00	10.00
毛利率（%）	21.15	21.84	19.36	20.00	20.00	20.00
其他						
营业收入（百万元）	9.09	5.10	9.14	9.14	10.05	11.06
增长幅度（%）		-43.89	79.22	0	10.00	10.00
毛利率（%）	31.40	44.75	38.14	38.50	38.50	38.50
其他假设						
营业费用/营业收入（%）	4.86	4.64	4.67	4.50	4.50	4.50
管理费用/营业收入（%）	8.79	8.98	9.00	9.00	9.00	9.00
税率（%）	17.32	17.47	15.04	15.00	15.00	15.00

资料来源：公司年报、中航证券金融研究所

我们预计公司 15-17 年摊薄 EPS 分别为 1.05 元、1.16 元和 1.31 元，同比增长率分别为 3.24%、10.41% 和 13.06%，参照可比公司估值，我们认为公司合理的价格区间为 26.25—36.75 元，对应 2015、2016 和 2017 年的估值区间为 25.00—35.00 倍、22.63—31.68 倍和 20.04—28.05 倍。

图表 17：可比公司估值概况

企业名称	股票代码	每股收益 (EPS)			市盈率 (PE)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
上海绿新	002565	0.20	0.28	0.32	37.59	27.71	23.70
奥瑞金	002701	1.06	1.37	1.72	21.12	16.36	13.02
山东药玻	600529	0.53	0.58	0.64	27.75	25.36	22.98

平均值					28.82	23.14	19.90
-----	--	--	--	--	-------	-------	-------

资料来源：wind、中航证券金融研究所

五、主要不确定因素

原材料价格波动的风险、海外市场环境波动的风险。



图表 18: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	210.24	277.37	289.85	298.24	315.96	347.56
增长率(%)	41.10%	31.93%	4.50%	2.89%	5.94%	10.00%
归属母公司股东净利润	34.06	44.47	54.22	55.98	61.81	69.88
增长率(%)	72.09%	30.56%	21.94%	3.24%	10.41%	13.06%
每股收益(EPS)	0.638	0.833	1.016	1.049	1.158	1.309
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.337	0.116	0.128	0.145
每股经营现金流	0.503	0.558	1.182	1.106	1.144	1.073
销售毛利率	33.83%	34.29%	35.07%	35.36%	35.30%	35.21%
销售净利率	16.20%	16.04%	18.73%	18.79%	19.59%	20.13%
净资产收益率(ROE)	20.66%	22.88%	23.52%	19.97%	10.30%	10.55%
投入资本回报率(ROIC)	28.93%	26.78%	28.66%	31.17%	33.89%	24.65%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(分红/股价)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

报表预测						
利润表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	210.24	277.37	289.85	298.24	315.96	347.56
减: 营业成本	139.11	182.27	188.20	192.78	204.43	225.18
营业税金及附加	0.38	0.90	0.93	0.96	1.02	1.12
营业费用	10.21	12.86	13.53	13.42	14.22	15.64
管理费用	18.49	24.92	26.09	26.84	28.44	31.28
财务费用	0.89	1.32	0.01	-1.71	-4.94	-7.98
资产减值损失	0.12	2.09	0.26	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.37	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.03	53.01	61.19	65.94	72.80	82.31
加: 其他非经营损益	0.16	0.89	2.71	0.00	0.00	0.00
利润总额	41.19	53.89	63.90	65.94	72.80	82.31
减: 所得税	7.14	9.41	9.61	9.89	10.92	12.35
净利润	34.06	44.48	54.29	56.05	61.88	69.96
减: 少数股东损益	0.00	0.01	0.07	0.07	0.08	0.09
归属母公司股东净利润	34.06	44.47	54.22	55.98	61.81	69.88

资产负债表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	17.37	17.96	60.64	115.48	349.72	387.59
应收和预付款项	60.14	94.91	98.08	75.84	108.42	94.28
存货	39.54	33.27	25.55	47.21	29.94	55.05
其他流动资产	1.35	0.99	1.65	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	73.88	79.66	73.96	66.91	149.86	162.81
无形资产和开发支出	15.83	15.49	15.13	13.45	11.76	10.08
其他非流动资产	0.61	0.35	0.73	0.57	0.41	0.41
资产总计	208.72	242.63	275.73	319.47	650.12	710.22
短期借款	13.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	28.59	44.80	43.56	37.47	48.31	46.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.77	1.98	0.04	0.00	0.00	0.00
负债合计	43.86	46.78	43.60	37.47	48.31	46.18
股本	40.00	40.00	40.00	40.00	53.38	53.38
资本公积	67.67	67.67	67.67	67.67	319.06	319.06
留存收益	57.19	86.66	122.88	172.67	227.64	289.78
归属母公司股东权益	164.87	194.33	230.56	280.34	600.08	662.23
少数股东权益	0.00	1.51	1.58	1.65	1.73	1.81
股东权益合计	164.87	195.85	232.14	281.99	601.81	664.04
负债和股东权益合计	208.72	242.63	275.73	319.47	650.12	710.21

现金流量表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	26.86	29.79	63.07	59.06	61.08	57.30
投资性现金净流量	-4.21	-5.66	-1.03	0.00	-90.00	-20.00
筹资性现金净流量	-6.54	-27.12	-18.00	-4.21	263.16	0.56
现金流量净额	16.12	-3.02	44.03	54.84	234.24	37.87

数据来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 南开大学理学学士、生理学硕士, 2011年7月加入中航证券金融研究所, 从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。