

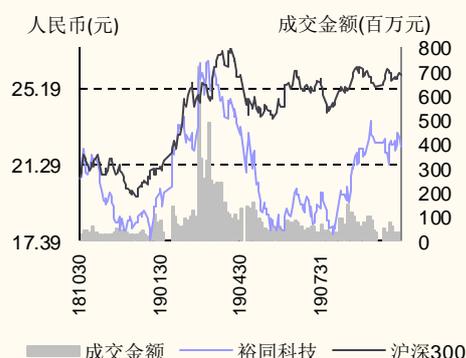
裕同科技 (002831.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 22.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.77
已上市流通 A 股(亿股)	2.60
总市值(亿元)	194.98
年内股价最高最低(元)	22.97/21.30
沪深 300 指数	3910
中小板综	9231



相关报告

- 1.《蛰伏已久，提速增长之风将临-裕同科技公司深度》，2019.9.26
- 2.《多元客户保障增长稳定，看好下半年盈利修复-裕同科技 2019 年...》，2019.8.29
- 3.《裕同科技 2018 年年报点评-大客户依赖度降低中，新兴市场布局...》，2019.3.25

袁艺博 分析师 SAC 执业编号: S1130519020005
yuanyibo@gjzq.com.cn

业绩实现逐季加速，毛利率修复预期强

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	2.33	2.36	1.25	1.61	2.02
每股净资产(元)	12.50	14.13	7.28	8.24	9.45
每股经营性现金流(元)	1.46	2.00	1.84	1.78	2.29
市盈率(倍)	24	17	17	13	11
净利润增长率(%)	6.53%	1.47%	16.07%	28.36%	25.89%
净资产收益率(%)	18.64%	16.73%	17.20%	19.49%	21.39%
总股本(百万股)	400.01	400.01	877.10	877.10	877.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2019 年前三季度，公司分别实现营收/归母净利润 63.46 亿元/6.08 亿元，同比分别增长 16.35%/12.13%，全面摊薄 EPS0.62 元，符合预期。

经营分析

- **Q3 收入与业绩增长再加速，预期毛利率将继续修复。** Q3 公司收入和归母净利润分别为 26.62 亿元和 3.12 亿元，同比分别增长 22.79%和 13%，增速较今年 Q2 分别提升 9.2pct 和 1.19pct。Q3 公司毛利率达到 33.75%，为 2017 年以来单季最高毛利率，同环比分别提升 2.55pct 和 4.85pct。公司毛利率的逐季改善主要得益于铜版纸、白板纸等核心原材料价格下跌。我们的研究表明，公司毛利率与原材料价格波动存在两个季度滞后期。而在今年 Q3 之前，国内主要纸种均价呈现下降态势。因此，我们预计，公司 Q4 毛利率还有继续向上可能。
- **看好明年手机出货反转拉动彩盒销量，烟酒包装贡献纯增量。** 5G 推出将缩短换机周期，带动手机出货量反转，国金电子预计明年全球智能手机出货量将实现大个位数增长。在此预期之下，我们看好公司明年手机彩盒销量加速增长。公司在原有消费电子彩盒包装业务基础上，持续推进烟酒、化妆品包装等新业务。目前，公司与控股子公司武汉艾特年内新中标湖南、湖北、四川和福建等烟草公司烟标项目。酒包装方面，公司已开发茅台、泸州老窖、水井坊等品牌成为客户。看好新开发的烟酒包装客户为公司贡献纯增量收入。
- **全球化布局推进有条不紊。** 3 月 23 日，公司公告，拟发行可转债募集 14 亿元，其中 1.78 亿元将用于投资越南和印尼的生产基地。我们认为，投资越南和印尼基地将进一步拓宽海外产品线布局，并借助越南和印尼等新兴市场经济快速增长之机，持续扩大业务体量，提升国际市场竞争力，降低中美贸易摩擦所带来的经营风险。4 月 30 日，公司公告，全资子公司越南裕展拟以人民币 6,034.82 万元，购买原租赁使用的厂房以及土地使用权。在夯实公司海外业务扩张基础的同时，也将大幅降低越南裕展运营成本。

盈利预测与投资建议

- 公司在消费类电子包装领域优势突出，并已成功拓展烟酒等多领域高端业务。我们预测公司 2019-2021 年完全摊薄后 EPS 分别为 1.25/1.61/2.02 元 (三年 CAGR27.12%)，对应 PE 17/13/11 倍，维持公司“买入”评级。

风险因素

- 原材料价格上涨风险；汇率波动风险；大客户流失风险；限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,542	6,948	8,578	10,079	12,409	14,874
增长率		25.4%	23.5%	17.5%	23.1%	19.9%
主营业务成本	-3,639	-4,756	-6,133	-7,175	-8,725	-10,378
%销售收入	65.7%	68.5%	71.5%	71.2%	70.3%	69.8%
毛利	1,904	2,191	2,445	2,905	3,684	4,495
%销售收入	34.3%	31.5%	28.5%	28.8%	29.7%	30.2%
营业税金及附加	-32	-43	-58	-70	-84	-100
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-240	-301	-381	-443	-552	-672
%销售收入	4.3%	4.3%	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%
管理费用	-564	-637	-502	-615	-732	-873
%销售收入	10.2%	9.2%	5.9%	6.1%	5.9%	5.9%
研发费用	0	0	-316	-383	-496	-610
%销售收入	0.0%	0.0%	3.7%	3.8%	4.0%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	1,067	1,210	1,189	1,394	1,819	2,240
%销售收入	19.3%	17.4%	13.9%	13.8%	14.7%	15.1%
财务费用	18	-166	-120	-171	-208	-216
%销售收入	-0.3%	2.4%	1.4%	1.7%	1.7%	1.5%
资产减值损失	-43	-77	-2	3	-17	-2
公允价值变动收益	9	6	-4	3	2	1
投资收益	-8	73	42	50	52	51
%税前利润	n.a	6.7%	3.6%	3.8%	3.1%	2.4%
营业利润	1,043	1,069	1,145	1,279	1,647	2,074
营业利润率	18.8%	15.4%	13.3%	12.7%	13.3%	13.9%
营业外收支	25	13	17	20	25	32
税前利润	1,068	1,082	1,162	1,299	1,672	2,106
利润率	19.3%	15.6%	13.5%	12.9%	13.5%	14.2%
所得税	-190	-150	-184	-201	-263	-333
所得税率	17.8%	13.8%	15.8%	15.5%	15.8%	15.8%
净利润	878	932	979	1,098	1,409	1,774
少数股东损益	3	0	33	0	0	0
归属于母公司的净利润	875	932	946	1,098	1,409	1,774
净利率	15.8%	13.4%	11.0%	10.9%	11.4%	11.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	878	932	979	1,098	1,409	1,774
少数股东损益	3	0	33	0	0	0
非现金支出	221	284	237	308	389	427
非经营收益	42	32	132	77	88	78
营运资金变动	-877	-664	-549	133	-328	-271
经营活动现金净流	265	584	799	1,615	1,558	2,007
资本开支	-801	-727	-731	-838	-635	-428
投资	-12	44	-475	3	2	1
其他	3	-1,071	433	50	52	51
投资活动现金净流	-810	-1,754	-773	-785	-581	-376
股权募资	1,406	9	7	70	0	0
债权募资	480	483	481	580	135	-348
其他	-151	-342	-424	-587	-730	-871
筹资活动现金净流	1,734	150	64	62	-596	-1,219
现金净流量	1,190	-1,021	90	893	381	412

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,790	873	823	1,715	2,096	2,508
应收账款	2,927	3,359	4,077	4,556	5,370	6,069
存货	430	710	944	1,280	1,467	1,689
其他流动资产	103	1,112	985	459	382	410
流动资产	5,250	6,054	6,829	8,010	9,315	10,676
%总资产	70.3%	67.4%	61.7%	62.9%	65.0%	67.9%
长期投资	38	100	52	52	52	52
固定资产	1,605	2,269	3,358	3,972	4,227	4,232
%总资产	21.5%	25.3%	30.3%	31.2%	29.5%	26.9%
无形资产	308	317	675	710	743	774
非流动资产	2,222	2,929	4,241	4,734	5,023	5,058
%总资产	29.7%	32.6%	38.3%	37.1%	35.0%	32.1%
资产总计	7,472	8,983	11,070	12,745	14,337	15,734
短期借款	847	1,325	1,934	2,579	2,714	2,366
应付款项	1,170	1,453	1,797	2,251	2,791	3,395
其他流动负债	225	235	346	310	384	459
流动负债	2,241	3,013	4,076	5,140	5,888	6,220
长期贷款	111	105	167	167	167	167
其他长期负债	832	844	916	798	798	798
负债	3,184	3,962	5,159	6,105	6,853	7,185
普通股股东权益	4,272	5,000	5,653	6,382	7,227	8,291
其中：股本	400	400	400	877	877	877
未分配利润	2,356	3,020	3,726	4,384	5,230	6,294
少数股东权益	17	21	258	258	258	258
负债股东权益合计	7,472	8,983	11,070	12,745	14,337	15,734

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	2.187	2.330	2.364	1.251	1.606	2.022
每股净资产	10.679	12.499	14.133	7.276	8.240	9.453
每股经营现金净流	0.662	1.459	1.997	1.842	1.776	2.288
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.501	0.642	0.809
回报率						
净资产收益率	20.48%	18.64%	16.73%	17.20%	19.49%	21.39%
总资产收益率	11.71%	10.37%	8.54%	8.61%	9.83%	11.27%
投入资本收益率	14.53%	14.39%	11.30%	11.57%	13.73%	15.88%
增长率						
主营业务收入增长率	29.20%	25.36%	23.47%	17.50%	23.11%	19.87%
EBIT 增长率	40.37%	13.43%	-1.75%	17.23%	30.48%	23.16%
净利润增长率	32.91%	6.53%	1.47%	16.07%	28.36%	25.89%
总资产增长率	69.54%	20.22%	23.23%	15.12%	12.50%	9.74%
资产管理能力						
应收账款周转天数	152.6	160.6	151.8	150.0	145.0	138.0
存货周转天数	35.4	43.7	49.2	65.0	62.0	60.0
应付账款周转天数	74.5	76.8	75.6	78.0	80.0	82.0
固定资产周转天数	95.6	100.5	125.9	125.7	109.6	96.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.93%	26.82%	35.12%	27.54%	21.14%	9.62%
EBIT 利息保障倍数	-58.8	7.3	9.9	8.2	8.7	10.4
资产负债率	42.61%	44.11%	46.61%	47.91%	47.80%	45.67%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	8	12	21
增持	0	0	5	6	13
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.50	1.42	1.51

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-20	买入	50.56	N/A
2	2018-08-23	买入	46.81	N/A
3	2018-10-28	买入	44.45	N/A
4	2019-03-25	买入	58.89	N/A
5	2019-08-29	买入	19.43	N/A
6	2019-09-26	买入	22.99	28.98~28.98

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH