

2019年01月13日

产业格局优化叠加原料成本下跌，软塑包装龙头迎发展良机

买入（维持）

证券分析师 史凡可

执业证号：S0600517070002
021-60199793

shifk@dwzq.com.cn

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

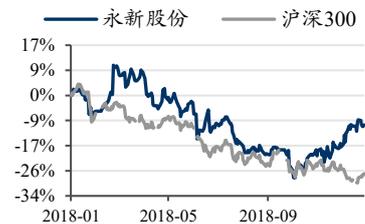
mal@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,008	2,338	2,582	2,855
同比（%）	5.5%	16.4%	10.4%	10.6%
归母净利润（百万元）	205	226	260	287
同比（%）	1.4%	10.0%	15.1%	10.3%
每股收益（元/股）	0.61	0.45	0.52	0.57
P/E（倍）	16.15	14.69	12.76	11.57

投资要点

- **经营稳健的塑料软包龙头。**黄山永新股份有限公司成立于1992年。公司深耕软塑包装行业多年，为行业龙头。其核心的经营团队自上市以来便担任要职，组织架构稳定，且持股比例偏低。2004年上市以来，公司合计向股东分配现金股利金额达10.96亿元，平均股利支付率达58.52%；2017年高达73.53%，对应当前股价的股息率达4.55%，属于高分红、高股息的优质品种。
- **需求以必选类为主，具有强客户开拓力。**塑料包装的下游主要对接食品饮料、医药、日化等必选类消费，下游需求的表现具有一定刚性。公司的主营业务为彩印复合包装材料2010-2017年CAGR为7.28%。公司近年积极进行产能扩张，通过黄山本部、广州、河北三个基地形成全国化的客户覆盖，我们预计截至2019Q1，公司彩印复合包装材料的合计产能约达10万吨。此外公司的产业链配套建设持续推进，且近年来重视研发投入。
- **供给侧改革优化格局，原料跌价利好盈利。**根据中国产业信息网数据显示，我国塑料软包装行业09-15年的总产值从397.42亿增至769.7亿，CAGR高达9.9%，但CR4仅为7%-10%，竞争格局分散。受益于供给侧改革大势，公司份额加速提升趋势明显。公司上游原材料为石油衍生品，受石油价格影响显著。从历史数据看，软塑包装企业的毛利率和原油期货价格呈现出较为明显的负相关性，18年10月以来随着原油期货价格回落或利好永新股份等软包龙头企业18Q4及19Q1的毛利率改善。
- **格局改善收入提速，毛利率振幅收窄。**2017年以来环保督查趋严叠加原油价格上涨下，行业迎来洗牌，公司把握机会继续开拓优质新客户、提高市场份额，2018年前三季度实现营收16.60亿元（+15.68%）。自2016年收购新力油墨完善产业链布局后，公司毛利率振幅收窄，环比有所改善。
- **盈利预测与投资评级：**预计18-20年公司实现营收23.38/25.82/28.55亿，同增16.4%/10.4%/10.6%；归母净利润2.26/2.60/2.87亿，同增10.0%/15.1%/10.3%。当前股价对应PE为14.7X/12.8X/11.6X，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动、环保调控超预期、下游需求持续低迷

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.59
一年最低/最高价	5.20/8.21
市净率(倍)	1.88
流通A股市值(百万元)	3203.96

基础数据

每股净资产(元)	3.50
资产负债率(%)	24.31
总股本(百万股)	503.62
流通A股(百万股)	486.18

相关研究

- 1、《永新股份 (002014)：产业格局优化叠加原料成本下跌，软塑包装龙头迎发展良机》
2019-01-14

内容目录

1. 经营稳健的塑料软包龙头	4
1.1. 深耕软塑包装，业务增长稳健	4
1.2. 管理团队稳定，持股比例偏低	5
1.3. 高分红、高股息的优质品种	6
2. 需求以必选类为主，具有强客户开拓力	6
2.1. 需求增长稳健，客户结构优质	6
2.2. 产业链配套完善，具有新客户开拓实力	7
3. 供给侧改革优化格局，原料跌价利好盈利	10
3.1. 产业格局优化，份额向优势企业集中	10
3.2. 石油产业链下游，盈利受到原料价格影响	12
4. 财务分析和同行对比	13
4.1. 销售规模快速提升，毛利率呈周期波动	13
4.2. 净利率行业领先，研发费用率较高	14
4.3. ROE 表现良好，营运质量略有下滑	15
4.4. 经营性现金流向好，低资产负债率保障分红	16
5. 盈利预测与投资评级	16
5.1. 核心假设及收入拆分	16
5.2. 盈利预测及投资评级	17
6. 风险提示	18

图表目录

图 1: 永新股份发展历程一览	4
图 2: 永新股份股权结构 (截至 18 年三季报)	5
图 3: 2011-2018 年 1-11 月食品粮油、中西药品、日用品零售额增速	7
图 4: 公司产能基地布局	10
图 5: 前五大客户收入占比 (%)	10
图 6: 2009-2015 年中国塑料软包装行业总产值及增长	11
图 7: 2010-2015 年 6 月中国塑料软包行业企业数量	11
图 8: 塑料软包装产业链上下游示意图	12
图 9: 17 年原料成本占比 (%)	12
图 10: 原油价格 VS 永新毛利率 (美元/桶, %)	13
图 11: 原油价格 VS 紫江毛利率 (美元/桶, %)	13
表 1: 永新股份历年重点财务数据一览	5
表 2: 公司高管履历	6
表 3: 永新股份利润分配一览	6
表 4: 同业毛利率对比	7
表 5: 公司主营业务构成 (单位: 百万元)	8
表 6: 公司产能开拓进程	9
表 7: 公司研发支出及研发人员统计	9
表 8: 永新股份部分专利	10
表 9: 永新股份 vs 紫江包装的市场份额模拟 (单位: 亿、%)	12
表 10: 永新股份 vs 紫江企业收入、毛利率情况 (亿元、%)	14
表 11: 永新股份 vs 紫江企业三费率情况 (%)	14
表 12: 永新股份 vs 紫江企业净利润、净利率情况 (亿元、%)	15
表 13: 公司营运能力情况 (天)	15
表 14: 公司历年 ROE 一览 (加权, %)	15
表 15: 公司历年 ROIC 一览 (%)	15
表 16: 公司经营性现金流情况 (亿元, %)	16
表 17: 公司资产负债率情况 (%)	16
表 18: 永新股份详细盈利预测	17
表 19: 可比公司估值对比	18

1. 经营稳健的塑料软包龙头

1.1. 深耕软塑包装，业务增长稳健

多年深耕主业，软塑包装领军。黄山永新股份有限公司成立于1992年，主要生产经营真空镀铝膜、塑胶彩印复合软包装材料、药品包装材料、多功能高阻隔薄膜等高新技术产品，用于食品、日化、医药等必需消费品类领域。公司多年精专塑料软包装行业，通过与多个产业技术中心及团队的长期合作，逐渐在新材料运用、产品设计及创新、产业链的协同配套等多个方面积累出核心优势，是行业中当之无愧的领军企业。

图 1：永新股份发展历程一览



数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

增长稳健，财务质量优异。2011-2017年，公司营收由15.13亿增至20.08亿，CAGR约为5%；归母净利润由1.48亿增至2.05亿，CAGR约为5.6%；增长稳健。受益于产业格局优化及新增产能释放，2018前三季度公司实现营收16.60亿元（+15.62%），归母净利润1.49亿元（+9.98%），收入和利润增长均呈现提速的态势。历史表现来看，公司现金流净额表现较好，ROE水平常年维持在10%以上。

表 1: 永新股份历年重点财务数据一览

单位: 百万元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1	2018Q3
营业收入	1513.09	1521.01	1618.46	1668.45	1783.87	1904.19	2008.24	1047.50	612.11
YOY		0.52%	6.41%	3.09%	6.92%	2.99%	5.46%	16.83%	13.60%
毛利率	19.99%	22.16%	20.62%	18.84%	21.24%	23.32%	22.70%	21.31%	22.12%
销售费用率	4.50%	4.26%	3.85%	4.49%	4.55%	4.70%	4.40%	3.88%	4.02%
管理费用率	4.39%	5.05%	5.09%	4.55%	4.85%	5.45%	6.07%	7.04%	6.55%
财务费用率	0.00%	-0.22%	-0.73%	-0.45%	-0.63%	-0.65%	-0.10%	-0.07%	-0.34%
归母净利润	147.84	178.77	176.27	154.49	178.54	202.71	205.48	91.38	57.81
YOY		20.92%	-1.40%	-12.36%	15.57%	13.54%	1.37%	9.69%	10.45%
净利率	9.77%	11.75%	10.89%	9.26%	10.01%	10.65%	10.23%	8.72%	9.44%
总资产	1313.74	1831.58	1894.86	1966.05	2078.27	2276.93	2401.28	2226.10	2372.15
净资产	866.09	1414.35	1506.22	1560.57	1632.62	1755.76	1796.38	1736.12	1795.59
应收账款	190.54	229.82	274.04	274.45	319.49	389.41	396.63	426.03	459.92
有息负债	31.83	0.00	10.30	0.00	0.00	0.00	14.04	0.00	0.00
经营性现金流净额	197.38	185.64	117.52	187.82	247.70	280.63	277.30	45.95	107.88
投资性现金流净额	-54.80	-193.77	-358.80	-104.06	80.63	-19.59	-308.23	271.09	12.82
资本开支	147.58	141.77	172.57	147.04	155.89	101.34	76.47	62.48	41.06
ROE	17.53%	12.86%	11.89%	10.04%	11.11%	11.74%	11.65%	5.36%	3.33%
ROIC	17.49%	15.22%	11.22%	9.43%	10.96%	11.77%	11.56%	5.16%	-

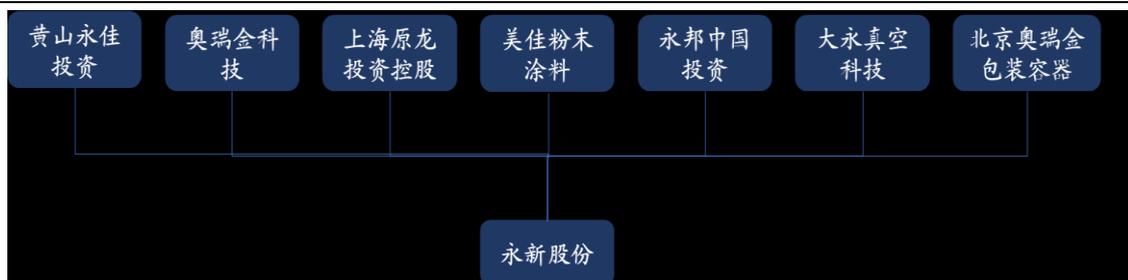
注: 由于公司2016年进行会计追溯调整, 2016年营收增速按照年报披露口径调整

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 管理团队稳定, 持股比例偏低

股东背景多元化。截至 18 年三季报, 公司的第一大股东黄山永佳投资持股比例为 31.7%, 实际控制人为永佳投资的第一大股东黄山市供销集团(持有永佳投资 25%股份、间接持有上市公司 7.93%股权)。国资背景的黄山市供销集团实力雄厚, 旗下拥有工业制造、农业投资、电子商务、合作金融四大业务板块及多个企业平台。公司的第二大股东为金属包装龙头奥瑞金与其一致行动人上海原龙(15 年 6 月入股), 合计持股比例 24.18%。此外, 公司的境外法人股东美佳粉末、永邦中国投资分别持有公司 3.96%、3.44% 的股权。

图 2: 永新股份股权结构 (截至 18 年三季报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

管理团队稳定, 持股比例偏低。管理层来看, 以鲍祖本总经理为核心的经营团队自上市以来便担任要职, 组织架构稳定; 副董事长周原和董事沈陶于 2016 年加入公司, 兼任公司高管的同时身兼奥瑞金、中粮包装高管, 行业经验丰富。此前于 2012 年公司曾公告股权激励计划, 拟向 236 名激励对象授予不超过 1880 万份股票期权(占当时公司股本总额的 5.77%), 对应业绩解锁条件为 13-15 年净利润的增长率不低于

14%/14.5%/19%，但由于该段期间行业竞争加剧未完成计划目标。截至 2018 年中报，上述高管合计持股仅 278.41 万股（公司总股本占比 0.55%），比例相对较低。

表 2: 公司高管履历

姓名	职务	任职时间	薪酬/万元	持股数量/万股	占总股本比例	履历
孙毅	董事长	2006/2/25	137.7	-	-	中国化工学会第七届涂料涂装专业委员会副主任委员。现任公司董事长,黄山永佳投资有限公司董事长,黄山永佳(集团)有限公司副董事长等。
鲍祖本	董事、总经理	2002/3/23	137.7	127.58	0.25%	黄山市质量技术协会会长,安徽省劳动模范,国务院特殊津贴专家。现任公司董事,总经理,黄山永佳投资有限公司董事,黄山永佳(集团)有限公司副董事长等。
方洲	董事,董事会秘书,副总经理	2007/10/9	91.8	89.59	0.18%	现任公司董事,董事会秘书,副总经理,永新股份(黄山)包装有限公司执行董事,河北永新包装有限公司监事,黄山永佳投资有限公司监事,黄山永佳(集团)有限公司监事。
叶大青	董事,副总经理	2010/11/1	102	60.94	0.12%	曾任广州永新包装有限公司董事,总经理,黄山华塑新材料科技有限公司董事长,现任公司董事,副总经理,广州永新包装有限公司董事长,黄山永佳投资有限公司董事,黄山永佳(集团)有限公司副董事长。
周原	副董事长	2016/1/11	11	0.30	0.00%	现任公司副董事长,奥瑞金包装股份有限公司副董事长,中粮包装控股有限公司非执行董事。
高敏坚	董事	2001/9/22	11	-	-	现任公司董事,广州永新包装有限公司董事,美佳粉末涂料有限公司董事长,永邦中国投资有限公司董事长等职务。
沈陶	董事	2016/1/11	11	-	-	曾任上海宝翼制罐有限公司总经理,宝钢金属有限公司总经理助理,奥瑞金包装股份有限公司副总经理。现任奥瑞金包装股份有限公司董事,总经理,中粮包装控股有限公司非执行董事。
江文斌	监事会主席,监事	2001/9/22	4	-	-	曾任黄山永佳(集团)有限公司董事,总经理助理兼财务部经理,副总经理兼改制办主任;现任公司监事会主席,黄山永佳(集团)有限公司副总经理等职务。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 高分红、高股息的优质品种

股利支付率持续较高。2004 年上市以来,公司累计实现净利润 18.72 亿,合计向股东分配现金股利金额达 10.96 亿元,平均股利支付率达 58.52%,尤其 2017 年高达 73.53%,对应当前股价的股息率达 4.55%,属于高分红、高股息的优质品种。

表 3: 永新股份利润分配一览

年度	归母净利润(万元)	现金分红总额(万元)	期末未分配利润(万元)	股利支付率
2004-12-31	4368.09	2802.00	5859.49	64.15%
2005-12-31	4411.22	3736.00	6807.02	84.69%
2006-12-31	4715.55	3736.00	7297.79	79.23%
2007-12-31	5381.14	4176.00	7840.20	77.60%
2008-12-31	6805.02	3480.00	9935.38	51.14%
2009-12-31	10069.09	6264.00	15634.48	62.21%
2010-12-31	12123.52	5631.36	20342.83	46.45%
2011-12-31	14784.42	5490.58	28092.86	37.14%
2012-12-31	17877.08	9772.75	38790.98	54.67%
2013-12-31	17626.92	9772.75	44940.02	55.44%
2014-12-31	15449.11	9772.75	49042.60	63.26%
2015-12-31	17853.90	13030.34	55395.56	72.98%
2016-12-31	20271.06	16787.22	62418.21	82.81%
2017-12-31	20548.32	15108.50	64343.97	73.53%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

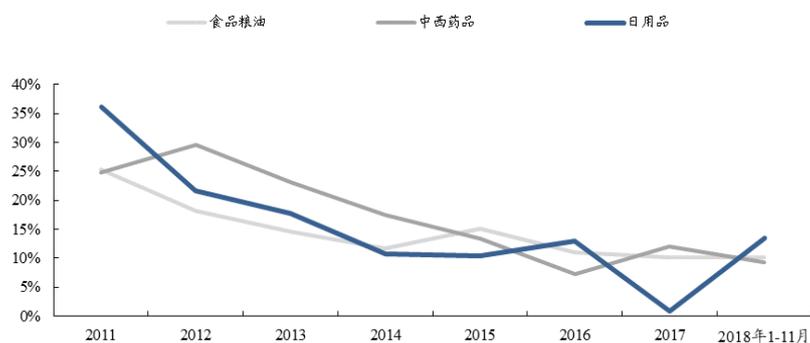
2. 需求以必选类为主, 具有强客户开拓力

2.1. 需求增长稳健, 客户结构优质

软塑包装下游对接必选, 需求稳定。我国包装产业通过原料可以简单划分为纸包装、

金属包装、塑料包装等。其中，塑料包装的下游主要对接食品饮料、医药、日化等必选类消费，因此需求的增长相对较为稳健。从社会零售额 18 年前 11 个月的分项数据的同比增速来看，食品粮油、中西药品、日化产品的同比增速维持在 10.1%、9.3%、13.4%。由此我们认为，软塑包装下游需求的表现具有一定刚性。

图 3: 2011-2018 年 1-11 月食品粮油、中西药品、日用品零售额增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

国内外大厂商为主要客户，食品、日化为主。作为行业龙头，永新股份的客户群体同样集中在食品包装、日化、医药包装领域。其中食品包装占比最重（预期收入占比达 60%+），主要客户覆盖雀巢、箭牌、恰恰、蒙牛、伊利等；此外医药包装（主要覆盖三九医药、神威药业等中药客户）、日化包装（P&G、雕牌）等的市场份额近年也在持续提升。

客户结构优质，毛利率优于同行。2012 年以来受到行业产能大量投放和下游需求增速放缓的影响，公司近年的销售略有承压，产品单价呈现下滑态势。但是基于优质的客户结构，公司的毛利率表现仍然良好。以 2017 年为例，同年永新股份的彩印复合包装业务毛利率为 23.48%，对应紫江企业的塑料软包装业务、安姆科塑料包装业务毛利率仅有 21.35%、19.92%，可见永新相对同行具有比较优势。

表 4: 同业毛利率对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
永新股份（塑料彩印包装）	19.48%	22.20%	20.31%	18.53%	21.45%	23.83%	23.48%
紫江企业（塑料彩印包装）	17.81%	21.35%	21.67%	18.59%	18.78%	21.65%	21.35%
安姆科（整体）	16.93%	17.67%	18.89%	20.10%	21.17%	21.01%	19.92%

数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

2.2. 产业链配套完善，具有新客户开拓实力

塑料软包稳健增长，产销率饱和。公司的主营业务为彩印复合包装材料（17 年收入占比 83.87%），2010-2017 年 CAGR 为 7.28%，实现稳健增长。配套彩印复合包装项目的发展，公司积极建设塑料软包装薄膜生产线并通过收购新力油墨完善纵向一体化布局。我们预计截至 2019Q1，公司彩印复合包装材料的合计产能将达到约 10 万吨，产销

率维持 100%的水平，产能利用率超过 70%。其中配套产业塑料软包装薄膜及真空镀铝包装材料的自用率约 70%，剩下 30%对外出售。

表 5: 公司主营业务构成 (单位: 百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H1
主营业务								
彩印复合包装材料	1415.55	1403.74	1406.47	1471.37	1591.73	1611.00	1684.39	881.51
YOY	20.77%	-0.83%	0.19%	4.61%	8.18%	1.21%	4.56%	16.29%
销量(吨)	-	52740	54949	57147	64062	66678	70258	-
单价(元/吨)	-	26616	25596	25747	24847	24161	23974	-
产业链配套业务								
塑料软包装薄膜	29.43	55.06	106.25	117.59	114.12	129.35	137.79	78.05
YOY	1.73%	87.09%	92.97%	10.67%	-2.95%	13.35%	6.52%	43.76%
销量(吨)	-	4315	8242	8901	10834	11803	12076	-
单价(元/吨)	-	12759	12891	13210	10534	10959	11411	-
油墨业务	-	-	-	-	-	69.14	87.61	41.03
YOY	-	-	-	-	-	-	26.71%	6.82%
真空镀铝包装材料	38.69	27.44	45.83	37.58	36.65	49.63	43.00	19.15
YOY	-14.85%	-29.08%	67.02%	-18.00%	-2.47%	35.42%	-13.36%	-17.56%
销量(吨)	-	1858	3221	2830	3259	4369	3187	-
单价(元/吨)	-	14772	14226	13282	11246	11359	13495	-

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

产能持续扩张，产业链配套完善。公司积极进行产能扩张，通过黄山本部、广州、河北三个基地形成全国化的客户覆盖从而保证及时的产品交付: 其中子公司**黄山包装**年产值 5 亿，主要辐射长三角及全国其他区域; **广州永新**年产值 5 亿，覆盖珠三角地区; **河北永新**年产值 5 亿，主要覆盖华北地区。截至 2018 年底，公司合计拥有 97100 吨塑料包装材料的产能。此外公司的产业链配套建设持续推进，此前于 16 年以 14.32 元/股的价格非公开发行 998.6 万股股票，募集资金 1.43 亿全部用于并购新力油墨，对应新力油墨承诺 16-18 年净利润不低于 1350/1580/1910 万元。

表 6: 公司产能开拓进程

时间	项目名称	新增产能(单位:吨)
公司上市	上市时彩印复合包装材料产能	17000
	上市时镀铝膜产能	5100
2004	年产6000吨防伪医药包装材料技改项目-多层共挤复合型医药包装材料	2400
	年产6000吨防伪医药包装材料技改项目-真空镀铝复合型包装材料	3600
	纳米抗菌包装材料技术创新项目	1000
	年产2.4万吨多功能高阻隔包装薄膜技改项目	24000
2005	激光全息防伪包装膜(袋)产业化项目	2500
	镀铝薄膜技改工程	
	广州永新设备技改工程	
2006	老厂区彩印生产线技改	
2007	年产6000吨无菌包装复合材料项目	6000
2009	年产3000吨柔印材料项目	3000
2010	黄山经开区生产基地建设工程	
	广州永新从化新厂一期工程	
2011	广州永新从化新厂二期工程	17000
	年产17000吨多功能新型包装材料项目	
	年产16000吨柔印无溶剂复合软包装材料项目	
	年产3500吨异型注塑包装材料项目	
	年产12000吨多功能包装新材料项目	
2014	年产10000吨新型高阻隔包装材料技术改造项目	10000
	5000吨氧化物镀膜新材料项目	5000
	7200吨多功能包装新材料项目	7200
2016	13000吨新型功能性包装材料项目	6500
	年产20,000吨油墨技术改造搬迁升级项目	9000
产能合计	塑料包装材料产能合计	97100

注: 新增产能截止到2018年中, 其中13000吨新型功能性包装材料项目进度50%, 20000吨油墨技改项目进度45%。

数据来源: 公司年报, 公司公告, 东吴证券研究所

重视研发投入, 营销网络建设完备。从历史情况来看, 公司年均研发支出占比营收平均达到 5% 的高水平, 且拥有 182 项在实用形态、材质创新方面的相关专利, 有效发挥了技术创新在公司转型升级、调整产品结构、增强核心竞争力等方面的作用。此外公司对营销网点实行地域分区管理的模式, 基本形成上海区、中原区、北京区、南方区四大销售片区, 实现细分市场的产品推广和营销, 客户中 90% 比例的群体能够针对产品特点实现一对一销售。

表 7: 公司研发支出及研发人员统计

	2013	2014	2015	2016	2017
研发支出合计(亿元)	0.72	0.85	0.92	0.99	1.03
研发支出总额占营业收入比例(%)	4.45%	5.10%	5.14%	5.18%	5.12%
研发人员数量			242.00	270.00	275.00
研发人员数量占比(%)			11.40%	13.65%	14.28%

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

表 8: 永新股份部分专利

序号	专利名称	专利类型	申请号	法律状态
1	一种胶水搅拌装置	实用新型专利	201820484936X	授权
2	一种拆卸式刀片收纳盒	实用新型专利	2018204849177	--
3	一种耐撕裂聚乙烯膜、复合膜及其制备方法	发明专利	2017105260437	授权
4	一种易揭盖聚乙烯薄膜、包含该膜的高阻隔易揭盖膜及其制备方法	发明专利	2015106904076	授权
5	一种磁吸式异物清除装置	实用新型专利	2017217159245	授权
6	一种薄膜膜卷用移料座	实用新型专利	2017217162407	授权
7	淋膜机用淋膜头封口装置	实用新型专利	2017217161372	授权
8	一种挤复机油墨槽用气泡隔离装置	实用新型专利	2017217162835	授权
9	一种干复机用胶面吹风装置	实用新型专利	2017217162036	授权
10	一种摩擦系数稳定的复合型薄膜	发明专利	2016101771119	授权

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

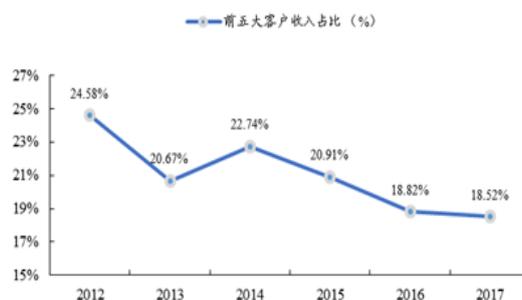
大客户占比逐年下降, 客户开拓能力卓越。 依托全国化的产能布局, 公司的客户反馈速度较好; 凭借稳定的产品交付和高性价比的优质产品, 永新股份的品牌效应凸显; 同时依托于良好的服务和营销能力, 公司海内外新客户和订单的开拓能力持续较好。对应来看, 公司前五大客户的收入占比近年持续下降, 已经由 12 年的 24.58% 降至 17 年的 18.52%, 体现出卓越的新客户开发能力。

图 4: 公司产能基地布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图 5: 前五大客户收入占比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

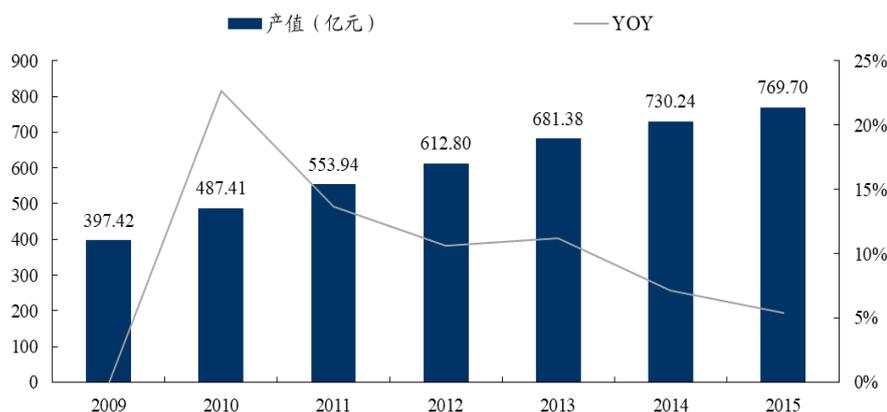
3. 供给侧改革优化格局, 原料跌价利好盈利

3.1. 产业格局优化, 份额向优势企业集中

行业产值持续增长, 竞争格局相对分散。根据中国产业信息网数据显示, 我国塑料

软包装行业 09-15 年的总产值从 397.42 亿增至 769.7 亿，CAGR 高达 9.9%。就竞争格局来看，第一梯队的企业主要包括永新股份（17 年收入 20.09 亿）、紫江企业（17 年软包业务收入 12.45 亿）、江苏彩华包装（17 年估计收入约 7-8 亿）、以及全球龙头安姆科的中国区业务（估计和永新股份收入体量相当），4 家公司合计市场份额约达 7%-10%，竞争格局较为分散。

图 6：2009-2015 年中国塑料软包装行业总产值及增长



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

受益于供给侧改革大势，份额加速提升。伴随着供给侧改革浩浩荡荡的推进，限塑令、环保税、废塑料利用等条例持续出台和规范，包装行业尤其是塑料包装中小企业的环保成本持续抬升，客观抬高了产业的进入门槛并加速了企业之间的格局重构。叠加下游客户需求的不断升级，部分中小包装企业不断面临被淘汰，塑料软包装的优势企业在获取市场资源方面具有明显优势。统计局数据显示，截止 15 年 6 月 30 日，我国塑料软包装产业的企业数量持续下降，已经由 2010 年的 2257 家降至 1498 家，优势企业份额集中是大势所趋。

图 7：2010-2015 年 6 月中国塑料软包行业企业数量



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

领先地位巩固，18 年增长提速。从永新股份和紫江企业彩印业务披露的营收模拟市场份额，永新股份的龙头地位巩固，市场占有率维持在 2.5%左右的水平，领先于软塑包装行业。18 年以来受益于上游原料价格上升拉涨产品价格、供给侧改革及公司自身持续开拓客户保障销量提升，永新股份的收入同比增长大幅提速，前三季度已经实现收入 16.6 亿 (+15.62%)、归母净利 1.39 亿 (+9.98%)。

表 9: 永新股份 vs 紫江包装的市场份额模拟 (单位: 亿、%)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
行业总产值 (亿元)	397.42	487.41	553.94	612.80	681.38	730.24	769.70	797.63	856.58
永新股份 营业收入	10.55	12.76	15.13	15.21	16.18	16.68	17.84	19.04	20.08
YOY		21.03%	18.54%	0.52%	6.41%	3.09%	6.92%	2.99%	5.46%
市场份额	2.65%	2.62%	2.73%	2.48%	2.37%	2.28%	2.32%	2.39%	2.34%
紫江企业 营业收入 (彩印包装)	3.51	6.67	11.34	11.32	11.36	11.16	11.09	11.79	12.45
YOY		90.03%	70.01%	-0.18%	0.35%	-1.76%	-0.63%	6.31%	5.60%
市场份额	0.88%	1.37%	2.05%	1.85%	1.67%	1.53%	1.44%	1.48%	1.45%

注: 2016、2017 年行业总产值为行业预测值, 2016 年营收增速按照年报披露口径调整

数据来源: 公司年报, 产业信息网, 东吴证券研究所

3.2. 石油产业链下游，盈利受到原料价格影响

上游原料成本受到石油价格影响。塑料软包上游的原材料主要为 BOPP 膜、PET 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料等 (其中 BOPP、CPP、PP 为聚丙烯膜, PE 是聚乙烯膜, PET 是聚苯乙烯膜) 等石化衍生品。以永新股份为例, 其彩印复合包装产品生产所需的原材料在生产成本中的占比不低于 50%, 镀铝膜产品生产所需的原材料在生产成本中所占比例不低于 70%。从永新股份 17 年的年报来看, 公司的橡胶和塑料制品中的原料成本、人工费用、制造费用的占比分别达 78.87%、4.68%、16.45%。由于原料成本占比较高, 公司盈利水平受国际原油价格变动影响较大。

图 8: 塑料软包装产业链上下游示意图

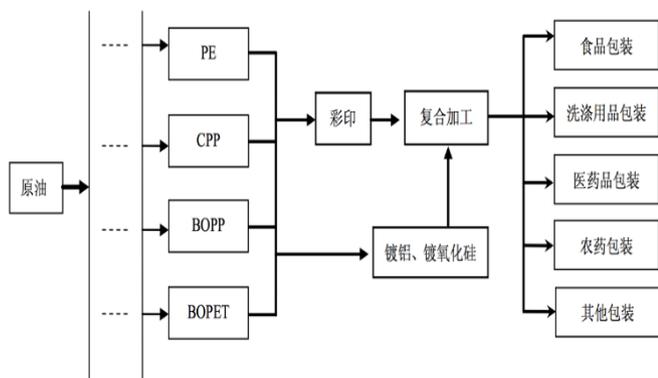
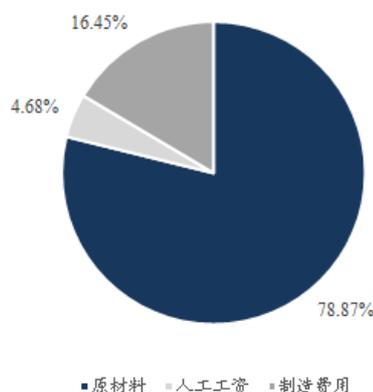


图 9: 17 年原料成本占比 (%)

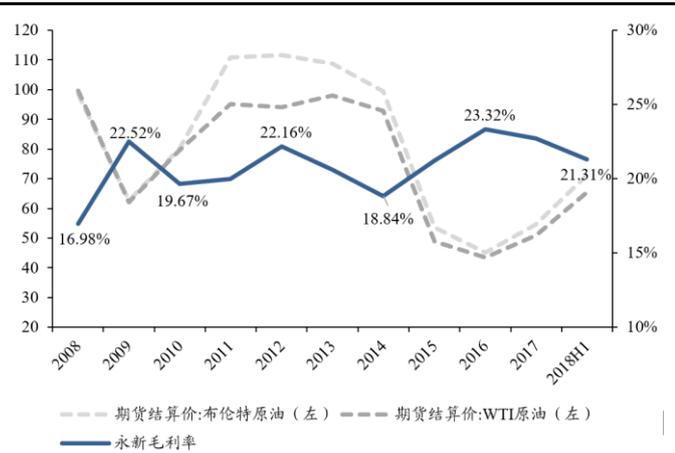


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

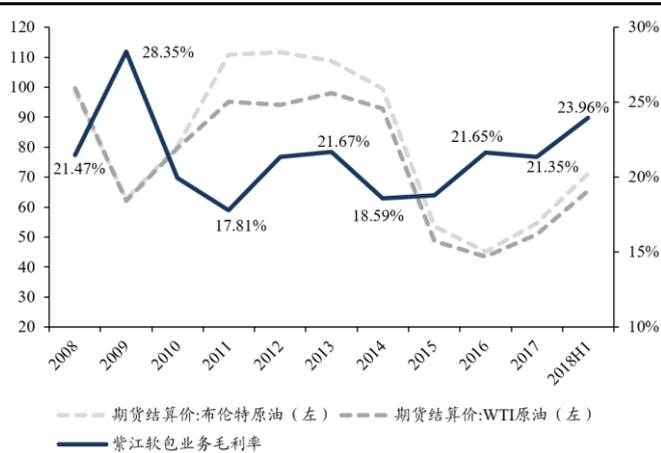
原油价格回落，毛利率修复或有利好。虽然公司的定价模式以定向招标和成本加成为主，从 2008 年以来的历史数据来看，软塑包装企业的毛利率和原油期货价格呈现出较为明显的负相关性（毛利率波动范围在 3-5bp）。17 年至今国际原油的期货价格缓慢回升，对应永新股份 18H1 的毛利率出现下滑；18 年 10 月以来随着原油期货价格回落（截至 12 月 31 日布伦特 / WTI 原油期货价格分别较 10 月 1 日下滑 36.69% / 39.69%），或利好永新股份等软包龙头企业 18Q4 及 19Q1 的毛利率改善。

图 10: 原油价格 VS 永新毛利率 (美元/桶, %)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11: 原油价格 VS 紫江毛利率 (美元/桶, %)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 财务分析和同行对比

4.1. 销售规模快速提升，毛利率呈周期波动

精专软塑包装，销售增长提速，毛利率窄幅震荡。从永新股份的成长周期来看：(1) 08-12 年需求驱动企业扩张，对应公司的收入增速在 10-11 年达到顶峰；(2) 12-16 年国家经济增速放缓拖累产业，公司的收入增速大幅下滑至低个位数字（剔除并表新力油墨影响，估计 16 年内生收入增速 1.40%）；(3) 17 年以来伴随环保督查趋严叠加原油价格上涨，公司趁机开拓客户提升市场份额，至 18 年前三季度受益于产业格局优化及原料价格上涨收入增速同比大幅提升至 15.62%。毛利率角度来看，受到上游石油价格的影响公司毛利率呈现波动走势，但持续高于同行。

表 10: 永新股份 vs 紫江企业收入、毛利率情况 (亿元、%)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	总营业收入	15.21	16.18	16.68	17.84	19.04	20.08	16.60
	YOY	0.52%	6.41%	3.09%	6.92%	2.99%	5.46%	15.62%
	毛利率	22.16%	20.62%	18.84%	21.24%	23.32%	22.70%	21.61%
紫江企业	总营业收入	80.57	86.26	85.01	83.90	83.56	85.08	71.77
	YOY	-2.08%	7.06%	-1.45%	-1.31%	-0.41%	1.82%	7.33%
	毛利率	17.15%	17.14%	16.71%	17.96%	19.31%	18.64%	19.08%

注: 由于公司2016年进行会计追溯调整, 2016年营收增速按照年报披露口径调整

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 净利率行业领先, 研发费用率较高

研发费用率投入加大, 管理费用率略有上升。费用率比较来看, 永新股份始终低于同行紫江企业 3-4pct, 可见公司的费用管控良好。由于研发费用率上行导致管理费用率略有提升, 公司合计三费率趋势上行至 18Q3 达 10.63% (同期紫江企业为 13.22%)。三费率分项来看, 公司 14 年的销售费用率略有增加, 系鼓励新业务开发提高业务提成以及运输费用增加所致; 管理费用率在 16 年略高和同期未达到股权激励实施条件而冲回费用相关、17 年则是由于研究费用率增加所致。

表 11: 永新股份 vs 紫江企业三费率情况 (%)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	销售费用率	4.26%	3.85%	4.49%	4.55%	4.70%	4.40%	3.93%
	管理费用率	5.05%	5.09%	4.55%	4.85%	5.45%	6.07%	6.86%
	财务费用率	-0.22%	-0.73%	-0.45%	-0.63%	-0.65%	-0.10%	-0.17%
	三费率	9.09%	8.21%	8.59%	8.77%	9.50%	10.37%	10.63%
紫江企业	销售费用率	3.37%	3.52%	3.72%	3.71%	3.75%	3.73%	3.96%
	管理费用率	6.96%	7.28%	7.35%	7.90%	8.28%	8.14%	7.43%
	财务费用率	3.64%	2.48%	3.21%	4.08%	2.80%	2.33%	1.84%
	三费率	13.98%	13.27%	14.29%	15.70%	14.83%	14.21%	13.22%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

净利率优于同行, 利润增速略有波动。随着公司的产品结构持续优化、产业链配套越发完善、费用管控较为有效, 公司的净利率水平处于 10% 左右的良好水平, 大幅跑赢同行紫江企业。受到原材料波动的影响, 公司 18Q3 的净利率水平在高成本压力下略有下滑, 约为 8.98% 的水平 (同期紫江股份的净利率水平为 5.45%)。

表 12: 永新股份 vs 紫江企业净利润、净利率情况 (亿元、%)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	归母净利润	1.79	1.76	1.54	1.79	2.03	2.05	1.49
	YOY	20.95%	-1.68%	-12.50%	16.23%	13.41%	0.99%	9.56%
	净利率	11.77%	10.88%	9.23%	10.03%	10.66%	10.21%	8.98%
紫江企业	归母净利润	1.62	2.28	1.62	1.07	2.24	5.55	3.91
	YOY	-69.20%	40.74%	-28.95%	-33.95%	109.35%	147.77%	-41.55%
	净利率	2.01%	2.64%	1.91%	1.28%	2.68%	6.52%	5.45%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.3. ROE 表现良好, 营运质量略有下滑

应收账款周转天数略有上涨, 反应行业收款压力。营运质量来看, 公司的存货周转天数从 12 年的 67.16 天至 17 年的 68.61 天, 维持平稳(紫江企业的存货周转天数略高, 2018Q3 数据较永新股份约多 12 天); 应收账款周转天数由 12 年的 49.75 天上涨至 17 年的 70.45 天, 反应行业收款压力, 该项指标 18Q3 略有好转; 应付账款周转能力来看趋势向好, 整体营运质量较好。

表 13: 公司营运能力情况 (天)

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	存货周转天数	67.16	65.79	67.77	64.31	62.79	68.61	70.12
	应收账款周转天数	49.75	56.04	59.17	59.93	67.01	70.45	69.68
	应付账款周转天数	45.41	42.97	40.66	37.29	41.34	43.94	39.22
紫江企业	存货周转天数	98.15	89.49	90.87	92.38	93.27	90.77	82.59
	应收账款周转天数	45.74	46.91	49.45	51.18	56.40	58.43	59.83
	应付账款周转天数	30.46	33.56	35.78	37.94	43.52	43.51	39.17

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

投资回报率水平维持 10%+, 行业领先。公司的 ROE 和 ROIC 水平均优于同行, 12-14 年行业承压下降后, ROE 于 15-17 年回升至 12.16%、ROIC 回升至 11.56%, ROE, ROIC 分别保持在较好水平。

表 14: 公司历年 ROE 一览 (加权, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	16.77%	12.56%	10.45%	11.54%	12.31%	12.16%	8.71%
紫江企业	4.35%	6.19%	4.38%	2.78%	5.36%	12.96%	8.92%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 15: 公司历年 ROIC 一览 (%)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	15.22%	11.22%	9.43%	10.96%	11.77%	11.56%	8.33%
紫江企业	4.40%	4.89%	4.06%	2.83%	4.08%	8.35%	5.99%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4.4. 经营性现金流向好，低资产负债率保障分红

经营性现金流持续向好。除了 13 年由于经营性应收项目（应收账款和票据相较于 12 年增加 0.72 亿）增加幅度较大，经营性现金流净额同比减少 36.56%；12 年以来公司的经营性现金流整体保持增长。

表 16: 公司经营性现金流情况（亿元，%）

		2012	2013	2014	2015	2016	2017
永新股份	经营性现金流	1.86	1.18	1.88	2.48	2.81	2.77
	YOY	-5.58%	-36.56%	59.32%	31.91%	13.31%	-1.42%
紫江企业	经营性现金流	11.2	10.47	8.32	9.65	10.36	10.61
	YOY	16.42%	-6.52%	-20.53%	15.99%	7.36%	2.41%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

资产负债率水平较低，保障持续高分红。公司 12-17 年平均资产负债率仅 22.24%，远低于紫江企业 60% 的平均资产负债率，偿债压力较小。

表 17: 公司资产负债率情况（%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3
永新股份	22.78%	20.51%	20.62%	21.44%	22.89%	25.19%	24.31%
紫江企业	60.49%	62.26%	63.72%	59.95%	58.43%	55.13%	57.14%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

5.1. 核心假设及收入拆分

核心假设：

1) 彩印复合包装材料主业：2018 年公司受益于行业中小企业在原料和环保双重压力下加速出清，新客户加速开拓且产品售价提升，前三季度的收入增速超 15%。我们判断行业格局优化仍是未来三年软塑包装的主旋律，持续看好公司市场份额提升，预计公司彩印复合包装材料主业 18-20 年收入增速分别达到 16%、10%、10%。

2) 油墨业务：随着新力油墨 20000 吨油墨技改项目逐渐达产，预计在满足公司自用后部分外油墨的对外销售也将贡献收入增量，18-20 年维持 25% 的收入增长。

3) 石油价格：18 年全年布伦特/WTI 原油期货均价分别为 71.66/64.88 美元/桶，其中 Q4 布伦特/WTI 原油期货价格分别下跌 36.69% / 39.69%，根据东吴轻工机械、石化

团队对 19-20 年中低油价的判断，我们假设 2019 年其均价下滑 15%。

4) **毛利率和费用率**：预计公司 19 年毛利率有所提高：(a) 19 年石油跌价预期对主营毛利率形成利好；(b) 新力油墨产能持续扩张，上游布局进一步完善；(c) 行业格局优化、公司市占率提高从而提升定价能力。我们预计 18-20 年，公司的期间费用率将维稳。

表 18: 永新股份详细盈利预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1904.19	2008.24	2338.30	2582.10	2854.72
YOY	2.99%	5.46%	16.43%	10.43%	10.56%
彩印复合包装材料					
收入	1611.00	1684.39	1953.89	2149.28	2364.20
yoy	1.21%	4.56%	16.00%	10.00%	10.00%
毛利率	23.83%	23.48%	22.00%	23.00%	23.50%
塑料软包装薄膜					
收入	129.35	137.79	165.35	181.89	200.07
yoy	13.35%	6.52%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	2.22%	1.57%	2.00%	2.00%	2.00%
真空镀铝包装材料					
收入	49.63	43.00	43.00	40.85	38.81
yoy	35.40%	-13.35%	0.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	2.27%	2.11%	2.00%	2.00%	2.00%
油墨业务					
收入	69.14	87.61	109.52	136.90	171.12
yoy	-	26.72%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	26.54%	21.96%	21.00%	21.00%	21.00%
综合毛利率	23.3%	22.7%	21.5%	22.4%	22.9%
期间费用率	9.50%	10.37%	11.16%	11.11%	11.36%
归母净利润	202.71	205.48	225.98	260.05	286.85
YOY	6.68%	1.37%	9.97%	15.08%	10.31%
归母净利率	10.65%	10.23%	9.66%	10.07%	10.05%

注：由于公司 2016 年进行会计追溯调整，2016 年营收增速按照年报披露口径调整

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测及投资评级

我们认为，公司历年分红率较高且当前股息率高达 4.55%，是业绩增长确定性较高的优质品种。我们预计公司凭借研发创新及稳定交付持续开拓新领域客户，未来三年收入和利润的复合增长维持 10%+ 水平，18-20 年分别实现营收 23.38 /25.82 /28.55 亿，同增 16.4%/10.4%/10.6%；归母净利 2.26 /2.60 /2.87 亿，同增 10.0%/15.1%/10.3%。当前股价对应 PE 为 14.7X/12.8X/11.6X，首次覆盖给予“买入”评级！

表 19: 可比公司估值对比

代码	证券简称	总市值/亿	流通市值/亿	PE (TTM)	PE (2018)	PE (2019)
002014.SZ	永新股份	33.19	32.04	15.15	14.69	12.76
002701.SZ	奥瑞金	116.58	116.49	15.46	14.68	12.52
002228.SZ	合兴包装	52.75	52.56	9.89	9.72	12.97
002303.SZ	美盈森	70.75	70.72	17.98	16.35	12.59

注: 标红为Wind一致预期

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 风险提示

原材料价格大幅波动。塑料软包装行业上游原料价格受原料价格波动影响较大,石油的大幅波动有可能导致公司盈利的急剧波动。

环保调控不达预期。公司凭借龙头地位在行业的环保洗牌中受益,若环保不达预期,中小产能或加速进入,恶化产业格局。

下游需求持续低迷。若消费需求持续不振,则公司来自原有客户的收入及新客户开拓的收入均将受到不利影响。

永新股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1589	1725	1848	2049	营业收入	2008	2338	2582	2855
现金	377	439	568	571	减:营业成本	1552	1835	2003	2202
应收账款	397	503	530	612	营业税金及附加	17	17	20	22
存货	313	421	380	501	营业费用	88	106	115	127
其他流动资产	503	361	369	365	管理费用	122	155	179	196
非流动资产	812	715	852	887	财务费用	-2	-0	-7	1
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	5	8	15	19
固定资产	672	647	774	797	加:投资净收益	5	40	40	40
在建工程	28	34	41	49	其他收益	11	16	17	18
无形资产	60	508	610	703	营业利润	243	273	314	345
其他非流动资产	52	(474)	(573)	(662)	加:营业外净收支	4	-1	-1	-1
资产总计	2401	2439	2700	2936	利润总额	246	271	312	344
流动负债	543	459	524	545	减:所得税费用	35	39	45	49
短期借款	14	107	38	133	少数股东损益	6	6	7	8
应付账款	189	104	170	131	归属母公司净利润	205	226	260	287
其他流动负债	340	248	316	281	EBIT	246	243	284	330
非流动负债	62	51	51	51	EBITDA	336	460	375	424
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	62	51	51	51	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	605	510	575	596	每股收益(元)	0.61	0.45	0.52	0.57
少数股东权益	32	34	38	42	每股净资产(元)	5.25	3.76	4.14	4.56
归属母公司股东权益	1764	1895	2087	2298	发行在外股份(百万股)	336	504	504	504
负债和股东权益	2401	2439	2700	2936	ROIC(%)	11.6%	10.2%	11.3%	11.4%
					ROE(%)	11.9%	12.5%	13.2%	13.2%
					毛利率(%)	22.7%	21.5%	22.4%	22.9%
					销售净利率(%)	10.2%	9.7%	10.1%	10.0%
					资产负债率(%)	25.2%	20.9%	21.3%	20.3%
					收入增长率(%)	5.5%	16.4%	10.4%	10.6%
					净利润增长率(%)	1.4%	10.0%	15.1%	10.3%
					P/E	16.15	14.69	12.76	11.57
					P/B	1.88	1.75	1.59	1.44
					EV/EBITDA	10.50	7.32	8.81	7.85

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

