

投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元): 7.21  
合理价格区间(元): 8.32~9.88

证券分析师

王涪涪

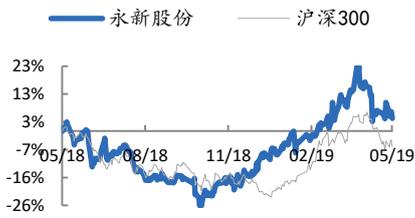
资格编号: S0120518110001  
电话: 021-68761616  
邮箱: wangtt@Tebon.com.cn

联系人

虞晓文

电话: 021-68761616-6013  
邮箱: yuxw@Tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.0	-1.3	8.1
相对涨幅(%)	-0.2	1.2	-1.2

资料来源: 德邦研究所

相关研究

## 业绩稳健持续高分红的塑料软包装龙头 永新股份(002014)

### 投资要点:

**业绩稳定、持续高分红。**公司是塑料软包装行业龙头，产品被广泛用于食品、日化、医药等领域。2004年上市，持续高分红，当前价格对应股息率为4.85%。公司业绩持续稳定增长，近5年营业总收入复合增长率为7.58%，归母净利润复合增长率为5.03%，2018年收入同比增长16.13%，归母净利润同比增长8.66%，2019年Q1归母净利润同比增长18.91%，业绩表现超预期，增速明显加快。

**环保趋严、客户成长和产业升级带动资源向行业头部企业集中。**近年来塑料软包装行业下游需求增速放缓，行业增速维持在个位数增长。根据博思数据和我们的估计，2018年中国塑料包装行业的行业产值为900亿元左右。我国塑料软包装行业的市场集中度很低，永新股份目前市占率为行业第一，但还不到5%，体量估计与安姆科(中国)相当。近年来，环保政策趋严、下游需求端品牌客户自身的集中度提升和产业升级带来的挤出效应逐渐驱使订单向头部企业集中。

**深耕主业纵向一体化发展，品牌与技术领先。**公司集彩印软包装材料、塑料软包装薄膜、镀膜、油墨业务于一体，积极实施“纵向一体化”发展策略，持续稳健推进自建或并购以延伸产业链。2018年全国环保督查力度较大，公司先期的环保投入、基础设施升级改造效用开始显现，与重点客户的合作关系也更进一步提升，进一步巩固了行业地位。

**成本管控和议价能力强，油价中枢下行对公司成本控制产生积极影响。**纵观历史上油价明显波动的阶段，公司毛利率都会与油价呈相反走势，相差幅度在3-5个百分点左右。但从2018年业绩表现来看，虽然前三季度油价持续走高，但公司通过及时调整产品结构，重点出击，在一些细分领域取得突破性增长，毛利率逐季改善。排除原油价格暴涨暴跌的情况，公司对原材料成本的把控能力和与下游客户议价的能力均处于行业领先水平。油价在2018年第四季度开始回落，今年油价虽有所回升，但价格中枢低于去年，对公司成本控制产生积极影响。

**首次覆盖，给予“增持”评级。**预计公司19-21年分别实现营收26.66/30.74/35.69亿元，同比增长14.3%/15.3%/16.1%；归母净利润2.64/3.05/3.49亿，同比增长17.2%/15.5%/14.5%。2019年5月20日股价7.21元对应PE为13.75X/11.90X/10.39X。参考可比公司估值和海外对标公司安姆科(PETTM 29.17倍)的估值，考虑到公司龙头地位稳固、盈利能力持续提升，给予公司19年PE 16-19倍，对应股价8.32-9.88元，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:** 油价剧烈波动，经济增速放缓下游消费品行业表现低迷，环保调控力度不及预期

股票数据

总股本(百万)	503.62
流通A股(百万)	503.62
52周内股价区间(元)	8.79-5.27
总市值(百万)	3,762.02
总资产(百万)	2,451.84
每股净资产(元)	3.34

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2008	2332	2666	3074	3569
(+/-) YoY (%)	5.5	16.1	14.3	15.3	16.1
净利润(百万元)	205	225	264	305	349
(+/-) YoY (%)	1.4	9.7	17.2	15.5	14.5
全面摊薄EPS(元)	0.41	0.45	0.52	0.61	0.69
毛利率(%)	22.7	22.0	22.9	23.1	22.9
净资产收益率(%)	11.6	12.3	15.1	16.7	18.3

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 塑料软包装行业龙头，持续创新引领产业升级 .....	5
1.1 专注塑料软包装主业，技术和产品行业领先 .....	5
1.2 产能持续扩张，业绩稳健增长 .....	6
1.3 成本管控能力强，18年运营能力回升 .....	8
1.4 股权结构稳定，持续高分红 .....	9
2. 塑料软包装行业资源正逐步向行业头部企业集中 .....	10
2.1 环保趋严、客户成长和产业升级带动资源向行业头部企业集中 .....	10
2.2 海外龙头安姆科：并购为锚全球布局，技术和环保引领产业升级 .....	12
3. 产业升级排头兵，业绩增长步伐加快 .....	15
3.1 把握行业整合机遇，实现纵向一体化发展 .....	15
3.2 业务管控能力优异，油价中枢下行缓解成本压力 .....	15
3.3 注重研发投入，品牌加技术引领行业发展 .....	16
3.4 促发展显信心，股份回购优先激励员工 .....	17
4. 盈利预测和投资评级 .....	17
4.1 核心假设 .....	17
4.2 业绩拆分 .....	18
4.3 盈利预测与投资评级 .....	19
5. 风险提示 .....	19
财务报表分析和预测 .....	20

## 图表目录

图 1 永新股份 84%的收入来自于彩印复合包装材料 (2018) .....	6
图 2 彩印复合包装材料业务的毛利率为 23.02% (2018) .....	6
图 3 永新股份近 5 年营业总收入复合增长率为 7.58%.....	7
图 4 永新股份近 5 年归母净利润复合增长率为 5.03%.....	7
图 5 永新股份毛利率和净利率整体稳定向上.....	8
图 6 永新股份近五年 ROE 摊薄和 ROIC 在 11%左右 .....	8
图 7 永新股份 2018 年毛利率和净利率逐季改善 .....	8
图 8 永新股份 2018 年单季 ROE 和扣非 ROE 逐季改善 .....	8
图 9 期间费用率保持稳定, 利息收入大于利息支出 .....	8
图 10 资产负债率较低, 偿债压力小 .....	8
图 11 经营性现金流净额是归母净利润的 1.44 倍 (2018) .....	9
图 12 存货周转和应收账款周转 2018 年有所加快.....	9
图 13 永新股份持股超过 5%的大股东是黄山永佳投资和奥瑞金.....	9
图 14 公司上市以来持续高分红 .....	10
图 15 估计 2018 年中国塑料包装行业产值达到 900 亿元左右.....	10
图 16 中国经济增速放缓 .....	11
图 17 食品、日化、中西医药的社零增速放缓.....	11
图 18 塑料软包装行业产业链 .....	11
图 19 原油价格波动与塑料软包装企业的原料价格走势有很强的相关性.....	12
图 20 2018 年永新股份原材料占营业成本比例.....	12
图 21 安姆科的股价走势 .....	13
图 22 安姆科营业总收入近 10 年复合增长率 1.19%.....	13
图 23 安姆科归母净利润近 10 年复合增长率 12.06%.....	13
图 24 安姆科的软包装业务板块占比为 70% (2018 财年) .....	13
图 25 北美、西欧和新兴市场是安姆科的主要业务区域 .....	13
图 26 2018 年公司收入增速加快.....	15
图 27 2018 年利润端增速也较 2017 年有所改善 .....	15
图 28 油价走势与公司毛利率基本呈负相关关系, 但 18 年公司毛利率逐季改善.....	16
图 29 公司每年保持较高的研发费用投入 .....	16
图 30 公司近三年费用控制能力不断提高 .....	16

表 1 永新股份发展历史 .....	5
表 2 永新股份主要包装产品 .....	6
表 3 公司产能持续扩张 .....	6
表 4 安姆科大中华区的产品分类 .....	14
表 5 安姆科的海外收购 .....	14
表 6 部分安姆科在中国的收购 .....	14
表 7 柔印和凹印的优缺点对比 .....	17
表 8 永新股份业绩拆分和未来三年的预测 .....	18
表 9 可比公司相对估值表 .....	19

## 1. 塑料软包装行业龙头，持续创新引领产业升级

### 1.1 专注塑料软包装主业，技术和产品行业领先

公司于 1992 年成立，2004 年在深圳证券交易所中小企业板成功上市，2005 年开始先后完成在河北和广州的布局，初步实现全国三大经济圈覆盖。2016 年投资运营黄山新力油墨科技有限公司，2019 年设立陕西永新为客户配套提供瓶盖等注塑产品，实施纵向一体化战略。公司是国家火炬计划黄山软包装新材料特色产业基地骨干企业、中国驰名商标认定单位，拥有国家企业技术中心、国家地方联合工程实验室和博士后科研工作站等创新资源，技术和产品行业领先。

表 1 永新股份发展历史

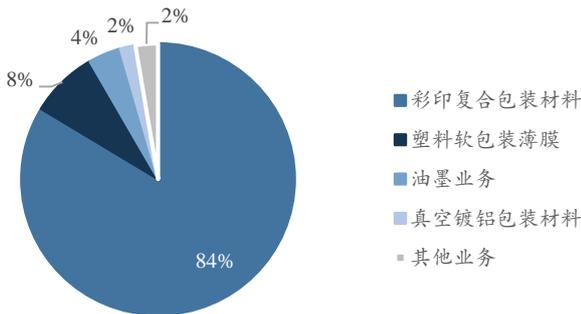
年份	公司大事件
1992	注册成立，总投资 450 万美元
1993	首次获得国家医药管理局颁发的药用包装许可证
1995	成为黄山市首家工业产值超亿元企业
1996	被接纳为美国镀膜涂布贴合工业协会 (AIMCAL) 和美国真空镀膜学会 (SVC) 会员
1998	获 ISO9002 质量体系认证证书
2001	公司改制成立黄山永新股份有限公司，注册资本 7000 万元，公司新厂区全线启动
2003	租赁阜阳颖美包装厂，走出资本运作第一步
2004	公司被批准成为博士后科研工作站站点 在深圳证券交易所中小企业板成功上市
2005	投资成立广州永新包装有限公司，股权分置改革通过，成为安徽省首家 G 股公司
2006	收购河北埃卡公司资产，全资设立河北永新包装有限公司，完成北方投资布局 开发出新一代 SiOx-PET 镀膜产品，对外贸易实现历史性突破
2008	总投资达 1.3 亿元的五期工程正式投产，顺利通过高新技术企业认定
2009	安徽省环保局检查组验收年产 2.4 万吨多功能高阻隔包装膜项目 河北永新顺利通过 2009 年第三批高新技术企业认定
2010	永新股份子公司广州永新从化新项目举行奠基仪式 推进 TPM 精益管理项目正式启动 产品亮相 2010 上海世博会 荣膺宝洁全球“企业供应商卓越奖”
2011	被授予“国家地方联合工程实验室” “永新”被认定为中国驰名商标
2012	“永新”塑料真空镀铝包装材料获“苏浙皖赣沪名牌” 跻身国家火炬计划黄山软包装新材料特色产业基地，国家企业技术中心
2013	顺利通过 BRC 体系认证
2015	获中国包装联合会首届科学技术奖一等奖、中国包装优秀名牌、中国包装百强企业等荣誉称号 首次获得中国环境标志产品认证证书 跻身“国家印刷示范企业”
2016	投资运营黄山新力油墨科技有限公司，实施纵向一体化战略 获评伊利集团奶粉事业部 2015 年度优秀供应商 当选中国塑协复合膜制品专委会副理事长单位 获认定国家知识产权示范企业 6Sigma 精益管理项目成功通过伊利集团专家评审认证
2018	2018 年实现营收 23.3 万亿元，同比增长 16.13% 共获授专利 32 项，其中发明专利 13 项
2019	出资人民币 5,000 万元设立陕西永新，由其投资建设《年产 5 亿个瓶外盖注塑制品项目》

资料来源：公司官网，德邦研究所

公司主要产品包括真空镀膜、塑胶彩印复合软包装材料、新型药品包装材料、精细化工产品等高新技术产品，产品被广泛用于食品、日化、医药等领域。2018年，公司营业收入的84%来自于彩印复合包装材料，8%来自于塑料软包装薄膜，4%来自于油墨业务，2%来自于真空镀铝包装材料。其中，彩印复合包装材料业务的毛利率为23.02%，油墨业务的毛利率为22.02%，其余两块业务的毛利率较低，对公司利润贡献相对较少。

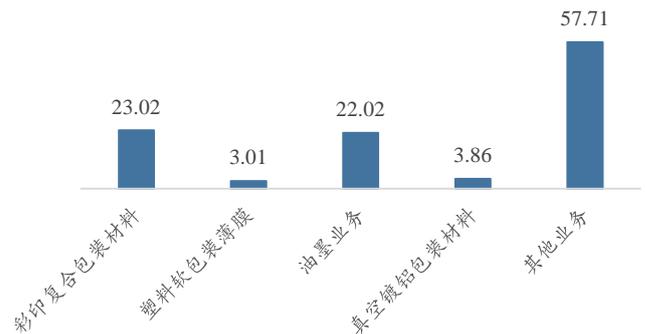
目前，塑料软包装行业已步入成熟期，市场竞争激烈，但行业集中度很低。公司凭借技术积累、产品创新、产业链协同配套以及品牌等核心竞争优势，积累了大批下游的中高端品牌客户。

图1 永新股份84%的收入来自于彩印复合包装材料(2018)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图2 彩印复合包装材料业务的毛利率为23.02%(2018)



资料来源: Wind, 德邦研究所

表2 永新股份主要包装产品

产品	品类	类别特点	部分客户
食品包装	休闲食品、糖果、封口盖膜、充气式包装食品、冷饮(冻)食品、耐蒸煮食品、耐水煮食品、调味品等包装	具有高阻隔性能,可提高食品贮存期和保质期;能适应各种包装机械且抗污染,可用于液体包装、粉末包装、颗粒包装;高强度,可用于重包装;耐低温,可用于果冻膜包装和冷冻食品包装。	伊利、雀巢、乐事、太太乐、士力架等
医药包装	医药粉末、片剂、颗粒、胶囊等包装	通过认证的GMP生产环境,10万级洁净车间,生产出药品包装膜图案清晰、套色精准、防伪效果好、设备适应性强。	三九、广药集团、神威药业等
日化包装	液体洗涤剂、妇婴卫生用品、洗衣粉、皂类、洗发剂、化妆品、牙膏等包装。	抗穿刺、抗冲击、抗污染。	宝洁、纳爱斯等

资料来源: 公司官网, 德邦研究所

## 1.2 产能持续扩张, 业绩稳健增长

公司上市以来产能持续稳定扩张。2003年,公司拥有彩印复合包装材料1.7万吨,至2006年,公司共拥有彩印复合包装材料产能3.2万吨、真空镀铝膜产能1万吨、CPP膜产能1万吨和医药用包装材料产能6000吨。2011年,公司拥有年产5万吨彩印复合包装材料的能力和3万吨包装薄膜生产延长线。通过多次募资扩产,截至2018年底,公司的彩印复合包装材料产能约为9万吨,预计2019年将扩至10万吨左右。

表3 公司产能持续扩张

年份	产品或项目	产能(吨)	备注
2003	彩印复合包装材料	17000	时点数
2006	彩印复合包装材料	32000	时点数
	真空镀铝膜	10000	时点数

2008	CPP膜	10000	时点数
	医药用包装材料	6000	时点数
	无菌包装复合材料	6000	
	新型高阻隔包装材料技改项目	5000	
2010	广州永新多功能、高阻隔包装材料	15000	
	聚乙烯薄膜生产线项目	5000	
2011	彩印复合包装材料	50000	时点数
	包装薄膜生产延长线	30000	时点数
2011-2015	柔印无溶剂复合软包装材料项目	8000	
	异型注塑包装材料项目	800	
	多功能包装新材料项目	12000	
	河北永新新型高阻隔包装材料技改项目	10000	
	多功能包装新材料项目	7200	
	氧化物镀膜新材料项目	5000	
2015-至今	新力油墨技改项目	20000	尚未完成, 工程进度 50%
	多功能膜技术改造项目	8000	尚未完成, 工程进度 10%
	新型功能性包装材料项目	13000	尚未完成, 工程进度 50%

综上：2018 年底彩印复合包装材料产能约 9 万吨，预计 2019 年将扩展至 10 万吨左右

备注说明：时点数指公告中披露的当期已有产能，是存量概念

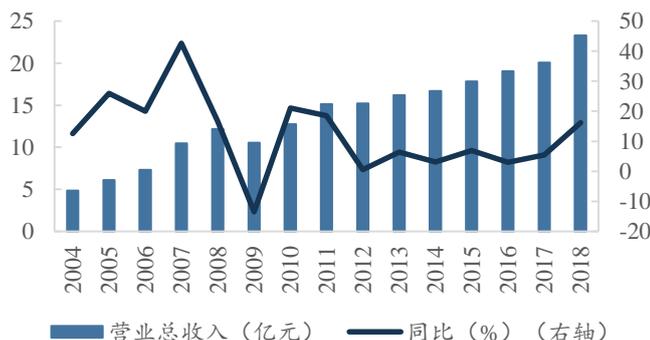
资料来源：公司公告，德邦研究所

公司拥有黄山本部、广州永新和河北永新三个主要生产基地，2016 年完成对新力油墨的收购，形成了在华东、华南和华北全国三大经济圈的战略布局以及产业链的纵向一体化延伸。2019 年 4 月，公司着手开始在西部地区布局，对外投资设立全资子公司陕西永新，由其投资建设《年产 5 亿个瓶外盖注塑制品项目》。

伴随产能扩张和三地布局，公司整体经营业绩稳健增长。近 5 年营业总收入复合增长率为 7.58%，归母净利润复合增长率为 5.03%。从历史上看公司毛利率和净利率走势整体稳定向上，近五年 ROE 和 ROIC 维持在 11%左右。

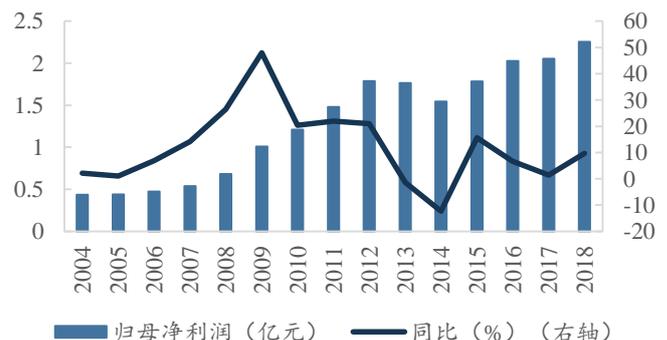
2018 年和 2019 年 Q1 业绩靓丽：公司 2018 年营收增长 16.13%，创近 7 年来最高增长速度，归母净利润增长 9.66%，也是近三年中最快的利润增速。ROE（摊薄）和 ROIC 在 2018 年也创下近 6 年以来的最高水平。因原材料价格受制于原油价格，去年原材料价格的上涨使得公司的毛利率和净利率承压，但从单季表现来看，2018 年公司的毛利率和净利率均逐季改善，ROE 持续走强。2019 年 Q1，公司营收同比增长 12.16%，归母净利润同比增长 18.91%，较去年同期增加 16.68 个百分点，单季毛利率环比增加 1.27 个百分点至 24.06%，业绩表现超出市场预期。

图 3 永新股份近 5 年营业总收入复合增长率为 7.58%



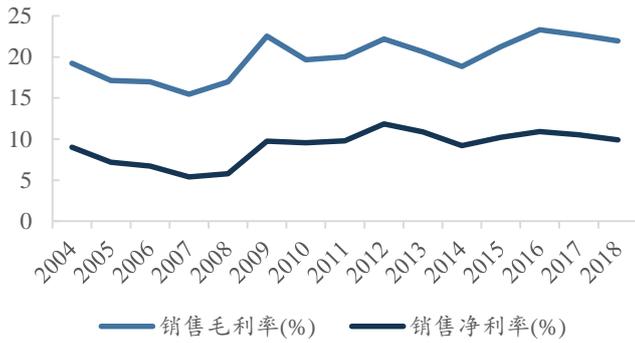
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4 永新股份近 5 年归母净利润复合增长率为 5.03%



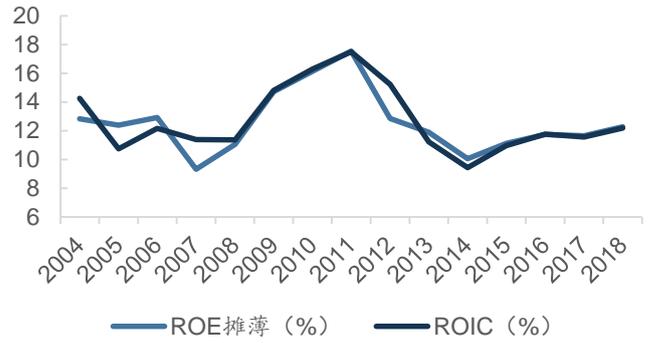
资料来源：Wind，德邦研究所

图5 永新股份毛利率和净利率整体稳定向上



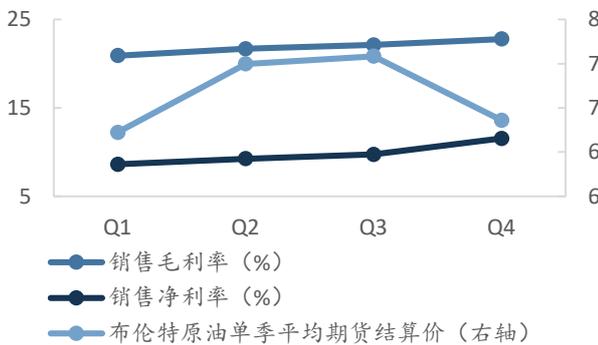
资料来源: Wind, 德邦研究所

图6 永新股份近五年 ROE 摊薄和 ROIC 在 11%左右



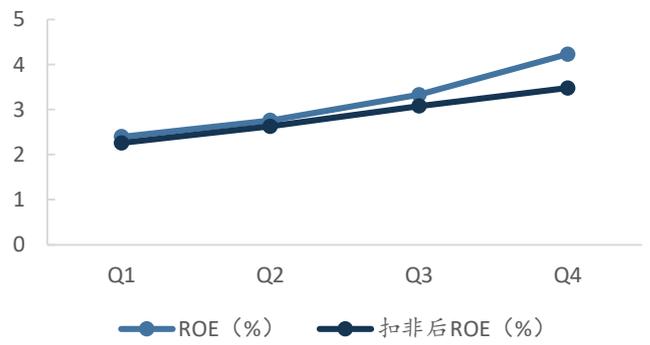
资料来源: Wind, 德邦研究所

图7 永新股份 2018 年毛利率和净利率逐季改善



资料来源: Wind, 德邦研究所

图8 永新股份 2018 年单季 ROE 和扣非 ROE 逐季改善



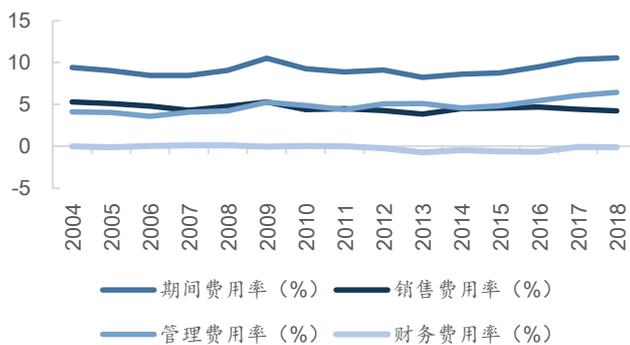
资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.3 成本管控能力强, 18 年运营能力回升

公司历年期间费用率保持稳定, 近两年期间费用率上升至 10% 以上, 主要系研发费用占营业收入的比重提升。资产负债率稳定在 25% 左右, 偿债压力较小, 随之而来的是公司历年财务费用为负, 利息收入大于利息支出。

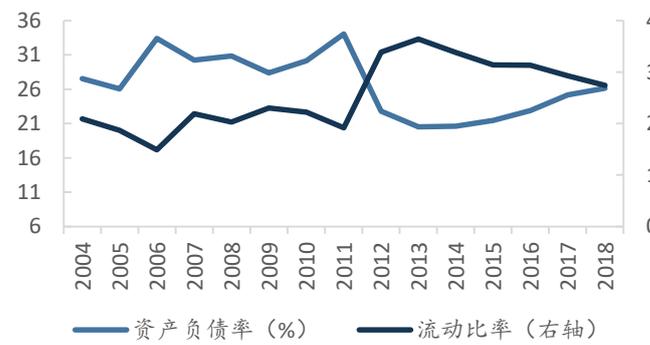
公司现金流保持稳定, 经营性现金流净额除 2013 年外均能覆盖归母净利润。2018 年公司存货周转和应收账款周转速度结束近年来放缓趋势均有所加快, 运营能力回升。

图9 期间费用率保持稳定, 利息收入大于利息支出



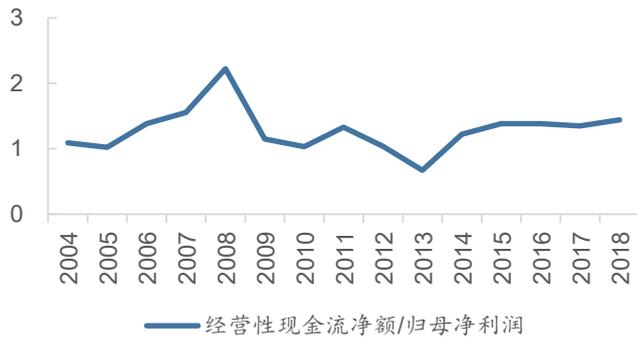
资料来源: Wind, 德邦研究所

图10 资产负债率较低, 偿债压力小



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11 经营性现金流净额是归母净利润的 1.44 倍 (2018)



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12 存货周转和应收账款周转 2018 年有所加快

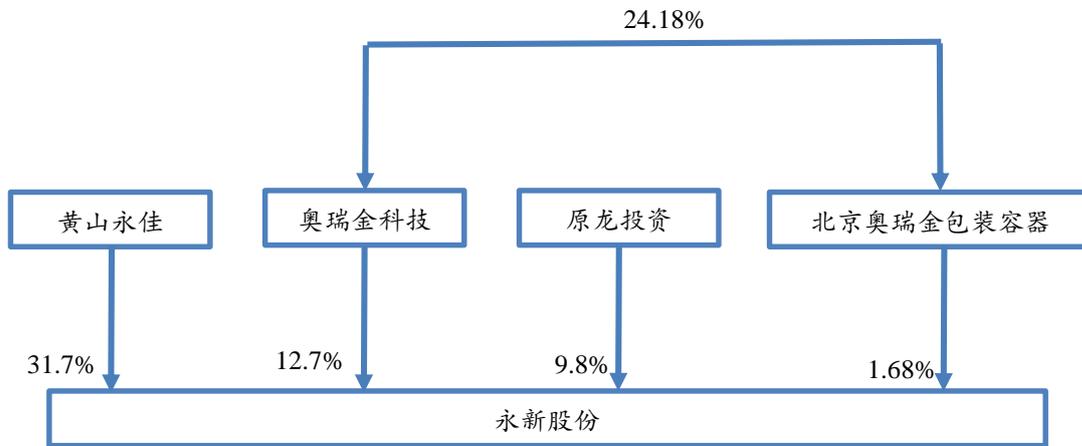


资料来源: Wind, 德邦研究所

### 1.4 股权结构稳定, 持续高分红

公司持股 5% 以上的股东分别是黄山永佳投资和奥瑞金。截至 2018 年底, 第一大股东黄山永佳投资持股 31.7%, 永佳投资的第一大股东是黄山市供销集团。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, 合计持股比例为 24.18%。此外, 公司管理层和组织架构也比较稳定, 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。

图 13 永新股份持股超过 5% 的大股东是黄山永佳投资和奥瑞金

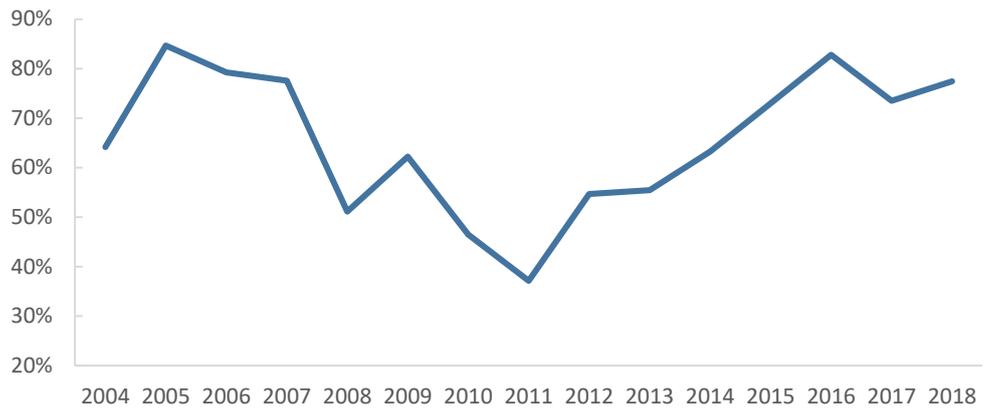


资料来源: 公司公告, 德邦研究所

公司自上市以来持续高分红, 目前已合计向股东分配现金股利金额达 12.70 亿元, 平均分红率达到 63.53%。2015 年开始, 股利支付率不低于 70%。2018 年, 公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3.50 元 (含税), 继续维持高分红比例达 77.47%, 以 2019 年 5 月 20 日收盘价 7.21 元计算, 公司股息率 4.85%。

自 2019 年 1 月 3 日起至 19 年 4 月 30 日, 公司共回购股份 541.61 万股, 约占公司目前总股本的 1.08%, 累计支付 3694.50 万元, 回购股份或将优先用于员工持股或股权激励, 彰显了公司的发展信心。

图 14 公司上市以来持续高分红



资料来源：Wind，德邦研究所

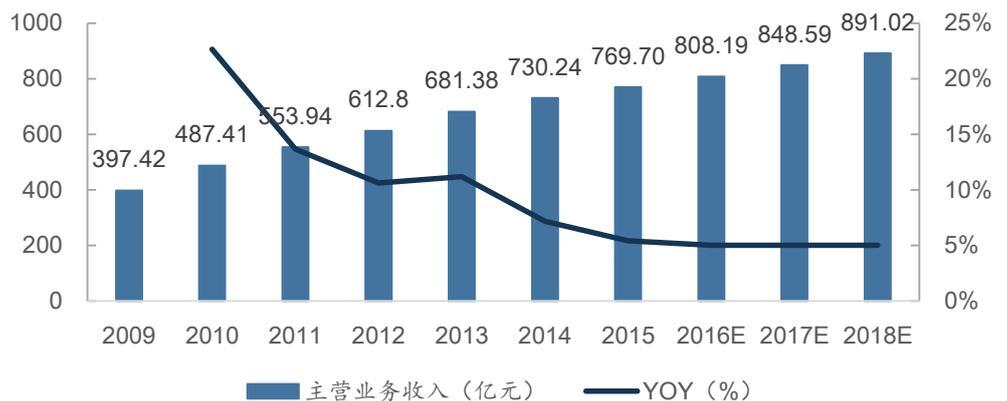
## 2. 塑料软包装行业资源正逐步向行业头部企业集中

### 2.1 环保趋严、客户成长和产业升级带动资源向行业头部企业集中

塑料软包装相比其他包装具有便捷度、功能性等优点，产品主要应用于日化品、食品、医药等行业，这些行业庞大的需求规模和消费增长对塑料软包装行业产生了巨大的拉动。近年来国内宏观经济增速放缓，下游消费品需求增速放缓，也使得塑料软包装行业的增速徘徊在个位数。

根据凯度消费者指数报告，2018 年快速消费品销售额同比增长 4.3%。此外，根据博思数据，2015 年中国塑料软包装行业的产值约为 769.7 亿元，同比增长 5.4%，2010-2015 年复合增长率达 9.57%。假设 2016-2018 这 3 年的行业复合增速放缓至 5%，估计 2018 年中国塑料软包装行业的产值在 900 亿元左右。

图 15 估计 2018 年中国塑料包装行业产值达到 900 亿元左右



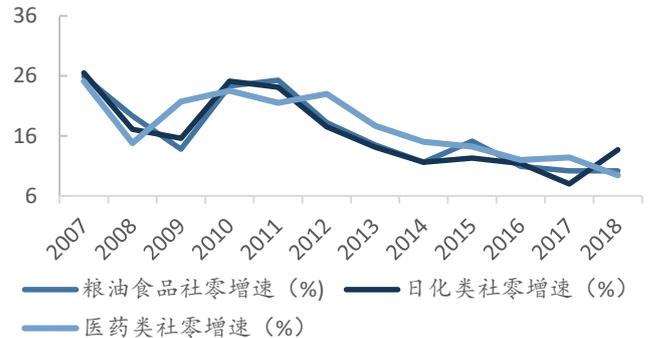
资料来源：博思数据，包装企业网软包装，德邦研究所

图 16 中国经济增速放缓



资料来源：德邦研究所

图 17 食品、日化、中西医药的社零增速放缓



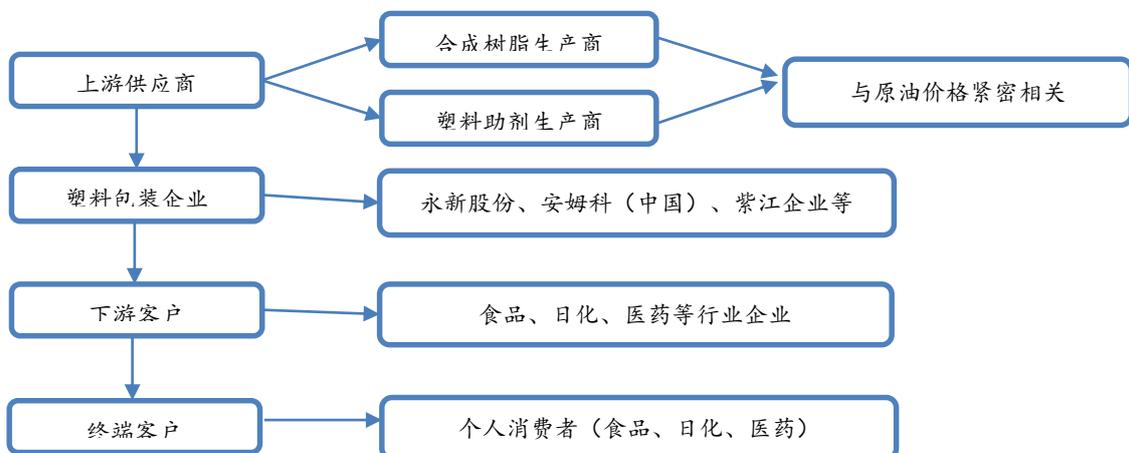
资料来源：德邦研究所

**市场集中度低，但行业竞争激烈，多因素促使行业资源向头部企业聚集。**我国塑料软包装行业的市场集中度很低，永新股份是国内塑料软包装行业的龙头，规模和安姆科（中国）相当，但市占率仍不到 5%。塑料软包装行业竞争激烈，国内不但大小工厂林立，企业还直面跨国同行的竞争。近年来随着供给侧改革的深入推进以及环保法规政策的严格执行，加之产业升级的挤出效应，相当一部分塑料软包装企业面临需要较大“额外”投入的情况，对中小规模的企业造成了较大冲击。此外，社保费用征收体制的变化也可能带来劳动力成本的上升。部分企业被迫退出或选择迁址转移。另一方面，下游需求端品牌客户的成长带来的下游行业集中度提升也促使了塑料软包装行业的资源逐步向行业内头部企业聚集。

从 2018 年来看，永新股份橡胶和塑料制品的原料成本、人工费用、制造费用的占比分别达到 78.06%、16.21%和 5.72%。塑料软包装行业生产所需的原材料主要来自于石油深加工产品，原油作为国家能源安全的重要储备物资，价格涨跌受多方面因素干扰，因此原油价格一旦出现剧烈波动，将对行业内大部分公司的盈利能力产生影响。但总体来看，原材料价格波动对行业内中小企业的影响更大，头部企业的议价能力和成本管控能力更强，在对原料价格波动的耐受力方面更有优势。

总体来看，环保政策趋严、下游品牌客户的成长、劳动力成本的上升和产业升级带来的挤出效应都在逐步使得行业内资源向头部企业集中，头部企业与下游中高端客户的关系也更加紧密。

图 18 塑料软包装行业产业链



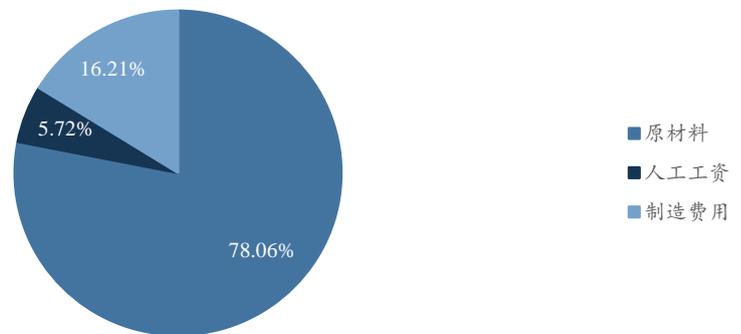
资料来源：产业信息网，德邦研究所

图 19 原油价格波动与塑料软包装企业的原料价格走势有很强的相关性



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 20 2018 年永新股份原材料占营业成本比例



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

## 2.2 海外龙头安姆科: 并购为锚全球布局, 技术和环保引领产业升级

公司的主要竞争对手是安姆科(中国),其母公司安姆科集团拥有 160 多年的历史。2018 年 8 月,安姆科公告收购其在美国的主要竞争对手毕玛时(Bemis),收购后公司将成为全球最大的消费品包装制造商。研究安姆科的成长路径对永新股份未来的发展方向有一定的参考意义。

1860 年,安姆科在澳大利亚成立,总部位于瑞士苏黎世。截至 2018 年 6 月 30 日,安姆科在全球 40 多个国家拥有 195 家工厂,超过 33,000 名员工,17 个研发设计中心。2007 年以来,公司股价近十多年基本呈稳定增长态势,从 2009 年的最低 3.74 澳元到 2017 年的最高价 16.78 澳元,累计收益率达 349%。

公司近十年的收入复合增长率为 1.19%,归母净利润复合增长率为 12.06%。从近五年收入和利润的走势来看,15-17 财年安姆科的营业收入呈负增长,2016 财年归母净利润大幅下滑但 2017 财年明显回升。2018 财年,公司业绩开始回暖,销售收入同比上升 2.40%至 93 亿美元,归母净利润 7.24 亿美元,同比上升 21.27%,实现销售毛利率为 11.6%,销售净利率为 7.8%。数据显示,收购毕玛时后,其在全球范围内的销售额将达到 130 亿美元。

图 21 安姆科的股价走势



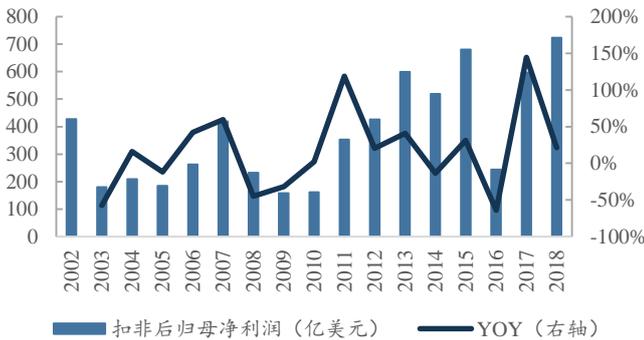
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

图 22 安姆科营业总收入近 10 年复合增长率 1.19%



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

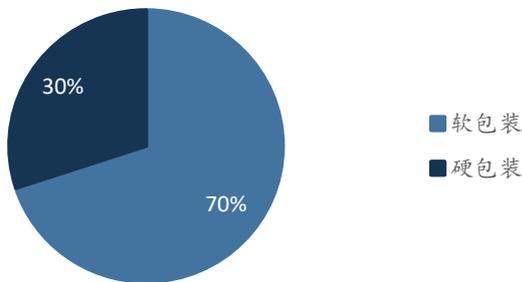
图 23 安姆科归母净利润近 10 年复合增长率 12.06%



资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

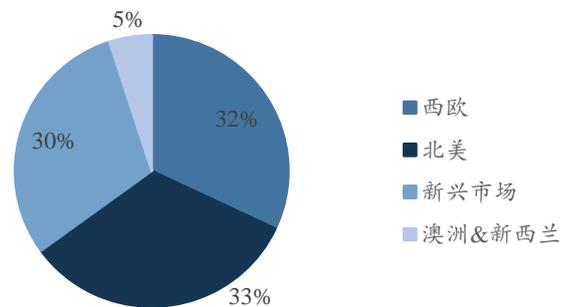
分业务分区域来看,安姆科将业务分为两大部分:软包装和硬包装。2018 财年(2017 年 6 月 30 日到 2018 年 6 月 30 日),软包装板块的业务收入占比为 70%,硬包装板块的业务收入占比为 30%。公司已实现全球布局,软包装板块按区域共有四个业务中心:西欧(47%)、新兴市场(34%)、北美(12%)和澳洲&新西兰(7%)。硬包装板块按区域共有两个业务中心:北美(81%)和新兴市场(19%)。综合全球来看,西欧业务占 32%,北美业务占 33%,新兴市场占 30%,澳洲&新西兰业务仅占 5%。

图 24 安姆科的软包装业务板块占比为 70% (2018 财年)



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

图 25 北美、西欧和新兴市场是安姆科的主要业务区域



资料来源: 公司年报, 德邦研究所

在中国,安姆科共设有 10 个生产基地,分布在广东惠州、中山、佛山、江门,江苏江阴,四川成都,河北石家庄及北京。收购毕玛时之后,公司将在中国的工厂将达到 12 处。目前,安姆科中国的塑料软包装市场份额与永新股份势力相当,但双方的产品

结构各有不同。比如，安姆科大中华区的医药及医疗器械产品包装中包括复合结构软包装、冷成型铝复合膜、泡罩覆盖铝箔和医疗器械产品包装。而永新股份在医疗包装领域的产品集中在片状、粉末状和胶囊等中成药。

**表 4 安姆科大中华区的产品分类**

包装种类	具体产品
医药及医疗器械产品包装	合结构软包装；冷成型铝复合膜；泡罩覆盖铝箔；医疗器械产品包装
食品包装	乳制品包装；糖果包装；调味品包装；高温蒸煮包装；速溶食品包装；休闲食品包装；其他专用包装；无菌包装袋、食用油包装袋、红酒包装袋、奶制品包装袋等
个人家庭护理包装	家用及个人护理液体包装、护肤品包装、洗发水、化妆品、面膜等；纸巾、卫生巾、尿布包装；牙膏管、化妆品管、药管
专业技术薄膜	表印 PE 薄膜；复合型 PE 薄膜；工业用 PE 保护膜、标签膜、气阀膜；多层共挤 PA 和 EVOH 高阻隔膜

资料来源：安姆科公司官网，德邦研究所

与永新股份的业绩增长主要依靠内生不同，安姆科多年来以并购为锚实现其全球化布局。在过去十年中，安姆科在中国地区共收购了 8 个包装企业，不断拓展其在大中华地区的软包装产品种类和区域布局，扩张步伐迅速。这也为永新股份的业务布局提供了参考思路：自建之外或可以考虑海外布局和外延并购。

**表 5 安姆科的海外收购**

年份	收购企业	业务范围	备注
2009	Alcan 包装	食品、饮料，以及药品、医疗器械、美容用品和烟草	力拓为偿还高于 100 亿美元债务而进行的资产出售计划
2013	ASG	草包装与特种可折叠包装业务	收购的业务包括韩国、墨西哥和中国的工厂及其他资产
2014	Bella	收缩套、标签和盖子	印尼的公司，有两座工厂
2015	那姆派克	软包装部门	南非的公司
2015	Souza Cruz	烟草包装业务	该烟草公司占拉丁美洲卷烟消费市场 35% 的份额
2015	PIPL	食品和个人护理市场	总部位于孟买
2016	DeLuxe Packages	新鲜食品和零售行业	位于美国加利福尼亚州尤巴城
2018	毕玛时 (Bemis)	业务范围广，也是全球范围内行业领导者	该公司是其在美国的主要竞争对手，在全球有 56 家工厂

资料来源：塑膜网，包装经理人，德邦研究所

**表 6 部分安姆科在中国的收购**

年份	收购企业	覆盖地域	业务领域
2013	江苏申达	东部	制药、医疗、护理用品、食品、饮料及工业
2015	中山天彩	南部	食品、饮料、医药
2016	BPI 中国	华南	吹膜和柔版印刷生产线
2016	河北奇特	华北	大型乳品和食品

资料来源：塑膜网，包装经理人，德邦研究所

此外，作为全球包装行业龙头，安姆科一直走在产业升级的前列，积极履行社会责任。2018 年公司承诺到 2025 年其生产的所有包装都可回收或可重复使用，这也是第一家做出该类承诺的全球性包装公司。

### 3.产业升级排头兵，业绩增长步伐加快

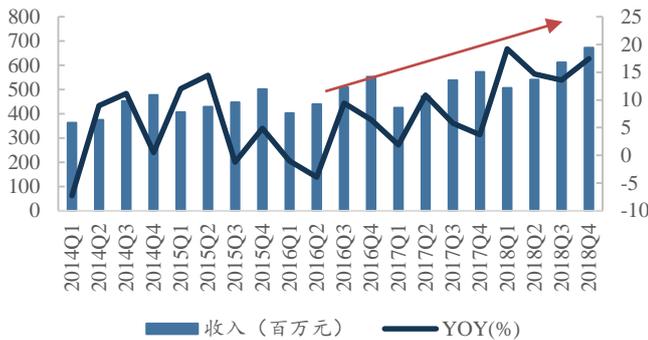
#### 3.1 把握行业整合机遇，实现纵向一体化发展

2018年公司收入端增速明显加快。虽然2018年国内经济和消费增速出现下滑，但公司通过施行更严格的安全和环保标准，凭借先期的环保投入和基础设施升级改造的先发优势，抓住行业洗牌的机遇期，不但提升了与原有重点客户的合作关系，又打开了新的增量市场。

公司集彩印软包装材料、塑料软包装薄膜、镀膜、油墨业务于一体，积极实施“纵向一体化”发展策略。公司长期稳健推进自建或并购延伸产业链，完善配套生产，降低生产成本，从而增强抵抗市场风险的能力。2016年，公司通过发行股份购买资产方式，向控股股东黄山永佳购买黄山新力油墨科技有限公司100%股权，以整合上下游，延伸产业链。此举既有助于公司更好地整合资源，实现对油墨的源头管控，同时公司也通过技术研发，提高其对接彩印复合软包装材料生产的效率，提升产品市场竞争力，减少了关联交易。

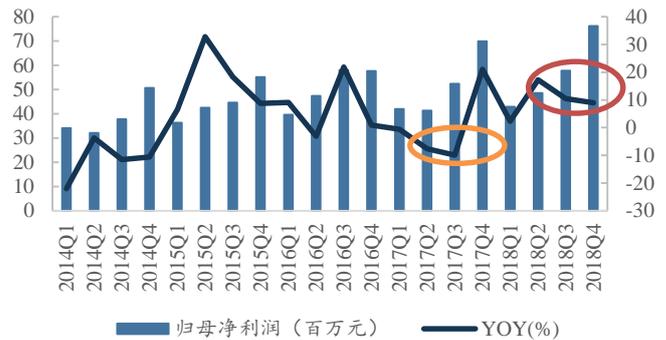
公司目前仅有黄山本部、河北和广州三个生产基地，今年又新设立陕西永新，未来也不排除通过并购合适标的的方式扩大生产规模。

图 26 2018 年公司收入增速加快



资料来源：Wind，德邦研究所

图 27 2018 年利润端增速也较 2017 年有所改善



资料来源：Wind，德邦研究所

#### 3.2 业务管控能力优异，油价中枢下行缓解成本压力

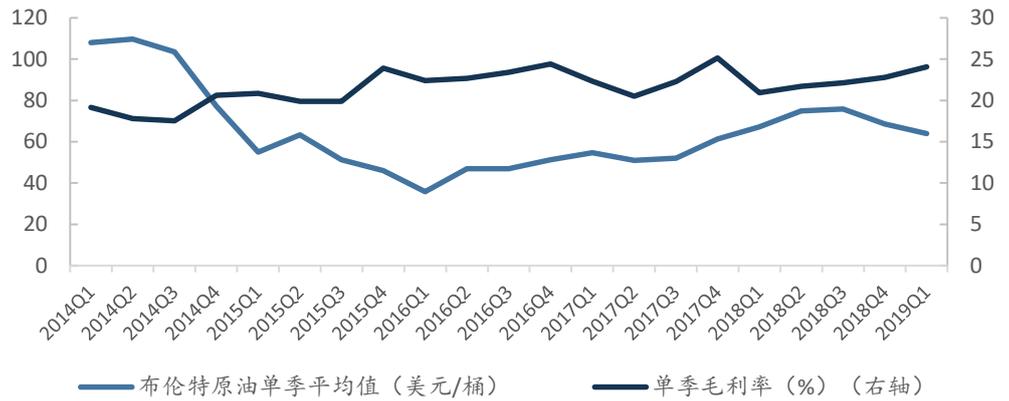
公司生产所需原材料如 BOPP 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料主要来自于石油的深加工产品，而原材料成本占总营业成本的 70%-80%，因此油价若剧烈波动将对公司的盈利产生重大影响。

2017 年，公司对 ERP 系统进行了升级从而能及时掌握库存备货情况。同时，公司尽量对原材料进行大宗采购，以提高采购议价能力，降低成本。

观察历史上油价大幅下跌和大幅上升的时间段，公司毛利率走势都会与油价呈相反走势，历年毛利率相差幅度在 3-5 个百分点左右。但从近五年的表现来看，公司毛利率除 14 年前三季度和 15 年上半年之外，基本维持在 20% 以上。尤其是从 2018 年公司毛利率表现来看，虽然前三季度油价持续走高，但公司通过及时调整产品结构，注重技术创新，实行全过程一体化服务机制，毛利率逐季改善。我们估计排除原油价格暴涨暴跌的情况，公司对原材料成本的把控能力和与下游客户议价的能力均处于行业领先水平。

油价在 2018 年第四季度开始回落，对公司今年成本方面的压力有较大幅度的缓和。据了解，公司原材料库存周期在 1 个月左右，参考历史上油价下行阶段的公司毛利率水平，结合 2019 年 Q1 的业绩表现，预计 2019 年公司彩印复合包装材料的毛利率有望进一步提升至 24% 左右。

图 28 油价走势与公司毛利率基本呈负相关关系，但 18 年公司毛利率逐季改善



资料来源: Wind, 德邦研究所

### 3.3 注重研发投入，品牌加技术引领行业发展

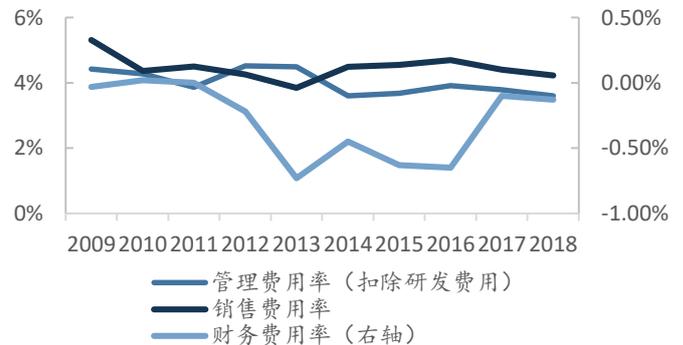
公司在研发方面的投入持续增长，研发费用占营业收入的比重从 2011 年的 0.5% 增长到 2018 年的 2.83%，展现了公司对技术创新和产品研发方面的重视。公司在研发方面的投入上主要集中在以市场客户为导向和技术创新两个领域。此外，排除研发费用，公司近三年期间费用率持续下降，也体现了公司的费用管控能力逐渐进步。

图 29 公司每年保持较高的研发费用投入



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 30 公司近三年费用控制能力不断提高



资料来源: Wind, 德邦研究所

目前塑料软包装行业转型升级迫在眉睫。主要体现在两个方面：1) 行业对消费者的保护和客户对安全的更高要求都为全行业带来挑战。全行业普遍倡导清洁生产和绿色发展，尤其是必须适应对挥发性有机化合物 (VOCs) 排放控制的要求，对全行业都产生影响。2) 随着互联网技术和运用的普及，物联网、大数据应用的不断推广，大数据在包装领域的创新应用、智能化包装业成为包装发展的必选题。

公司是国内安全包装、绿色包装的先行者，在智能包装方面也已开始学习研究，以确保自身技术和产品走在行业前列。2018 年公司共获授专利 32 项，其中发明专利 13 项。此外，公司是国内最早研究并布局柔印的塑料软包装企业。未来公司将持续发挥国家技术中心平台的示范引领作用，推动软包装工艺路线的技术和产品升级，尤其是加快柔印包装、高阻隔功能性包装材料的新技术新产品向市场化转化的步伐。

柔印包装材料在成本、环保和安全性方面均具有优势，在国外的普及率也远高于国内。但是目前受国民消费习惯等方面的影响，柔印技术在国内市场未能有效推广，公司在这方面的募投项目“年产 16,000 吨柔印无溶剂复合软包装材料项目”也未达预期效

益。但塑料软包装行业走向更环保安全的大方向不可逆转。预计未来随着产业升级，包装安全环保的要求不断提升，公司在柔印和高阻隔膜等方面的技术和产能优势将得到更好的发挥。

**表 7 柔印和凹印的优缺点对比**

	柔印	凹印
优点	材料成本低、能耗成本低；生产效率是凹印的 1.5-2.0 倍	颜色亮丽，层次清晰
缺点	清晰度和精美度差	成本高，能耗低
市场应用	欧美的应用高于 50%，国内较低	中国应用范围很高

资料来源：印刷技术，德邦研究所

此外，公司也具备一定的品牌优势，“永新”商标是包装行业内仅有的“中国驰名商标”。作为国内领先的软包装产品及服务提供商，公司长期以来为下游食品、日化、医药等行业的品牌客户提供优秀的产品包装解决方案，被国内众多快速消费品品牌所认同。除了国内客户，公司也是宝洁、雀巢在内的许多跨国企业的供应商，与下游品牌客户的长期合作为公司顺利持续开拓新的增量品牌客户创造了优势。

### 3.4 促发展显信心，股份回购优先激励员工

2018 年 12 月，公司股东大会审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的预案》。回购金额上限为 1.5 亿元、回购价格上限是 8 元/股，预计回购股份数量为 1875 万股，约占公司当前总股本的 3.72%，充分展现了公司的发展信心。

本次回购股份将优先用于员工持股计划或者股权激励计划，资金金额为不低于 3000 万元且不超过 5000 万元，其余部分将用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券，资金金额为不低于 2500 万元且不超过 1.2 亿元。如果公司未能在股份回购完成之后 36 个月内实施上述用途中的一项或多项，回购股份将全部予以注销。

自 2019 年 1 月 3 日起至 19 年 4 月 30 日，公司共回购股份 541.61 万股，约占公司目前总股本的 1.08%，累计支付 3694.50 万元。

## 4. 盈利预测和投资评级

### 4.1 核心假设

- 1) **彩印复合包装材料**: 受益于环保、和原材料成本压力带来的行业洗牌机遇，以及公司在新客户开发方面的加速，2018 年公司该主营业务的收入增长为 15.85%，明显提速。预计未来三年行业将持续面临洗牌，不考虑可能的并购因素，公司通过自建产能和持续开拓新客户新品类将保持 18 年的较快发展速度。另一方面，2018 年前三季度原油价格高企在成本端仍然对公司造成了一定压力，2019 年油价中枢下行有利于缓解公司的成本压力，另外 2019 年 Q1 得益于产品结构的调整，毛利率提升至 24.06%。假设 2020 年和 2021 年的油价基本和 2019 年持平，考虑到产品结构不断优化，预计 2019-2021 年该块业务的毛利率分别为 24.10%，24.25%和 24.06%。

- 2) **塑料软包装薄膜**: 该板块 2018 年增速明显提升, 该块业务的利润贡献较少, 假设其未来保持稳定增长, 收入增速为 15.50%, 毛利率保持在 3%。
- 3) **油墨业务**: 公司油墨除了自用还提供给其他厂商, 该业务随着两万吨技改项目的不断投产, 预计未来三年的增速将有所提升。假设收入增长为 25%, 毛利率在 22.1%左右。
- 4) **真空镀铝包装材料**: 该板块每年收入基本持平, 利润贡献较少, 假设其未来三年收入增速和毛利率继续保持原有状态, 收入每年保持在 2%的增速, 毛利率在 3%左右。

## 4.2 业绩拆分

表 8 永新股份业绩拆分和未来三年的预测

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>彩印复合包装材料</b>										
收入	14.04	14.06	14.71	15.92	16.11	16.84	19.51	22.24	25.58	29.67
YOY(%)	-0.83	0.19	4.61	8.18	1.21	4.56	15.85	14.00	15.00	16.00
成本	10.92	11.21	11.99	12.50	12.27	12.89	15.02	16.88	19.37	22.53
YOY(%)	-4.19	2.64	6.95	4.30	-0.91	5.05	16.54	12.39	14.78	16.29
毛利	3.12	2.86	2.73	3.41	3.84	3.95	4.49	5.36	6.20	7.14
毛利率(%)	22.20	20.31	18.53	21.45	23.83	23.48	23.02	24.10	24.25	24.06
<b>塑料软包装薄膜</b>										
收入	0.55	1.06	1.18	1.14	1.29	1.38	1.87	2.16	2.49	2.88
YOY(%)	87.02	92.98	10.67	-2.95	13.35	6.52	35.58	15.50%	15.50%	15.50%
成本	0.54	1.02	1.16	1.10	1.26	1.36	1.81	2.10	2.42	2.79
YOY(%)	112.96	87.43	13.71	-4.77	14.56	7.24	33.58	15.75	15.50	15.50
毛利	0.01	0.04	0.02	0.04	0.03	0.02	0.06	0.06	0.07	0.09
毛利率(%)	1.20	4.04	1.41	3.26	2.22	1.57	3.01	3.00	3.00	3.00
<b>油墨业务</b>										
收入					0.69	0.88	0.90	1.13	1.41	1.76
YOY(%)						27.54%	2.27%	25%	25%	25%
成本					0.51	0.68	0.70	0.88	1.10	1.37
YOY(%)						33.33%	2.94%	25.20%	25.00%	25.00%
毛利					0.18	0.19	0.20	0.25	0.31	0.39
毛利率(%)					26.54	21.96	22.02	22.1	22.1	22.1
<b>真空镀铝包装材料</b>										
收入	0.27	0.46	0.38	0.37	0.50	0.43	0.42	0.43	0.44	0.45
YOY(%)	-29.07	67.01	-17.98	-2.48	35.40	-13.35	-1.70	2.00	2.00	2.00
成本	0.27	0.45	0.35	0.35	0.49	0.42	0.41	0.42	0.42	0.43
毛利	0.00	0.01	0.03	0.01	0.01	0.01	0.02	0.013	0.013	0.013
毛利率(%)	0.58	1.45	6.86	3.40	2.27	2.11	3.86	3.00	3.00	3.00
<b>其他业务</b>										
收入	0.35	0.60	0.42	0.41	0.45	0.55	0.62	0.71	0.82	0.94
YOY(%)	18.22	72.30	-30.06	-1.30	8.95	23.03	11.11	14.36	16.17	13.88
成本	0.10	0.17	0.05	0.09	0.07	0.17	0.26	0.28	0.33	0.38
毛利	0.25	0.43	0.37	0.32	0.38	0.38	0.36	0.43	0.49	0.56
毛利率(%)	70.66	71.99	89.23	78.31	83.79	68.94	57.71	60.00	60.00	60.00

资料来源: Wind, 德邦研究所

### 4.3 盈利预测与投资评级

公司是业绩稳定和持续高分红的优质投资标的。2018 年继续保持高分红比例达 77.47%，以 2019 年 5 月 20 日收盘价计算，公司股息率为 4.85%。我们预计，公司未来三年将受益于环保带来的行业整合，同时扎实推进新客户的开拓和自建产能的稳定扩张，收入增速有望保持 15% 左右的增长。公司对成本的管控能力和与下游客户的议价能力都强于行业内大部分企业，我们预计在油价中枢相对 2018 年较低以及产品结构持续优化的情况下，公司 2019 年整体毛利率将有所回升。

预计公司 19-21 年分别实现营收 26.66/30.74/35.69 亿元，同比增长 14.3%/15.3%/16.1%；归母净利 2.64/3.05/3.49 亿，同比增长 17.2%/15.5%/14.5%。2019 年 5 月 20 日股价 7.21 元对应 PE 为 13.75X/11.90X/10.39X。参考可比公司估值和海外对标公司安姆科 (PETTM 29.17 倍) 的估值，考虑到公司龙头地位稳固、盈利能力持续提升，给予公司 19 年 PE 16-19 倍，对应股价 8.32-9.88 元，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9 可比公司相对估值表

公司	总市值 /亿元	自由流通市值/亿元	PE(TTM)/倍	股息率%	PE (2019) /倍
合兴包装	58.01	31.92	23.00	1.01	16.64
美盈森	86.98	39.87	21.58	2.29	17.18
紫江企业	59.76	43.95	13.96	3.81	
裕同科技	179.10	52.72	18.65	2.94	15.09
奥瑞金	116.11	81.61	46.67	3.59	12.90
劲嘉股份	177.84	96.23	23.04	2.49	19.99
平均值			24.48	2.69	16.36
永新股份	36.31	13.16	15.56	4.85	13.75

备注：标红为 Wind 一致预测，股息率仅合兴包装、裕同科技和永新股份对应报告期是 2018 年，其余标的股息率对应 2017 年报告期

资料来源：Wind，德邦研究所

## 5. 风险提示

**油价剧烈波动：**公司原材料占营业成本比重大，原材料多是石油深加工产品，油价剧烈波动将对原材料价格产生巨大影响，价格大幅波动不利于公司管控成本，稳定经营。

**经济增速放缓下游消费行业表现低迷：**公司下游客户以食品、日化 and 医药企业为主，其中食品类客户的占比最高。若经济持续低迷对消费者的购买力和购买意愿造成影响，将影响到塑料软包装的需求。

**环保调控力度不及预期：**环保调控趋紧对塑料软包装行业的影响很大。若调控不及预期，中小产能不及时退出行业，产业升级步伐放缓，将对公司的业绩增长带来压力。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业收入</b>	<b>2332</b>	<b>2666</b>	<b>3074</b>	<b>3569</b>
每股收益	0.45	0.52	0.61	0.69	营业成本	1820	2055	2364	2750
每股净资产	3.65	3.48	3.62	3.79	毛利率%	22.0	22.9	23.1	22.9
每股经营现金流	0.64	0.76	0.77	0.83	营业税金及附加	15	19	22	25
每股股利	0.35	0.40	0.48	0.55	营业税金率%	0.6	0.7	0.7	0.7
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	99	117	136	155
P/E	16.11	13.75	11.90	10.39	营业费用率%	4.2	4.4	4.4	4.4
P/B	1.98	2.07	1.99	1.90	管理费用	84	101	117	137
P/S	1.56	1.31	1.14	0.98	管理费用率%	3.6	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA	9.34	8.03	7.09	6.31	研发费用	66	80	92	107
股息率%	4.9	5.6	6.7	7.6	研发费用率%	2.8	3.0	3.0	3.0
<b>盈利能力指标 (%)</b>					<b>EBIT</b>	<b>248</b>	<b>293</b>	<b>342</b>	<b>395</b>
毛利率	22.0	22.9	23.1	22.9	财务费用	-3	-5	-5	-5
净利润率	9.7	9.9	9.9	9.8	财务费用率%	-0.1	-0.2	-0.2	-0.1
净资产收益率	12.3	15.1	16.7	18.3	资产减值损失	14	16	17	18
资产回报率	8.9	10.6	11.5	12.2	投资收益	11	12	13	13
投资回报率	15.4	17.6	19.2	20.4	<b>营业利润</b>	<b>261</b>	<b>309</b>	<b>356</b>	<b>409</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					营业外收支	5	5	5	5
营业收入增长率	16.1	14.3	15.3	16.1	<b>利润总额</b>	<b>266</b>	<b>313</b>	<b>361</b>	<b>414</b>
EBIT 增长率	8.3	18.1	16.6	15.5	EBITDA	338	391	446	507
净利润增长率	9.7	17.2	15.5	14.5	所得税	35	43	49	56
<b>偿债能力指标</b>					有效所得税率%	13.3	13.6	13.5	13.6
资产负债率%	26.2	27.8	29.4	31.4	少数股东损益	5	7	7	9
流动比率	2.7	2.5	2.4	2.2	<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>225</b>	<b>264</b>	<b>305</b>	<b>349</b>
速动比率	2.2	2.0	1.8	1.7					
现金比率	0.9	0.6	0.5	0.4	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>经营效率指标</b>					货币资金	528	354	333	295
应收帐款周转天数	86.2	80.0	76.0	75.0	应收账款	558	584	640	733
存货周转天数	62.0	58.0	57.0	57.0	存货	306	327	369	429
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3	其它流动资产	268	316	368	421
固定资产周转率	3.4	3.8	4.4	5.0	流动资产合计	1660	1581	1711	1879
					长期股权投资	0	0	0	0
					固定资产	692	695	703	712
					在建工程	80	105	135	170
					无形资产	61	61	62	62
					非流动资产合计	877	906	943	988
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>2537</b>	<b>2486</b>	<b>2654</b>	<b>2867</b>
净利润	225	264	305	349	短期借款	49	0	0	0
少数股东损益	5	7	7	9	应付账款	411	464	531	619
非现金支出	103	114	121	130	预收账款	5	5	6	7
非经营收益	-15	-16	-18	-19	其它流动负债	140	163	186	217
营运资金变动	6	16	-27	-54	流动负债合计	605	633	723	843
<b>经营活动现金流</b>	<b>324</b>	<b>385</b>	<b>389</b>	<b>416</b>	长期借款	0	0	0	0
资产	-148	-122	-137	-152	其它长期负债	58	58	58	58
投资	85	0	0	0	非流动负债合计	58	58	58	58
其他	10	-38	-38	-37	<b>负债总计</b>	<b>664</b>	<b>691</b>	<b>781</b>	<b>901</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-53</b>	<b>-160</b>	<b>-174</b>	<b>-189</b>	实收资本	504	485	485	485
债权募资	24	-49	0	0	普通股股东权益	1838	1754	1824	1908
股权募资	0	-135	0	0	少数股东权益	35	41	49	57
其他	-156	-215	-235	-265	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>2537</b>	<b>2486</b>	<b>2654</b>	<b>2867</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-131</b>	<b>-399</b>	<b>-235</b>	<b>-265</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>140</b>	<b>-174</b>	<b>-21</b>	<b>-38</b>					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 20 日

资料来源：公司年报 (2018)，德邦证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

### 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。