

投资评级：买入(上调评级)

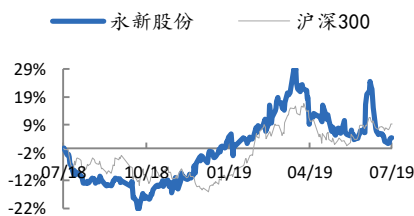
 当前价格(元): 7.06
合理价格区间(元): 8.32~10.40

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 (%)	-1.7	-0.8	-6.9
相对涨幅 (%)	-3.4	-8.2	-6.1

资料来源: 德邦研究

相关研究

《永新股份: 业绩稳健持续高分红的塑料软包装龙头》

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)	3,555.53
总资产(百万)	2,340.33
每股净资产(元)	3.40

资料来源: 公司公告

多因素推动毛利率上行, 业绩符合预期

永新股份(002014)

投资要点:

- 上半年公司收入端增长略缓, 利润端增长继续提速。**公司披露半年报, 上半年实现营收 11.51 亿元, 同比增长 9.88%, 实现归母净利润 1.06 亿元, 同比增长 16.14%。经营性活动净流量 1.10 亿元, 实现了 140.17% 的高速增长, 主要是今年通过应收账款融资缩短了资金回笼时间。公司单二季度实现营收 5.83 亿元, 同比增长 7.75%, 增速略有放缓。Q2 实现归母净利润 0.55 亿元, 同比增长 13.69%。总体来看, 业绩符合预期。下半年是销售旺季, 收入提速可期。

产品结构优化, 原材料价格下行, 多因素推动综合毛利率提升。公司上半综合毛利率为 23.69%, 较去年同期增加 2.38 个百分点。其中彩印复合包装毛利率同比增加 1.9 个百分点, 塑料软包装薄膜毛利率同比增加 9.01 个百分点, 真空镀铝包装材料的毛利率较去年全年上升了 3.2 个百分点, 油墨业务毛利率则略有下滑。毛利率持续提升的原因主要有以下三个: **1) 产品结构和客户结构优化:** 2 万吨油墨技改项目和 8000 吨多功能膜技术改造项目为公司实现产业链纵向一体化、优化产品结构和客户结构夯实了基础。环保督查推动的产业技术升级和行业集中度提升也使得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更加紧密。**2) 上半年油价低于去年同期, 成本端受益:** 纵观历史上油价明显波动的阶段, 公司毛利率基本上与油价呈相反走势, 相差幅度在 3-5 个百分点左右, 说明原材料价格下行对公司成本控制有益。上半年 ICE 布油结算均价较去年同期下降了 7.14%, 利于公司成本控制。但从 2018 年公司的业绩表现来看, 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, 毛利率仍然逐季改善。综合来看, 公司对原材料成本的把控能力和与下游客户议价的能力较强。**3) 原先业绩相对较弱的子公司盈利状况好转。**

国际业务实现高增长。公司国际市场业务基数小, 上半年实现营收 1.30 亿元, 同比增长 114.64%, 营收占比较去年同期提升 5.53 个百分点。国际业务包括新拓客户订单和原先国内市场已有合作的国际消费品龙头的海外订单, 业务毛利率高达 30.99%, 远高于国内市场 21.74% 的毛利率, 未来海外市场开拓可期。

上调评级至“买入”。调整盈利预测, 从 2019-2021 年归母净利润 2.64/3.05/3.49 亿元调整至 2.63/2.96/3.24 亿元, 对应 2019-2021 年 PE 为 13.53x/12x/10.99x。考虑到公司内生增长稳健且产品结构不断优化, 未来有望跟随下游快速消费品市场集中度提高而保持持续稳定的增长, 维持公司 19 年 PE16-20 倍, 对应目标价 8.32-10.40 元的判断。公司业绩确定性较强, 目前股价回调, 股息率高达 4.91%, 安全边际高, 因此我们上调评级, 从“增持”到“买入”。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2008	2332	2560	2817	3115
(+/-) YoY (%)	5.5	16.1	9.7	10.0	10.6
净利润(百万元)	205	225	263	296	324
(+/-) YoY (%)	1.4	9.7	16.6	12.8	9.2
全面摊薄 EPS(元)	0.41	0.45	0.52	0.59	0.64
毛利率(%)	22.7	22.0	23.3	23.7	23.6
净资产收益率(%)	11.6	12.3	15.0	16.3	17.3

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

1. 盈利预测和评级调整的说明

1.1 调整核心假设

- 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,以新客户开发,2018年公司该主营业务的收入增长为 15.85%,明显提速。但 2019 年上半年该业务收入增长 8.77%,增速有所放缓。下半年是销售旺季,但考虑到目前该业务的增长节奏,我们下调这部分 2019-2021 年的销量增速至 8.88%/9.01%/9.5%。另一方面, 2019 年油价中枢下行,但均价下行幅度仅 7%左右,2019 年上半年该业务的毛利率受多因素影响提升至 24.46%。受地缘政治等影响,对油价下半年以及未来两年的走势预测难以判断。我们假设 2019 年下半年和 2020-2021 年的油价基本与 2019 年上半年持平,考虑到产品结构不断优化,我们预计 2019-2021 年该块业务的毛利率分别为 24.03%, 24.73%和 24.80%。
- 2) 塑料软包装薄膜:** 产能释放,该板块收入增速自 2018 年起明显提升,产品结构优化,毛利率 2019 年上半年从去年的 3.01%提升至 11.46%,假设其未来三年收入增速保持 20.75%,毛利率保持 11.50%。
- 3) 油墨业务:** 公司油墨除了自用还提供给其他厂商,两万吨技改项目投产较缓,因此我们下调收入增速至 7%-8%,毛利率在 20%左右。
- 4) 真空镀铝包装材料:** 该板块利润贡献较少,但今年上半年收入增长提速,毛利率明显提升,假设该趋势能维持,预测未来三年收入增速在 22%左右,毛利率在 7%左右。

1.2 盈利预测和评级调整

基于上述调整后的核心假设,盈利预测结果从 2019-2021 年归母净利润 2.64/3.05/3.49 亿元调整至 2.63/2.96/3.24 亿元,对应 2019-2021 年 PE 为 13.53x/12x/10.99x。

公司是国内塑料软包装行业龙头,内生增长稳健且产品结构不断优化,未来有望跟随下游快速消费品市场集中度提高而保持持续稳定的增长。我们维持公司 19 年 PE16-20 倍,对应目标价维持 8.32-10.40 元。公司业绩确定性较强,目前股价回调,股息率高达 4.91%,安全边际高,因此我们上调评级,从“增持”到“买入”。

2. 风险提示

油价剧烈波动或上行

经济增速放缓下游消费品行业表现低迷

业绩增速不达预期

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
每股指标 (元)					营业收入	2332	2560	2817	3115
每股收益	0.45	0.52	0.59	0.64	营业成本	1820	1963	2148	2381
每股净资产	3.65	3.48	3.60	3.72	毛利率%	22.0	23.3	23.7	23.6
每股经营现金流	0.64	0.78	0.78	0.81	营业税金及附加	15	19	20	22
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
价值评估 (倍)					营业费用	99	113	125	136
P/E	15.78	13.53	12.00	10.99	营业费用率%	4.2	4.4	4.4	4.4
P/B	1.93	2.03	1.96	1.90	管理费用	84	97	108	119
P/S	1.52	1.34	1.22	1.10	管理费用率%	3.6	3.8	3.8	3.8
EV/EBITDA	9.12	7.85	7.06	6.56	研发费用	66	77	84	93
股息率%	5.0	5.7	6.9	7.7	研发费用率%	2.8	3.0	3.0	3.0
盈利能力指标 (%)					EBIT	248	292	331	364
毛利率	22.0	23.3	23.7	23.6	财务费用	-3	-5	-5	-5
净利润率	9.7	10.3	10.5	10.4	财务费用率%	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2
净资产收益率	12.3	15.0	16.3	17.3	资产减值损失	14	16	17	18
资产回报率	8.9	10.7	11.5	11.9	投资收益	11	12	13	13
投资回报率	15.4	17.6	18.9	19.3	营业利润	261	307	346	378
盈利增长 (%)					营业外收支	5	5	5	5
营业收入增长率	16.1	9.7	10.0	10.6	利润总额	266	312	351	383
EBIT 增长率	8.3	17.4	13.6	9.9	EBITDA	338	390	436	476
净利润增长率	9.7	16.6	12.8	9.2	所得税	35	42	47	52
偿债能力指标					有效所得税率%	13.3	13.6	13.5	13.6
资产负债率%	26.2	27.0	27.8	29.0	少数股东损益	5	7	7	8
流动比率	2.7	2.6	2.5	2.4	归属母公司所有者净利润	225	263	296	324
速动比率	2.2	2.0	2.0	1.8					
现金比率	0.9	0.6	0.5	0.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	528	362	345	299
应收帐款周转天数	86.2	80.0	76.0	75.0	应收款项	558	561	586	640
存货周转天数	62.0	58.0	57.0	57.0	存货	306	312	335	372
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	其它流动资产	268	316	367	418
固定资产周转率	3.4	3.7	4.0	4.4	流动资产合计	1660	1551	1634	1729
					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
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	2537	2457	2578	2717
净利润	225	263	296	324	短期借款	49	0	0	0
少数股东损益	5	7	7	8	应付账款	411	443	482	536
非现金支出	103	114	121	130	预收账款	5	5	6	6
非经营收益	-15	-16	-18	-19	其它流动负债	140	156	169	188
营运资金变动	6	27	-15	-36	流动负债合计	605	605	657	730
经营活动现金流	324	394	392	407	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	负债总计	664	663	716	789
投资活动现金流	-53	-160	-174	-189	实收资本	504	485	485	485
债权募资	24	-49	0	0	普通股股东权益	1838	1752	1814	1872
股权募资	0	-135	0	0	少数股东权益	35	41	48	56
其他	-156	-215	-235	-265	负债和所有者权益合计	2537	2457	2578	2717
融资活动现金流	-131	-399	-235	-265					
现金净流量	140	-165	-17	-47					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 26 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
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以德综指为基准；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。	股票投资评级	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。
	行业投资评级	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范围包括证券投资咨询业务。