

2019 年 10 月 25 日

收入增长环比提速，原料跌价利好毛利率 买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,332	2,630	2,966	3,334
同比（%）	16.1%	12.8%	12.8%	12.4%
归母净利润（百万元）	225	281	314	352
同比（%）	9.7%	24.8%	11.7%	12.1%
每股收益（元/股）	0.45	0.56	0.62	0.70
P/E（倍）	16.03	12.85	11.50	10.26

投资要点

- **公司发布 19 年三季报：**Q1-Q3 实现营收 18.56 亿（+11.85%），归母净利润 1.85 亿（+23.95%），扣非净利 1.78 亿（+27.01%）。其中 Q3 单季实现营收 7.05 亿（+15.22%），归母净利润 0.79 亿（+36.30%），扣非净利 0.77 亿（+43.51%）。综合来看，公司利润表现略超预期。
- **新增产能+客户开拓贡献收入增长，原材低位利好盈利能力提升：**收入端：Q3 单季实现营收 7.05 亿（+15.22%），环比 Q2 提速，主要系公司针对市场需求进行有效产能扩张，8000 吨多功能膜技改项目开始投产，同时开拓新客户、保证订单增长。利润端：Q1-Q3 公司毛利率 24.02%，较去年同期上升 2.41pct，Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 24.06%、23.34%、24.55%，主要受益于（1）公司主要原材料为石油衍生品，自 2018Q4 起国际原油价格高位下跌，2019 年 Q1-Q3 国际原油平均价格 64.38 美元/桶，较去年同期下滑 8.47%，其中 Q3 下滑 16%。我们预计 Q4 原油仍将延续弱势，持续利好全年盈利弹性；（2）河北及高新区工厂放量，规模化效应下盈利能力提升；（3）增值税率下调降低采购成本。
- **盈利能力提升，现金流向好：**Q1-Q3 期间费用率 12.10%，较去年同期上升 1.47pct。其中销售费用率 4.33%，较同期增加 0.40pct；管理+研发费用率 7.89%，较同期增加 1.03pct，其中研发费用较去年同期提升 53.56%；财务费用率-0.12%。投资收益 458.51 万元，为理财到期收入入账。综合来看 Q1-Q3 公司归母净利率 10.11%，较同期上升 0.89pct。截至期末公司账上应收账款 4.62 亿，较 19H1 增加 0.40 亿，周转天数较去年同期减少 3.68 天至 66.00 天；应付账款及票据 4.39 亿，较 19H1 增加 0.78 亿；存货 2.98 亿，较 19H1 增加 0.13 亿元。期内公司经营性现金流净额 1.86 亿元（+21.09%）。
- **客户结构优质、奠基长期增长，高分红低估值优质标的：**作为国内塑料软包龙头，公司客户主要以国内外大厂商为主，客户结构优质，同时受益于行业整合、中小产能出清，公司长期份额提升逻辑通顺。2004 年上市以来，公司累计股利支付率达 59.54%，对应当前股价股息率为 4.83%，是低估值高分红的优质投资标的。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 19-21 年分别实现营收 26.30/29.66/33.34 亿，同增 12.8%/12.8%/12.4%；归母净利 2.81/3.14/3.52 亿，同增 24.8%/11.7%/12.1%。当前股价对应 PE 为 12.85X/11.50X/10.26X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，客户拓展不达预期

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
研究助理 傅嘉成
fujch@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.17
一年最低/最高价	4.97/8.67
市净率(倍)	2.04
流通 A 股市值(百万元)	3593.34

基础数据

每股净资产(元)	3.52
资产负债率(%)	27.72
总股本(百万股)	503.62
流通 A 股(百万股)	501.16

相关研究

- 1、《【东吴轻工】永新股份：业绩表现超预期，持续受益于行业整合》2019-04-24
- 2、《永新股份（002014）：业绩符合预期，维持高比例分红》2019-02-28
- 3、《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

表 1：永新股份季度数据一览

单位：百万元	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营业总收入	424.81	471.77	538.83	572.83	506.49	541.01	612.11	672.66	568.10	582.94	705.27
YOY	5.46%	7.28%	5.77%	3.74%	19.23%	14.68%	13.60%	17.43%	12.16%	7.75%	15.22%
归母净利润	41.95	41.36	52.34	69.84	42.89	48.49	57.81	76.14	51.00	55.13	78.79
YOY	5.95%	-12.68%	-9.88%	21.08%	2.23%	17.25%	10.45%	9.02%	18.91%	13.69%	36.30%
扣非归母净利润	39.79	38.13	49.74	59.69	40.29	46.18	53.34	62.64	47.81	53.22	76.55
YOY	2.59%	-14.58%	-9.64%	20.10%	1.26%	21.11%	7.24%	4.95%	18.66%	15.25%	43.51%
毛利率	22.33%	20.51%	22.30%	25.16%	20.92%	21.69%	22.12%	22.79%	24.06%	23.34%	24.55%
期间费用率	10.75%	9.75%	10.18%	10.50%	10.52%	10.87%	10.54%	11.37%	12.97%	11.76%	12.20%
其中：销售费用	18.48	18.78	23.63	27.40	18.11	22.55	24.60	33.47	25.44	21.93	32.98
销售费用率	4.35%	3.98%	4.39%	4.78%	3.57%	4.17%	4.02%	4.98%	4.48%	3.76%	4.68%
其中：管理费用	26.83	25.22	31.40	38.43	34.07	39.71	23.63	17.95	24.34	22.48	24.89
研发费用	16.48	18.29	22.36	25.14	27.21	28.79	25.14	21.93	25.44	21.93	32.98
管理+研发费用率	6.32%	5.81%	5.81%	6.07%	6.73%	7.04%	6.86%	6.44%	8.22%	8.19%	7.89%
其中：财务费用	0.36	-0.19	-0.12	-2.00	1.12	-1.85	-2.07	-0.28	1.52	-1.12	-2.56
财务费用率	0.09%	-0.04%	-0.02%	-0.35%	0.22%	-0.34%	-0.34%	-0.04%	0.27%	-0.19%	-0.36%
归母净利率	9.87%	8.77%	9.71%	12.19%	8.47%	8.96%	9.44%	11.32%	8.98%	9.46%	11.17%
存货	285.59	268.60	293.07	312.68	313.08	325.70	363.04	305.60	302.82	284.78	297.57
较上年同期增减	88.39	61.63	57.34	33.67	9.63%	21.26%	23.87%	-2.26%	-3.28%	-12.56%	-18.03%
应收票据	109.34	116.13	157.72	146.74	117.51	117.34	112.59	88.66	134.40	154.93	154.93
较上年同期增减	39.32	25.93	52.82	37.30	9.37	1.38	-40.38	-34.15	-30.05	16.89	37.59
应收账款	347.84	373.26	437.12	396.63	405.41	426.03	459.92	445.67	420.01	421.50	461.91
较上年同期增减	28.70	22.64	42.76	7.22	57.57	52.77	22.80	49.04	14.60	-4.52	1.99
应付账款及应付票据	275.22	272.33	359.61	394.97	338.98	319.70	376.28	411.12	383.68	361.51	439.66
较上年同期增减	46.09	40.17	48.24	60.60	63.77	47.37	16.67	16.15	44.70	41.81	63.38
预收账款	7.04	7.06	14.20	2.99	6.49	5.38	5.54	5.27	3.83	3.59	2.85
较上年同期增减	-0.52	-1.82	8.89	-1.98	-0.55	-1.68	-8.65	2.29	-2.67	-1.79	-2.70
经营性现金流净额	1.70	46.62	35.05	193.93	-22.93	68.88	107.88	170.00	35.59	74.77	75.91
较上年同期增减	-45.46	-2.33	-39.17	83.63	-24.63	22.27	72.83	-23.92	58.52	5.89	-31.97
筹资性现金流净额	-84.25	-87.07	0.72	16.15	-3.32	-165.90	12.82	24.99	-64.42	-177.20	-9.52
较上年同期增减	48.81	-76.09	-9.65	21.52	80.93	-78.83	12.11	8.84	-61.10	-11.30	-22.34
资本开支	10.78	12.72	10.67	42.30	26.72	35.76	41.06	44.71	34.95	23.37	39.02
较上年同期增减	-13.62	-36.22	-7.72	32.69	15.94	23.04	30.39	2.41	8.22	-12.39	-2.04
ROE	2.52%	2.55%	3.14%	4.04%	2.40%	2.76%	3.33%	4.23%	2.90%	3.25%	4.52%
YOY (±)	-0.02%	-0.48%	-0.40%	0.64%	-0.12%	0.21%	0.20%	0.19%	0.50%	0.49%	1.19%
资产负债率	24.54%	20.76%	23.76%	25.19%	21.84%	22.01%	24.31%	26.16%	30.13%	25.42%	27.72%
YOY (±)	4.82%	1.92%	1.63%	2.30%	-2.69%	1.25%	0.55%	0.97%	8.28%	3.41%	3.42%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：国际原油价格走势（单位：美元/桶）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 2：永新股份收入拆分一览（单位：百万元）

	2016H1	2016H2	2016A	2017H1	2017H2	2017A	2018H1	2018H2	2018A	2019H1
彩印复合包装材料	702.87	908.13	1,611.00	758.02	926.37	1,684.39	881.51	1,069.89	1,951.40	958.78
yoy	-4.59%	6.21%	1.21%	7.85%	2.01%	4.56%	16.29%	15.49%	15.85%	8.77%
占比	83.42%	0.86%	84.60%	84.55%	0.83%	83.87%	84.15%	0.83%	83.67%	83.30%
毛利率	23.28%	24.27%	23.83%	21.91%	24.76%	23.48%	22.56%	23.40%	23.02%	24.46%
塑料软包装薄膜	66.85	62.50	129.35	54.29	83.50	137.79	78.05	108.77	186.82	97.99
yoy	16.16%	10.48%	13.35%	-18.79%	33.60%	6.52%	43.76%	30.26%	35.58%	25.55%
占比	7.93%	0.06%	6.79%	6.06%	0.08%	6.86%	7.45%	0.08%	8.01%	8.51%
毛利率	2.45%	1.97%	2.22%	0.00%	5.10%	1.57%	2.45%	3.42%	3.01%	11.46%
油墨业务	28.91	40.23	69.14	38.41	49.20	87.61	41.03	49.14	90.17	43.84
yoy				32.86%	22.30%	26.71%	6.82%	-0.12%	2.92%	6.85%
占比	3.43%	0.04%	3.63%	4.28%	0.04%	4.36%	3.92%	0.04%	3.87%	3.81%
毛利率	28.36%	25.23%	26.54%	21.62%	22.22%	21.96%	21.72%	22.28%	22.02%	20.57%
真空镀铝包装材料	23.61	26.02	49.63	23.23	19.77	43.00	19.15	23.12	42.27	23.19
yoy	10.22%	70.85%	35.42%	-1.61%	-24.02%	-13.36%	-17.56%	16.94%	-1.70%	21.10%
占比	2.80%	0.02%	2.61%	2.59%	0.02%	2.14%	1.83%	0.02%	1.81%	2.01%
毛利率	0.00%	5.34%	2.27%	9.58%	-6.63%	2.11%	0.00%	9.52%	3.86%	7.06%
其他业务	20.36	24.71	45.07	22.63	32.82	55.45	27.77	33.84	61.61	27.25
yoy	-1.02%	18.80%	8.94%	11.15%	32.82%	23.03%	22.71%	3.11%	11.11%	-1.87%
占比	2.42%	0.02%	2.37%	2.52%	0.03%	2.76%	2.65%	0.03%	2.64%	2.37%
毛利率	82.75%	84.62%	83.79%	75.74%	64.26%	68.94%	50.85%	63.33%	57.71%	59.95%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

永新股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1660	1965	1787	2252	营业收入	2332	2630	2966	3334
现金	528	579	534	600	减:营业成本	1820	1999	2260	2541
应收账款	446	606	580	754	营业税金及附加	15	20	22	24
存货	306	494	410	607	营业费用	99	113	124	139
其他流动资产	381	286	263	291	管理费用	150	180	197	221
非流动资产	877	1001	1053	1100	财务费用	-3	-0	-1	-5
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	14	7	15	19
固定资产	692	805	833	859	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	80	96	115	138	其他收益	13	12	12	12
无形资产	61	60	60	60	营业利润	261	336	373	418
其他非流动资产	44	40	45	43	加:营业外净收支	5	-1	-0	-0
资产总计	2537	2966	2840	3352	利润总额	266	335	373	418
流动负债	605	992	762	1158	减:所得税费用	35	47	52	57
短期借款	49	117	63	29	少数股东损益	5	7	7	8
应付账款	214	380	291	510	归属母公司净利润	225	281	314	352
其他流动负债	342	494	407	619	EBIT	263	339	386	433
非流动负债	58	48	48	48	EBITDA	352	406	457	509
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	58	48	48	48	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	664	1039	810	1205	每股收益(元)	0.45	0.56	0.62	0.70
少数股东权益	35	36	38	40	每股净资产(元)	3.65	3.76	3.96	4.18
归属母公司股东权益	1838	1891	1993	2107	发行在外股份(百万股)	504	504	504	504
					ROIC(%)	11.9%	14.2%	15.9%	17.2%
负债和股东权益	2537	2966	2840	3352	ROE(%)	12.6%	15.1%	16.2%	17.2%
					毛利率(%)	22.0%	24.0%	23.8%	23.8%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	9.7%	10.7%	10.6%	10.6%
经营活动现金流	324	261	353	428	资产负债率(%)	26.2%	35.0%	28.5%	36.0%
投资活动现金流	-53	-20	-21	-25	收入增长率(%)	16.1%	12.8%	12.8%	12.4%
筹资活动现金流	-131	-190	-376	-336	净利润增长率(%)	9.7%	24.8%	11.7%	12.1%
现金净增加额	139	51	-45	66	P/E	16.03	12.85	11.50	10.26
折旧和摊销	89	67	72	76	P/B	1.96	1.91	1.81	1.71
资本开支	148	24	23	27	EV/EBITDA	10.63	10.02	8.50	8.28
营运资本变动	9	-81	51	69					

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>