

子公司产能爬坡、原料低位共驱利润增长， 高分红优质低估标的 增持（下调）

2020 年 02 月 28 日

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

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,600	2,942	3,325	3,762
同比（%）	11.5%	13.1%	13.0%	13.1%
归母净利润（百万元）	269	311	349	394
同比（%）	19.4%	15.6%	12.3%	12.6%
每股收益（元/股）	0.53	0.62	0.69	0.78
P/E（倍）	17.33	14.99	13.35	11.85

投资要点

■ **公司发布 19 年报：**期内实现营收 26 亿（+11.47%），归母净利 2.69 亿（+19.44%），扣非净利 2.38 亿（+17.7%），非经常性损益主要来自政府补助（2450 万元）以及理财收益（1068 万元）；其中 Q4 单季实现营收 7.43 亿（+10.52%），归母净利 0.84 亿（+10.59%），扣非净利 0.61 亿（-3%）。综合来看，公司全年利润端表现较好。同时，公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），共分红 1.97 亿（占归母净利润 73.25%），17-19 年连续三年分红比例在 70%以上。

■ **新客户开拓+产能扩建保障收入端稳健增长：**期内公司主业彩印复合包装材料实现稳健增长，同比+8.74%至 21.22 亿元，毛利率 25.45%（同比+2.43pct），持续深挖雀巢、箭牌等老客户份额，同时在新领域开拓新客户贡献订单增长；塑料软包装薄膜业务实现收入 2.71 亿（+45.17%），得益于公司 8000 吨多功能膜技改项目陆续投产，毛利率 11.92%（+8.9pct）；油墨业务实现营收 1.04 亿（+15.06%），在油价下跌情况下仍实现了不素增长，主要系公司新力油墨新厂搬迁项目建成投产、释放产能所致，毛利率 18.59%（-3.43pct）。展望 20 年，陕西永新已开工建设将于年内投入运营，黄山永新新材料有限公司也已完成项目前期准备即将启动，持续巩固公司业绩增长。

■ **子公司产能爬坡+原材料价格走低推动盈利能力提升：**期内公司毛利率 24.19%，较去年同期上升 2.24pct，Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 24.06%、23.34%、24.55%、24.63%，主要受益于（1）子公司河北永新以及黄山永新产能利用率爬坡，19 年分别实现净利润 1719.3 万元（18 年为 527 万元）和 2558.53 万元（18 年为 457.23 万元）；（2）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 OPEC 一揽子原油价格均价为 64.04 美元/桶，较 18 年下滑 8.18%，且 20 年初以来油价持续弱势，截止 2 月 26 日原油价格下跌至 54.01 美元/桶（较年初下滑 20%），预计利好公司一季度盈利弹性；（3）增值税率下调降低采购成本。

■ **盈利能力提升，现金流向好：**19 年公司期间费用率 12.03%，较去年同期上升 1.49pct。其中销售费用率 4.41%，较同期增加 0.18pct；管理+研发费用率 7.61%，较同期增加 1.17pct，其中研发费用较去年同期提升 53.55%；财务费用率 0.02%。投资收益 1068.03 万元，为交易性金融资产在持有期间的投资收益。综合来看 2019 年公司归母净利率 10.40%，较同期上升 0.70pct。截至期末公司账上应收账款 4.59 亿，较 19 年初增加 0.13 亿，周转天数较去年同期减少 2.40 天至 62.61 天；应付账款及票据 4.12 亿，较 19 年初增加 0.01 亿；存货 2.67 亿，较 19 年初减少 0.39 亿元。期内公司经营性现金流净额 4.28 亿元（+32.30%）。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.26
一年最低/最高价	6.40/10.06
市净率(倍)	2.51
流通 A 股市值(百万元)	4638.15

基础数据

每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	25.56
总股本(百万股)	503.62
流通 A 股(百万股)	500.88

相关研究

- 1、《永新股份 (002014)：收入增长环比提速，原料跌价利好毛利率》2019-10-25
- 2、《【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
- 3、《永新股份 (002014)：业绩符合预期，维持高比例分红》2019-02-28

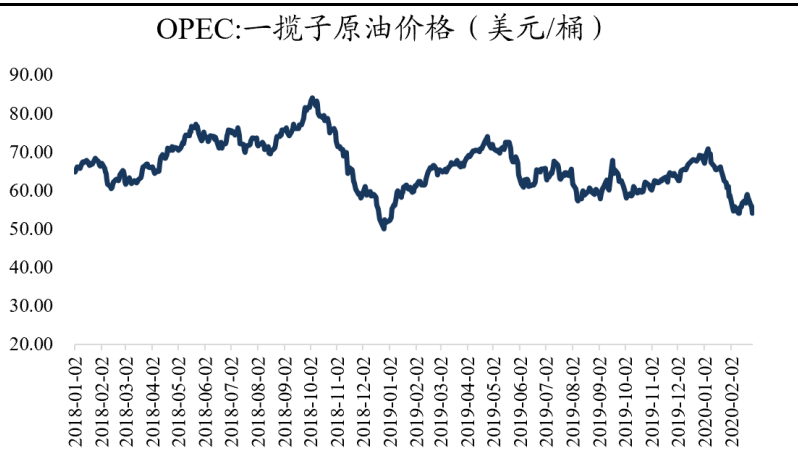
- **高分红低估值优质标的，客户结构优质、奠基长期增长：**作为国内塑料软包龙头，公司客户主要以国内外大厂商为主，客户结构优质，同时受益于行业整合、中小产能出清，公司长期份额提升逻辑通顺。2004 年上市以来，公司平均股利支付率达 57.28%，对应当前股价股息率为 3.74%，是低估值高分红的优质投资标的。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 20-22 年分别实现营收 29.42/ 33.25/ 37.62 亿，同增 13.1%/13.0%/13.1%；归母净利 3.11/3.49/3.94 亿，同增 15.6%/12.3%/12.6%。当前股价对应 PE 为 14.99X/13.35X/11.85X，考虑公司成长性或受到限塑令影响，下调至“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格大幅波动，客户拓展不达预期

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	2019Q4
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	743.41
YOY	5.46%	7.28%	5.77%	3.74%	19.23%	14.68%	13.60%	17.43%	12.16%	7.75%	15.22%	10.52%
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	84.20
YOY	5.95%	-12.68%	-9.88%	21.08%	2.23%	17.25%	10.45%	9.02%	18.91%	13.69%	36.30%	10.59%
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	60.72
YOY	2.59%	-14.58%	-9.64%	20.10%	1.26%	21.11%	7.24%	4.95%	18.66%	15.25%	43.51%	-3.07%
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%	24.63%
期间费用率	10.75%	9.29%	10.19%	11.14%	10.52%	11.17%	10.23%	10.32%	12.97%	11.74%	11.70%	11.86%
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	34.22
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%	4.60%
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	24.89
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	16.48	18.29	22.36	25.14	27.21	26.48
管理+研发费用率	6.32%	5.35%	5.83%	6.71%	6.73%	7.34%	6.55%	5.39%	8.22%	8.17%	7.39%	6.91%
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	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%	0.34%
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%	11.33%
存货	285.59	268.60	293.07	312.68	313.08	325.70	363.04	305.60	302.82	284.78	297.57	266.51
较上年同期增减	44.82%	29.77%	24.32%	12.07%	9.63%	21.26%	23.87%	-2.26%	-3.28%	-12.56%	-18.03%	-12.79%
应收账款	109.34	116.13	157.72	146.74	118.72	117.51	117.34	112.59	88.66	134.40	154.93	0.00
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	-112.59
应付账款	347.84	373.26	437.12	396.63	405.41	426.03	459.92	445.67	420.01	421.50	461.91	458.53
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	12.87
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	412.13
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	1.01
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	7.95
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	2.67
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	242.17
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	72.16
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	-19.52
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	-44.51
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	66.19
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	21.48
ROE	2.52%	2.55%	3.14%	4.04%	2.40%	2.76%	3.33%	4.23%	2.90%	3.25%	4.52%	4.64%
YOY (±)	-0.02%	-0.48%	-0.40%	0.64%	-0.12%	0.21%	0.20%	0.19%	0.50%	0.49%	1.19%	0.41%
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%	25.56%
YOY (±)	4.82%	1.92%	1.63%	2.30%	-2.69%	1.25%	0.55%	0.97%	8.28%	3.41%	3.42%	-0.60%

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）

单位：百万元	2016H1	2016H2	2016A	2017H1	2017H2	2017A	2018H1	2018H2	2018A	2019H1	2019H2	2019A
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	1,163.23	2,122.01
yoy	-4.59%	6.21%	1.21%	7.85%	2.01%	4.56%	16.29%	15.49%	15.85%	8.77%	8.72%	8.74%
占比	83.42%	0.86%	84.60%	84.55%	0.83%	83.87%	84.15%	0.83%	83.67%	83.30%	80.29%	81.62%
毛利率	23.28%	24.27%	23.83%	21.91%	24.76%	23.48%	22.56%	23.40%	23.02%	24.46%	26.28%	25.45%
塑料软包装材料	66.85	62.50	129.35	54.29	83.50	137.79	78.05	108.77	186.82	97.99	173.22	271.21
yoy	16.16%	10.48%	13.35%	-18.79%	33.60%	6.52%	43.76%	30.26%	35.58%	25.55%	59.25%	45.17%
占比	7.93%	0.06%	6.79%	6.06%	0.08%	6.86%	7.45%	0.08%	8.01%	8.51%	11.96%	10.43%
毛利率	2.45%	1.97%	2.22%	0.00%	5.10%	1.57%	2.45%	3.42%	3.01%	11.46%	12.18%	11.92%
油墨业务	28.91	40.23	69.14	38.41	49.20	87.61	41.03	49.14	90.17	43.84	59.90	103.74
yoy				32.86%	22.30%	26.71%	6.82%	-0.12%	2.92%	6.85%	21.90%	15.06%
占比	3.43%	0.04%	3.63%	4.28%	0.04%	4.36%	3.92%	0.04%	3.87%	3.81%	4.13%	3.99%
毛利率	28.36%	25.23%	26.54%	21.62%	22.22%	21.96%	21.72%	22.28%	22.02%	20.57%	17.13%	18.59%
真空镀膜包装材料	23.61	26.02	49.63	23.23	19.77	43.00	19.15	23.12	42.27	23.19	15.75	38.94
yoy	10.22%	70.85%	35.42%	-1.61%	-24.02%	-13.36%	-17.56%	16.94%	-1.70%	21.10%	-31.88%	-7.88%
占比	2.80%	0.02%	2.61%	2.59%	0.02%	2.14%	1.83%	0.02%	1.81%	2.01%	1.09%	1.50%
毛利率	0.00%	5.34%	2.27%	9.58%	-6.63%	2.11%	0.00%	9.52%	3.86%	7.06%	8.89%	7.80%
其他业务	20.36	24.71	45.07	22.63	32.82	55.45	27.77	33.84	61.61	27.25	36.57	63.82
yoy	-1.02%	18.80%	8.94%	11.15%	32.82%	23.03%	22.71%	3.11%	11.11%	-1.87%	8.07%	3.59%
占比	2.42%	0.02%	2.37%	2.52%	0.03%	2.76%	2.65%	0.03%	2.64%	2.37%	2.52%	2.45%
毛利率	82.75%	84.62%	83.79%	75.74%	64.26%	68.94%	50.85%	63.33%	57.71%	59.95%	48.84%	53.57%

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)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1603	1899	1633	1917	营业收入	2600	2942	3325	3762
现金	512	529	599	677	减:营业成本	1971	2205	2548	2877
应收账款	459	718	612	642	营业税金及附加	17	21	22	25
存货	267	616	403	556	营业费用	115	135	152	176
其他流动资产	365	36	19	42	管理费用	198	224	255	288
非流动资产	943	923	950	970	财务费用	0	1	-64	-61
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	17	32	27
固定资产	0	803	830	848	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	0	0	0	0	其他收益	-21	15	17	18
无形资产	68	68	68	68	营业利润	308	365	408	458
其他非流动资产	875	51	51	54	加:营业外净收支	0	-1	-1	-2
资产总计	2546	2822	2583	2887	利润总额	308	364	407	456
流动负债	595	738	366	542	减:所得税费用	34	47	50	55
短期借款	31	30	(327)	(306)	少数股东损益	5	6	7	8
应付账款	246	337	324	417	归属母公司净利润	269	311	349	394
其他流动负债	317	372	368	431	EBIT	317	378	370	421
非流动负债	56	45	56	45	EBITDA	415	451	448	503
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	56	45	56	45	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	651	784	422	587	每股收益(元)	0.53	0.62	0.69	0.78
少数股东权益	37	40	42	45	每股净资产(元)	3.69	3.97	4.21	4.48
归属母公司股东权益	1858	1998	2119	2255	发行在外股份(百万股)	504	504	504	504
					ROIC(%)	14.6%	15.9%	17.7%	18.5%
负债和股东权益	2546	2822	2583	2887	ROE(%)	14.6%	16.1%	17.0%	18.0%
					毛利率(%)	24.2%	25.0%	23.4%	23.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.4%	10.6%	10.5%	10.5%
经营活动现金流	428	-108	723	369	资产负债率(%)	25.6%	27.8%	16.3%	20.3%
投资活动现金流	-148	-1	-2	-1	收入增长率(%)	11.5%	13.1%	13.0%	13.1%
筹资活动现金流	-271	126	-652	-290	净利润增长率(%)	19.4%	15.6%	12.3%	12.6%
现金净增加额	10	17	69	79	P/E	17.33	14.99	13.35	11.85
折旧和摊销	98	73	78	82	P/B	2.51	2.33	2.20	2.07
资本开支	164	3	3	3	EV/EBITDA	11.58	10.90	10.01	9.09
营运资本变动	-47	152	107	107					

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>