

永新股份 (002014.SZ) 买入 (首次评级)

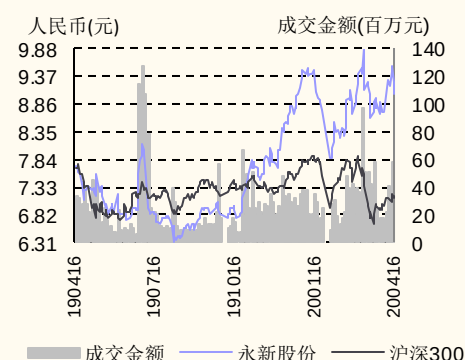
公司深度研究

市场价格 (人民币): 9.05 元

目标价格 (人民币): 11.43 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.04
已上市流通 A 股(亿股)	5.01
总市值(亿元)	45.58
年内股价最高最低(元)	9.56/8.59
沪深 300 指数	3802
中小板综	9881



买入的不仅是分红，还有成长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,332	2,600	2,766	3,213	3,684
营业收入增长率	16.13%	11.47%	6.41%	16.16%	14.64%
归母净利润(百万元)	225	269	320	371	441
归母净利润增长率	9.66%	19.44%	18.86%	16.07%	18.91%
摊薄每股收益(元)	0.447	0.534	0.635	0.737	0.877
每股经营性现金流净额	0.64	0.85	0.67	0.69	0.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.26%	14.48%	15.08%	15.84%	16.92%
P/E	14.66	18.19	14.25	12.28	10.32
P/B	1.80	2.63	2.15	1.94	1.75

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 永新股份上市 16 年，因为市值较小，市场关注度并不高。但自 2004 年上市至今，公司总计从市场融资 9.9 亿元，累计分红 14.67 亿元，是融资额的 1.5 倍；累计获取净经营性现金流 28.8 亿元，是融资额的 2.9 倍。永新股份绝对是一家持续在创造价值并值得长期投资的上市公司。
- 公司下游客户基本隶属于食品、饮料、日化、医药等消费行业，且营收主要来自国内，无论国内疫情亦或海外疫情走势如何，公司的需求具备稳健成长的属性；成本端，公司的主要原料是塑料粒子，即石油衍生品，通过历史回溯，公司在油价出现较长时间连续跌价的时间窗口，其盈利能力均得到提升，因此我们认为 2020 年公司的业绩具备弹性增长的契机。与此同时，在全球利率处于下行通道的背景下，公司目前的股息率为 4.2%，我们认为比价效应将促使公司的分红价值越发具备吸引力。
- 中长期看，永新股份所隶属的消费塑料包装行业规模大致 1000 亿元，且行业依然十分分散，公司目前市占率只有 2.6%，仍具备不俗的成长空间；最近 4-5 年，因管理能力提升以及行业竞争格局不优化，公司 ROE 和获取经营性现金流的表现越来越好，我们认为这两个因素将令公司未来具备更优秀的成长能力，驱动永新股份的合理估值水平持续提升，即永新股份正处于戴维斯双击之中。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.63、0.74 和 0.88 元，给予公司 2020 年 18 倍 PE，对应目标价为 11.43 元，首次覆盖“买入”评级。

风险

- 国内疫情反复的风险；国际油价大幅反弹；下游行业增速放缓的风险；费用因疫情超预期上升的风险；奥瑞金质押公司的股权存在被动减持的风险。

姜浩

 分析师 SAC 执业编号: S1130520040003
 jianghao@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 2020-2022 年彩印复合包装材料销量增速预测：2018-2019 年公司销量增速介于 9-10%之间，考虑 1Q2020，疫情影响了公司的工期以及物流停摆的影响，我们将 2020 年销量增速预设为 8.5%；2021-2022 年，考虑经济大概率恢复正常，国家进一步刺激国内消费，以及公司的市占率增加，我们将这两年公司销量的增速均设定为 12%。

2) 2020-2022 年彩印复合包装材料成本变动幅度预测：考虑 2019 年底油价下跌令塑料粒子价格已经下降 10%-15%，我们假定 2020 年塑料粒子均价同比降低 6.5%，而原料占成本比例 77.4%，则 2020 年成本降低 5%；假定 2021-2022 年油价回暖，塑料粒子均价同比分别提升 4%、2.5%，则 2021-2022 年成本同比增加 3.1%和 1.9%。

3) 2020-2022 年彩印复合包装材料价格变动幅度预测：考虑 2020 年成本降低，假定价格相应降低 3.7%，2021-2022 年因成本回升，价格分别上调 2.7%和 2.4%。2021 年价格增加幅度低于成本上升幅度，我们假定 2021 年在油价修复的过程中，公司相应自我消化一部分成本上涨的压力；2022 年我们预测价格上调幅度大于成本增加幅度，是基于行业竞争格局不断优化以及公司产品结构升级的考量。

4) 2020-2022 年彩印复合包装材料毛利率预测：结合价格和成本的变动，2020-2022 年毛利率分别为 26.46%、26.1%、26.50%，总体上我们判断 2020-2022 年公司毛利率将延续过往 5 年上升的趋势。

5) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑油价下跌以及国内公路免费，我们预计 2020 年销售费用率降低至 4.1%，2021-2022 年预测值均为：4.3%。

6) 2020-2022 年管理费用率预测：考虑 2020 年营收增速受疫情和产品降价作用，营收增速放缓，管理费用率将有所提升，预计为 3.8%；2021-2022 年预计随着营收增速回升，管理费用率分别降为 3.7%、3.6%。

7) 2020-2022 年研发费用率预测：3.8%、3.5%、3.4%，研发费用绝对值依然增加，分别为 1.08、1.12、1.25 亿元。

■ 我们区别于市场的观点

1、自 2004 年 IPO 开始，永新股份总计完成 3 次融资（含 IPO），共计融资额为 9.9 亿元，而上市以来累计分红 14.67 亿元，累计获取净经营性现金流 28.8 亿元，是一个完全满足经典价值投资理论的上市公司，我们认为永新股份应当得到市场更多的关注和认可。

2、投资者往往将永新股份理解为一家长股息公司，但我们认为永新不仅仅是一家高股息的公司，永新还具备较好的成长性。

首先、2019 年塑料包装行业规模以上企业的营收总量为 2704 亿元（年营收规模 2000 万元以上为统计门槛），假定 40%应用于终端消费领域，那么永新股份所面对的行业空间有 1000 亿元，按照 2019 年营收计算，永新股份的市占率只有 2.6%，永新股份依然具备不俗的成长空间。

其次、从最近两年永新相对于中小板的估值比来看，市场给予公司的估值水平不断提升，基于永新股份合理估值有望继续上升的判断，以及永新目前只有 15 倍 PE，我们认为 2020 年其合理估值水平至少拥有 20%的提升空间。所以投资永新不仅能赚分红的钱，还能赚成长的钱。

■ 股价上涨的催化因素

1、成本端，塑料粒子价格持续下跌，带来盈利能力超预期提升；2、营收端，国内疫情好转之后，公司的营收增速超预期；3、疫情期间，行业中小企业退出市场的数量超预期。

■ 估值和目标价格

我们选取可比公司估值法，并结合公司自身的成长性，认为 2020 年公司合理的市盈率为 18-20 倍，对应目标价为 11.43-12.7 元。

■ 投资风险

- 1、疫情再度反弹的风险：我们认为如果国内疫情再度反弹，导致物流体系再度中断，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 2、石油价格大幅上涨：我们认为如果后续疫情恢复情况超预期，亦或“OPEC+”在石油减产方面达成超预期协议，导致油价大幅上涨，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 3、下游行业增速放缓：如果下游消费行业因疫情作用，增速出现放缓，那么将对公司的经营业绩产生不利影响；
- 4、费用超预期上升的风险：如果疫情导致公司费用投入增加幅度超出预期，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 5、奥瑞金质押公司股权的风险：目前奥瑞金将所持永新股份 99.97%的股权全部质押，累计质押永新股份的股票数量为 1.22 亿股，如果在质权人申请解除质押之日，奥瑞金不能及时归还资金，那么奥瑞金所质押的永新股权可能在二级市场被动卖出，将对永新股份的股价带来负面影响。

内容目录

投资要件	2
1、永新是国内消费领域的塑料包装龙头，受益油价下跌	6
1.1、永新营收 90%以上来自国内	6
1.2、永新下游客户主要隶属于日常消费领域	6
1.3、成本端与油价密切相关，油价大幅下跌带来业绩弹性	7
1.4、控股股东的集体企业性质，令永新股份持续保持高分红比例	8
2、行业规模预计千亿，竞争格局持续优化	9
3、公司的赚钱能力和吸金能力越来越强	11
3.1、资产周转加快，销售净利率提升，令 ROE 不断增加	12
3.2、公司的吸金能力不断增强	12
3.3、绑定全球最优秀的客户助力管理能力持续提升	12
4、全球利率下行期，高股息率为估值提升加持	13
5、中长期看，公司的合理估值水平将继续上行	14
6、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级	14
6.1、盈利预测	14
6.2、投资建议	15
7、风险提示	15

图表目录

图表 1：永新股份营收主要来自国内，海外疫情对公司基本面影响不大	6
图表 2：公司的下游客户几乎来自日常消费，需求端具备稳健增长特征	6
图表 3：公司的原材料基本都是石油的衍生品	7
图表 4：公司的毛利率与油价负相关	8
图表 5：原料价格从 2019 年底开始持续走低	8
图表 6：永新股份一直保持着很高的分红比例	9
图表 7：永新股份的股东持股结构	9
图表 8：2019 年国内塑料薄膜包装行业的市场规模为 2705 亿元	10
图表 9：塑料包装规模以上企业数量不断增加意味着行业竞争格局在优化	10
图表 10：2011-2019 年永新股份的研发费用率	11
图表 11：伊利在国内常温液态乳制品行业的市场份额持续提升	11
图表 12：自 2014 年起，公司的 ROE 持续提升	12
图表 13：资产周转率和销售净利率提升驱动 ROE 上升	12
图表 14：公司净经营性现金流/净利润比率最近 6 年持续提升	12
图表 15：人均创收和创利不断提升是管理持续改善的最佳证明	13
图表 16：余额宝 7 日年化收益率已经跌破 2%	13
图表 17：从公司 PB/中小板 PB 来看，最近 2 年公司估值水平持续提升	14
图表 18：2020-2022 年盈利预测表	15

图表 19: 可比公司估值水平.....	15
----------------------	----

1、永新是国内消费领域的塑料包装龙头，受益油价下跌

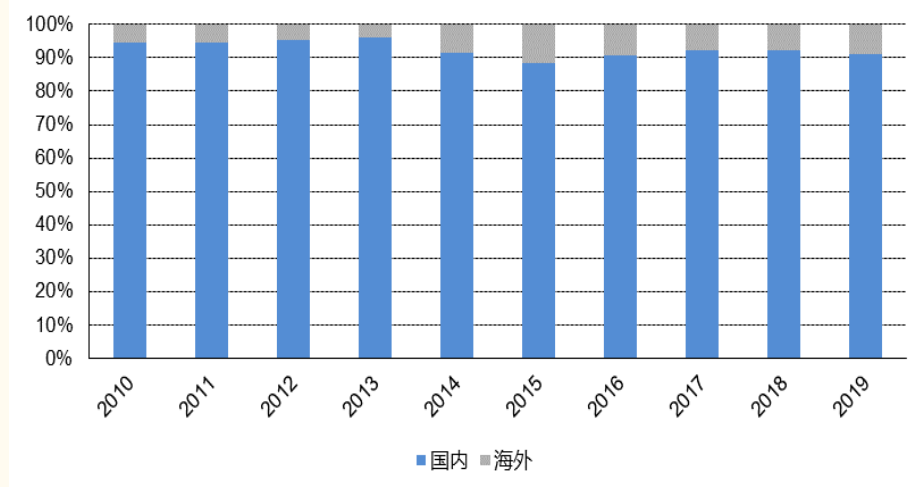
永新股份，2004 年完成首发上市，是国内塑料包装行业的龙头企业。其收入主要来自国内，并且下游行业以食品、饮料、日化、医药等日常消费为主。公司主要客户有雀巢、伊利、马氏、卡夫、百事、美赞成、多美滋、宝洁、高露洁、箭牌、雕牌、三九药业、神威药业等国内外龙头企业。因此即便在国内宏观经济受疫情冲击的背景下，我们预计公司收入端能仍保持较为稳健的增长。

成本端，公司的主要原料均为石油衍生品，在油价持续下跌的过程中，公司的盈利能力将得到提升。因此我们认为 2020 年永新的业绩有望实现弹性增长。

1.1、永新营收 90%以上来自国内

从公司过往 10 年的营收分布来看，营收基本上来自国内的比例超过 90%，因此海外疫情变化对公司的经营影响较弱。

图表 1：永新股份营收主要来自国内，海外疫情对公司基本面影响不大



来源：公司年报、国金证券研究所

1.2、永新下游客户主要隶属于日常消费领域

永新股份的下游主要来自日常消费，无论国内疫情后续是否还有起伏，公司的需求端具备较好的成长属性，尤其当下国家正在激发内消潜力，令我们对永新全年的营收增长持乐观展望。

图表 2：公司的下游客户几乎来自日常消费，需求端具备稳健增长特征

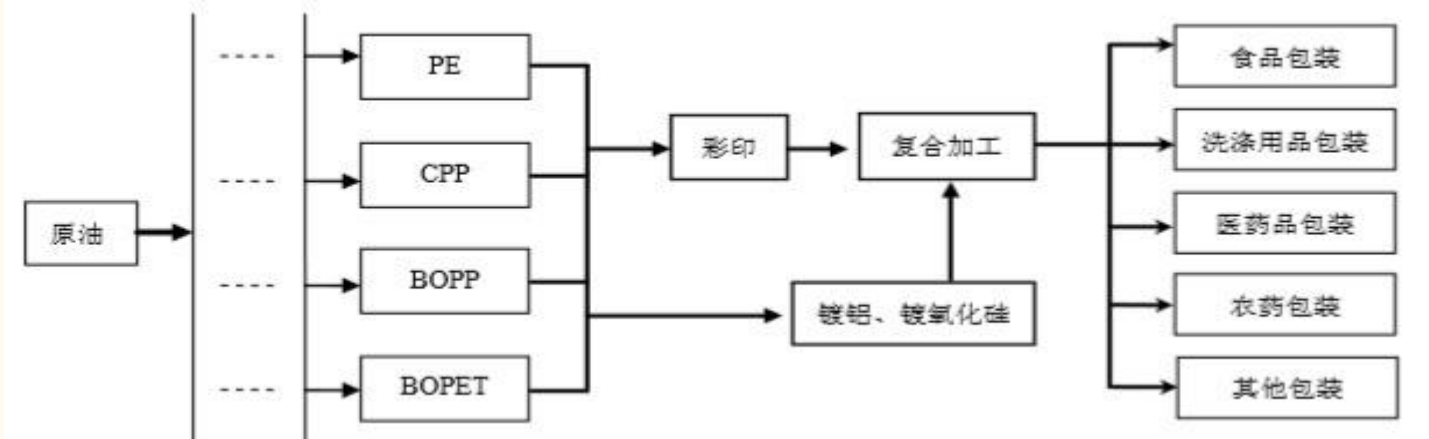


来源：公开报道、国金证券研究所

1.3、成本端与油价密切相关，油价大幅下跌带来业绩弹性

公司的原料主要是诸如 PP、PE、CPP、BOPP 等薄膜粒子，均属于石油衍生品，且均以国产化，因此当油价出现持续下跌的时间窗口，公司的盈利能力将得到提升，而永新股份的销售净利率基本处于 10% 左右，盈利能力的改善将对业绩产生较大的弹性。

图表 3：公司的原材料基本都是石油的衍生品



来源：公司招股书、国金证券研究所

从历史上油价出现持续下跌的时间窗口进行回溯验证，永新股份的毛利率的确在油价下跌期间出现提升。

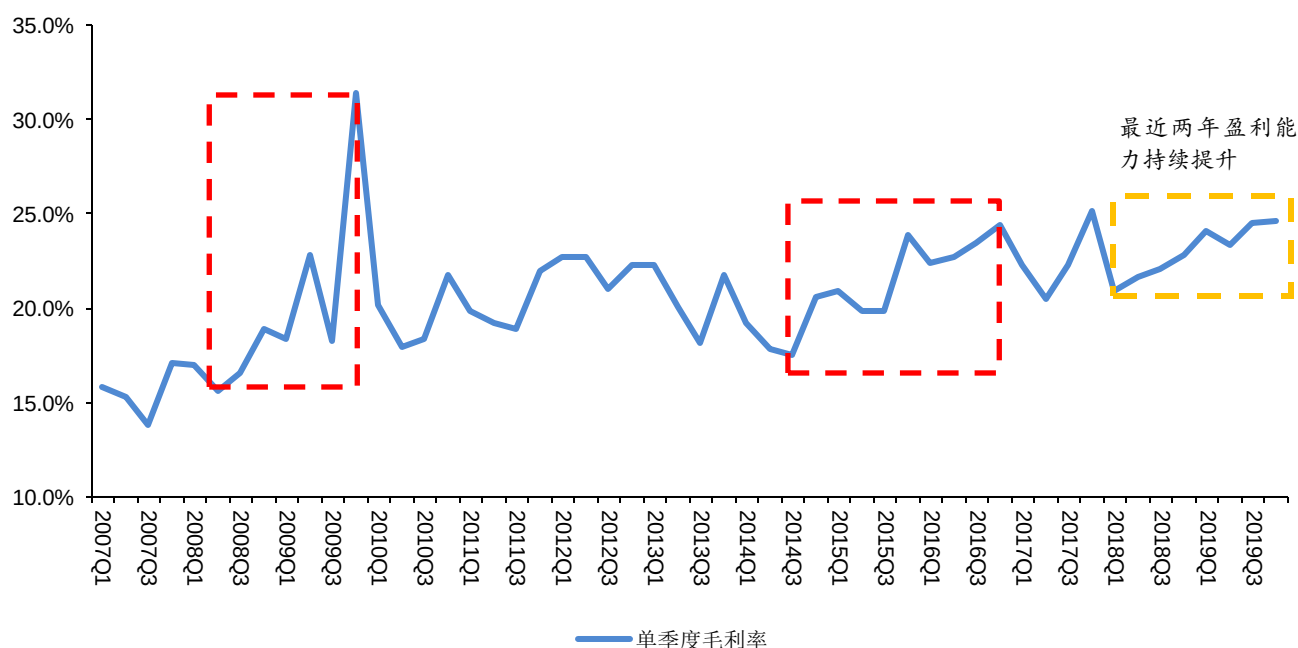
第一个时间窗口：2008 年 6 月-2009 年 2 月；油价自 140 美金/桶见顶，下跌至 48 美元/桶见底；永新股份的毛利率于 2Q2008 见底，然后持续提升 2Q2009（虽然永新股份 4Q2009 的毛利率高于 Q2，但我们判断这与季节性有关，并非来自油价的影响，一般情况下，永新股份 Q4 的毛利率均为每年 4 个季度中的峰值）。

第二个时间窗口：2014 年 6 月-2016 年 1 月；油价从 114 美金/桶下跌至 29 美元/桶；永新股份的毛利率于 2Q2014 见底，到 3Q2016 达到高点。

从历史经验来看，永新的盈利水平见底时间基本与石油价格见顶时间同步，而盈利水平见顶时间则较油价见顶时间要滞后一个季度，我们分析其中原因主要来自两点：1、公司对原料端的备库能力很强，在原料价格快见顶的时期，公司会减少原料的备货，而在原料价格见底的时期，公司会提升原料备库量；2、客户在定价方面对公司比较友好。

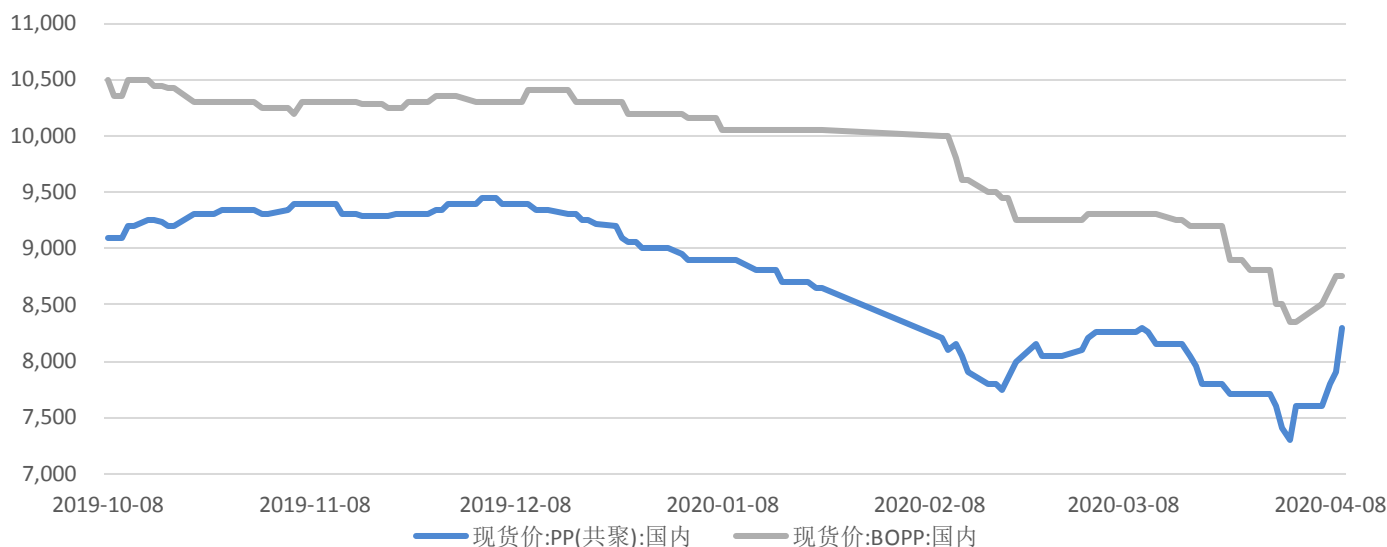
而且更加值得关注的是，油价从 2016 年 1 月见底之后，持续反弹到 2018 年 9 月，价格从 29 美元/桶上升至 2018 年 10 月 84 美元/桶的过程中，公司的毛利率并没有出现趋势性下跌，而是更多呈现季节波动特征，尤其从 1Q2018-4Q2019，两年时间一直处于上升通道之中，我们判断一方面公司在 2016 年通过收购黄山油墨公司，延伸产业链获取了更高的利润率，另一方面随着 2016 年下半年国内供给侧改革的实施，塑料包装行业大量不环保的小企业被淘汰出局，行业的竞争格局得到优化，永新作为行业龙头对客户的议价能力得到提升。这是我们更加看好这一轮油价大幅下挫为公司带来业绩弹性的依据。

图表 4：公司的毛利率与油价负相关



来源：公司财报、国金证券研究所

图表 5：原料价格从 2019 年底开始持续走低

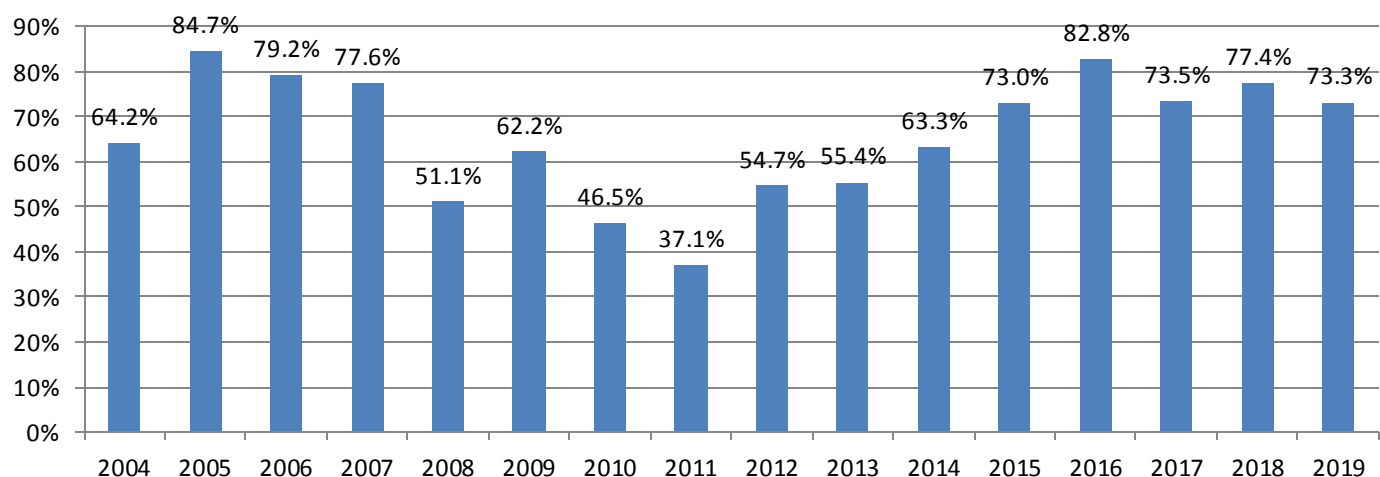


来源：WIND、国金证券研究所

1.4、控股股东的集体企业性质，令永新股份持续保持高分红比例

永新股份的控股股东黄山永佳投资是由黄山市化工总厂以及 21 名自然人出资成立的公司，黄山市化工总厂持有永佳 52% 的股权，21 名自然人合计持有 48%。黄山市化工总厂是一家集体企业，因此永佳投资的企业属性也是集体企业，其股权比较分散，黄山永佳通过减持永新股份获取投资收益的流程比较繁琐，并且目前永佳持有永新股份的股权比例已经降至 31.7%，如果永新股份后续继续融资摊薄永佳投资的持股比例，那么永佳投资的控股地位将受到威胁，因此自 2004 年上市，永新股份就一直保持着大比例分红的节奏。

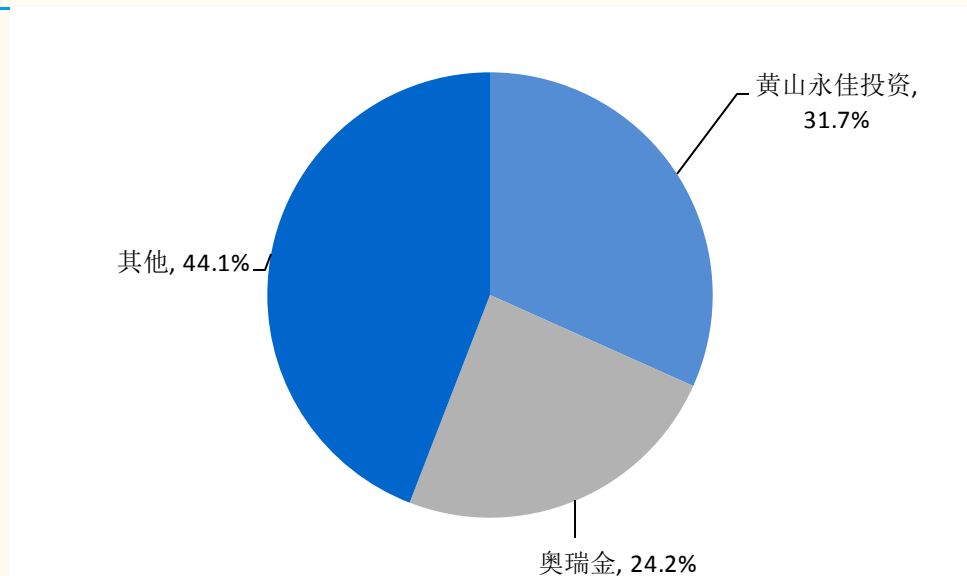
图表 6：永新股份一直保持着很高的分红比例



来源：公司财报、国金证券研究所

在 2015-2016 年期间，奥瑞金及其控股股东基于对永新内在价值的认可，以及拓展包装业务的意图，通过二级市场总计买入公司股权比例 24.2%，平均买入成本 11.51 元/股（考虑除息和除权）。鉴于永佳投资和奥瑞金持股比例已经较为接近，我们认为永佳后续减持永新股份的概率偏低，因此永佳获取投资回报的方式依然将以高分红为主，这是我们判断永新将继续维持大比例分红的依据。

图表 7：永新股份的股东持股结构



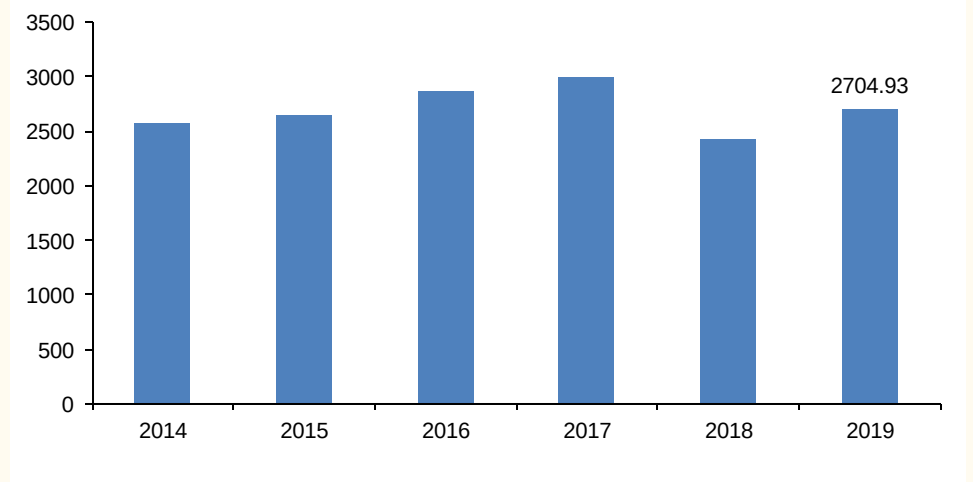
来源：WIND、国金证券研究所

2、行业规模预计千亿，竞争格局持续优化

根据中国包装协会公布的数据，2019 年规模以上塑料薄膜包装企业合计的营收为 2705 亿元（年营收 2000 万元以上纳入统计），考虑其中包括了工业用途的塑料包装，我们假定用于消费类的塑料包装占比为 40%，则永新股份所面对的行业市场空间大致 1000 亿元。

按照永新股份 2019 年营收接近 26 亿元的规模计算，永新股份市占率仅 2.6%。基于国内消费行业的成长潜力以及目前永新股份的市占率，我们认为永新目前并没有触及到成长的天花板，未来成长的空间依旧很大。

图表 8：2019 年国内塑料薄膜包装行业的市场规模为 2705 亿元

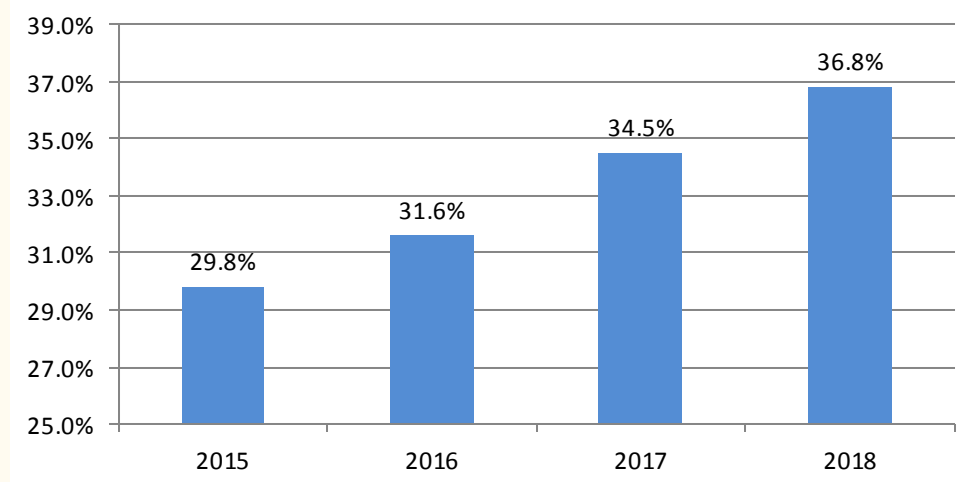


来源：中国包装协会、国金证券研究所

行业竞争格局方面，从行业层面以及微观层面的数据来看，我们认为国内塑料薄膜包装行业的竞争格局在不断优化。但目前行业仍十分分散，因此未来继续优化的空间较大。

- 首先，根据中国包装协会的统计数据，2014-2019 年国内塑料薄膜包装行业规模以上企业的数量不断增加，这表明通过行业不断的优胜劣汰以及整合，越来越多的塑料薄膜包装企业通过做大规模，达到了国家的统计门槛。

图表 9：塑料包装规模以上企业数量不断增加意味着行业竞争格局在优化

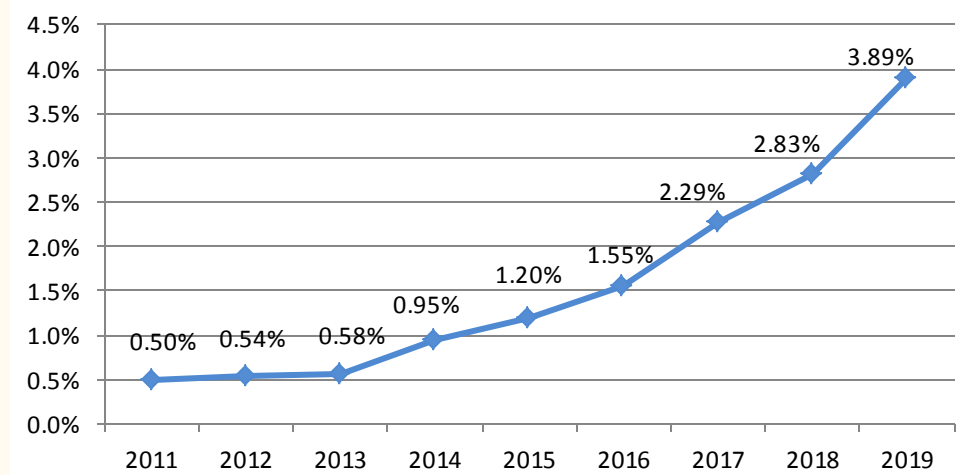


来源：中国包装协会、国金证券研究所

- 其次，从永新股份最近 9 年的研发费用率来看，2011 年永新股份的研发费用率为 0.5%，2019 年研发费用率达到 3.9%，从研发投入的绝对值来看，2011 年为 756 万元，2019 年达到 1 亿元。我们认为永新股份的研发费用在 9 年时间里增加 13 倍，唯一能对这个现象加以合理解释的理由就是，国家和下游企业对塑料包装在安全性、环保性、功能性等方面的要求越来越高，倒逼塑料包装行业必须不断在材料和工艺方面持续进步，行业门槛在不断提高。

比如永新股份在行业率先全面使用无苯油墨、引入柔版印刷生产线代之以水性油墨降低对环境和健康的影响程度。

图表 10：2011-2019 年永新股份的研发费用率

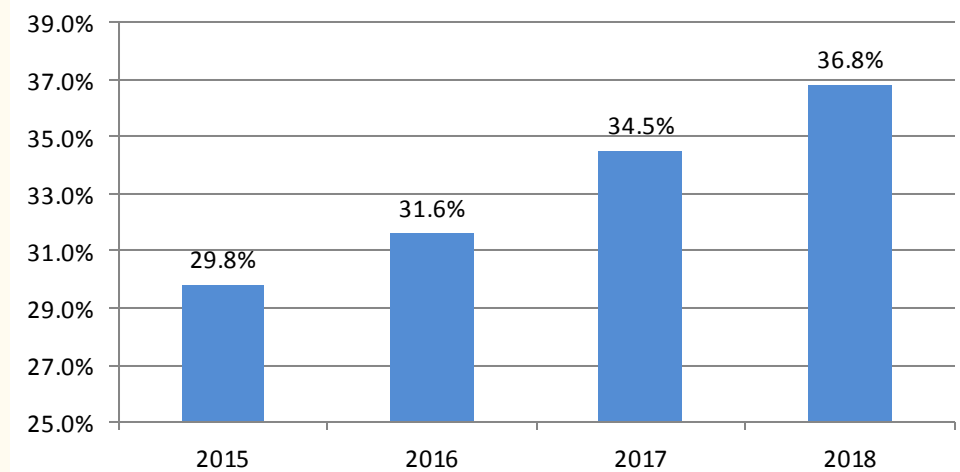


来源：WIND、国金证券研究所

- 最后，我们认为自 2016 年开始的供给侧改革，从环保角度令一批低端的中小塑料包装企业被清理出市场，而更为重要的是，从市场竞争角度看，包装行业的龙头企业往往深度绑定众多下游的优质客户，随着这些下游龙头企业在自身行业完成集中之后，带动上游包装行业进一步集中。

我们以永新股份的大客户之一伊利股份为例，2015 年伊利股份在常温液态乳制品行业的市占率为 29.8%，2018 年则达到接近 37% 的市占率，永新股份作为深度绑定伊利股份的塑料包装企业，显然也将因伊利份额的提升，而在常温液态乳制品行业的塑料包装中获取更大的占有率。

图表 11：伊利在国内常温液态乳制品行业的市场份额持续提升



来源：尼尔森、国金证券研究所

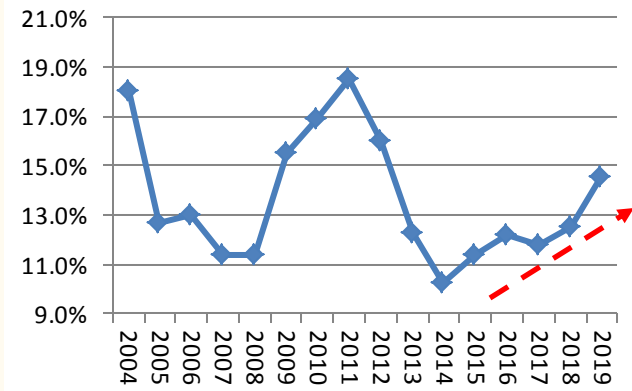
3、公司的赚钱能力和吸金能力越来越强

从 ROE 和吸金能力（净经营性现金流/净利润）两个指标来看，最近几年，均在不断改进，我们认为公司的赚钱能力不断增强，除受益于行业竞争格局的优化之外，与公司内部管理不断改进密不可分。鉴于行业竞争格局继续优化的空间较大，以及公司长期服务全球优质企业，管理能力亦在不断得到提升，我们认为中长期看，永新股份的 ROE 和吸金能力依旧具备上行的空间。

3.1、资产周转加快，销售净利率提升，令 ROE 不断增加

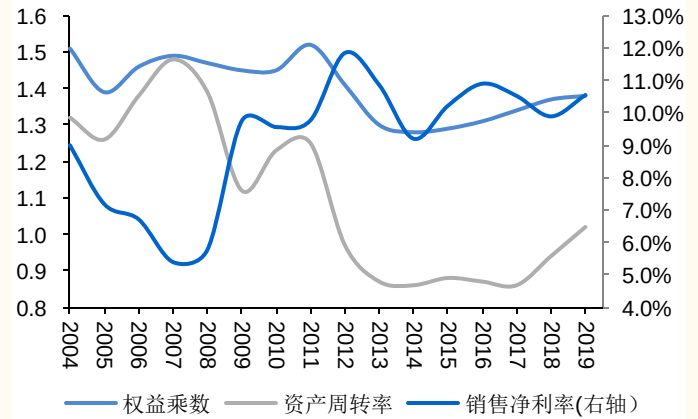
公司的 ROE 在 2011-2014 年持续降低，主要原因还是受下游食品、饮料、医药行业增速放缓影响。但从 2015 年开始，公司的 ROE 连续 5 年呈现上升态势，从 10.2% 提升至 2019 年 14.6%。通过分拆 ROE，公司 2015-2019 年 ROE 提升的核心逻辑在于资产周转率以及销售净利率持续改善。

图表 12：自 2014 年起，公司的 ROE 持续提升



来源：WIND、国金证券研究所

图表 13：资产周转率和销售净利率提升驱动 ROE 上升

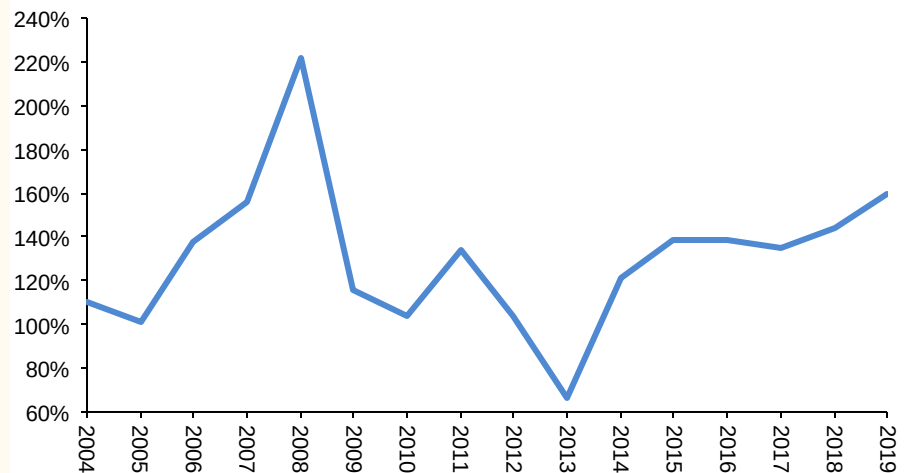


来源：WIND、国金证券研究所

3.2、公司的吸金能力不断增强

我们通过 **净经营性现金流/净利润** 这个比值来衡量公司的吸金能力，从 2004 年上市开始，除 2013 年这个比值低于 100%，其余时间均在 100% 以上，这表明公司取得 1 元的净利润，而实际能拿回超过 1 元的现金。尤其从 2013 年开始，这个衡量公司吸金能力的比率持续提升，2019 年该比值达到了近 160%，即获取 1 元净利润，公司实际能拿回近 1.6 元的现金。

图表 14：公司净经营性现金流/净利润比率最近 6 年持续提升



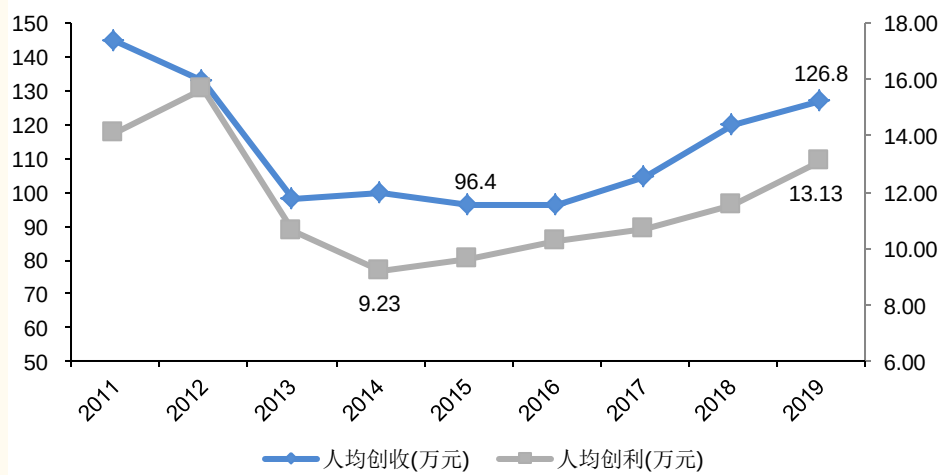
来源：WIND、国金证券研究所

3.3、绑定全球最优秀的客户助力管理能力持续提升

从公司近些年的人均产出和创利来看，我们认为公司的管理能力在不断改进。永新股份的人均创收于 2015-2016 年见底，从 96 万元/人，提升至 2019 年 127 万元/人；人均创利指标于 2014 年见底，此后从 9.2 万元/人，提升至 2019 年 13.1 万元/人。

从我们跟踪研究包装行业 10 年的经验来看，包装行业龙头企业的管理水平平均在不断增强，这其中的核心逻辑是：与全球优质客户深度绑定的过程中，一方面因客户要求越来越高，必须不断提升自己的管理水平从而跟上客户前进的脚步；另一方面，在长期服务全球最优秀企业的进程下，包装行业的龙头企业亦在日濡目染之中，不断吸取和消化下游客户的先进管理经验，因此管理能力得到了持续增强，所以我们相信永新股份的管理能力仍将继续提高。

图表 15：人均创收和创利不断提升是管理持续改善的最佳证明

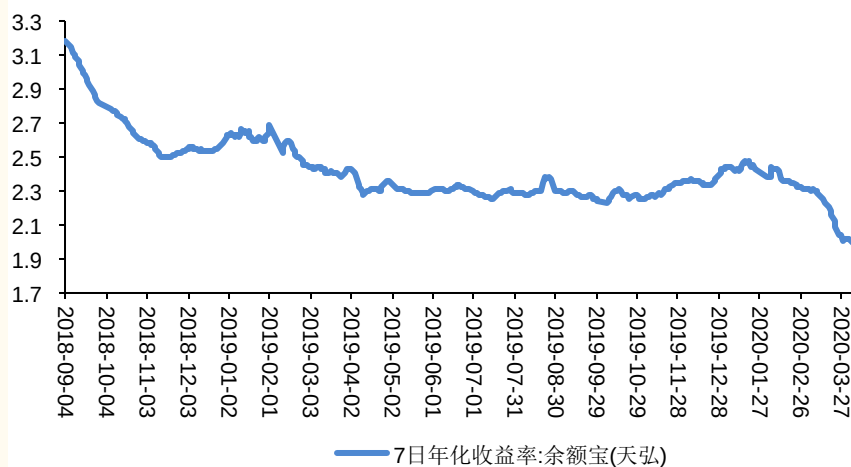


来源：公司财报、国金证券研究所

4、全球利率下行期，高股息率为估值提升加持

按照公司 2019 年报披露的分红方案，每股 0.4 元的分红，对应公司当前股价的股息率为 4.2%，我们认为在全球利率处于下行通道的背景下，比价效应将凸显内在价值，对公司的估值提升具备加持作用。

图表 16：余额宝 7 日年化收益率已经跌破 2%



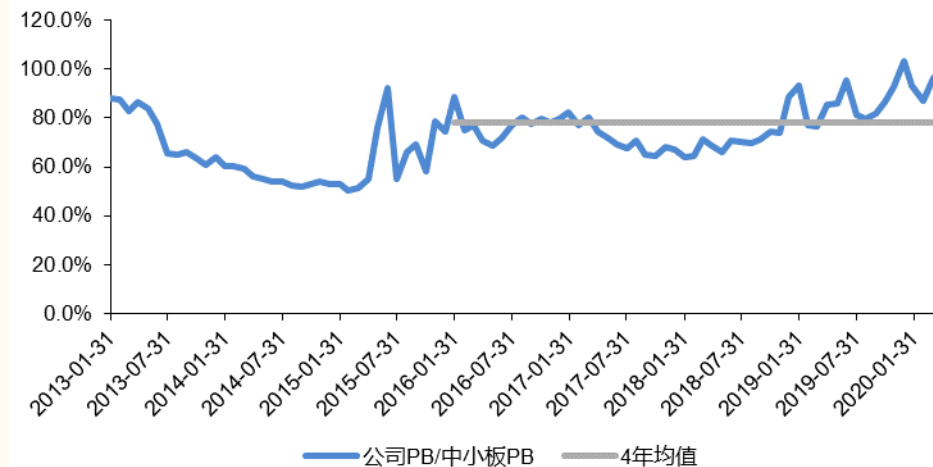
来源：WIND、国金证券研究所

5、中长期看，公司的合理估值水平将继续上行

从永新股份相对市场的 PB 比值来看，2018-2019 年，公司相对市场的估值水平保持升势，该比值从 2018 年初 64%，提升至目前 96.9%。我们认为这是公司 ROE 和吸金能力不断提高，以及业绩成长性逐渐恢复所致。

展望未来，行业竞争格局的继续优化以及公司管理能力不断提升，将令公司展现出更优秀的成长性，我们认为永新股份未来的合理估值仍将上行。

图表 17：从公司 PB/中小板 PB 来看，最近 2 年公司估值水平持续提升



来源：WIND、国金证券研究所

6、盈利预测与投资建议：首次覆盖给予“买入”评级

6.1、盈利预测

■ 核心假设

1) 2020-2022 年彩印复合包装材料销量增速预测：2018-2019 年公司销量增速介于 9-10%之间，考虑 1Q2020，疫情影响了公司的工期以及物流停摆的影响，我们将 2020 年销量增速预设为 8.5%；2021-2022 年，考虑经济大概率恢复正常，国家进一步刺激国内消费，以及公司的市占率增加，我们将这两年公司销量的增速均设定为 12%。

2) 2020-2022 年彩印复合包装材料成本变动幅度预测：考虑 2019 年底油价下跌令塑料粒子价格已经下降 10%-15%，我们假定 2020 年塑料粒子均价同比降低 6.5%，而原料占成本比例 77.4%，则 2020 年成本降低 5%；假定 2021-2022 年油价回暖，塑料粒子均价同比分别提升 4%、2.5%，则 2021-2022 年成本同比增加 3.1%和 1.9%。

3) 2020-2022 年彩印复合包装材料价格变动幅度预测：考虑 2020 年成本降低，假定价格相应降低 3.7%，2021-2022 年因成本回升，价格分别上调 2.7%和 2.4%。2021 年价格增加幅度低于成本上升幅度，我们假定 2021 年在油价修复的过程中，公司相应自我消化一部分成本上涨的压力；2022 年我们预测价格上调幅度大于成本增加幅度，是基于行业竞争格局不断优化以及公司产品结构升级的考量。

4) 2020-2022 年彩印复合包装材料毛利率预测：结合价格和成本的变动，2020-2022 年毛利率分别为 26.46%、26.1%、26.50%，总体上我们判断 2020-2022 年公司毛利率将延续过往 5 年上升的趋势。

5) 2020-2022 年销售费用率预测：考虑油价下跌以及国内公路免费，我们预计 2020 年销售费用率降低至 4.1%，2021-2022 年预测值均为：4.3%。

6) 2020-2022 年管理费用率预测：考虑 2020 年营收增速受疫情和产品价格降低作用，营收增速放缓，管理费用率将有所提升，预计为 3.8%；2021-2022 年

预计随着营收增速回升，管理费用率分别降为 3.7%、3.6%。

7) 2020-2022 年研发费用率预测：3.8%、3.5%、3.4%，研发费用绝对值依然增加，分别为 1.08、1.12、1.25 亿元。

图表 18：2020-2022 年盈利预测表

	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收增速	11.5%	6.4%	16.2%	14.6%
彩印复合包装材料	8.7%	4.5%	15.0%	14.7%
塑料软包装薄膜	45.2%	22.3%	28.8%	18.3%
真空镀铝包装材料	-7.9%	-1.1%	1.9%	0.9%
油墨业务	15.1%	11.0%	14.8%	11.7%
毛利率	24.2%	25.0%	24.5%	24.8%
彩印复合包装材料	25.5%	26.5%	26.1%	26.5%
塑料软包装薄膜	11.9%	13.1%	13.0%	13.1%
真空镀铝包装材料	7.8%	11.9%	12.7%	15.3%
油墨业务	18.6%	20.1%	19.9%	21.1%
费用率				
销售费用率	4.4%	4.0%	4.3%	4.3%
管理费用率	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用率	3.9%	3.9%	3.5%	3.4%

来源：国金证券研究所

我们预计 2020-2022 年营收分别为 27.7 亿元、32.1 亿元、36.8 亿元；净利润分别为 3.2 亿元、3.7 亿元和 4.41 亿元。

6.2、投资建议

我们按照相对估值法以及结合公司自身的成长性，给予公司合理估值。2020-2021 年，可比公司平均估值水平为 16 倍和 15 倍。我们认为从永新股份历史成长表现来看，其成长确定性优于同业可比公司，同时考虑公司未来三年 CAGR 为 18%，以及永新股份因 ROE 和抓取现金能力变强，公司的合理估值水平处于提升通道，我们给予永新股份 2020 年合理估值水平 18 倍，对应目标价 11.43 元。

图表 19：可比公司估值水平

	2020	2021
合兴包装	15	13
裕同科技	18	15
美盈森	14	16
平均估值	16	15

来源：WIND、国金证券研究所

7、风险提示

- 疫情再度反弹的风险：我们认为如果国内疫情再度反弹，导致物流体系再度中断，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 石油价格大幅上涨：我们认为如果后续疫情恢复情况超预期，亦或“OPEC+”在石油减产方面达成超预期协议，导致油价大幅上涨，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 下游行业增速放缓：如果下游消费行业因疫情作用，增速出现放缓，那么将对公司的经营业绩产生不利影响；

- 费用超预期上升的风险：如果疫情导致公司费用投入增加幅度超出预期，将对公司的盈利预测带来负面影响；
- 奥瑞金质押公司股权的风险：目前奥瑞金将所持永新股份 99.97% 的股权全部质押，累计质押永新股份的股票数量为 1.22 亿股，如果在质权人申请解除质押之日，奥瑞金不能及时归还资金，那么奥瑞金所质押的永新股权可能在二级市场被动卖出，将对永新股份的股价带来负面影响。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,008	2,332	2,600	2,766	3,213	3,684
增长率		16.1%	11.5%	6.4%	16.2%	14.6%
主营业务成本	-1,552	-1,820	-1,971	-2,074	-2,425	-2,769
%销售收入	77.3%	78.0%	75.8%	75.0%	75.5%	75.2%
毛利	456	512	629	692	788	914
%销售收入	22.7%	22.0%	24.2%	25.0%	24.5%	24.8%
营业税金及附加	-17	-15	-17	-18	-21	-24
%销售收入	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-88	-99	-115	-113	-137	-158
%销售收入	4.4%	4.2%	4.4%	4.1%	4.3%	4.3%
管理费用	-122	-84	-97	-105	-119	-133
%销售收入	6.1%	3.6%	3.7%	3.8%	3.7%	3.6%
研发费用	0	-66	-101	-108	-112	-125
%销售收入	0.0%	2.8%	3.9%	3.9%	3.5%	3.4%
息税前利润 (EBIT)	229	248	300	348	400	474
%销售收入	11.4%	10.6%	11.5%	12.6%	12.4%	12.9%
财务费用	2	3	0	0	2	6
%销售收入	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-5	-14	-18	-16	-9	-9
公允价值变动收益	0	0	1	2	2	2
投资收益	5	11	11	12	14	17
%税前利润	2.1%	4.2%	3.5%	3.2%	3.3%	3.2%
营业利润	243	261	308	369	432	513
营业利润率	12.1%	11.2%	11.8%	13.3%	13.4%	13.9%
营业外收支	4	5	0	1	1	1
税前利润	246	266	308	370	433	514
利润率	12.3%	11.4%	11.9%	13.4%	13.5%	13.9%
所得税	-35	-35	-34	-44	-56	-67
所得税率	14.2%	13.3%	11.0%	12.0%	13.0%	13.0%
净利润	211	231	274	325	377	447
少数股东损益	6	5	5	5	5	5
归属于母公司的净利润	205	225	269	320	371	441
净利率	10.2%	9.7%	10.4%	11.6%	11.6%	12.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	211	231	274	325	377	447
少数股东损益	6	5	5	5	5	5
非现金支出	95	103	116	41	36	37
非经营收益	-10	-15	-20	10	-17	-20
营运资金变动	-18	6	57	-40	-45	-52
经营活动现金净流	277	324	428	337	350	412
资本开支	-76	-148	-163	-14	-79	-79
投资	-335	85	0	2	2	2
其他	12	10	16	12	14	17
投资活动现金净流	-398	-53	-148	0	-62	-60
股权募资	0	0	0	75	0	0
债权募资	14	24	-18	-42	0	0
其他	-171	-157	-252	-133	-149	-177
筹资活动现金净流	-157	-132	-271	-100	-149	-177
现金净流量	-278	139	10	236	139	175

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	377	528	512	748	887	1,063
应收账款	547	569	560	585	673	766
存货	313	306	267	301	352	402
其他流动资产	352	258	264	262	263	264
流动资产	1,589	1,660	1,603	1,896	2,175	2,495
%总资产	66.2%	65.4%	62.9%	67.6%	69.3%	71.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	700	771	816	833	877	921
%总资产	29.2%	30.4%	32.1%	29.7%	28.0%	26.3%
无形资产	61	62	68	77	85	92
非流动资产	812	877	943	909	962	1,014
%总资产	33.8%	34.6%	37.1%	32.4%	30.7%	28.9%
资产总计	2,401	2,537	2,546	2,805	3,137	3,508
短期借款	14	49	31	0	0	0
应付款项	444	460	471	490	573	654
其他流动负债	85	96	92	106	127	147
流动负债	543	605	595	596	700	801
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	62	58	56	45	45	45
负债	605	664	651	641	745	846
普通股股东权益	1,764	1,838	1,858	2,121	2,344	2,609
其中：股本	336	504	504	504	504	504
未分配利润	643	695	770	962	1,184	1,449
少数股东权益	32	35	37	43	48	53
负债股东权益合计	2,401	2,537	2,546	2,805	3,137	3,508

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.612	0.447	0.534	0.635	0.737	0.877
每股净资产	5.255	3.651	3.689	4.212	4.654	5.180
每股经营现金净流	0.826	0.643	0.851	0.668	0.694	0.818
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.254	0.295	0.351
回报率						
净资产收益率	11.65%	12.26%	14.48%	15.08%	15.84%	16.92%
总资产收益率	8.56%	8.88%	10.57%	11.40%	11.84%	12.58%
投入资本收益率	10.86%	11.19%	13.85%	14.14%	14.54%	15.50%
增长率						
主营业务收入增长率	5.46%	16.13%	11.47%	6.41%	16.16%	14.64%
EBIT增长率	-2.63%	8.31%	20.76%	15.98%	14.93%	18.66%
净利润增长率	1.37%	9.66%	19.44%	18.86%	16.07%	18.91%
总资产增长率	5.46%	5.65%	0.35%	10.17%	11.83%	11.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.4	65.9	63.5	63.5	63.5	63.5
存货周转天数	69.6	62.0	53.0	53.0	53.0	53.0
应付账款周转天数	44.6	40.4	42.6	42.6	42.6	42.6
固定资产周转天数	122.1	108.2	108.8	104.4	91.6	81.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.23%	-25.53%	-38.61%	-46.18%	-47.59%	-49.35%
EBIT利息保障倍数	-118.2	-80.4	758.0	1,533.7	-183.5	-82.5
资产负债率	25.19%	26.16%	25.56%	22.86%	23.75%	24.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	5
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH