

一季报表现超预期，油价下跌利好 Q2 盈利弹性释放

买入 (上调)

2020 年 04 月 24 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	2,880	3,302	3,787
同比 (%)	11.5%	10.8%	14.6%	14.7%
归母净利润 (百万元)	269	311	355	406
同比 (%)	19.4%	15.4%	14.4%	14.1%
每股收益 (元/股)	0.53	0.62	0.71	0.81
P/E (倍)	17.74	15.37	13.43	11.77

投资要点

■ **公司发布 20 年一季报:** 期内实现营收 5.31 亿 (-6.6%), 归母净利 0.49 亿 (-3.3%), 扣非归母净利 0.46 亿 (-4.23%), 在疫情背景下业绩跌幅较小, 表现超预期。

■ **下游对接日用领域收入表现稳健, 受益于油价下行盈利能力提升:** (1) **收入端:** 塑料软包装下游主要对接食品、医药、日化等消费品, 疫情期间预计公司需求受影响有限, 且公司持续深挖雀巢、箭牌等老客户份额, 同时在新兴领域开拓新客户, 预计发挥效益。(2) **利润端:** 20Q1 公司毛利率较去年同期提升 2.07pct 至 26.13%, 我们认为主要系 3 月开始油价大幅下行 (3 月 OPEC 原油均价 51.39 美元/桶, 同比下滑 18%), 且 4 月截止 22 日原油均价降至 18.88 美元/桶, 预计对公司 Q2 毛利率带来较大弹性, 此外增值税率下调 (19 年 4 月 1 日执行) 预计也有贡献; 费用方面, 由于疫情期间开工率有所降低但员工薪酬等正常支付, 公司期间费用率同增 1.80pct 至 14.77%, 其中销售费用率同增 0.62pct 至 5.10%; 管理+研发费用率同增 1.23pct 至 9.45%, 其中研发费用率同增 0.95pct 至 4.89%; 财务费用率同减 0.05pct 至 0.22%。综合来看 20 年 Q1 公司归母净利率 9.29%, 同增 0.32pct, 看好 Q2 盈利能力继续提升。

■ **营运能力提升, 现金流有所下滑。**截至报告期末公司存货 2.58 亿, 较去年同期减少 0.45 亿, 存货周转天数较去年减少 3.30 天至 60.16 天; 应收账款及票据较去年同期减少 0.80 亿至 4.29 亿, 应收账款周转天数较去年减少 9.21 天至 75.30 天, 周转效率加快。此外, 预付账款较去年同期增加 0.21 亿至 0.48 亿, 主要系报告期内预付设备款增加及预付材料款所致。综合来看, 报告期内公司经营性现金流净额 0.21 亿, 较上年同期下降 0.15 亿。

■ **高分红低估值优质标的, 新客户开拓、新产能投放奠基长期增长:** 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 64.73%, 对应当前股价股息率为 7.78%, 是低估值高分红的优质投资标的。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。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计 20-22 年分别实现营收 28.8/ 33.02/ 37.87 亿, 同增 10.8%/14.6%/14.7%; 归母净利 3.11/3.55/4.06 亿, 同增 15.4%/14.4%/14.1%。当前股价对应 PE 为 15.37X/13.43X/11.77X, 考虑公司疫情期间业绩表现仍然稳健, 且油价大幅下跌将给公司带来较大盈利弹性, 上调至“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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.48
一年最低/最高价	6.15/10.24
市净率(倍)	2.79
流通 A 股市值(百万元)	4748.34

基础数据

每股净资产(元)	3.40
资产负债率(%)	34.43
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): 子公司产能爬坡、原料低位共驱利润增长, 高分红优质低估值标的》2020-02-28
- 2、《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
- 3、《【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

表 1：永新股份季度数据一览

单位：百万元	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
营业总收入	506.49	541.01	612.11	672.66	568.10	582.94	705.27	743.41	530.63
YOY	19.23%	14.68%	13.60%	17.43%	12.16%	7.75%	15.22%	10.52%	-6.60%
归母净利润	42.89	48.49	57.81	76.14	51.00	55.13	78.79	84.20	49.32
YOY	2.23%	17.25%	10.45%	9.02%	18.91%	13.69%	36.30%	10.59%	-3.30%
扣非归母净利润	40.29	46.18	53.34	62.64	47.81	53.22	76.55	60.72	45.79
YOY	1.26%	21.11%	7.24%	4.95%	18.66%	15.25%	43.51%	-3.07%	-4.23%
毛利率	20.92%	21.69%	22.12%	22.79%	24.06%	23.34%	24.55%	24.63%	26.13%
期间费用率	10.52%	11.17%	10.23%	10.32%	12.97%	11.74%	11.70%	11.86%	14.77%
其中：销售费用	18.11	22.55	24.60	33.47	25.44	21.93	32.98	34.22	27.07
销售费用率	3.57%	4.17%	4.02%	4.98%	4.48%	3.76%	4.68%	4.60%	5.10%
其中：管理费用	34.07	39.71	23.63	17.95	24.34	22.48	24.89	24.89	24.23
研发费用	0.00	0.00	16.48	18.29	22.36	25.14	27.21	26.48	25.93
管理+研发费用率	6.73%	7.34%	6.55%	5.39%	8.22%	8.17%	7.39%	6.91%	9.45%
其中：财务费用	1.12	-1.85	-2.07	-0.28	1.52	-1.12	-2.56	2.56	1.16
财务费用率	0.22%	-0.34%	-0.34%	-0.04%	0.27%	-0.19%	-0.36%	0.34%	0.22%
归母净利率	8.47%	8.96%	9.44%	11.32%	8.98%	9.46%	11.17%	11.33%	9.29%
存货	313.08	325.70	363.04	305.60	302.82	284.78	297.57	266.51	257.57
较上年同期增减	9.63%	21.26%	23.87%	-2.26%	-3.28%	-12.56%	-18.03%	-12.79%	-14.94%
应收账款	118.72	117.51	117.34	112.59	88.66	134.40	154.93	0.00	0.00
较上年同期增减	9.37	1.38	-40.38	-34.15	-30.05	16.89	37.59	-112.59	-88.66
应收账款	405.41	426.03	459.92	445.67	420.01	421.50	461.91	458.53	429.42
较上年同期增减	57.57	52.77	22.80	49.04	14.60	-4.52	1.99	12.87	9.41
应付账款及应付票据	338.98	319.70	376.28	411.12	383.68	361.51	439.66	412.13	349.99
较上年同期增减	63.77	47.37	16.67	16.15	44.70	41.81	63.38	1.01	-33.69
预收账款	6.49	5.38	5.54	5.27	3.83	3.59	2.85	7.95	0.00
较上年同期增减	-0.55	-1.68	-8.65	2.29	-2.67	-1.79	-2.70	2.67	-3.83
经营性现金流净额	-22.93	68.88	107.88	170.00	35.59	74.77	75.91	242.17	21.36
较上年同期增减	-24.63	22.27	72.83	-23.92	58.52	5.89	-31.97	72.16	-14.22
筹资性现金流净额	-3.32	-165.90	12.82	24.99	-64.42	-177.20	-9.52	-19.52	110.45
较上年同期增减	80.93	-78.83	12.11	8.84	-61.10	-11.30	-22.34	-44.51	174.87
资本开支	26.72	35.76	41.06	44.71	34.95	23.37	39.02	66.19	44.26
较上年同期增减	15.94	23.04	30.39	2.41	8.22	-12.39	-2.04	21.48	9.31
ROE	2.40%	2.76%	3.33%	4.23%	2.90%	3.25%	4.52%	4.64%	2.76%
YOY (±)	-0.12%	0.21%	0.20%	0.19%	0.50%	0.49%	1.19%	0.41%	-0.13%
资产负债率	21.84%	22.01%	24.31%	26.16%	30.13%	25.42%	27.72%	25.56%	34.43%
YOY (±)	-2.69%	1.25%	0.55%	0.97%	8.28%	3.41%	3.42%	-0.61%	4.30%

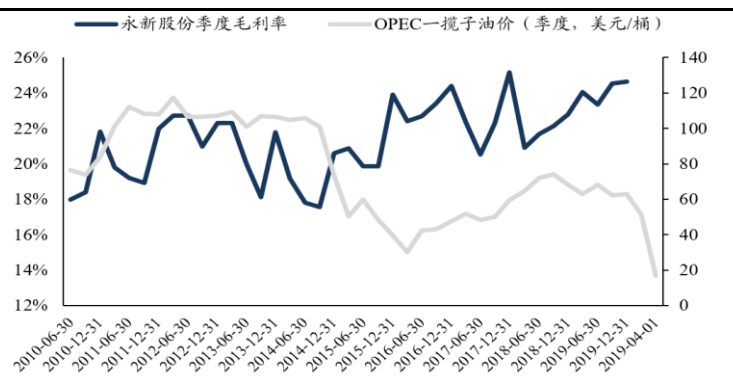
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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%
塑料软包装薄膜	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	3.43%	0.04%	3.63%	4.28%	0.04%	4.36%	3.92%	0.04%	3.87%	3.81%	4.13%	3.99%
占比	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	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

图 1：永新股份毛利率（左）与油价（右）显著负相关



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	1844	2031	2250	营业收入	2600	2880	3302	3787
现金	512	518	594	682	减:营业成本	1971	2159	2482	2859
应收账款	459	694	774	741	营业税金及附加	17	20	22	25
存货	267	597	644	786	营业费用	115	135	155	180
其他流动资产	365	35	19	42	管理费用	198	226	252	286
非流动资产	943	973	1010	1041	财务费用	0	4	-0	-3
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-18	-3	3	-3
固定资产	775	803	830	848	加:投资净收益	11	11	11	11
在建工程	41	50	60	72	其他收益	-21	15	17	18
无形资产	68	68	68	68	营业利润	308	364	415	472
其他非流动资产	59	51	51	54	加:营业外净收支	0	-1	-1	-2
资产总计	2546	2817	3040	3292	利润总额	308	363	414	470
流动负债	595	733	821	941	减:所得税费用	34	47	51	57
短期借款	31	45	136	92	少数股东损益	5	6	7	8
应付账款	246	325	319	417	归属母公司净利润	269	311	355	406
其他流动负债	317	363	365	431	EBIT	317	360	413	463
非流动负债	56	45	56	45	EBITDA	415	433	491	545
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	778	877	986	每股收益(元)	0.53	0.62	0.71	0.81
少数股东权益	37	40	42	45	每股净资产(元)	3.69	3.97	4.21	4.49
归属母公司股东权益	1858	1998	2121	2261	发行在外股份(百万股)	504	504	504	504
					ROIC(%)	14.6%	15.1%	15.7%	17.0%
负债和股东权益	2546	2817	3040	3292	ROE(%)	14.6%	16.1%	17.2%	18.5%
					毛利率(%)	24.2%	25.0%	24.8%	24.5%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	10.4%	10.8%	10.8%	10.7%
经营活动现金流	428	-101	330	491	资产负债率(%)	25.6%	27.6%	28.8%	29.9%
投资活动现金流	-148	-9	-12	-13	收入增长率(%)	11.5%	10.8%	14.6%	14.7%
筹资活动现金流	-271	117	-242	-391	净利润增长率(%)	19.4%	15.4%	14.4%	14.1%
现金净增加额	10	6	76	87	P/E	17.74	15.37	13.43	11.77
折旧和摊销	98	73	78	82	P/B	2.57	2.39	2.25	2.11
资本开支	164	11	13	15	EV/EBITDA	11.85	11.62	10.31	9.32
营运资本变动	-47	103	99	100					

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>