万顺新材（300057.SZ）

乘 5G 手机之风，功能性薄膜业务快速发展

新产品主要应用于 5G手机后盖，募投项目逐步落地突破产能瓶颈。下半年各品牌手机开始上新，公司功能性薄膜中的炫光膜主要应用于小米等品牌的5G手机后盖，形成手机后盖渐变、变色等多样化的色彩。伴随 5G手机推出及销量上升，预计下半年公司炫光膜业务收入将实现高增长。同时，炫光膜毛利率达到 40%左右，预计将增厚公司业绩表现。当前受到生产设备限制，公司炫光膜产能有限，募投项目将于 20 年初落地，公司将突破产能瓶颈，有望乘 5G之风实现高增长。

功能性薄膜在消费电子产品应用广泛，公司布局领先积累覆盖膜制造技术。公司功能性薄膜业务主要包括隔热膜、导电膜、高阻隔膜、炫光膜等，其中导电膜、高阻隔膜、炫光膜均被广泛运用于电子消费类产品的屏幕和后盖制造中。公司 2012 年已开始布局智能手机和平板电脑的覆盖膜类业务，为行业内较早布局该业务企业，经多年发展，公司在该领域技术不断积累，并可跟随电子行业的发展相应推出适用的功能性薄膜类产品。18 年公司开始布局节能膜和高阻隔膜等新型市场，其中节能膜/阻隔膜 19H1 销量分别为 9.9/13.8 万平米，同比+75.7%/+1747.7%。

纸包装业务增长稳健，产品结构调整增强盈利能力。公司纸包装业务新客户拓展顺利，成本控制良好，并优化产品结构，盈利能力逐步增强。19H1 纸包装材料业务实现收入 2.9 亿元，同比增长 11.5%，毛利率同比提升 3.5pct 至 24.1%。公司纸贸易业务增长较为迅速，扩大公司经营规模，19H1 公司纸贸易业务实现收入 5.1 亿元，同比增长 32.4%。

铝箔业务不断开发新客户，盈利弹性较大。公司开始加强国内市场布局并与国外代理商合作，加大液体包、无菌包、锂电池铝箔等高附加值产品推广。高端无菌包铝箔获得利乐等知名客户认可，实现单品类销量 9319.41 吨，同比+14.1%。19H1 公司铝箔业务收入出现下降，主要因铝箔出口价格下滑约 10%，当前出口价格处于低位，后期铝箔业务弹性较大。

功能性薄膜业务市场空间广阔，募投项目逐步落地突破产能瓶颈，“纸包装+铝箔+薄膜”三大业务齐头并进，维持“买入”评级。19 年受到汇率波动和铝价下行影响，下调公司 19 年业绩预测，预计 19 年归母净利润 1.62 亿元，同比增长 33.0%，对应 PE 24.9X（前值：1.80 亿元，同增 47.5%，PE 22.5X）；20~21 年实现归母净利润 2.28/2.49 亿元，同比增长 26.7%/9.4%，对应 PE 为 17.7X/16.2X 倍。

风险提示：合同不达预期，美国客户回流较慢，铝价和汇率大幅波动风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,213	4,169	4,598	5,186	5,808
增长率 yoy（%）	43.7	29.8	10.3	12.8	12.0
归母净利润（百万元）	80	122	162	228	249
增长率 yoy（%）	5.2	53.0	33.0	40.5	9.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.12	0.18	0.24	0.34	0.37
净资产收益率（%）	3.2	5.1	5.9	7.8	8.0
P/E（倍）	50.7	33.1	24.9	17.7	16.2
P/B（倍）	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2

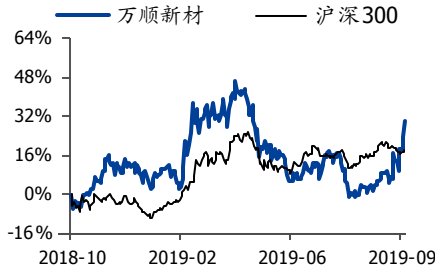
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	包装印刷
前次评级	买入
最新收盘价	6.36
总市值(百万元)	4,241.17
总股本(百万股)	666.85
其中自由流通股(%)	73.58
30 日日均成交量(百万股)	10.49

股价走势



作者

分析师　严大林
执业证书编号：S0680519100001
邮箱：yandalin@gszq.com

相关研究

1、《万顺新材（300057.SZ）：纸包装材料+铝箔+功能性薄膜驱动，中报业绩符合预期》2019-08-31
2、《万顺股份（300057.SZ）：“铝箔+纸包装+功能薄膜”三轮驱动，并表增厚业绩》2019-04-10
3、《万顺股份（300057.SZ）：主动做减法，只为更专注》2019-01-17

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2831	3482	4651	4853	5724
现金	556	1042	1647	1858	2081
应收账款	987	1100	1202	1394	1514
其他应收款	221	0	244	31	277
预付账款	143	196	177	243	228
存货	702	683	872	824	1073
其他流动资产	221	460	507	502	551
非流动资产	2755	2790	3010	3307	3587
长期投资	24	21	17	12	8
固定投资	2038	2004	2177	2431	2678
无形资产	233	234	250	266	286
其他非流动资产	460	530	566	598	614
资产总计	5586	6271	7661	8160	9311
流动负债	2537	2618	3880	4324	5401
短期借款	921	725	1431	2002	2507
应付账款	297	290	369	350	455
其他流动负债	1318	1603	2079	1972	2440
非流动负债	239	895	740	589	433
长期借款	208	862	707	556	400
其他非流动负债	31	33	33	33	33
负债合计	2776	3513	4620	4913	5835
少数股东权益	424	71	90	116	147
股本	440	440	667	667	667
资本公积	1231	1433	1349	1349	1349
留存收益	714	814	940	1115	1307
归属母公司股东收益	2386	2687	2950	3131	3329
负债和股东权益	5586	6271	7661	8160	9311

现金流表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	313	386	256	377	495
净利润	90	142	181	254	279
折旧摊销	153	171	146	170	199
财务费用	76	72	54	76	97
投资损失	1	4	2	2	2
营运资金变动	2	-17	-128	-125	-83
其他经营现金流	-9	15	0	0	0
投资活动净现金流	-300	-206	-369	-470	-480
资本支出	77	212	225	302	284
长期投资	0	0	5	5	5
其他投资现金流	-223	7	-139	-163	-192
筹资活动净现金流	59	275	12	-268	-297
短期借款	39	-196	0	0	0
长期借款	188	654	-155	-151	-156
普通股增加	0	0	227	0	0
资本公积增加	0	201	-84	0	0
其他筹资现金流	-168	-385	24	-117	-141
现金净增加额	67	457	-101	-360	-282

利润表（百万元）

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3213	4169	4598	5186	5808
营业成本	2776	3604	4047	4413	4937
营业税金及附加	20	23	28	31	34
营业费用	73	81	96	104	116
管理费用	159	93	129	249	279
财务费用	76	72	54	76	97
资产减值损失	3	24	27	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-4	-2	-2	-2
营业利润	111	170	216	311	342
营业外收入	18	14	19	14	16
营业外支出	11	4	6	3	3
利润总额	118	181	230	323	355
所得税	28	39	49	69	76
净利润	90	142	181	254	279
少数股东收益	3	20	19	26	31
归属母公司净利润	80	122	162	228	249
EBITDA	324	421	427	565	647
EPS（元/股）	0.12	0.18	0.24	0.34	0.37

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入（%）	43.7	29.8	10.3	12.8	12.0
营业利润（%）	15.3	53.0	27.0	43.9	10.0
归属母公司净利润（%）	5.2	53.0	33.0	40.5	9.3
盈利能力					
毛利率（%）	13.6	13.6	12.0	14.9	15.0
净利率（%）	2.5	2.9	3.5	4.4	4.3
ROE（%）	3.2	5.1	5.9	7.8	8.0
ROIC（%）	3.6	4.5	4.2	5.3	5.5
偿债能力					
资产负债率（%）	49.7	56.0	60.3	60.2	62.7
净负债比率（%）	22.4	21.8	22.0	27.2	29.2
流动比率	1.1	1.3	1.2	1.1	1.1
速动比率	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.8	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	9.4	12.3	12.3	12.3	12.3
每股指标（元/股）					
每股收益（最新摊薄）	0.12	0.18	0.24	0.34	0.37
每股经营现金流（最新摊薄）	0.46	0.75	0.38	0.57	0.74
每股净资产（最新摊薄）	3.58	4.03	4.42	4.69	4.99
估值指标（倍）					
P/E	50.7	33.1	24.9	17.7	16.2
P/B	1.69	1.50	1.37	1.29	1.21
EV/EBITDA	15.78	11.3	11.3	9.0	8.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称"本公司"）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归"国盛证券有限责任公司"所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为"国盛证券研究所"，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
邮编：100032
传真：010-57671718
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
邮编：200120
电话：021-38934111
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com