

裕同科技(002831)/包装印刷

回购增持并举，重塑市场信心

评级: 买入(维持)

市场价格: 41.5元

分析师: 蒋正山

执业证书编号: S0740518070009

Email: jiangzs@r.qlzq.com.cn

分析师: 徐稚涵

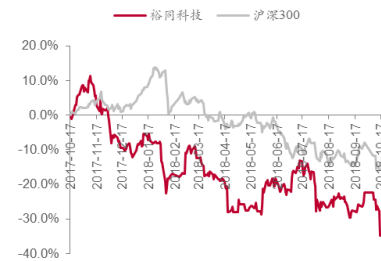
执业证书编号: S0740518060001

Email: xuzh01@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400.01
流通股本(百万股)	119.47
市价(元)	41.5
市值(百万元)	16,600.42
流通市值(百万元)	4,958.06

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,542.36	6,947.74	8,290.31	11,210.2	14,105.1
增长率 yoy%	29.20%	25.36%	19.32%	35.22%	25.82%
净利润	874.82	931.90	921.21	1,245.82	1,611.39
增长率 yoy%	32.9%	6.5%	-1.1%	35.2%	29.3%
每股收益(元)	2.19	2.33	2.30	3.11	4.03
每股现金流量	0.66	1.46	1.01	0.53	1.12
净资产收益率	20.47%	18.56%	16.04%	18.41%	19.96%
P/E	18.98	17.81	18.02	13.32	10.30
PEG	0.58	2.73	-	0.38	0.35
P/B	3.87	3.31	2.89	2.45	2.06

备注:

投资要点

- **事件 1:** 裕同科技发布公告,公司于2018年10月16日收到实际控制人王华君、吴兰兰夫妇提议:为维护公司的市场形象,增强投资者对公司的信心,推动公司股票价值的合理回归,切实保护投资者的合法权益,提议回购公司股票,回购总金额5000万元-2亿元,价格不超过60元/股。回购期限为自股东大会审议通过回购方案之日起12个月内。回购的股份将用作员工持股计划、股权激励计划或减少注册资本。
- **事件 2:** 公司同时公告多名董监高团队成员拟增持公司股份,其中董事长王华君拟增持1000-3000万元。其他7名副总裁及公司监事拟增持50-300万元。增持实施期限为公司2018年第三季度报告发布之日(即2018年10月29日)起六个月内。
- **产业二次转型,营收结构有望改善。**公司当前大力推进烟酒日化包装业务,调整营收结构,近年非3C业务增速稳定在70%以上。近期公司通过与江苏金之彩合资成立子公司,完成对武汉艾特的控股收购和收购江苏德晋加快导入酒包,烟包和日化业务新客户。预计19年将是公司烟酒化妆品业务放量大年,非3C包装预计将占公司总收入的35%以上。非3C业务快速发展的同时,公司3C业务通过发掘新增长点实现稳健增长。2018年上半年度,公司积极切入智能家居、智能穿戴等消费电子细分领域,上述业务营收接近翻倍增长,为整体营收高速前进打下了基础。
- **毛利率有望回暖,汇兑利空料将改善。**我们认为伴随市场利空因素的平滑及产能利用率的提升,公司毛利率有望逐步回暖:1)供给侧改革和成本支撑逻辑下的上游造纸业周期红利正在边际下行,带动公司上游毛利率压力逐步释放。2)新客户放量和自动化程度提升将带动公司人效改善,预估每年可以提供0.5%的毛利率上行空间(假设每年人效提升5%,人员薪资提升2%)。3)公司上市后产能利用率逐步改善,未来伴随收入端提升毛利率有望稳健前行。费用控制方面,当前美元强势的市场格局有望改善公司盈利能力。
- **集中度提升大势所趋,看好公司打通包装价值链。**根据产业在线数据,包装行业是万亿市场行业,美国CR2包装龙头市占率超过60%,中国目前包装龙头市占率较低(CR2 2.7%),未来有较大提升空间。我们看好裕同科技在包装设计经验及规模效应下的成本优势,同时公司前端设计能力和终端交付能力可以大幅提升客户粘性,未来有望成为中国包装龙头。
- **投资建议:** 我们预计公司2018-2020年实现归母净利润9.2, 12.5, 16.1亿元,同比增长-1.1%, 35.2%, 29.3%,对应EPS 2.3, 3.11, 4.03元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 贸易摩擦升级风险、汇率波动风险、原材料价格大幅上涨风险

图表 1: 裕同科技三大财务报表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6947.74	8290.31	11210.22	14105.18	净利润	932.11	921.21	1245.82	1611.39
营业成本	4756.38	5744.60	7714.24	9652.04	折旧与摊销	206.23	151.33	164.27	169.26
营业税金及附加	42.88	51.17	69.19	87.05	财务费用	166.23	145.54	214.96	265.02
销售费用	301.49	389.64	538.09	677.05	资产减值损失	77.43	50.00	55.00	60.00
管理费用	636.57	862.19	1177.07	1481.04	经营营运资本变动	-1435.79	-798.48	-1404.85	-1587.73
财务费用	166.23	145.54	214.96	265.02	其他	637.39	-63.70	-63.59	-70.09
资产减值损失	77.43	50.00	55.00	60.00	经营活动现金流净额	583.60	405.90	211.61	447.86
投资收益	72.58	10.00	10.00	10.00	资本支出	-755.85	-90.00	-100.00	-110.00
公允价值变动损益	6.26	0.00	0.00	0.00	其他	-998.15	-2.10	1.24	-1.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1754.00	-92.10	-98.76	-111.44
营业利润	1068.88	1057.17	1451.67	1892.97	短期借款	474.21	-412.07	466.04	374.13
其他非经营损益	12.76	14.00	14.00	14.00	长期借款	-5.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	1081.65	1071.17	1465.67	1906.97	股权融资	21.31	0.00	0.00	0.00
所得税	149.54	149.96	219.85	295.58	支付股利	-200.01	-233.95	-220.94	-305.78
净利润	932.11	921.21	1245.82	1611.39	其他	-90.46	-126.18	-211.96	-260.02
少数股东损益	0.21	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	199.60	-772.20	33.14	-191.67
归属母公司股东净利润	931.90	921.21	1245.82	1611.39	现金流量净额	-1020.57	-458.40	146.00	144.75
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	872.91	414.52	560.51	705.26	成长能力				
应收和预付款项	3472.53	3963.21	5445.26	6919.19	销售收入增长率	25.36%	19.32%	35.22%	25.82%
存货	709.60	685.86	945.78	1211.04	营业利润增长率	2.48%	-1.10%	37.32%	30.40%
其他流动资产	998.97	1664.27	2024.05	2545.14	净利润增长率	6.17%	-1.17%	35.24%	29.34%
长期股权投资	57.70	57.70	57.70	57.70	EBITDA 增长率	19.85%	-6.06%	35.22%	27.11%
投资性房地产	1.03	8.13	6.89	6.33	获利能力				
固定资产和在建工程	2268.62	2223.41	2175.25	2132.11	毛利率	31.54%	30.71%	31.19%	31.57%
无形资产和开发支出	240.70	232.22	223.74	215.26	三费率	15.89%	16.86%	17.22%	17.18%
其他非流动资产	361.03	358.38	360.74	365.10	净利率	13.42%	11.11%	11.11%	11.42%
资产总计	8983.09	9607.70	11799.93	14157.14	ROE	18.56%	16.04%	18.41%	19.96%
短期借款	1309.22	897.15	1363.19	1737.32	ROA	10.38%	9.59%	10.56%	11.38%
应付和预收款项	1626.05	1958.20	2635.19	3283.27	ROIC	20.11%	15.26%	17.86%	19.17%
长期借款	105.49	105.49	105.49	105.49	EBITDA/销售收入	20.75%	16.33%	16.33%	16.50%
其他负债	921.27	905.19	929.51	958.90	营运能力				
负债合计	3962.03	3866.03	5033.38	6084.97	总资产周转率	0.84	0.89	1.05	1.09
股本	400.01	400.01	400.01	400.01	固定资产周转率	4.13	4.01	5.10	6.55
资本公积	1370.50	1370.50	1370.50	1370.50	应收账款周转率	2.27	2.37	2.52	2.42
留存收益	3262.42	3949.67	4974.55	6280.16	存货周转率	8.12	8.06	9.30	8.83
归属母公司股东权益	4999.57	5720.18	6745.06	8050.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.55%	—	—	—
少数股东权益	21.49	21.49	21.49	21.49	资本结构				
股东权益合计	5021.06	5741.67	6766.55	8072.16	资产负债率	44.11%	40.24%	42.66%	42.98%
负债和股东权益合计	8983.09	9607.70	11799.93	14157.14	带息债务/总负债	55.78%	46.50%	44.98%	43.35%
					流动比率	2.01	2.31	2.20	2.22
					速动比率	1.77	2.07	1.97	1.98
					股利支付率	21.46%	25.40%	17.73%	18.98%
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1441.34	1354.05	1830.90	2327.25	每股指标				
PE	17.81	18.02	13.32	10.30	每股收益	2.33	2.30	3.11	4.03
PB	3.31	2.89	2.45	2.06	每股净资产	12.55	14.35	16.92	20.18
PS	2.39	2.00	1.48	1.18	每股经营现金	1.46	1.01	0.53	1.12
EV/EBITDA	12.25	13.04	9.82	7.82	每股股利	0.50	0.58	0.55	0.76
股息率	0.01	0.01	0.01	0.02					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。