

华源控股 (002787)

包装印刷/轻工制造

发布时间: 2019-11-01

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

拐点已现, 利润增速继续加速

事件:

公司发布 2019 年三季报: 公司前三季度实现营收 12.16 亿元, 同比增长 22.23%; 归母净利润 4326.13 万元, 同比减少 21.54%; 扣非归母净利润 3716.38 万元, 同比减少 31.01%。单三季度实现营收 4.35 亿元, 同比增长 6.41%; 归母净利润 1742.21 万元, 同比增长 12.71%; 扣非后归母净利润 1419.96 万元, 同比减少 3.23%。

点评:

营收保持稳健增长, 利润增速继续加速, 拐点已现。公司前三季度营收增速分别为 46.73%/23.63%/6.41%, 增速逐季放缓明显, 主要由于公司收购瑞杰科技于 2018 年 6 月并表, 并表收入逐季减少。瑞杰科技主营塑料包装, 预计本期公司塑料包装实现快速增长。利润方面, 公司近四个季度归母净利润增速分别为 -109.86%/-39.59%/-32.81%/12.71%, 增速逐季回暖趋势明显, 三季度增速已转正, 预计未来增速将继续环比加速。

费用率环比下降, 预计未来将继续下行。公司前三季度毛利率为 19.35%, 同比小幅提升 0.16pct; 单三季度毛利率为 18.38%, 同比提升 2.36pct。费用率方面, 公司前三季度期间费用率为 13.42%, 其中销售/管理/财务费用率分别为 3.78%/7.31%/2.33%, 单三季度期间费用率为 12.58%, 较二季度的 13.57%, 减少 1.01pct, 预计未来费用率将继续下行。整体来看, 公司单三季度净利润率为 4.06%, 同比提升 0.24pct。

盈利预测与估值: 公司三季度业绩增速略超预期, 我们预计未来归母净利润增速将继续加速, 小幅上调盈利预测, 预计 19-21 年 EPS 分别为 0.20、0.33、0.36 元, 对应 PE 分别为 32X、19X、18X。维持“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅上涨, 瑞杰科技整合不及预期

股票数据

2019/10/31

| | |
|---------------|--------------|
| 6 个月目标价 (元) | 8.92 |
| 收盘价 (元) | 6.43 |
| 12 个月股价区间 (元) | 5.87 ~ 10.99 |
| 总市值 (百万元) | 2,000 |
| 总股本 (百万股) | 311 |
| A 股 (百万股) | 311 |
| B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 日均成交量 (百万股) | 1 |

历史收益率曲线



| | | | |
|---------|-----|-----|------|
| 涨跌幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
| 绝对收益 | -2% | -5% | -7% |
| 相对收益 | -4% | -6% | -30% |

相关报告

- 《华源控股 (002787): 营收快速增长, 费用拖累利润表现》-20190827
- 《吉宏股份 (002803): 合作火币中国, 探索区块链应用》-20191029
- 《晨光文具 (603899): 大学汛表现优异, 业绩超预期》-20191028
- 《吉宏股份 (002803): 互联网业务提质发展, 业绩略超预期》-20191025

| 财务摘要 (百万元) | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|---------|---------|--------|--------|-------|
| 营业收入 | 1,149 | 1,384 | 1,698 | 1,825 | 1,925 |
| (+/-)% | 14.19% | 20.39% | 22.74% | 7.43% | 5.49% |
| 归属母公司净利润 | 93 | 54 | 62 | 103 | 113 |
| (+/-)% | -13.24% | -42.64% | 16.45% | 65.77% | 9.87% |
| 每股收益 (元) | 0.30 | 0.17 | 0.20 | 0.33 | 0.36 |
| 市盈率 | 0.00 | 38.36 | 32.09 | 19.36 | 17.62 |
| 市净率 | 0.00 | 1.43 | 1.35 | 1.29 | 1.22 |
| 净资产收益率 (%) | 9.28% | 3.73% | 4.20% | 6.65% | 6.95% |
| 股息收益率 (%) | 0.00% | 0.00% | 0.93% | 1.55% | 1.70% |
| 总股本 (百万股) | 288 | 306 | 311 | 311 | 311 |

证券分析师: 唐凯

执业证书编号: S0550516120001

Tang.kai@nescn.cn

联系人: 张兆函

执业证书编号: S055011810

Zhanzh_6601@nescn.cn

附表：财务报表预测摘要及指标

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 585 | 197 | 144 | 165 | 净利润 | 54 | 63 | 104 | 114 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | 15 | 12 | 11 | 10 |
| 应收款项 | 466 | 489 | 500 | 501 | 折旧及摊销 | 45 | 54 | 63 | 69 |
| 存货 | 277 | 321 | 340 | 354 | 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 97 | 112 | 117 | 123 | 财务费用 | 17 | 60 | 20 | 20 |
| 流动资产合计 | 1,424 | 1,118 | 1,100 | 1,143 | 投资损失 | 1 | -7 | -8 | -8 |
| 可供出售金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 运营资本变动 | -94 | -22 | -29 | -14 |
| 长期投资净额 | 88 | 88 | 88 | 88 | 其他 | -2 | -1 | 2 | -1 |
| 固定资产 | 411 | 505 | 599 | 632 | 经营活动净现金流量 | 37 | 160 | 165 | 191 |
| 无形资产 | 109 | 105 | 104 | 101 | 投资活动净现金流量 | -143 | -151 | -166 | -116 |
| 商誉 | 193 | 193 | 193 | 193 | 融资活动净现金流量 | 470 | -397 | -51 | -55 |
| 非流动资产合计 | 887 | 991 | 1,100 | 1,155 | 企业自由现金流 | 315 | 7 | 23 | 73 |
| 资产总计 | 2,311 | 2,110 | 2,200 | 2,297 | | | | | |
| 短期借款 | 322 | 0 | 0 | 0 | 财务与估值指标 | | | | |
| 应付款项 | 175 | 228 | 240 | 253 | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 预收款项 | 5 | 7 | 7 | 8 | 每股指标 | | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 (元) | 0.17 | 0.20 | 0.33 | 0.36 |
| 流动负债合计 | 547 | 298 | 315 | 332 | 每股净资产 (元) | 4.61 | 4.77 | 5.00 | 5.25 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营性现金流量 (元) | 0.12 | 0.51 | 0.53 | 0.62 |
| 其他长期负债 | 325 | 325 | 325 | 325 | 成长性指标 | | | | |
| 长期负债合计 | 325 | 325 | 325 | 325 | 营业收入增长率 | 20.39% | 22.74% | 7.43% | 5.49% |
| 负债合计 | 872 | 622 | 639 | 656 | 净利润增长率 | -42.64% | 16.45% | 65.77% | 9.87% |
| 归属于母公司股东权益合计 | 1,434 | 1,482 | 1,554 | 1,634 | 盈利能力指标 | | | | |
| 少数股东权益 | 5 | 5 | 6 | 7 | 毛利率 | 18.93% | 19.75% | 20.07% | 20.09% |
| 负债和股东权益总计 | 2,311 | 2,110 | 2,200 | 2,297 | 净利率 | 3.87% | 3.67% | 5.66% | 5.90% |
| | | | | | 运营效率指标 | | | | |
| | | | | | 应收账款周转率 (次) | 91.30 | 105.00 | 100.00 | 95.00 |
| | | | | | 存货周转率 (次) | 85.74 | 86.00 | 85.00 | 84.00 |
| | | | | | 偿债能力指标 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 37.73% | 29.49% | 29.06% | 28.57% |
| | | | | | 流动比率 | 2.60 | 3.76 | 3.50 | 3.44 |
| | | | | | 速动比率 | 2.00 | 2.46 | 2.20 | 2.16 |
| | | | | | 费用率指标 | | | | |
| | | | | | 销售费用率 | 3.51% | 3.75% | 3.68% | 3.60% |
| | | | | | 管理费用率 | 4.22% | 4.22% | 4.20% | 4.22% |
| | | | | | 财务费用率 | 1.24% | 2.86% | 0.86% | 0.88% |
| | | | | | 分红指标 | | | | |
| | | | | | 分红比例 | 0.00% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| | | | | | 股息收益率 | 0.00% | 0.93% | 1.55% | 1.70% |
| | | | | | 估值指标 | | | | |
| | | | | | P/E (倍) | 38.36 | 32.09 | 19.36 | 17.62 |
| | | | | | P/B (倍) | 1.43 | 1.35 | 1.29 | 1.22 |
| | | | | | P/S (倍) | 1.42 | 1.18 | 1.10 | 1.04 |
| | | | | | 净资产收益率 | 3.73% | 4.20% | 6.65% | 6.95% |

资料来源：东北证券

分析师简介:

唐凯，4年证券从业经验，并拥有多年管理咨询行业从业经历，现任轻工制造行业分析师。

张兆函，厦门大学理学学士，澳洲国立大学金融及统计学硕士，2018年加入东北证券。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险（R3）等级金融产品及服务，包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

| | | |
|----------------------|------|-----------------------------|
| 股票 投资 评级 说明 | 买入 | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。 |
| | 增持 | 未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。 |
| | 中性 | 未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。 |
| | 减持 | 在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。 |
| | 卖出 | 未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。 |
| 行业 投资 评级 说明 | 优于大势 | 未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。 |
| | 同步大势 | 未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。 |
| | 落后大势 | 未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。 |

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

| 地址 | 邮编 |
|---------------------------------------|--------|
| 中国吉林省长春市生态大街 6666 号 | 130119 |
| 中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座 | 100033 |
| 中国上海市浦东新区杨高南路 729 号 | 200127 |
| 中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A | 518038 |
| 中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼 | 510630 |

机构销售联系方式

| 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|-----------------|---------------|-------------|-------------------|
| 华东地区机构销售 | | | |
| 阮敏 (副总监) | 021-20361121 | 13564972909 | ruanmin@nesc.cn |
| 吴肖寅 | 021-20361229 | 17717370432 | wuxiaoyin@nesc.cn |
| 齐健 | 021-20361258 | 18221628116 | qijian@nesc.cn |
| 陈希豪 | 021-20361267 | 13262728598 | chen_xh@nesc.cn |
| 李流奇 | 021-20361258 | 13120758587 | Lilq@nesc.cn |
| 孙斯雅 | 021-20361121 | 18516562656 | sunsiya@nesc.cn |
| 李瑞暄 | 021-20361112 | 18801903156 | lirx@nesc.cn |
| 董冠辉 | 021-20361267 | 17602180663 | donggh@nesc.cn |
| 周嘉茜 | 021-20361133 | 18516728369 | zhoujq@nesc.cn |
| 刘彦琪 | 021-20361133 | 13122617959 | liuyq@nesc.cn |
| 华北地区机构销售 | | | |
| 李航 (总监) | 010-58034553 | 18515018255 | lihang@nesc.cn |
| 殷璐璐 | 010-58034557 | 18501954588 | yinlulu@nesc.cn |
| 温中朝 | 010-58034555 | 13701194494 | wenzc@nesc.cn |
| 曾彦戈 | 010-58034563 | 18501944669 | zengyg@nesc.cn |
| 安昊宁 | 010-58034561 | 18600646766 | anhn@nesc.cn |
| 周颖 | 010-63210813 | 18153683452 | zhouying1@nesc.cn |
| 华南地区机构销售 | | | |
| 刘璇 (副总监) | 0755-33975865 | 18938029743 | liu_xuan@nesc.cn |
| 刘曼 | 0755-33975865 | 15989508876 | liuman@nesc.cn |
| 周逸群 | 0755-33975865 | 18682251183 | zhouyq@nesc.cn |
| 王泉 | 0755-33975865 | 18516772531 | wangquan@nesc.cn |
| 周金玉 | 0755-33975865 | 18620093160 | zhoujy@nesc.cn |
| 陈励 | 0755-33975865 | 18664323108 | Chenli1@nesc.cn |