

永新股份 (002014.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

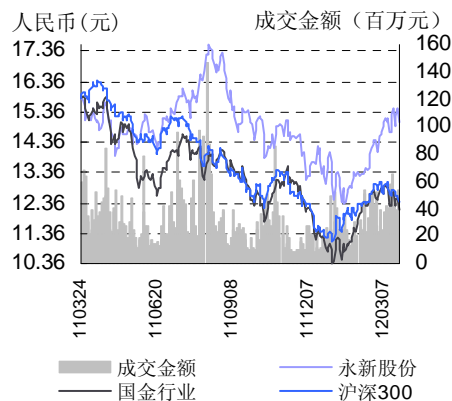
市价(人民币): 15.02元

目标(人民币): 20.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 182.78      |
| 总市值(百万元)       | 2,790.19    |
| 年内股价最高最低(元)    | 17.58/12.30 |
| 沪深 300 指数      | 2901.22     |
| 中小板指数          | 6641.82     |



## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.861  | 0.808  | 1.025  | 1.226  | 1.450  |
| 每股净资产(元)    | 5.33   | 4.61   | 5.63   | 6.44   | 7.89   |
| 每股经营性现金流(元) | 0.89   | 1.08   | 1.40   | 1.51   | 1.87   |
| 市盈率(倍)      | 27.57  | 22.36  | 14.65  | 12.25  | 10.36  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 38.21  | 31.53  | 31.53  | 31.53  | 31.53  |
| 净利润增长率(%)   | 20.40% | 21.95% | 26.88% | 19.65% | 18.24% |
| 净资产收益率(%)   | 16.15% | 17.53% | 18.19% | 19.05% | 18.38% |
| 总股本(百万股)    | 140.78 | 183.02 | 183.02 | 183.02 | 183.02 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **拥有优质客户群的塑料软包装龙头:** 公司主营塑料软包装业务, 凭借良好的产品质量、优良的服务, 公司已成为众多知名品牌的供应商, 国内市场占有率排名第一。公司与众多客户稳定的合作关系, 奠定了公司在塑料软包装领域的领先地位。同时, 优质客户群亦为公司长期持续稳定的发展奠定了坚实的基础。
- **塑料软包装复合增速 15%:** 塑料软包装的下游包括食品、日化 and 医药等, 这些行业年增速基本保持 20% 以上, 下游需求的高速增长有力地推动了包装需求, 我们预计未来五年塑料软包装需求复合增速 12%-15%, 而行业龙头增速将超过行业平均水平。
- **增发确保三年增长:** 公司增发新增近 3 万吨产能, 增长 50%。进军柔印复合软包装和异型注塑领域, 从传统的食品、日化包装升级至卫生用品、休闲食品等高端需求, 此类包装性能较好, 安全卫生, 前景较好。项目 2012-2013 年陆续建成投产, 新产能释放将成为近几年业绩增长的主要驱动力。
- **结构改善, 提升盈利力:** 结构改善包括三个方面: 一是产品结构升级, 新增高毛利的柔印软包装和异型注塑业务; 二是设备升级, 效率提升, 产品质量改善。公司广州、河北基地新增产能替代老旧设备; 三是一体化程度提高。此外, 原料成本的下跌也将显著改善公司 2012 年的毛利率水平, 但近期原油价格的上涨是否会带来原料成本的反弹仍具有不确定性。

## 盈利预测

- 我们预计永新股份 2012-2014 年, EPS 分别为 1.03 元、1.23 元、1.45 元, 增速分别为 27.5%、19.6%、18.3% (业绩预测未考虑增发情况, 待公司公开增发后, 另行调整)。

## 估值和投资建议

- 我们认为塑料软包装行业将在下游食品、日化行业的拉动下保持高速增长, 公司作为国内塑料软包装的龙头企业, 在业内具有优质客户资源, 具有较强的竞争力, 收入增长确定性强。而且随着公司结构调整的进行, 进军高毛利的柔性软包装和异型注塑领域, 同时受益于成本下降, 公司盈利能力将趋于上升。我们建议“买入”, 给予公司未来 6-12 个月 20 元目标价位, 相当于 19.4X12PE 和 16.3X13PE。

## 风险

- 经济波动风险、市场开拓风险、原油价格波动风险

周文波 联系人  
(8621)61038290  
zhouwb@gjzq.com.cn

万友林 分析师 SAC 执业编号: S1130511030016  
(8621)61038259  
wanyl@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 公司概况：塑料复合软包装龙头.....        | 4  |
| 塑料软包装：快速增长的细分子行业 .....     | 5  |
| 食品、日化驱动行业增长 .....          | 5  |
| 它山之石——塑料软包装标杆企业 BEMIS..... | 7  |
| 成长无忧 .....                 | 9  |
| 以史为鉴 .....                 | 9  |
| 增发确保三年增长.....              | 10 |
| 高效的管理确保盈利力 .....           | 11 |
| 优质客户群.....                 | 11 |
| 卓越的管理.....                 | 12 |
| 结构升级，增强盈利力 .....           | 13 |
| 受益于成本下降.....               | 14 |
| 盈利预测及估值.....               | 15 |
| 附录：三张报表预测摘要 .....          | 17 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图表 1：公司产品 .....             | 4  |
| 图表 2：公司收入结构 .....           | 4  |
| 图表 3：公司毛利结构 .....           | 4  |
| 图表 4：各类包装材料比较.....          | 5  |
| 图表 5：全球塑料软包装消费量及产值.....     | 5  |
| 图表 6：我国塑料薄膜消费量及增速 .....     | 6  |
| 图表 7：下游行业高速增长（收入） .....     | 6  |
| 图表 8：部分下游产品产量增速% .....      | 6  |
| 图表 9：人均 GDP 与包装需求相关性 .....  | 7  |
| 图表 10：BEMIS 收入地区结构 .....    | 8  |
| 图表 11：BEMIS 收入结构按终端用途 ..... | 8  |
| 图表 12：公司营业收入（百万美元） .....    | 9  |
| 图表 13：BEMIS 收入结构 .....      | 9  |
| 图表 14：BEMIS 历年分红 .....      | 9  |
| 图表 15：BEMIS 并购史.....        | 9  |
| 图表 16：BEMIS 重点客户 .....      | 9  |
| 图表 17：BEMIS 股价表现 .....      | 9  |
| 图表 18：公司营业收入（百万元） .....     | 10 |
| 图表 19：公司净利润及增速（百万元） .....   | 10 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 20: 公司现有产能及增发项目 (万吨) .....    | 11 |
| 图表 21: 公司塑料彩印复合软包装产能 (吨) .....   | 11 |
| 图表 22: 公司客户 .....                | 12 |
| 图表 23: 公司前五大客户销售额 .....          | 12 |
| 图表 24: 公司与客户毛利率比较 .....          | 12 |
| 图表 25: 包装企业毛利率比较 .....           | 13 |
| 图表 26: 包装企业净利率比较 .....           | 13 |
| 图表 27: 包装企业营运能力比较 .....          | 13 |
| 图表 28: 包装企业 ROE 比较 .....         | 13 |
| 图表 29: 公司塑料彩印复合软包装均价 (元/吨) ..... | 14 |
| 图表 30: 公司主要原料价格走势 .....          | 14 |
| 图表 31: 公司毛利率 VS 原料价格走势 .....     | 14 |
| 图表 32: Q4 毛利率/净利率均已反弹 .....      | 15 |
| 图表 33: 永新成本结构 .....              | 15 |
| 图表 34: 原油价格已大幅反弹 (美元/吨) .....    | 15 |
| 图表 35: 塑料包装企业产业链 .....           | 15 |
| 图表 36: 公司营业/管理/所得税率预测 .....      | 16 |
| 图表 37: 包装类公司估值比较 .....           | 16 |
| 图表 38: 公司收入分产品预测 .....           | 17 |

### 公司概况：塑料复合软包装龙头

- 永新股份主营塑料彩印复合软包装材料、真空镀铝包装材料和塑料软包装薄膜的生产和销售，属于塑料软包装行业，其中彩印复合软包装占公司收入及毛利九成以上。
- 彩印复合软包装主要用于食品包装（奶粉、豆粉、方便面、糖果、冷冻食品、干货、果冻等）、洗涤用品包装（洗衣粉、肥皂、牙膏等）、医药/农药包装及其它产品包装。
- 真空镀铝膜产品主要包括镀铝 PET 薄膜、镀铝 CPP 薄膜、镀铝 PE 薄膜、镀铝 BOPP 薄膜等，主要用于彩印复合包装材料的阻隔层、建材包装、特殊包装等。
- 塑料软包装薄膜主要包括 PE、CPP 等，主要用于彩印、镀膜产品的内层基膜、复合产品的热封层，属于中间产品。

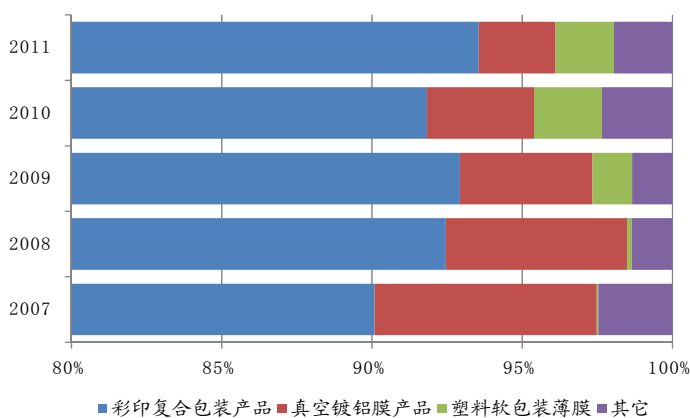
图表1：公司产品



来源：国金证券研究所

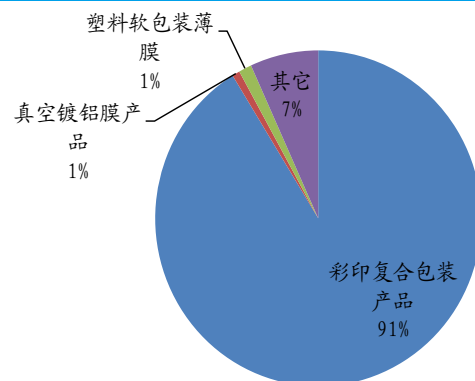
- 凭借先进的管理、良好的产品质量、优良的服务，公司已成为众多知名品牌供应商。公司现有客户包括：伊利、雀巢、美赞臣、统一、卡夫、喜之郎、宝洁等国际、国内众多知名企业。

图表2：公司收入结构



来源：国金证券研究所

图表3：公司毛利结构



## 塑料软包装：快速增长的细分子行业

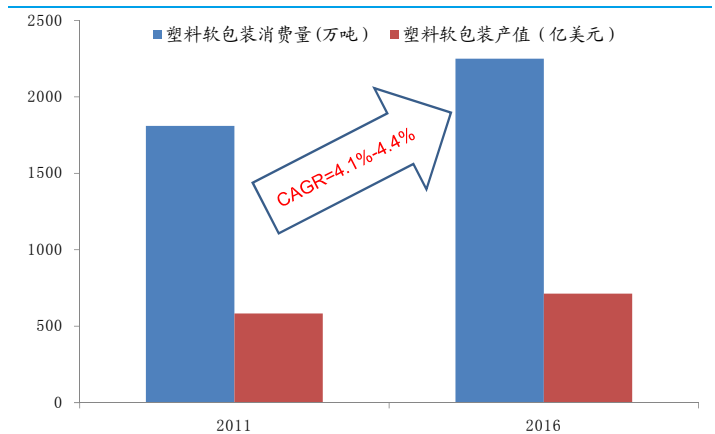
### 食品、日化驱动行业增长

- 塑料薄膜软包装是塑料包装行业一个重要子行业，在包装产品占重要地位，其特点是印刷精美、透明度高，柔韧性、阻气和阻湿性好。塑料软包装的这些特征是纸制品、金属或者玻璃瓶等其它包装材料所不具备的，它满足了客户所要求的多功能、低成本要求。因此虽然塑料软包装无法降解，对环境有一定损害，但短期看，仍是无法替代的优良包装材料，也被广泛地应用于食品、日化及医药等行业。
- 据英国 Pira International 最新研究报告，塑料软包装是过去十年间增长最快的包装子行业之一，这主要得益于各厂商为了保持市场竞争力而不断开发新产品，同时下游客户希望能够尽量延长产品的保质期，以 BOPET、EVOH 与 PA 等高阻隔性软包装产品的推出，刺激了行业需求的增长。2011 年全球塑料软包装的消费量达到 1810 万吨，产值 583 亿美元(约合人民币 3672 亿元)，Pira International 预测 2011-2016 年，全球塑料软包装市场复合增长率 4.1%，2016 年塑料软包装消费量有望达到 2250 万吨，产值 713 亿美元。
- 亚洲是全球最大的塑料软包装市场，约占全球软包装销量的 29%，同时也是增速最快的市场，年复合增速达 7.9%。Pira International 预测亚洲将占据未来五年全球软包装消费增量的 55%。其中中国和印度合计将占据全球软包装消费增量的 44%。
- 目前，北美和西欧等发达国家的软包装市场已相对成熟，未来的增长潜力有限。以美国为例，美国软包装市场规模约 127 亿美元，年增长速度 2% 左右。
- 从应用领域来看，食品是塑料软包装的主要市场，占全球软包装消费总量 70%。

图表4：各类包装材料比较

| Beverage Packaging       | Beverage Weight | Packaging Weight | Product-to-Packaging Ratio | Energy Consumption MJ/8 oz | Emissions Kg CO2 e/8 oz |
|--------------------------|-----------------|------------------|----------------------------|----------------------------|-------------------------|
| Glass Bottle & Metal Cap | 236 g           | 198.4 g          | 1:1                        | 3.36                       | 0.29                    |
| Aluminum Can             | 236 g           | 11.3 g           | 21:1                       | 0.99                       | 0.08                    |
| Flexible Stand-up Pouch  | 199 g           | 5.7 g            | 35:1                       | 0.45                       | 0.02                    |

图表5：全球塑料软包装消费量及产值



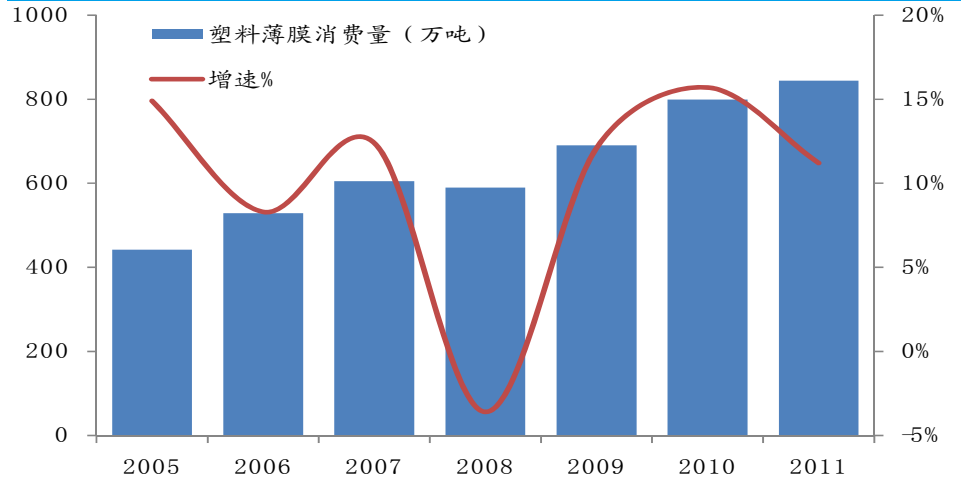
来源：国金证券研究所、pira international

- 中国塑料软包装行业是 20 世纪 70 年代末发展起来的新兴行业。2005-2011 年我国塑料软包装消费复合增速 11.4%。我们认为我国塑料软包产品仍然处于推广阶段，随着产品升级和开发，其应用范围将进一步拓展。按照中国复合膜软包行业规划，“十二五”期间塑料软包装市场规模年复合增长将保持 15%。
- 其中，食品、日化以及医药行业的快速发展是驱动塑料软包装行业增长的核心动力。
- 食品行业是塑料软包装最主要使用领域，主要使用产品包括奶粉、糖果、方便面、饼干等，食品包装占塑料软包装比例达 60% 以上，2001-2011 年，我国食品行业收入复合增速 25%。在经济发展方式转

型，消费占比提升的大背景下，我们预计食品业的快速发展仍将保持，由此对塑料软包装的需求增速也将维持相对高位。

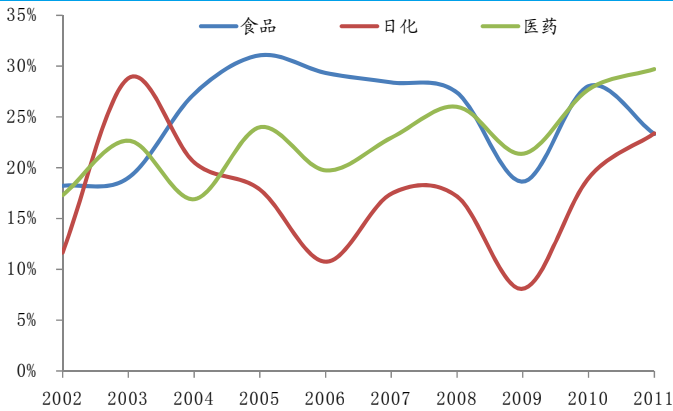
- 日化行业是塑料软包装第二大使用领域，主要用于洗衣粉、洗衣液以及洗发水、沐浴露等产品包装，占塑料软包装使用量 10%-15%。2001-2011 年，我国日化行业收入复合增速 16.7%，行业的快速增长及替代传统的玻璃容器等包装，拉动了日化行业对软包装的市场需求。
- 医药及农药行业也是塑料软包装的重点领域，约占 10%左右，2001-2011 我国医药行业收入复合增速 22.5%。

图表6: 我国塑料薄膜消费量及增速

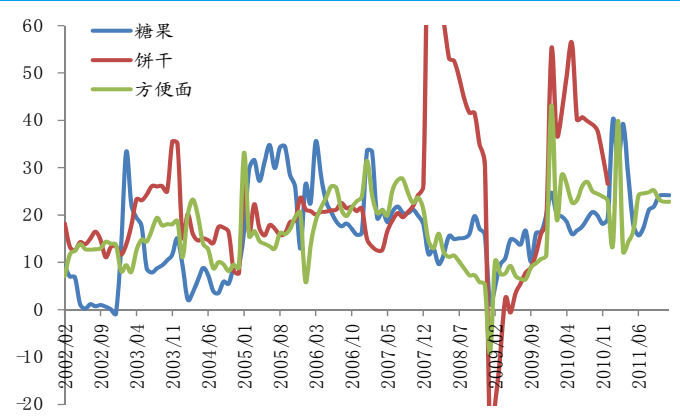


来源：国金证券研究所

图表7: 下游行业高速增长 (收入)



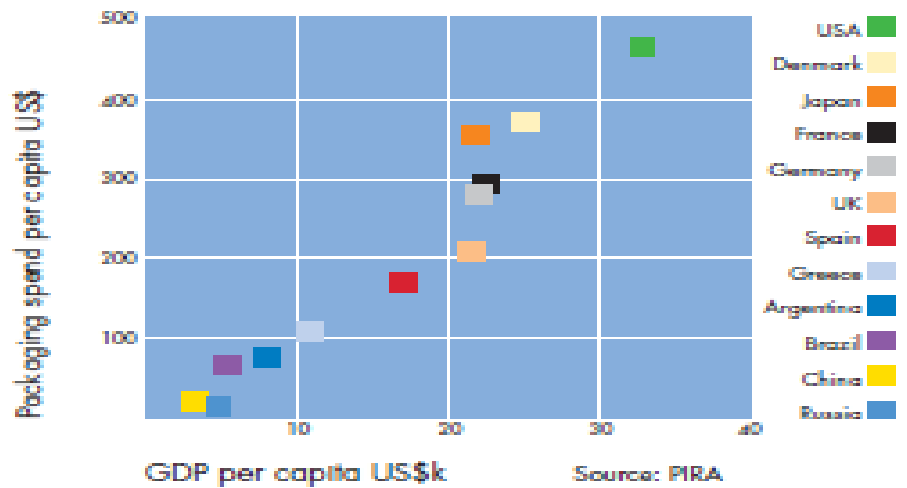
图表8: 部分下游产品产量增速%



来源：国金证券研究所、WIND



图表9: 人均 GDP 与包装需求相关性

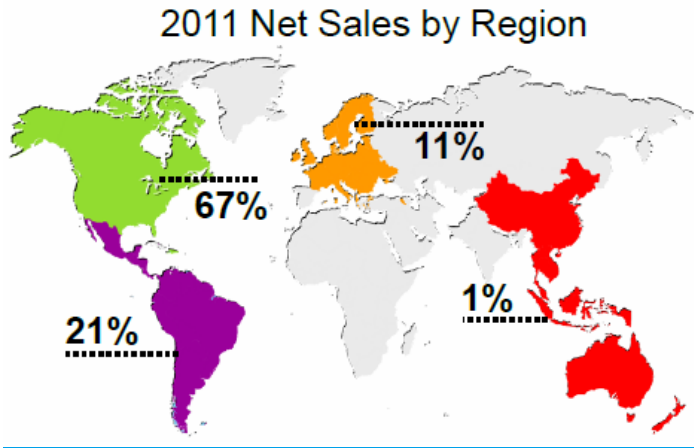


来源: 国金证券研究所、PIRA INTERNATIONAL

### 它山之石——塑料软包装标杆企业 BEMIS

- BEMIS 是北美最大的软包装企业和压敏材料的重要供应商，占北美市场份额 20%左右。公司成立于 1858 年，公司雇员超过 20,000 人，分布在美国、加拿大、欧洲、南美和亚洲等地的 62 个生产基地。公司客户遍布全球，主要包括：联合利华、卡夫食品、雀巢、金佰利、强生、泰科医疗、碧迪、雅培、雨润集团等国际知名企业。
- Bemis 公司约三分之二的包装产品用在食品包装领域，剩余的部分则应用在医疗器械、药品、化学品和综合农业等领域。其中北美地区是公司最主要收入来源，占比 67%，亚洲地区占公司收入比重仅 1%。
  - BEMIS——苏州是公司在大陆投资的第一家全资运营基地，厂房建筑面积 5000 平方米，于 2009 年 1 月正式投产，专注于灭菌医疗包装和特殊的食品包装市场。
  - BEMIS 于 2011 年收购香港柔性包装生产商——美亚包装，美亚在广东东莞建有一座先进的高阻隔柔性包装生产厂，服务于国内外食品和消费品企业。据了解，美亚 2008 年销售额为 4000 万美元，其中约有 70% 的业务来自中国。

图表10: BEMIS 收入地区结构



来源: 国金证券研究所、BEMIS 年报

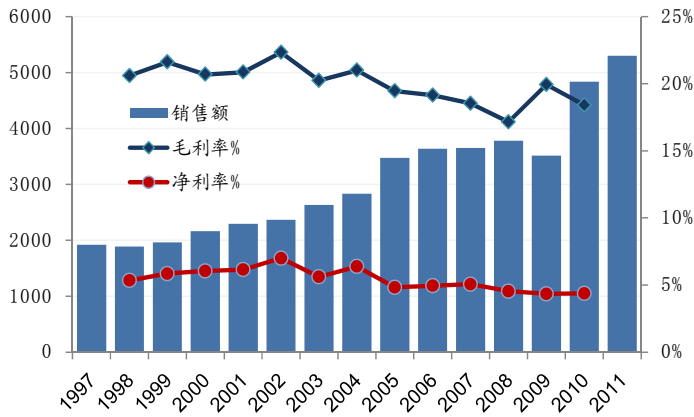
图表11: BEMIS 收入结构按终端用途



- 公司 2011 年销售额 53 亿美元，净利润约 2.4 亿美元，过去十年公司收入年复合增速 8.7%。公司毛利率基本稳定，维持 18%-22%，净利率维持 4.5%-7%。
- BEMIS 过去几年给投资者带来丰厚回报，不仅股价表现跑赢 S&P 指数，而且年分配红利稳步上升。

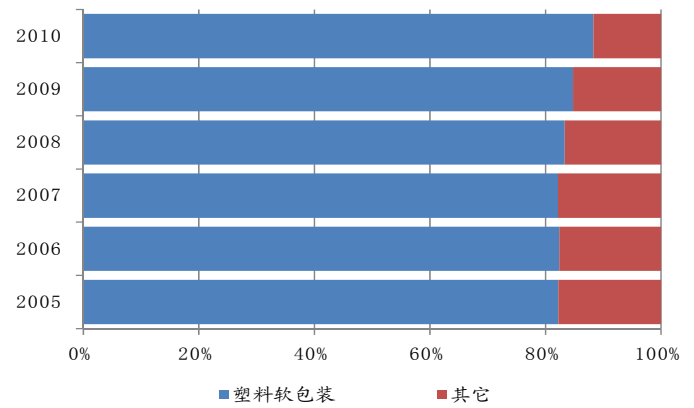


图表12: 公司营业收入 (百万美元)

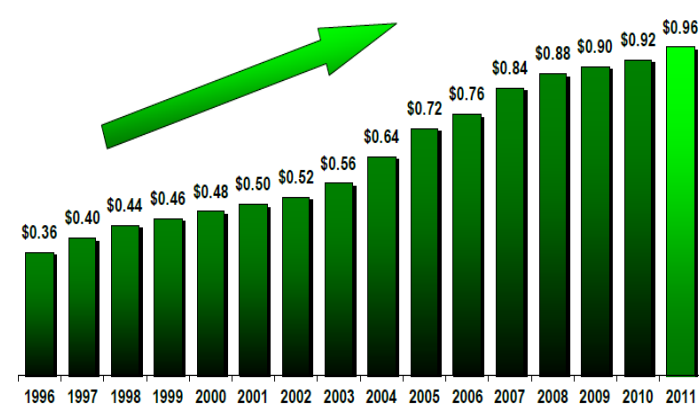


来源: 国金证券研究所、公司年报

图表13: BEMIS 收入结构

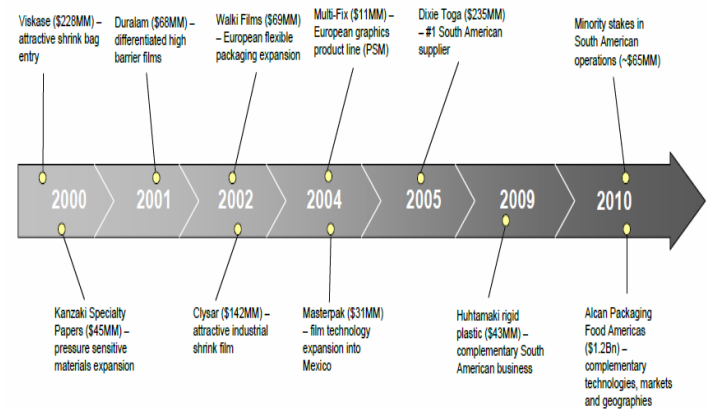


图表14: BEMIS 历年分红



来源: 国金证券研究所、公司年报

图表15: BEMIS 并购史



图表16: BEMIS 重点客户



来源: 国金证券研究所、公司年报

图表17: BEMIS 股价表现



成长无忧

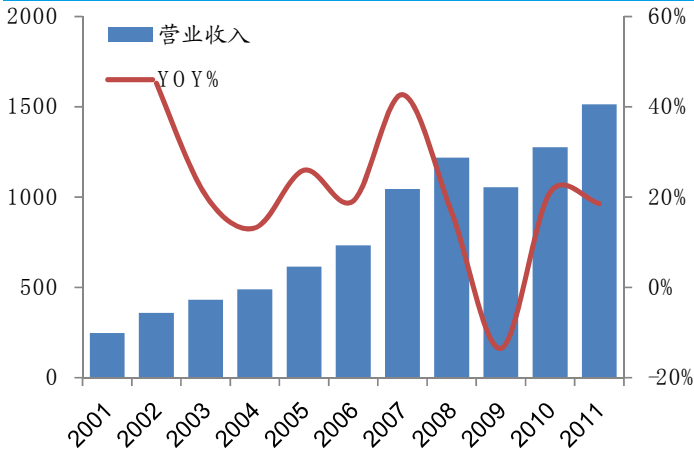
以史为鉴

- 公司下游诸如食品、日化行业收入每年基本都保持 20%或以上增长, 即便考虑价格因素, 我们预计这些行业年增速也有 15%以上, 下游行业的快速发展是推动公司收入增长的主要动力, 而且公司作为业内龙头企业, 竞争

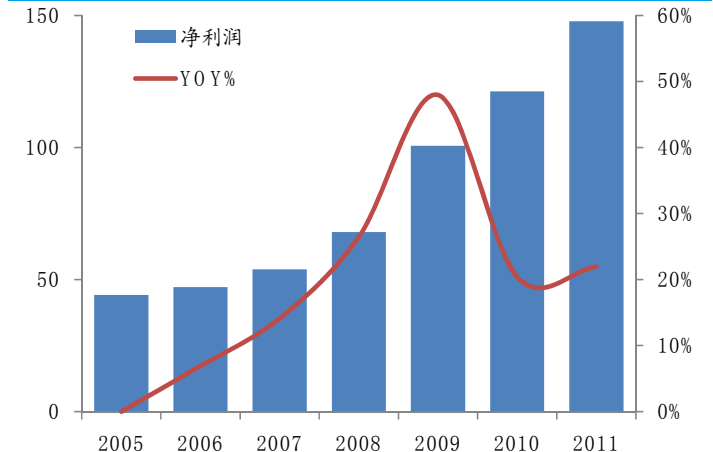
实力强。2001-2011 年期间，公司年营业收入复合增速近 20%，最近五年净利润增速基本都在 20%以上，显示了较好的成长性。

- 公司目前客户大多是国际、国内知名公司，公司与客户之间已形成较好的合作关系，可与下游客户共同成长。同时在维护好现有客户关系的基础上，公司积极开发其它客户，并持续扩大业务领域，向柔印、硬塑领域扩张，不断提升服务外延及合作地位。我们认为公司拥有高效的管理和卓越的市场开拓力，未来公司收入增长具有较强的确定性。

图表18: 公司营业收入 (百万元)



图表19: 公司净利润及增速 (百万元)



来源: 国金证券研究所、公司年报

### 增发确保三年增长

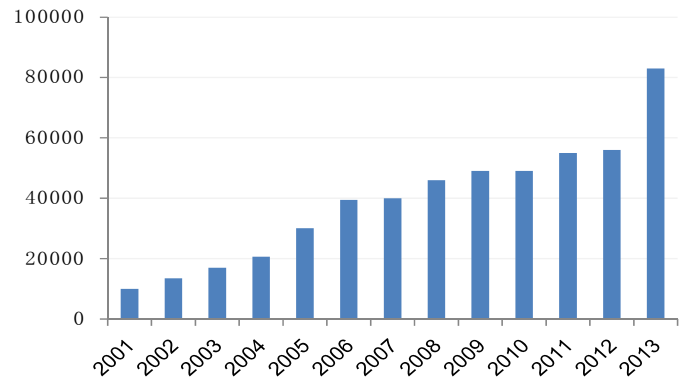
- 公司于 2011 年 10 月公告增发预案，拟非公开发行 A 股股票不超过 3,180 万股，募集资金总额不超过 44,500 万元，募集资金将用于 4 个项目：1、包括 1.6 万吨柔性无溶剂复合软包装项目（黄山总公司）；2、年产 1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目（河北分公司）；3、年产 3,500 吨异型注塑包装材料项目（黄山总公司）；4、年产 1.2 万吨多功能包装新材料项目（黄山总公司）。
- 公司增发项目预计 2012-2013 年陆续建成投产，2013 年公司彩印复合软包装产能将达到 83000 吨，增长 50%（公司现有产能 5.5 万吨，此外公司在新增产能投放时，预计河北工厂将淘汰 1500 吨落后产能）。新产能释放将成为近几年业绩增长的主要驱动力。
  - 年产 1.2 万吨多功能包装新材料属于中间产品，将于 2012.3 月投产。
  - 异型注塑包装预计 2012 年底投产 1000 吨左右，剩余产能 2013 年投产。
  - 新型高阻隔包装材料和柔性复合软包装预计 2013 年上、下半年分别投产。
- 公司此次增发项目两大亮点：
  - 柔版无溶剂复合软包装项目。该项目具有生产效率高、印刷成本低、安全卫生性好等优点。卫生用品如纸尿裤及休闲食品是本项目主要应用市场，这两大行业均属于高成长行业，年需求增速 20%-30%。
  - 异型注塑项目：即加嘴类产品，由吸嘴和自立袋两部分构成，其相对于常见包装形式的最大优势在于便携性、印刷精美，而且质轻、不易破损，降低了销售和储存成本，废弃物处理容易。加嘴类产品主要应用领域为饮料行业和洗衣液行业，我们预计软饮料包装年增速 15%左右，继续保持高速增长。我国洗衣液发展历史较短，目前占比仅 9%左右，据尼尔森预计，国内洗衣液将在 2015 年占整个洗涤市场的 30%。洗衣液市场占有率的快速上升也给塑料软包装行业的发展带来了良好的发展机遇。

图表20: 公司现有产能及增发项目 (万吨)

| 现有产能 | 彩印复合软包装 | 真空镀膜产品 | 塑料软包装薄膜 | 投产时间            | 备注            |
|------|---------|--------|---------|-----------------|---------------|
| 黄山   | 3.6     | 0.8    | 2.5     |                 |               |
| 河北   | 0.7     |        |         |                 |               |
| 广州   | 1.2     |        |         |                 |               |
| 合计   | 5.5     | 0.8    | 2.5     |                 |               |
| 增发项目 |         |        |         |                 |               |
| 黄山   | 1.6     |        | 1.2     | 2012.3 / 2013H1 | 柔性无溶剂复合软包装    |
|      | 0.35    |        |         | 2012H2-2013H1   | 异型注塑包装材料      |
| 河北   | 1       |        |         | 2013H1          | 新型高阻隔包装材料     |
| 总计产能 | 8.3     | 0.8    | 3.7     |                 | 河北淘汰0.15吨落后产能 |

来源: 国金证券研究所、公司公告

图表21: 公司塑料彩印复合软包装产能 (吨)



## 高效的管理确保盈利力

### 优质客户群

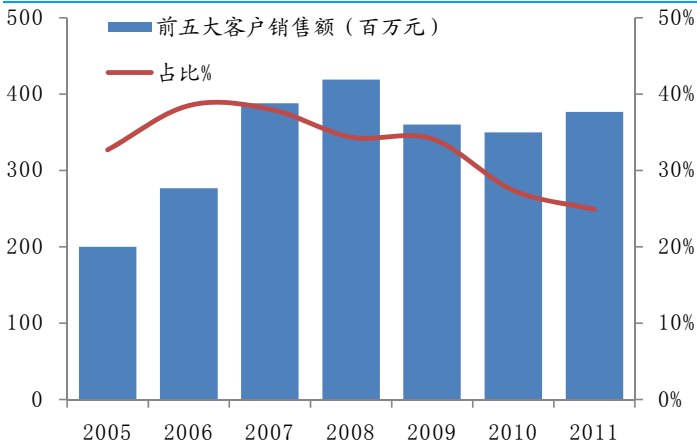
- 包装行业主要为其它行业及企业提供服务, 下游行业及企业的盈利能力及自身行业的竞争情况决定了包装企业的盈利水平。食品及日化类公司拥有较强的盈利水平, 但由于塑料软包装行业自身竞争较为激烈, 因此塑料软包装行业整体盈利能力在包装类企业来说, 处于中下水平。
- 公司的优势是拥有行业类优质客户群, 公司客户大多为全球/国内领先的食品/日化/医药公司, 重点客户包括伊利、雀巢、贝因美、美赞臣、统一、卡夫、喜之郎、宝洁、立白、雕牌、仁和、康恩贝等。相对而言, 下游龙头企业对包装物价格敏感度稍低, 因此公司盈利能力在业内属于较高水平。
  - 下游龙头企业一般会选择 3-4 家企业作为供应商, 这些企业一般不会对供应商过分压价, 以确保自身产品质量不出现问题。
  - 为了降低对单一客户的依赖性, 公司有意控制单一客户销售规模。目前公司客户分散, 对大客户依赖性不高, 前五名客户占公司营业收入比重约 25%左右, 呈逐年下降趋势。但前二十大客户占公司收入比重约 50%以上。
- 公司目前已与众多知名食品、洗涤类公司形成了稳定的合作关系, 奠定了公司在塑料软包装领域的领先地位。同时, 优质客户群亦为公司长期持续稳定的发展奠定了坚实的基础。
  - 2010 年 10 月, 永新股份荣膺宝洁全球“企业供应商卓越奖”。

图表22: 公司客户



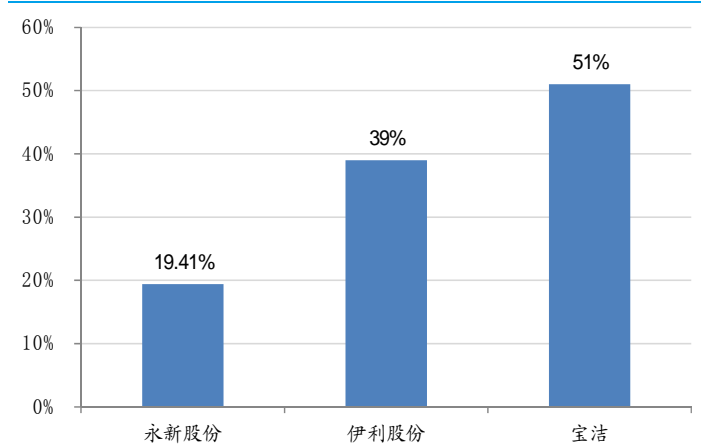
来源: 国金证券研究所、公司网站

图表23: 公司前五大客户销售额



来源: 国金证券研究所、公司财报

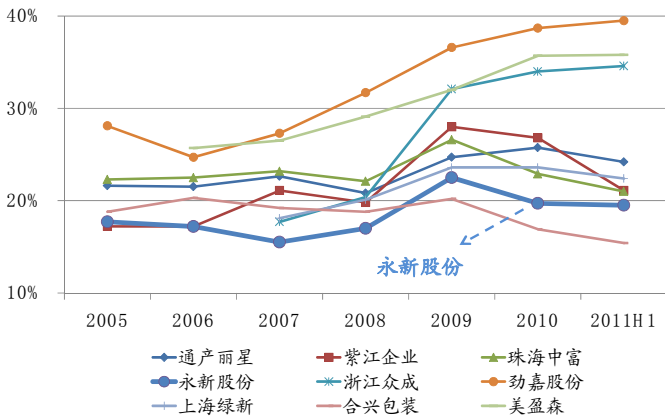
图表24: 公司与客户毛利率比较



### 卓越的管理

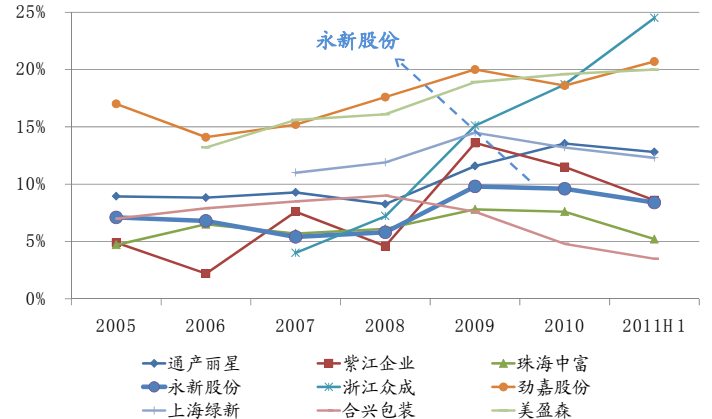
- 公司的核心竞争优势是卓越、高效的管理，这也是公司能在完全竞争的塑料软包装行业脱颖而出的主要原因。公司十分重视企业文化的培育和建设，承继徽商“诚信义”的优秀经营思想，并结合公司自身实际情况及塑料软包装行业特点，逐步形成一整套企业文化理念体系，增强了公司凝聚力和向心力。
- 公司凭借卓越的研发能力、完善的销售网络，快速响应终端客户需求，提供贴身周到的服务，与下游客户形成相对稳定的合作关系。
- 公司依靠优质管理获得较好的盈利性。
  - 公司 05-10 年毛利率 15%-22%、净利率 5%-10%，在包装类公司中处于较低水平，但公司依靠强大的营运能力，ROE 在包装类公司中处于前列。

图表25: 包装企业毛利率比较

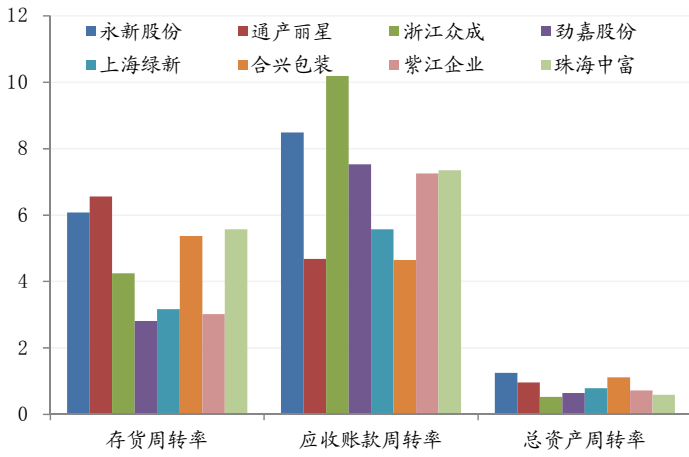


来源: 国金证券研究所、公司年报

图表26: 包装企业净利率比较

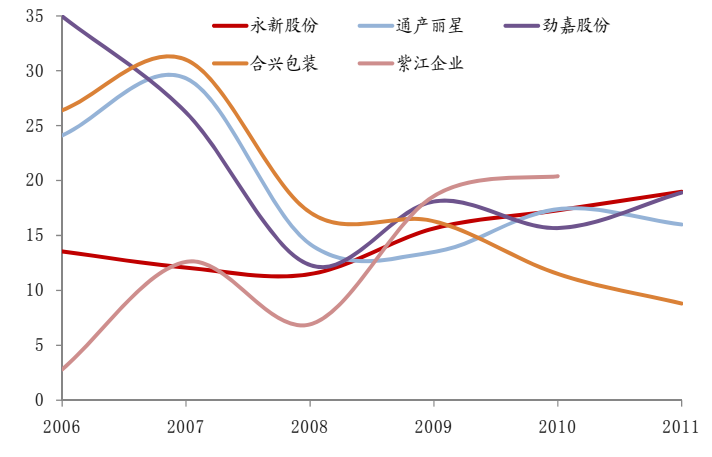


图表27: 包装企业营运能力比较



来源: 国金证券研究所、公司年报

图表28: 包装企业 ROE 比较

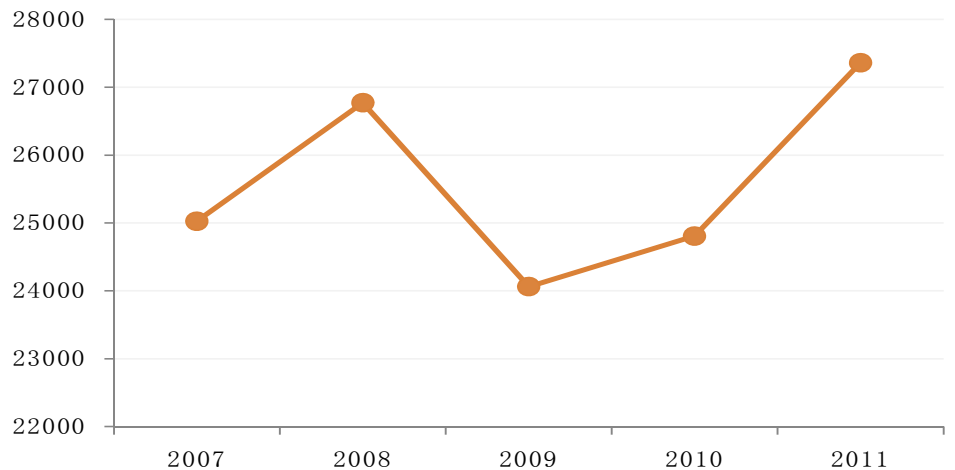


### 结构升级, 增强盈利力

- 结构升级将有力地提升公司未来二、三年盈利力, 结构升级包括三个方面: 一是产品结构升级; 二是设备升级, 效率提升; 三是一体化程度提高。
- 首先, 公司增发进军柔印柔印无溶剂塑料软包装和异型注塑包装领域, 从传统的食品、日化包装升级至卫生用品、休闲食品等高端需求, 这类包装性能较好, 安全卫生, 是公司未来重点发展方向, 毛利率也高于公司现有产品, 将进一步提升公司盈利力。
  - 柔印无溶剂塑料软包装下游是纸尿裤等卫生用品以及部分休闲食品, 毛利率较高, 预计 24%-25%, 比公司现有产品高 4-5 个百分点。
  - 异型注塑包装产品价格约 30000 元/吨, 高于公司现有产品, 毛利率 25% 以上。
- 其次, 公司广州及河北工厂, 由于设备老化, 效率低, 产品质量不佳, 因此盈利能力普遍较差, 净利率只有 4%-6% 之间, 显著低于公司本部黄山工厂, 拖累了公司整体盈利。2011 年公司广州 1.2 万吨多功能包装材料已投产, 替代原有老旧设备。而明年上半年河北工厂也将有 1 万吨新型高阻隔包装材料投产, 替代部分老旧设备, 设备水平的提升将提高公司的效率, 也将增强公司盈利力。
- 此外, 公司今年 3 月份还将有 1.2 万吨塑料软包装薄膜投产, 进一步提高公司一体化程度, 增强盈利的稳定性。



图表29: 公司塑料彩印复合软包装均价 (元/吨)

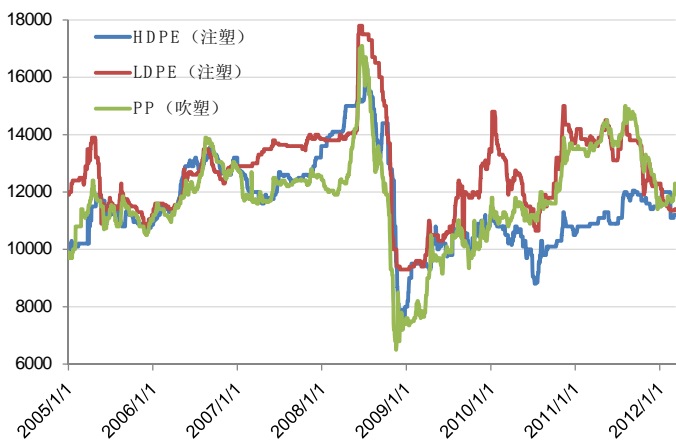


来源: 国金证券研究所

受益于成本下降

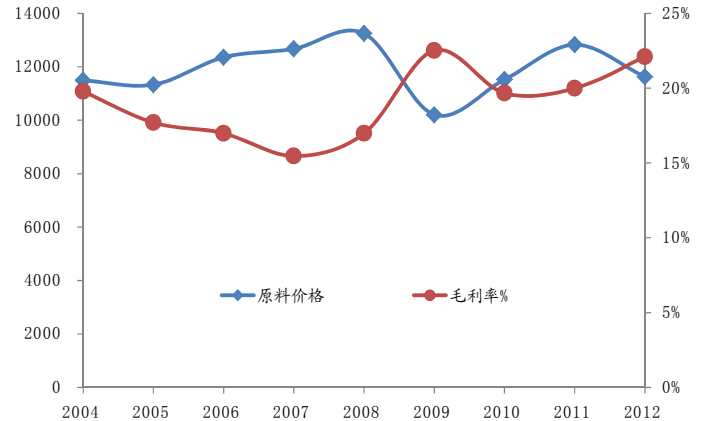
- 公司上游原料主要包括PE、PP 颗粒以及BOPP 和PET 薄膜。其中薄膜粒子占公司成本近64%。2011年受需求下滑影响, 原料价格普遍下跌, 其中PP、LDPE较高点下跌17%-24%, 我们预计PE、PP等原材料价格的下跌, 公司2012年毛利率将反弹, 一如09年的情况。而未来公司毛利率的改善主要靠新产品的研发及高毛利产品的推出。
- 2011年Q4公司毛利率、净利率环比分别上升3.1、3.4个百分点, 至22%、12.8%。
- 公司原料存货一般维持一个月左右, 成本传导需3个月, 除了中石化、中石油等大供应商需要签订年耗用量外, 大部分原料随用随买。一般是年初签订价格协议, 合同价格参照上年市场均价, 若市场变动, 随行调整。

图表30: 公司主要原料价格走势



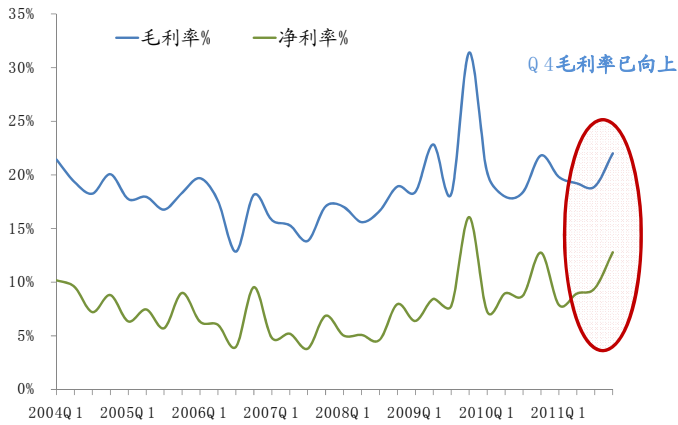
来源: 国金证券研究所

图表31: 公司毛利率 VS 原料价格走势



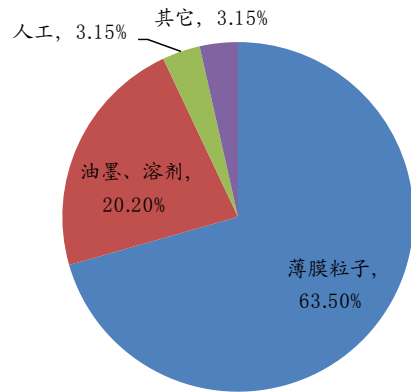


图表32: Q4 毛利率/净利率均已反弹



来源: 国金证券研究所

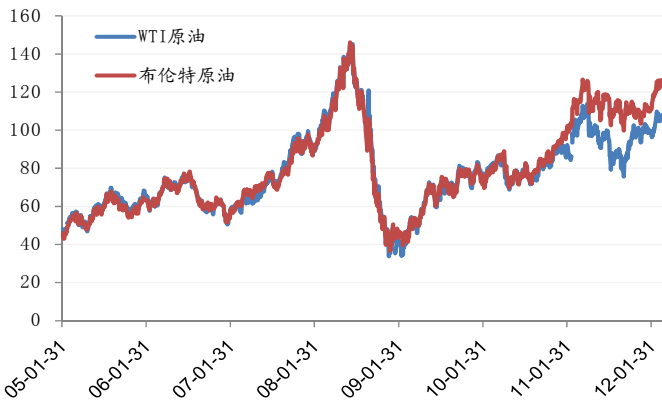
图表33: 永新成本结构



■ 原油价格是重要变量。

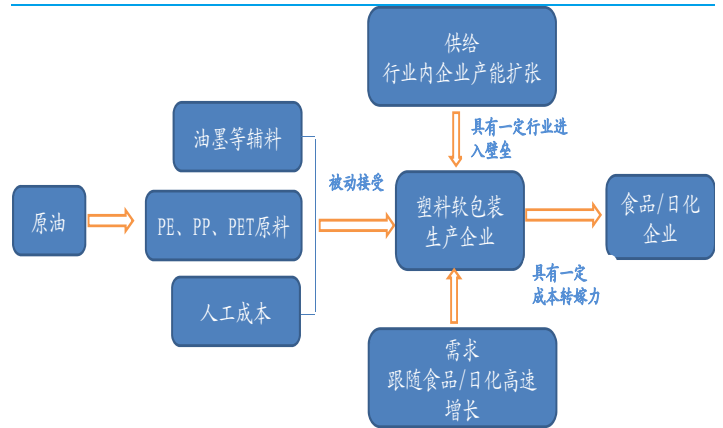
- 塑料包装企业的上游 PE、PP 等产品和原油价格走势密切相关，而且包装企业对于原料成本基本处于被动接受的地位，因此当前原油价格的反弹，对塑料软包装企业具有较大影响，能否向下游传导是塑料软包装行业盈利的关键。
- 而成本转嫁力一方面跟产品占下游行业成本比例，提供的附加值高低有关；另外一方面需看自身行业竞争状况。目前总的来说，塑料软包装行业仍属于充分竞争行业，行业具有一定成本转嫁力，但自身仍需承担部分成本压力。据了解原料成本上行，企业与客户成本分摊比例为 40%: 60%。

图表34: 原油价格已大幅反弹 (美元/吨)



来源: 国金证券研究所

图表35: 塑料包装企业产业链



盈利预测及估值

- 公司各产品销售收入、毛利率预测见销售预测表。
  - 毛利率假设: 2012 年原材料成本下降，毛利率反弹。
- 费用预测及税费假设如下表:

图表36: 公司营业/管理/所得税率预测

|        | 2009   | 2010   | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业费用率% | 5.31%  | 4.36%  | 4.50%  | 4.50%  | 4.50%  | 4.50%  |
| 管理费用率% | 5.25%  | 4.87%  | 4.39%  | 4.40%  | 4.40%  | 4.40%  |
| 所得税率%  | 15.91% | 14.71% | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |

来源: 国金证券研究所

■ EPS: 2012年1.03元、2013年1.23元、2014年1.45元。

- 根据上面假设, 我们预计公司 2011-2013 年营业收入为 17.61 亿元、21.42 亿元、25.91 亿元, 分别同比增长 16.4%、21.6%、21%。
- 2011-2013 年公司归属于母公司的净利润分别为 1.88 亿元、2.24 亿元、2.65 亿元; 实现全面摊薄 EPS 分别为 1.03 元、1.23 元、1.45 元。
- 我们认为塑料软包装行业将在下游食品、日化行业的拉动下保持高速增长, 公司作为国内塑料软包装的龙头企业, 在业内具有优质客户资源, 具有较强的竞争力, 收入增长确定性强。而且随着公司结构调整的进行, 进军高毛利的柔性软包装和异型注塑领域, 同时受益于成本下降, 公司盈利能力将趋于上升。我们建议“买入”, 给予公司未来 6-12 个月 20 元目标价位, 相当于 19.4X12PE 和 16.3X13PE。

图表37: 包装类公司估值比较

|      | EPS   |       |       | PE    |       |       | 股价        |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|
|      | 2011E | 2012E | 2013E | 2011E | 2012E | 2013E | 2012.3.23 |
| 永新股份 | 0.81  | 1.03  | 1.23  | 18.5  | 14.6  | 12.2  | 15.02     |
| 通产丽星 | 0.41  | 0.52  | 0.7   | 22.0  | 17.3  | 12.9  | 9         |
| 合兴包装 | 0.21  | 0.31  | 0.43  | 28.5  | 19.3  | 13.9  | 5.99      |
| 美盈森  | 0.59  | 0.96  | 1.88  | 33.2  | 20.4  | 10.4  | 19.58     |
| 浙江众成 | 0.61  | 0.77  | 1.01  | 29.4  | 23.3  | 17.8  | 17.93     |
| 紫江企业 | 0.42  | 0.52  | 0.62  | 10.8  | 8.7   | 7.3   | 4.54      |
| 珠海中富 | 0.12  | 0.15  | 0.32  | 29.3  | 23.4  | 11.0  | 3.51      |
| 劲嘉股份 | 0.6   | 0.78  | 1.05  | 16.9  | 13.0  | 9.7   | 10.15     |
| 上海绿新 | 0.64  | 0.84  | 1.06  | 22.5  | 17.1  | 13.6  | 14.38     |
| 平均   |       |       |       | 23.4  | 17.5  | 12.1  |           |

来源: 国金证券研究所

永新、通产、合兴盈利预测来自国金, 其它朝阳永续

。注:

**图表38: 公司收入分产品预测**

| 项 目                | 2009           | 2010           | 2011           | 2012E          | 2013E          | 2014E          |
|--------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>彩印复合包装</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 979.95         | 1,172.09       | 1,415.55       | 1,607.44       | 2,001.66       | 2,465.00       |
| 增长率 (YOY)          |                | 19.61%         | 20.77%         | 13.56%         | 24.52%         | 23.15%         |
| 毛利率                | 23.38%         | 19.42%         | 19.48%         | 21.90%         | 21.40%         | 21.10%         |
| 销售成本 (百万元)         | 750.88         | 944.48         | 1,139.77       | 1,255.41       | 1,573.31       | 1,944.89       |
| 增长率 (YOY)          |                | 25.78%         | 20.68%         | 10.15%         | 25.32%         | 23.62%         |
| 毛利 (百万元)           | 229.07         | 227.61         | 275.78         | 352.03         | 428.36         | 520.12         |
| 增长率 (YOY)          |                | -0.64%         | 21.16%         | 27.65%         | 21.68%         | 21.42%         |
| 占总销售额比重            | 92.92%         | 91.83%         | 93.55%         | 91.26%         | 93.46%         | 95.14%         |
| 占主营业务利润比重          | 96.44%         | 90.65%         | 91.18%         | 90.33%         | 92.53%         | 94.24%         |
| <b>真空镀铝产品</b>      |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 46.54          | 45.44          | 38.69          | 40.00          | 40.00          | 40.00          |
| 增长率 (YOY)          |                | -2.36%         | -14.87%        | 3.40%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 毛利率                | 2.90%          | 7.46%          | 5.93%          | 6.00%          | 6.00%          | 6.00%          |
| 销售成本 (百万元)         | 45.19          | 42.05          | 36.39          | 37.60          | 37.60          | 37.60          |
| 增长率 (YOY)          |                | -6.94%         | -13.46%        | 3.32%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 毛利 (百万元)           | 1.35           | 3.39           | 2.29           | 2.40           | 2.40           | 2.40           |
| 增长率 (YOY)          |                | 151.18%        | -32.33%        | 4.62%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 占总销售额比重            | 4.41%          | 3.56%          | 2.56%          | 2.27%          | 1.87%          | 1.54%          |
| 占主营业务利润比重          | 0.57%          | 1.35%          | 0.76%          | 0.62%          | 0.52%          | 0.43%          |
| <b>塑料软包装薄膜</b>     |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 13.87          | 28.93          | 29.44          | 84.00          | 70.00          | 56.00          |
| 增长率 (YOY)          |                | 108.48%        | 1.76%          | 185.37%        | -16.67%        | -20.00%        |
| 毛利率                | 5.86%          | 8.20%          | 13.24%         | 17.00%         | 16.00%         | 15.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 13.06          | 26.55          | 25.54          | 69.72          | 58.80          | 47.60          |
| 增长率 (YOY)          |                | 103.30%        | -3.82%         | 173.01%        | -15.66%        | -19.05%        |
| 毛利 (百万元)           | 0.81           | 2.37           | 3.90           | 14.28          | 11.20          | 8.40           |
| 增长率 (YOY)          |                | 191.73%        | 64.31%         | 266.42%        | -21.57%        | -25.00%        |
| 占总销售额比重            | 1.32%          | 2.27%          | 1.95%          | 4.77%          | 3.27%          | 2.16%          |
| 占主营业务利润比重          | 0.34%          | 0.94%          | 1.29%          | 3.66%          | 2.42%          | 1.52%          |
| <b>其它</b>          |                |                |                |                |                |                |
| 销售收入 (百万元)         | 14.21          | 29.93          | 29.42          | 30.00          | 30.00          | 30.00          |
| 增长率 (YOY)          |                | 110.65%        | -1.73%         | 1.99%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 毛利率                | 44.28%         | 59.21%         | 69.60%         | 70.00%         | 70.00%         | 70.00%         |
| 销售成本 (百万元)         | 7.92           | 12.21          | 8.94           | 9.00           | 9.00           | 9.00           |
| 增长率 (YOY)          |                | 54.21%         | -26.76%        | 0.64%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 毛利 (百万元)           | 6.29           | 17.72          | 20.47          | 21.00          | 21.00          | 21.00          |
| 增长率 (YOY)          |                | 181.67%        | 15.52%         | 2.57%          | 0.00%          | 0.00%          |
| 占总销售额比重            | 1.35%          | 2.35%          | 1.94%          | 1.70%          | 1.40%          | 1.16%          |
| 占主营业务利润比重          | 2.65%          | 7.06%          | 6.77%          | 5.39%          | 4.54%          | 3.80%          |
| <b>销售总收入 (百万元)</b> | <b>1054.57</b> | <b>1276.39</b> | <b>1513.09</b> | <b>1761.44</b> | <b>2141.66</b> | <b>2591.00</b> |
| <b>销售总成本 (百万元)</b> | <b>817.05</b>  | <b>1025.29</b> | <b>1210.64</b> | <b>1371.73</b> | <b>1678.71</b> | <b>2039.09</b> |
| <b>毛利 (百万元)</b>    | <b>237.52</b>  | <b>251.10</b>  | <b>302.44</b>  | <b>389.71</b>  | <b>462.96</b>  | <b>551.92</b>  |
| <b>平均毛利率</b>       | <b>22.52%</b>  | <b>19.67%</b>  | <b>19.99%</b>  | <b>22.12%</b>  | <b>21.62%</b>  | <b>21.30%</b>  |

来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

| 损益表 (人民币百万元)          |              |               |               |               |               |               | 资产负债表 (人民币百万元)  |            |              |              |              |              |              |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2009         | 2010          | 2011          | 2012E         | 2013E         | 2014E         |                 | 2009       | 2010         | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>1,055</b> | <b>1,276</b>  | <b>1,513</b>  | <b>1,761</b>  | <b>2,142</b>  | <b>2,591</b>  | 货币资金            | 310        | 305          | 339          | 483          | 382          | 475          |
| 增长率                   |              | 21.0%         | 18.5%         | 16.4%         | 21.6%         | 21.0%         | 应收款项            | 157        | 210          | 256          | 270          | 328          | 396          |
| <b>主营业务成本</b>         | <b>-817</b>  | <b>-1,025</b> | <b>-1,211</b> | <b>-1,372</b> | <b>-1,679</b> | <b>-2,039</b> | 存货              | 138        | 188          | 210          | 225          | 276          | 335          |
| %销售收入                 | 77.5%        | 80.3%         | 80.0%         | 77.9%         | 78.4%         | 78.7%         | 其他流动资产          | 31         | 37           | 24           | 29           | 36           | 43           |
| <b>毛利</b>             | <b>238</b>   | <b>251</b>    | <b>302</b>    | <b>390</b>    | <b>463</b>    | <b>552</b>    | 流动资产            | 636        | 740          | 830          | 1,008        | 1,022        | 1,250        |
| %销售收入                 | 22.5%        | 19.7%         | 20.0%         | 22.1%         | 21.6%         | 21.3%         | %总资产            | 65.2%      | 67.0%        | 63.2%        | 67.6%        | 58.7%        | 58.8%        |
| <b>营业税金及附加</b>        | <b>-1</b>    | <b>0</b>      | <b>-5</b>     | <b>-7</b>     | <b>-9</b>     | <b>-10</b>    | 长期投资            | 0          | 0            | 0            | 1            | 0            | 0            |
| %销售收入                 | 0.1%         | 0.0%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          | 0.4%          | 固定资产            | 318        | 322          | 428          | 440          | 677          | 834          |
| <b>营业费用</b>           | <b>-56</b>   | <b>-56</b>    | <b>-68</b>    | <b>-79</b>    | <b>-96</b>    | <b>-117</b>   | %总资产            | 32.6%      | 29.2%        | 32.6%        | 29.5%        | 38.9%        | 39.2%        |
| %销售收入                 | 5.3%         | 4.4%          | 4.5%          | 4.5%          | 4.5%          | 4.5%          | 无形资产            | 8          | 27           | 41           | 40           | 40           | 39           |
| <b>管理费用</b>           | <b>-55</b>   | <b>-62</b>    | <b>-66</b>    | <b>-78</b>    | <b>-94</b>    | <b>-114</b>   | 非流动资产           | 339        | 364          | 484          | 483          | 719          | 875          |
| %销售收入                 | 5.3%         | 4.9%          | 4.4%          | 4.4%          | 4.4%          | 4.4%          | %总资产            | 34.8%      | 33.0%        | 36.8%        | 32.4%        | 41.3%        | 41.2%        |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b>   | <b>126</b>   | <b>133</b>    | <b>163</b>    | <b>226</b>    | <b>264</b>    | <b>311</b>    | <b>资产总计</b>     | <b>975</b> | <b>1,104</b> | <b>1,314</b> | <b>1,491</b> | <b>1,740</b> | <b>2,125</b> |
| %销售收入                 | 11.9%        | 10.4%         | 10.7%         | 12.8%         | 12.3%         | 12.0%         | 短期借款            | 7          | 3            | 32           | 0            | 0            | 0            |
| <b>财务费用</b>           | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>7</b>      | <b>9</b>      | <b>9</b>      | 应付款项            | 222        | 270          | 343          | 371          | 454          | 552          |
| %销售收入                 | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%          | -0.4%         | -0.4%         | -0.3%         | 其他流动负债          | 48         | 60           | 57           | 57           | 69           | 84           |
| <b>资产减值损失</b>         | <b>-5</b>    | <b>-2</b>     | <b>-4</b>     | <b>-2</b>     | <b>0</b>      | <b>-1</b>     | 流动负债            | 276        | 333          | 433          | 428          | 524          | 636          |
| <b>公允价值变动收益</b>       | <b>1</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 长期贷款            | 0          | 0            | 0            | 0            | 0            | 1            |
| <b>投资收益</b>           | <b>0</b>     | <b>1</b>      | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 其他长期负债          | 0          | 0            | 15           | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 0.3%         | 0.5%          | 0.8%          | 0.0%          | 0.0%          | 0.0%          | <b>负债</b>       | <b>276</b> | <b>333</b>   | <b>448</b>   | <b>428</b>   | <b>524</b>   | <b>637</b>   |
| <b>营业利润</b>           | <b>121</b>   | <b>131</b>    | <b>160</b>    | <b>231</b>    | <b>272</b>    | <b>319</b>    | <b>普通股股东权益</b>  | <b>684</b> | <b>751</b>   | <b>843</b>   | <b>1,031</b> | <b>1,178</b> | <b>1,443</b> |
| 营业利润率                 | 11.5%        | 10.3%         | 10.6%         | 13.1%         | 12.7%         | 12.3%         | 少数股东权益          | 15         | 20           | 23           | 32           | 39           | 45           |
| <b>营业外收支</b>          | <b>1</b>     | <b>12</b>     | <b>14</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>负债股东权益合计</b> | <b>975</b> | <b>1,104</b> | <b>1,314</b> | <b>1,491</b> | <b>1,740</b> | <b>2,125</b> |
| <b>税前利润</b>           | <b>122</b>   | <b>143</b>    | <b>174</b>    | <b>231</b>    | <b>272</b>    | <b>319</b>    | <b>比率分析</b>     |            |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 11.6%        | 11.2%         | 11.5%         | 13.1%         | 12.7%         | 12.3%         |                 | 2009       | 2010         | 2011         | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>所得税</b>            | <b>-19</b>   | <b>-21</b>    | <b>-26</b>    | <b>-35</b>    | <b>-41</b>    | <b>-48</b>    | <b>每股指标</b>     |            |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 15.9%        | 14.7%         | 15.0%         | 15.0%         | 15.0%         | 15.0%         | 每股收益            | 0.723      | 0.861        | 0.808        | 1.025        | 1.226        | 1.450        |
| <b>净利润</b>            | <b>103</b>   | <b>122</b>    | <b>148</b>    | <b>197</b>    | <b>231</b>    | <b>271</b>    | 每股净资产           | 4.913      | 5.333        | 4.609        | 5.634        | 6.437        | 7.887        |
| <b>少数股东损益</b>         | <b>2</b>     | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>9</b>      | <b>7</b>      | <b>6</b>      | 每股经营现金净流        | 0.835      | 0.891        | 1.078        | 1.399        | 1.507        | 1.869        |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>101</b>   | <b>121</b>    | <b>148</b>    | <b>188</b>    | <b>224</b>    | <b>265</b>    | 每股股利            | 0.300      | 0.250        | 0.450        | 0.000        | 0.000        | 0.000        |
| 净利率                   | 9.5%         | 9.5%          | 9.8%          | 10.6%         | 10.5%         | 10.2%         | <b>回报率</b>      |            |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |               |               |               |               |               | 净资产收益率          | 14.72%     | 16.15%       | 17.53%       | 18.19%       | 19.05%       | 18.38%       |
|                       | 2009         | 2010          | 2011          | 2012E         | 2013E         | 2014E         | 总资产收益率          | 10.33%     | 10.98%       | 11.25%       | 12.58%       | 12.90%       | 12.49%       |
| <b>净利润</b>            | <b>103</b>   | <b>122</b>    | <b>148</b>    | <b>197</b>    | <b>231</b>    | <b>271</b>    | 投入资本收益率         | 14.98%     | 14.63%       | 15.40%       | 18.07%       | 18.43%       | 17.75%       |
| <b>少数股东损益</b>         | <b>0</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>增长率</b>      |            |              |              |              |              |              |
| <b>非现金支出</b>          | <b>49</b>    | <b>43</b>     | <b>47</b>     | <b>51</b>     | <b>64</b>     | <b>94</b>     | 主营业务收入增长率       | -13.52%    | 21.03%       | 18.54%       | 16.41%       | 21.59%       | 20.98%       |
| <b>非经营收益</b>          | <b>-1</b>    | <b>-4</b>     | <b>-4</b>     | <b>16</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | EBIT增长率         | 29.72%     | 5.70%        | 22.46%       | 38.90%       | 16.77%       | 17.88%       |
| <b>营运资金变动</b>         | <b>-35</b>   | <b>-36</b>    | <b>6</b>      | <b>-8</b>     | <b>-20</b>    | <b>-23</b>    | 净利润增长率          | 47.97%     | 20.40%       | 21.95%       | 26.88%       | 19.65%       | 18.24%       |
| <b>经营活动现金净流</b>       | <b>116</b>   | <b>125</b>    | <b>197</b>    | <b>256</b>    | <b>276</b>    | <b>342</b>    | 总资产增长率          | 7.07%      | 13.22%       | 19.00%       | 13.48%       | 16.74%       | 22.10%       |
| <b>资本开支</b>           | <b>-59</b>   | <b>-79</b>    | <b>-144</b>   | <b>-63</b>    | <b>-299</b>   | <b>-250</b>   | <b>资产管理能力</b>   |            |              |              |              |              |              |
| <b>投资</b>             | <b>1</b>     | <b>0</b>      | <b>5</b>      | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 应收账款周转天数        | 41.5       | 41.7         | 43.0         | 43.0         | 43.0         | 43.0         |
| <b>其他</b>             | <b>4</b>     | <b>3</b>      | <b>1</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 存货周转天数          | 54.8       | 58.0         | 60.0         | 60.0         | 60.0         | 60.0         |
| <b>投资活动现金净流</b>       | <b>-53</b>   | <b>-76</b>    | <b>-138</b>   | <b>-64</b>    | <b>-299</b>   | <b>-250</b>   | 应付账款周转天数        | 46.7       | 36.6         | 39.4         | 40.0         | 40.0         | 40.0         |
| <b>股权募资</b>           | <b>0</b>     | <b>12</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>-77</b>    | <b>0</b>      | 固定资产周转天数        | 109.9      | 85.6         | 93.0         | 78.1         | 87.6         | 101.5        |
| <b>债权募资</b>           | <b>-7</b>    | <b>-3</b>     | <b>29</b>     | <b>-47</b>    | <b>0</b>      | <b>1</b>      | <b>偿债能力</b>     |            |              |              |              |              |              |
| <b>其他</b>             | <b>-45</b>   | <b>-59</b>    | <b>-52</b>    | <b>-1</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | 净负债/股东权益        | -43.43%    | -39.17%      | -35.47%      | -45.46%      | -31.44%      | -31.88%      |
| <b>筹资活动现金净流</b>       | <b>-52</b>   | <b>-50</b>    | <b>-22</b>    | <b>-48</b>    | <b>-77</b>    | <b>1</b>      | EBIT利息保障倍数      | -468.2     | 511.8        | 2,403.2      | -30.3        | -29.4        | -35.2        |
| <b>现金净流量</b>          | <b>11</b>    | <b>-2</b>     | <b>37</b>     | <b>144</b>    | <b>-101</b>   | <b>93</b>     | 资产负债率           | 28.36%     | 30.17%       | 34.07%       | 28.72%       | 30.10%       | 29.98%       |

来源：公司年报、国金证券研究所

**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  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0   | 2    | 6    | 15   | 29   |
| 买入 | 0   | 0    | 0    | 2    | 5    |
| 持有 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.00 | 1.00 | 1.08 | 1.12 |

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明:**

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

| 上海                             | 北京                              | 深圳                         |
|--------------------------------|---------------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979               | 电话: 0755-33516015          |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 5599-8803          | 传真: 0755-33516020          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn      | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100032                      | 邮编: 518026                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层 | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B   |