

# 稳健增长的塑料软包装龙头

## ——永新股份（002014）调研快报

2012年4月21日

推荐/ 首次

永新股份

调研快报

王明德	分析师	执业证书编号: S1480511100001
联系人: 孙玉姣	010-6655 4090	邮箱: sunyj@dxzq.net.cn

### 事件:

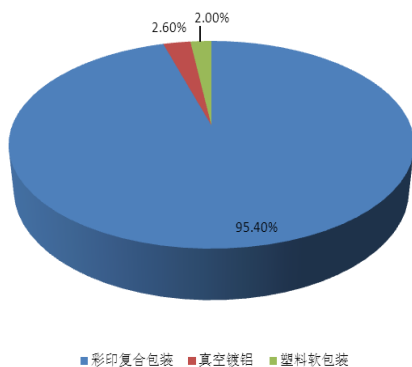
我近期调研了永新股份，与公司进行了深入交流。

### 评论:

#### 1、公司为国内塑料软包装的龙头企业，拥有诸多食品、日化等行业优质客户

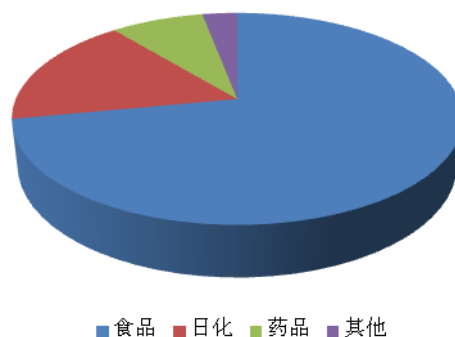
公司目前在塑料软包装细分行业市场占有率约为5%，排全国第一。公司主要产品为塑胶彩印复合软包装材料、真空镀铝膜、多功能高阻隔薄膜等。其中93.5%的营业收入来自彩印复合包装材料。下游行业为食品、日化和医药等行业，2011年，公司食品包装、日化包装和药品包装的占比分别为72%、17%和8%左右。

图 1: 公司 2011 年营业收入结构



资料来源: 公司公告

图 2: 公司产品下游需求结构



资料来源: 公司资料

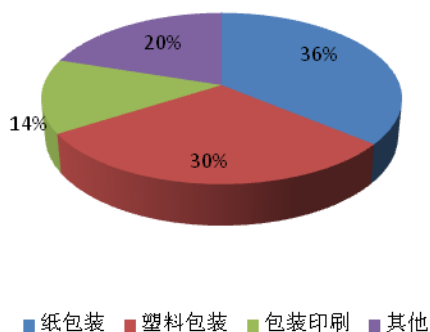
公司下游客户群主要以食品日化类跨国企业、国内行业龙头企业或品牌企业为主，如宝洁、伊利股份等。并依靠良好的质量和服务优势，进入宝洁的全球配套体系，除此，公司在东南亚及北美市场均有斩获，出口占比逐步扩大，2011年出口收入8264万元，占营业收入的比重达到5.5%。

## 2、受益于下游行业的快速增长以及塑料软包装对其他包装的替代

塑料包装行业在中国仍处于发展阶段，对玻璃等包装材质的替代趋势仍旧存在。其下游应用领域主要为食品包装、日化包装、医药包装、农药等，分别约占69%、13%、9%、9%的比例。食品制造业过去十年的销售年复合增长率达到25%左右，医药销售增速在21%。未来五年，食品制造、医药行业将继续保持15%-20%的销售增速，而日化行业的结构升级将继续，比如洗衣液对于洗衣粉的替代，这对于中高端彩印复合包装都会有较大的促进作用。过去十年我国软包装薄膜主营收入年复合增速约为14%，根据《复合膜软包装行业“十二五”规划》，十二五期间年均增长将达15%以上。

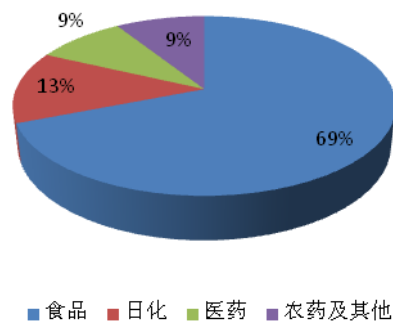
同时，我国的软包装行业分散，集中度极低，中小企业偏多，前五大的市场集中度不到15%，远低于发达国家的水平。随着下游行业大企业的崛起、集中度的提升以及对于包装的安全、质量等要求提高，软包装行业的市场份额会逐步向优势企业集中。永新股份作为龙头企业，其市场占有率会进一步提高。

图 3：包装行业规模结构（2010 年）



资料来源：中国造纸年鉴

图 4：塑料包装的下游需求结构



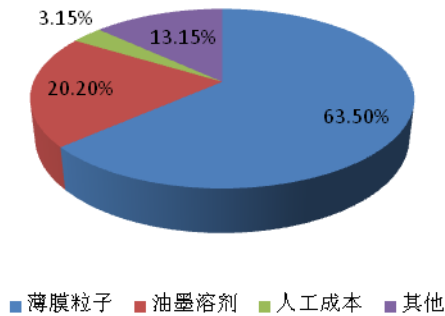
资料来源：中国包装联合会

## 3、规模经济以及产品结构调整提升公司成本转嫁能力

公司持续进行产品结构的调整以及优质客户的筛选，逐步砍掉低毛利率产品，增强客户关系，提高客户稳定性；并通过稳定的质量和优质的服务提高产品的议价能力。对下游客户来讲，一般选择3家左右的供应商作为长期合作伙伴，一般不会轻易改变；且下游行业如食品、医药、日化行业的盈利水平较高，稳定性强，不会过于压缩其包装供应商的利润空间。另外，随着公司规模扩大，规模经济逐步发挥作用，风险分散能力不断增强。

短期来看，其主要原材料如BOPP膜、PET膜、PE膜及粒料、CPP膜及PP粒料等，大多存在产能过剩，仍处于价格低位，在2012年整体需求放缓的情况下，大幅波动可能性较小。公司原材料成本压力较上一轮周期有所弱化。

图 5：公司产品成本构成



资料来源：公司资料

图 6：销售毛利率与净利率



资料来源：公司公告

#### 4、增发项目符合行业发展趋势，前景看好

此次增发项目为四项：1.6 万吨柔性无溶剂复合软包装项目、年产1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目、年产3,500 吨异型注塑包装材料项目以及年产1.2 万吨多功能包装新材料项目。后两个项目以自我配套为主，其中第四个项目为薄膜项目，4月份已经试产成功；3500吨异性注塑包装材料项目用于饮料和洗衣液的包装，之前公司这部分产品全部外购。项目达产后，公司产业链有所延长，自我配套能力提高。柔性无溶剂复合软包装项目符合行业发展方向。软包装的柔印比例在发达国家较高，如北美已经占到75%，欧洲为57%，我国仅有10%左右，提升空间较大。此项目主要配套卫生用品及纸塑产品包装，如纸尿裤、休闲食品等，配套行业的增速较快，达到20%以上。

项目达产后，较原有产能提升50%左右，自我配套比例提高，产品结构继续优化和多样化，配套的下游产品更趋丰富。预计新增营业收入9.5亿元，利润总额1.08亿元。

表 1：现有产能及增发产能

产品线	现有产能	增发项目
彩印包装	5.5 万吨	2.6 万吨
真空镀膜	8000 吨	
多功能膜	2.5 万吨	1.2 万吨
注塑		3500 吨

资料来源：公司资料、东兴证券

表 2: 增发募投项目

项目	实施主体	项目定位
1.6 万吨柔性无溶剂复合软包装项目	黄山总部	卫生用品和纸塑产品包装
年产 1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目	河北公司	产品升级和结构调整
年产 3,500 吨异型注塑包装材料项目	黄山总部	饮料和液洗包装, 自我配套为主
年产 1.2 万吨多功能包装新材料项目	黄山总部	自我配套为主

资料来源: 公司资料、东兴证券

## 盈利预测及投资评级

我们预测2012-2014年公司营业收入为17.7亿元、21.6亿元和26亿元；归属于母公司股东的净利润分别为1.86亿元、2.26亿和2.72亿元，EPS分别为1.0元、1.22元和1.46元。对应目前估值分别为15.30倍、12.54倍和10.48倍。

公司作为食品、日化塑料软包装的龙头企业，拥有稳定、优质的大型食品、日化龙头企业，订单稳定，盈利能力稳健。公司新增募投项目完善自我配套，并拓展产品线，盈利能力提升。作为包装印刷子行业成长性、盈利性居前的企业，公司应该享受高于行业平均的估值水平，6个月目标价18元。首次给予“推荐”评级。

表 3: 包装印刷类公司估值比较

代码	简称	每股收益 (元)			市盈率 PE		
		11A	12E	13E	11A	12E	13E
600210.SH	紫江企业	0.45	0.53	0.62	10.49	8.91	7.61
002191.SZ	劲嘉股份	0.61	0.79	1	16.56	12.78	10.10
000659.SZ	珠海中富	0.05	0.12	0.16	75.40	31.42	23.56
002303.SZ	美盈森	0.6	0.82	1	31.87	23.32	19.12
002565.SZ	上海绿新	0.64	0.87	1.1	21.33	15.69	12.41
002014.SZ	永新股份	0.81	1	1.26	18.89	15.30	10.48
002243.SZ	通产丽星	0.4	0.53	0.67	22.15	16.72	13.22
002228.SZ	合兴包装	0.21	0.33	0.47	28.33	18.03	12.66
	行业平均				28.13	17.77	13.65

利润表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	1,513.09	1,770.00	16.98%	2,160.00	22.03%	2,600.00	20.37%
营业成本	1,210.65	1,407.15	16.23%	1,721.52	22.34%	2,074.80	20.52%
营业费用	68.07	77.88	14.42%	92.88	19.26%	109.20	17.57%
管理费用	66.43	79.65	19.90%	95.04	19.32%	111.80	17.63%
财务费用	0.07	(0.20)	N/A	(0.22)	N/A	(0.93)	N/A
投资收益	1.37	2.00	46.37%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
营业利润	160.27	205.75	28.38%	250.62	21.81%	304.53	21.51%
利润总额	173.88	222.75	28.11%	269.12	20.81%	324.53	20.59%
所得税	26.08	34.53	32.37%	40.37	16.92%	48.68	20.59%
净利润	147.79	188.23	27.36%	228.75	21.53%	275.85	20.59%
归属母公司所有者的净利润	147.84	186.23	25.96%	225.75	21.22%	271.85	20.42%
NOPLAT	136.28	173.69	27.45%	212.84	22.54%	258.06	21.25%
资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	339.05	265.50	-21.69%	324.00	22.03%	390.00	20.37%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	190.54	218.22	14.53%	266.30	22.03%	320.55	20.37%
预付款项	23.04	24.45	6.11%	26.17	7.04%	28.25	7.93%
存货	210.41	231.31	9.93%	282.99	22.34%	341.06	20.52%
流动资产合计	829.67	815.91	-1.66%	992.46	21.64%	1,191.54	20.06%
非流动资产	484.07	746.58	54.23%	871.85	16.78%	807.81	-7.35%
资产总计	1,313.74	1,562.49	18.93%	1,864.31	19.32%	1,999.35	7.24%
短期借款	31.83	30.83	-3.14%	29.83	-3.24%	28.83	-3.35%
应付帐款	152.25	173.48	13.95%	212.24	22.34%	255.80	20.52%
预收款项	8.85	8.85	0.00%	8.85	0.00%	8.85	0.00%
流动负债合计	432.65	457.36	5.71%	539.57	17.97%	630.84	16.92%
非流动负债	15.00	15.00	0.00%	15.00	0.00%	15.00	0.00%
少数股东权益	22.61	24.61	8.85%	27.61	12.19%	31.61	14.49%
母公司股东权益	843.48	967.27	14.68%	1,114.01	15.17%	1,290.71	15.86%
净营运资本	397.02	358.55	-9.69%	452.88	26.31%	560.70	23.81%
投入资本 IC	558.87	757.21	35.49%	847.45	11.92%	961.15	13.42%
现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	147.79	188.23	27.36%	228.75	21.53%	275.85	20.59%
折旧摊销	42.78	0.00	N/A	91.16	N/A	103.26	13.27%
净营运资金增加	(10.06)	(38.47)	N/A	94.34	N/A	107.81	14.29%
经营活动产生现金流	197.38	218.31	10.60%	280.86	28.65%	333.37	18.70%
投资活动产生现金流	(138.07)	(248.00)	N/A	(198.00)	N/A	(78.00)	N/A

融资活动产生现金流	(21.10)	(63.23)	N/A	(79.79)	N/A	(95.22)	N/A
现金净增（减）	38.20	(92.92)	N/A	3.06	N/A	160.15	5125.49%

东兴证券

## 分析师简介

---

### 王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

## 联系人简介

---

### 孙玉姣

南开大学理学学士、金融学硕士，2007-2011年在保险资产管理公司从事消费行业研究。2011年加盟东兴证券研究所，轻工、造纸行业高级研究员。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：



以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。