

永新股份 (002014.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

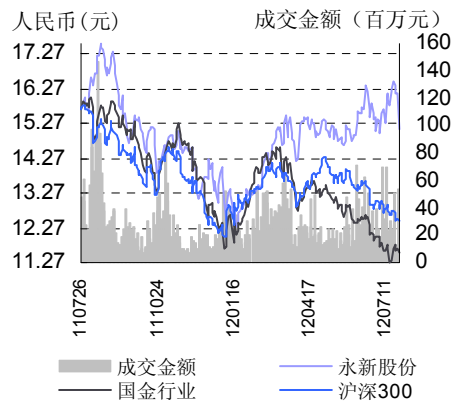
市价(人民币): 15.34元

业绩符合预期, 定增完成开启新成长

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)	183.05
总市值(百万元)	32.79
年内股价最高最低(元)	17.58/12.30
沪深 300 指数	2360.08
中小板指数	4985.39



相关报告

1. 《毛利率提升驱动业绩增长》, 2012.4.20
2. 《攻守兼备的优质选手》, 2012.3.26

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

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	0.864	1.037	1.228
每股净资产(元)	5.33	4.61	5.63	6.86	8.32
每股经营性现金流(元)	0.89	1.08	1.40	1.51	1.88
市盈率(倍)	27.57	17.83	17.71	14.76	12.46
行业优化市盈率(倍)	41.86	12.09	9.50	9.50	9.50
净利润增长率(%)	20.40%	21.95%	26.88%	20.01%	18.49%
净资产收益率(%)	16.15%	17.53%	18.19%	17.92%	17.52%
总股本(百万股)	140.78	183.02	217.17	217.17	217.17

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 永新股份 2012H1 实现净利润 8112.3 万元, 同比增长 30.5%, EPS 0.374 元, 每 10 股转增 5 股。公司业绩符合我们预期, 同时公司预计 2012.1-2012.9 归属上市股东净利润增长 20%-40%。

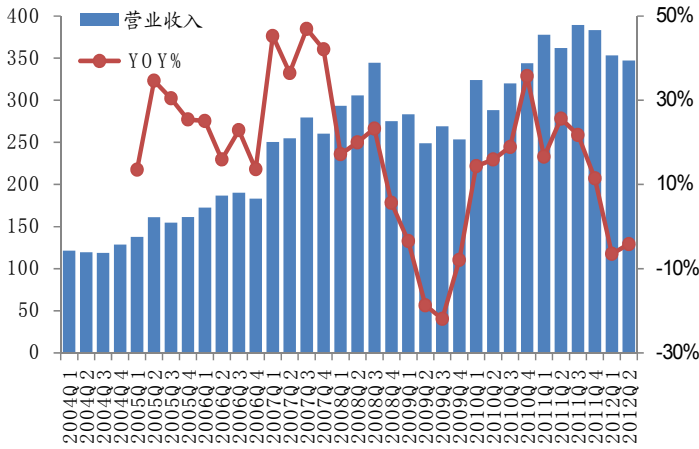
经营分析

- **收入二季度环比有所改善:** 公司上半年实现营业收入 7.07 亿元, 同比下滑 5.3%。其中二季度收入 3.47 亿元, 同比下滑 4.2%, 下降幅度较一季度有所收敛。公司产品主要用于食品、日化以及医药/农药包装, 属于类消费行业。由于国内经济增速的下滑, 后市可能会对消费产生一定影响, 因此预计公司下半年收入改善幅度可能有限。
- **毛利率提升&营业外收入是推动业绩增长主要动力:** 在收入下滑的背景下, 公司上半年业绩增长主要来自毛利率的提升及营业外收入贡献。受益于原料成本的下跌, 公司上半年毛利率达到 22.7% (Q2 与 Q1 毛利率同为 22.7%), 比去年同期上升 3.2 个百分点。此外, 今年上半年营业外净收入 1018 万元, 占利润总额近 11%。
- **定增完成, 将开启新一轮成长:** 公司 7 月初完成定向增发, 共募投资金净额 4.15 亿元, 主要投向柔性无溶剂复合软包装及异型注塑等项目, 均属于高成长、高盈利产品。定增项目投产后, 公司产能将增长 50%左右, 我们预计定增项目的陆续投产可确保公司未来三年成长。

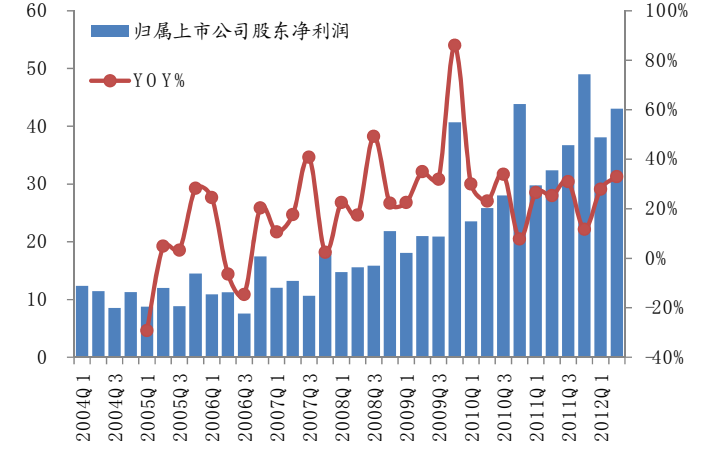
盈利预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测, 2012-2014 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.88 亿元、2.24 亿元、2.65 亿元; 实现全面摊薄 EPS 分别为 0.86 元、1.04 元、1.23 元 (未考虑送股摊薄, 待执行时, 另行调整)。
- 我们认为公司作为国内塑料软包装的龙头企业, 拥有优质客户资源, 具有较强的竞争力。定增项目有望确保公司未来三年的收入增长, 而且随着公司进军高毛利的柔性软包装和异型注塑领域, 公司盈利能力将趋于上升, 我们维持“买入”评级。

图表1: 永新股份收入 (百万元)

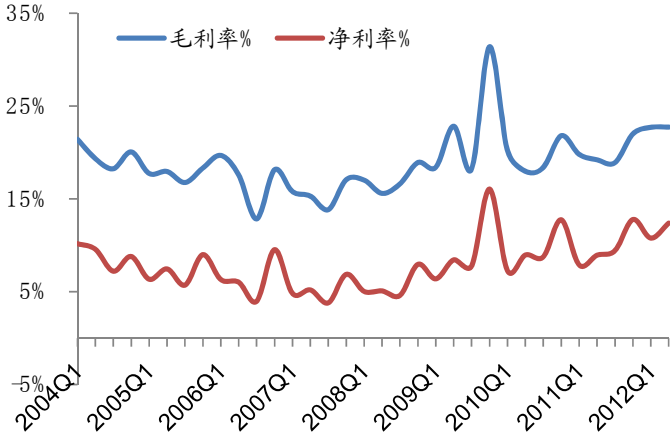


图表2: 永新股份净利润 (百万元)



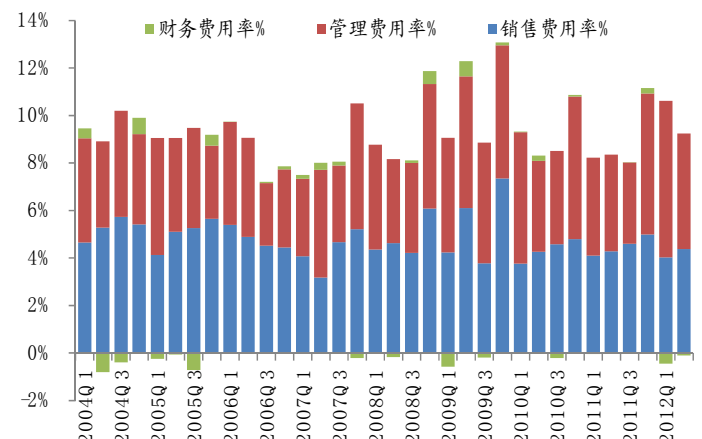
来源: 公司报表、国金证券研究所

图表3: 永新股份盈利能力



来源: 公司报表、国金证券研究所

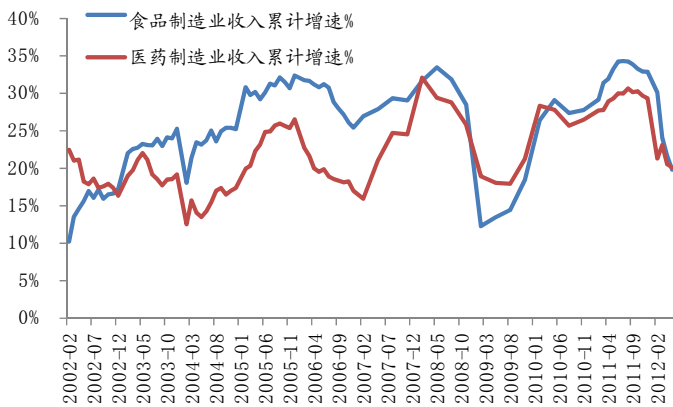
图表4: 永新股份期间费用



收入承压

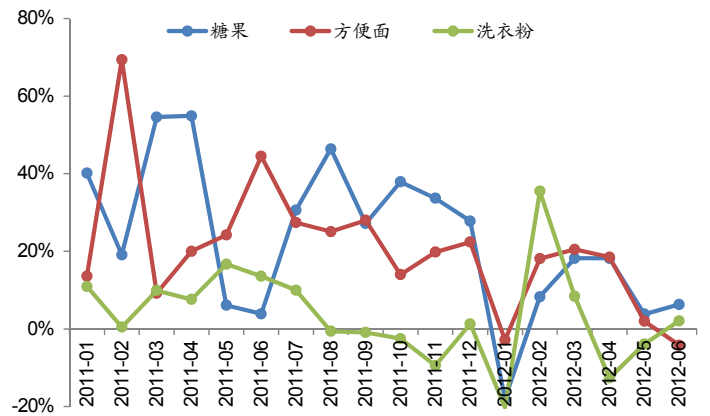
- 公司主营塑料彩印复合软包装材料，主要用于食品包装（奶粉、豆粉、方便面、糖果、冷冻食品、干货、果冻等）、洗涤用品包装（洗衣粉、肥皂、牙膏等）、医药/农药包装及其它产品包装。其中食品包装占公司收入比重 60% 以上。
- 从数据看，最近几个月下游行业无论是收入增速，还是产品增速都呈下降趋势，同时由于消费的滞后性，因此我们预计公司下半年收入改善幅度可能有限。

图表5: 下游行业收入增长



来源: WIND、国金证券研究所

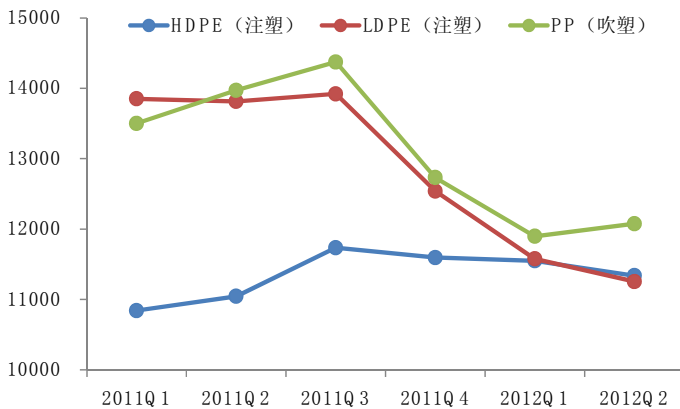
图表6: 下游部分产品产量增速%



成本驱动业绩增长

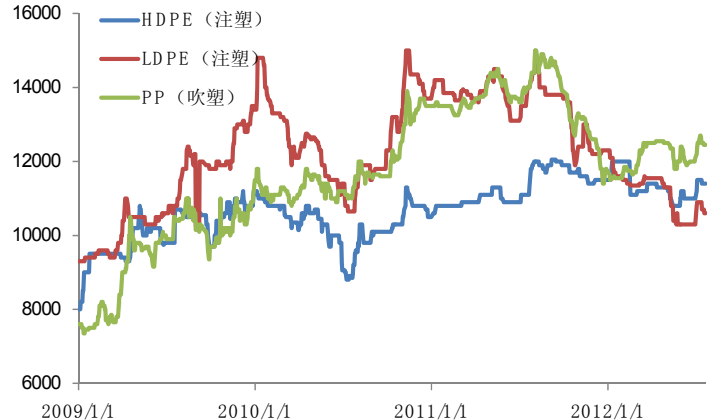
- 公司上游原料主要包括 PE、PP 颗粒以及 BOPP 和 PET 薄膜。其中薄膜粒子占公司成本近 64%。
- 2011 年三季度以来受需求下滑影响，原料价格普遍下跌。今年上半年 PP、LDPE 较去年同期下跌 12%-18%，其中二季度 PP、LDPE 同比分别下跌 13.5%、19.5%。PE、PP 等原材料价格的下跌提升了公司毛利率，驱动公司业绩快速增长。
- 由于目前经济仍未有改善，塑料颗粒的需求依然疲弱，我们预计成本逻辑将贯穿全年，公司今年业绩增长将主要来自成本贡献。

图表7: 公司原料价格-季度 (元/吨)



来源: 百川资讯、国金证券研究所

图表8: 公司原料价格-天 (元/吨)



定增项目是公司未来主要看点

- 公司 7 月初完成定向增发，共发行股份 3140.75 万股，募投资金净额 4.15 亿元。募集资金投向 4 个项目：1、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。
- 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。其中柔版无溶剂复合软包装具有生产效率高、印刷成本低、安

全卫生性好等优点，主要用于卫生用品如纸尿裤及休闲食品包装，毛利率 24%-25%。

- 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。异型注塑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。异型注塑项目主要应用领域为饮料行业和洗衣液行业，毛利率估计 25% 以上。
- 公司定增项目如柔印复合软包装、异型注塑包装均属于高成长行业，年需求增速 20%-30%，我们预计定增项目的陆续投产可确保公司未来三年成长。

图表9：公司现有产能及增发项目（万吨）

现有产能	彩印复合软包装	真空镀铝膜产品	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	2013	柔性无溶剂复合软包装
河北	0.35			2012H2-2013	异型注塑包装材料
河北	1			2013	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

盈利预测与投资建议

- 我们维持公司盈利预测，2012-2014 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.88 亿元、2.24 亿元、2.65 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.86 元、1.04 元、1.23 元。
- 我们认为公司作为国内塑料软包装的龙头企业，拥有优质客户资源，具有较强的竞争力。定增项目有望确保公司未来三年的收入增长，而且随着公司进军高毛利的柔性软包装和异型注塑领域，公司盈利能力将趋于上升，我们维持“买入”评级。

图表10: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,055	1,276	1,513	1,761	2,142	2,591
增长率		21.0%	18.5%	16.4%	21.6%	21.0%
主营业务成本	-817	-1,025	-1,211	-1,372	-1,679	-2,039
%销售收入	77.5%	80.3%	80.0%	77.9%	78.4%	78.7%
毛利	238	251	302	390	463	552
%销售收入	22.5%	19.7%	20.0%	22.1%	21.6%	21.3%
营业税金及附加	-1	0	-5	-7	-9	-10
%销售收入	0.1%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-56	-56	-68	-79	-96	-117
%销售收入	5.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-55	-62	-66	-78	-94	-114
%销售收入	5.3%	4.9%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
息税前利润 (EBIT)	126	133	163	226	264	311
%销售收入	11.9%	10.4%	10.7%	12.8%	12.3%	12.0%
财务费用	0	0	0	7	10	10
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.4%	-0.5%	-0.4%
资产减值损失	-5	-2	-4	-2	0	-1
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.5%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	121	131	160	231	273	321
营业利润率	11.5%	10.3%	10.6%	13.1%	12.8%	12.4%
营业外收支	1	12	14	0	0	0
税前利润	122	143	174	231	273	321
利润率	11.6%	11.2%	11.5%	13.1%	12.8%	12.4%
所得税	-19	-21	-26	-35	-41	-48
所得税率	15.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	103	122	148	197	232	273
少数股东损益	2	1	0	9	7	6
归属于母公司的净利润	101	121	148	188	225	267
净利率	9.5%	9.5%	9.8%	10.6%	10.5%	10.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	103	122	148	197	232	273
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	49	43	47	51	64	94
非经营收益	-1	-4	-4	16	0	0
营运资金变动	-35	-36	6	-8	-20	-23
经营活动现金净流	116	125	197	256	276	343
资本开支	-59	-79	-144	-63	-299	-250
投资	1	0	5	-1	0	0
其他	4	3	1	0	0	0
投资活动现金净流	-53	-76	-138	-64	-299	-250
股权募资	0	12	0	0	0	0
债权募资	-7	-3	29	-47	0	1
其他	-45	-59	-52	-1	0	0
筹资活动现金净流	-52	-50	-22	-48	0	1
现金净流量	11	-2	37	144	-23	94

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	310	305	339	483	461	555
应收款项	157	210	256	270	328	396
存货	138	188	210	225	276	335
其他流动资产	31	37	24	29	36	43
流动资产	636	740	830	1,008	1,100	1,329
%总资产	65.2%	67.0%	63.2%	67.6%	60.5%	60.3%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	318	322	428	440	677	834
%总资产	32.6%	29.2%	32.6%	29.5%	37.2%	37.8%
无形资产	8	27	41	40	40	39
非流动资产	339	364	484	483	719	875
%总资产	34.8%	33.0%	36.8%	32.4%	39.5%	39.7%
资产总计	975	1,104	1,314	1,491	1,819	2,205
短期借款	7	3	32	0	0	0
应付款项	222	270	343	371	454	552
其他流动负债	48	60	57	57	69	84
流动负债	276	333	433	428	524	636
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	15	0	0	0
负债	276	333	448	428	524	637
普通股股东权益	684	751	843	1,031	1,256	1,523
少数股东权益	15	20	23	32	39	45
负债股东权益合计	975	1,104	1,314	1,491	1,819	2,205

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.723	0.861	0.808	0.864	1.037	1.228
每股净资产	4.913	5.333	4.609	5.634	6.864	8.321
每股经营现金净流	0.835	0.891	1.078	1.399	1.511	1.876
每股股利	0.450	0.400	0.300	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	14.72%	16.15%	17.53%	18.19%	17.92%	17.52%
总资产收益率	10.33%	10.98%	11.25%	12.58%	12.38%	12.10%
投入资本收益率	14.98%	14.63%	15.40%	18.07%	17.32%	16.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.52%	21.03%	18.54%	16.41%	21.59%	20.98%
EBIT增长率	29.72%	5.70%	22.46%	38.90%	16.77%	17.88%
净利润增长率	47.97%	20.40%	21.95%	26.88%	20.01%	18.49%
总资产增长率	7.07%	13.22%	19.00%	13.48%	21.99%	21.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	41.5	41.7	43.0	43.0	43.0	43.0
存货周转天数	54.8	58.0	60.0	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	46.7	36.6	39.4	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	109.9	85.6	93.0	78.1	87.6	101.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.43%	-39.17%	-35.47%	-45.46%	-35.57%	-35.34%
EBIT利息保障倍数	-468.2	511.8	2,403.2	-30.3	-27.0	-29.7
资产负债率	28.36%	30.17%	34.07%	28.72%	28.80%	28.90%

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
买入	0	3	4	5	24
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.12

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-26	增持	14.80	20.00 ~ 20.00
2 2012-04-20	增持	15.30	N/A

来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

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