

永新股份 (002014.SZ)

包装印刷行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

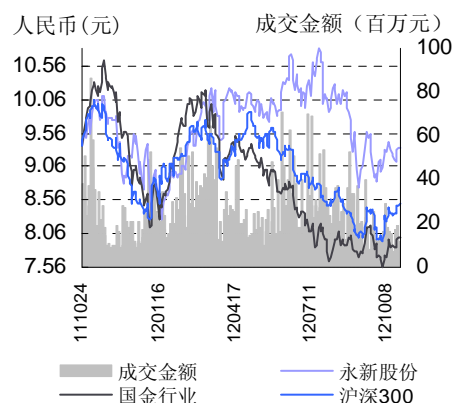
市价(人民币): 9.33元

三季度业绩增速下滑明显

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)	274.57
总市值(百万元)	30.39
年内股价最高最低(元)	10.82/8.26
沪深300指数	2341.59
中小板指数	5007.11



相关报告

1. 《业绩符合预期,下半年仍将稳健增长》, 2012.7.27
2. 《毛利率提升驱动业绩增长》, 2012.4.20
3. 《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	0.549	0.663	0.783
每股净资产(元)	5.33	4.61	4.93	5.59	6.37
每股经营性现金流(元)	0.89	1.08	0.77	0.80	1.00
市盈率(倍)	27.57	17.83	16.90	14.01	11.85
行业优化市盈率(倍)	41.86	12.09	9.26	9.26	9.26
净利润增长率(%)	20.40%	21.95%	20.96%	20.69%	18.17%
净资产收益率(%)	16.15%	17.53%	11.14%	11.86%	12.29%
总股本(百万股)	140.78	183.02	325.76	325.76	325.76

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 永新股份前三季度实现净利润 1.22 亿元, 同比增长 23.4%, EPS 0.37 元。其中三季度实现净利润 4085 万元, 同比增长 11.3%, 增速较二季度下滑 22 个百分点, 三季度单季 EPS 0.13 元, 公司预计 2012 全年归属上市股东净利润增长 20%-40%。

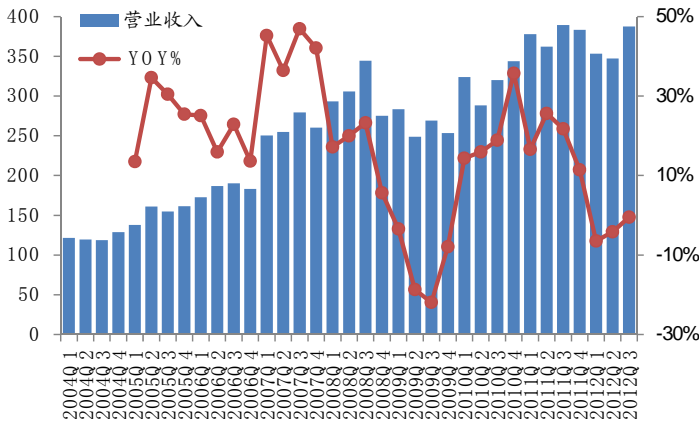
经营分析

- **收入继续承压:** 公司前三季度收入 10.88 亿元, 下滑 3.7%, 其中三季度收入 3.88 亿元, 下滑 0.5%, 较二季度有所好转, 但改善幅度有限。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, 公司具有类消费属性。受国内经济增速下滑的影响, 国内消费疲软。从数据看, 下游行业无论是收入增速, 还是产品增速都呈下降趋势。由于消费的滞后性, 我们预计短期内公司营收难以显著改善。
- **三季度毛利率有所下滑:** 成本下行是公司今年业绩增长的主要驱动力, 受原料 PE、PP 颗粒以及 BOPP 和 PET 薄膜价格的下跌, 前三季度公司毛利率同比上升 2.8 个百分点。但从三季度看, 公司毛利率似已见顶, 因产品价格的下跌, 以及原料价格的部分反弹, 三季度毛利率较二季度下滑 1.7 个百分点。由于公司去年四季度毛利率已反弹, 加上今年四季度收入改善幅度可能有限, 预计公司四季度增速可能不理想。
- **其它重要财务指标:** 前三季度期间费用率同比微幅上升 0.4% (销售费用率-0.1 个百分点; 管理费用率上升 0.8 个百分点; 财务费用率下滑 0.3 个百分点)。前三季度应收账款同比上升 10%左右; 存货额上升 18%; 每股经营现金流 0.36 元, 同比下滑 41.9%。
- **长期成长仍值得期待:** 公司定增项目将于 2013 年陆续释放, 2013 年公司彩印复合软包装产能将达到 83000 吨, 增长 50%, 并且新项目主要集中于高毛利的柔性复合软包装和异型注塑, 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仍将驱动公司稳定增长。

盈利调整与投资建议

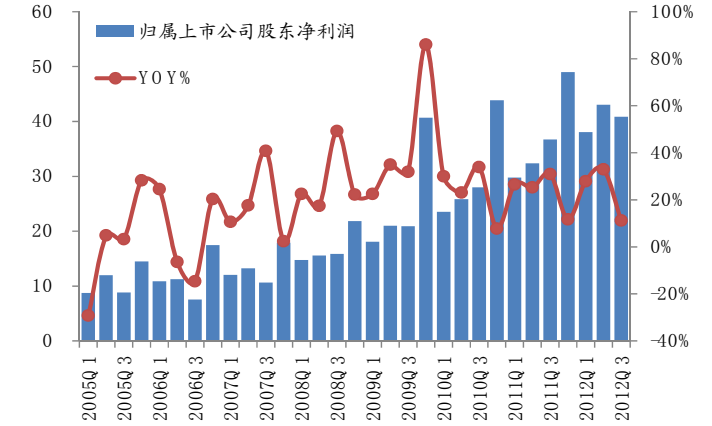
- 我们调整了公司盈利预测，预计 2012-2014 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.79 亿元、2.16 亿元、2.55 亿元；实现全面摊薄 EPS 分别为 0.55 元、0.66 元、0.78 元。
- 我们认为公司作为国内塑料软包装的龙头企业，拥有优质客户资源，具有较强的竞争力。公司定增项目进军高毛利的柔性软包装和异型注塑领域有望继续提高公司竞争力，我们仍维持“买入”评级。

图表1: 永新营业收入(百万元)

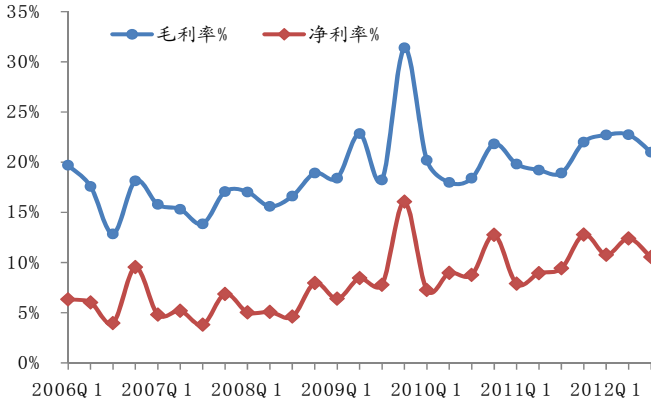


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表2: 永新股份净利润(百万元)

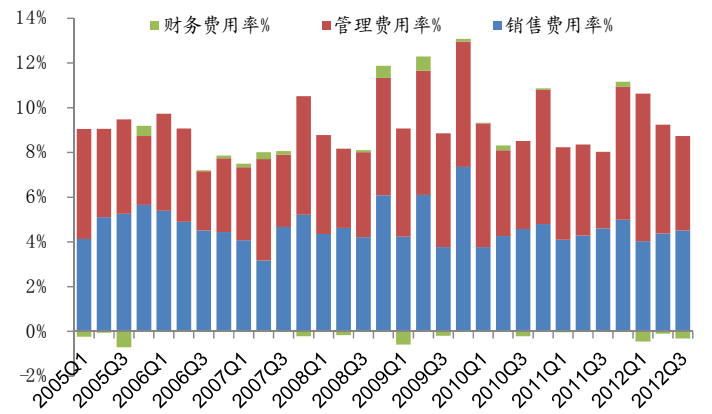


图表3: 永新股份盈利能力

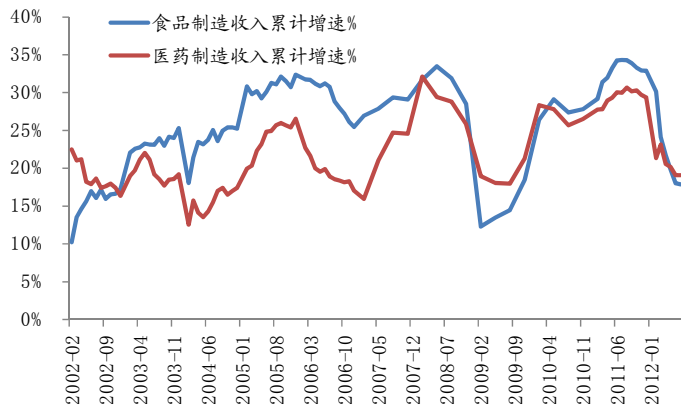


来源: 公司财报、国金证券研究所

图表4: 永新股份期间费用率

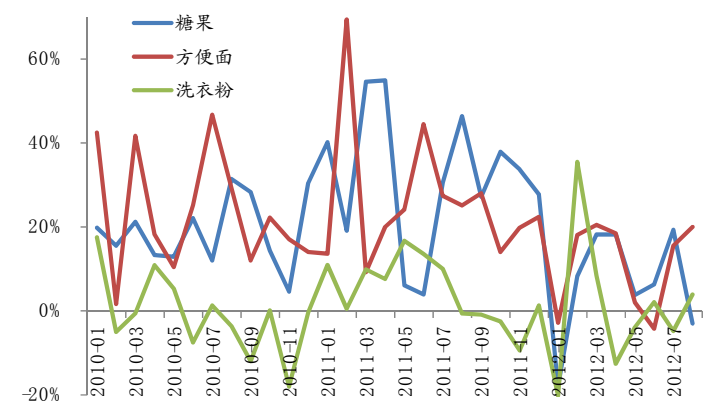


图表5: 下游行业收入增速%



来源: WIND、国金证券研究所

图表6: 下游部分产品产量增速



图表7: 三张报表摘要

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	1,536	1,891	2,333
增长率		21.0%	18.5%	1.5%	23.1%	23.4%
主营业务成本	-817	-1,025	-1,211	-1,193	-1,480	-1,835
%销售收入	77.5%	80.3%	80.0%	77.7%	78.3%	78.7%
毛利	238	251	302	343	411	498
%销售收入	22.5%	19.7%	20.0%	22.3%	21.7%	21.3%
营业税金及附加	-1	0	-5	-6	-8	-9
%销售收入	0.1%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-56	-56	-68	-69	-85	-105
%销售收入	5.3%	4.4%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	-55	-62	-66	-68	-83	-103
%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	200	235	281
%销售收入	11.9%	10.4%	10.7%	13.0%	12.4%	12.0%
财务费用	0	0	0	12	19	20
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	-0.8%	-1.0%	-0.8%
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	210	254	300
营业利润率	11.5%	10.3%	10.6%	13.7%	13.4%	12.9%
营业外收支	1	12	14	0	0	0
税前利润	122	143	174	210	254	300
利润率	11.6%	11.2%	11.5%	13.7%	13.4%	12.9%
所得税	-19	-21	-26	-32	-38	-45
所得税率	15.9%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	103	122	148	179	216	255
少数股东损益	2	1	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	101	121	148	179	216	255
净利率	9.5%	9.5%	9.8%	11.6%	11.4%	10.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	103	122	148	179	216	255
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	4	-18	-23
经营活动现金净流	116	125	197	250	261	326
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	474	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	426	0	1
现金净流量	11	-2	37	612	-38	77

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	310	305	339	951	913	990
应收款项	157	210	256	235	289	357
存货	138	188	210	196	243	302
其他流动资产	31	37	24	26	32	39
流动资产	636	740	830	1,408	1,478	1,688
%总资产	65.2%	67.0%	63.2%	74.4%	67.3%	65.8%
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%	23.3%	30.8%	32.5%
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%	25.6%	32.7%	34.2%
资产总计	975	1,104	1,314	1,891	2,196	2,563
短期借款	7	3	32	0	0	0
应付款项	222	270	343	323	401	497
其他流动负债	48	60	57	49	61	76
流动负债	276	333	433	373	462	573
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	373	462	574
普通股股东权益	684	751	843	1,605	1,821	2,076
少数股东权益	15	20	23	23	23	23
负债股东权益合计	975	1,104	1,314	2,000	2,305	2,672

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.723	0.861	0.808	0.549	0.663	0.783
每股净资产	4.913	5.333	4.609	4.926	5.589	6.372
每股经营现金净流	0.835	0.891	1.078	0.767	0.803	1.001
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%	11.14%	11.86%	12.29%
总资产收益率	10.33%	10.98%	11.25%	8.94%	9.36%	9.55%
投入资本收益率	14.98%	14.63%	15.40%	10.44%	10.84%	11.37%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.52%	21.03%	18.54%	1.51%	23.10%	23.40%
EBIT增长率	29.72%	5.70%	22.46%	22.91%	17.59%	19.51%
净利润增长率	47.97%	20.40%	21.95%	20.96%	20.69%	18.17%
总资产增长率	7.07%	13.22%	19.00%	43.95%	16.13%	16.70%
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	89.6	99.2	112.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.43%	-39.17%	-35.47%	-58.43%	-49.55%	-47.15%
EBIT利息保障倍数	-468.2	511.8	2,403.2	-16.2	-12.2	-14.3
资产负债率	28.36%	30.17%	34.07%	18.63%	20.04%	21.47%

来源: 公司财报、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
买入	0	1	3	16	27
增持	0	0	3	5	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.43	1.29	1.23

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	9.82	20.00~20.00
2 2012-04-20	增持	10.12	N/A
3 2012-07-27	买入	10.06	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