

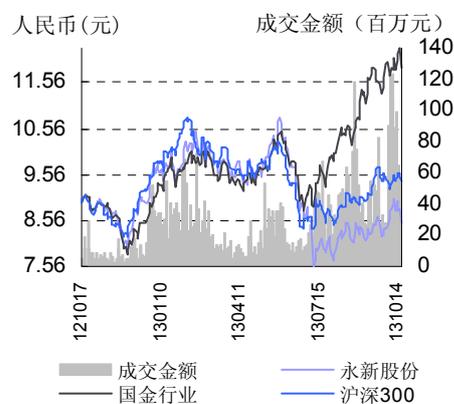
市价(人民币): 8.58元

微幅改善

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) | 322.15 |
| 总市值(百万元) | 27.69 |
| 年内股价最高最低(元) | 10.82/7.56 |
| 沪深300指数 | 2413.33 |
| 中小板指数 | 6161.66 |



相关报告

1. 《业绩低于预期,机会仍需等待》, 2013.7.30
2. 《稳健增长》, 2013.4.19
3. 《蓄势待发》, 2013.4.9

周文波 分析师 SAC 执业编号: S1130513060001
(8621)61038290
zhouwb@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.808 | 0.549 | 0.552 | 0.672 | 0.832 |
| 每股净资产(元) | 4.61 | 4.27 | 4.82 | 5.20 | 6.03 |
| 每股经营性现金流(元) | 1.08 | 0.57 | 0.89 | 0.85 | 1.06 |
| 市盈率(倍) | 17.83 | 18.37 | 15.58 | 12.81 | 10.34 |
| 行业优化市盈率(倍) | 12.09 | 9.44 | 9.98 | 9.98 | 9.98 |
| 净利润增长率(%) | 21.95% | 20.90% | 0.57% | 21.68% | 23.87% |
| 净资产收益率(%) | 17.53% | 12.86% | 11.45% | 12.91% | 13.79% |
| 总股本(百万股) | 183.02 | 325.76 | 325.76 | 325.76 | 325.76 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 永新股份公布三季报: 上半年公司实现营业收入 11.43 亿元, 增长 5.1%; 归属上市公司股东净利润 1.2 亿元, 同比下滑 1.9%, EPS 0.37 元, 公司预计全年归属上市公司股东净利润增长-10%-10%。

经营分析

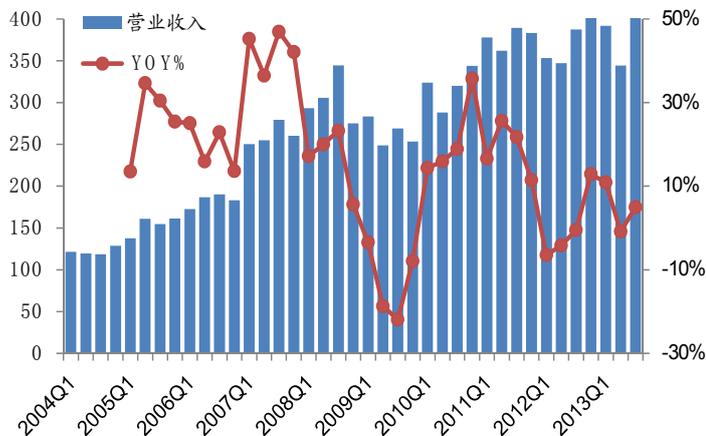
- **三季度微幅改善:** 年初以来消费一直比较低迷, 导致公司收入承压, 而随着销售压力的加大, 公司今年也不能独享成本下降的红利, 产品单价有一定向下浮动, 导致核心产品毛利率下滑, 拖累公司整体表现。从三季度看, 状况已略有改善, 单季收入增长 5%, 已走出谷底, 但幅度仍不是很大。预计随着经济的企稳, 公司 4 季度有望延续改善。
- **毛利率延续下滑趋势, 净利率保持平稳。** 三季度公司毛利率 18.1%, 环比下滑 1.9 个百分点, 延续年初以来的下滑趋势, 主要原因仍是产品价格的下滑。但由于费用控制得力(环比下滑 4.3 个百分点; 同比下滑近 3 个百分点), 公司净利率仍保持平稳, 与去年持平为 10.5%。
- **关注新项目进展:** 9 月初公司公告: 年产 1 万吨新型高阻隔包装材料项目和年产 3500 吨异型注塑项目推迟投产(原计划 7-8 月投产), 预计投产时间明年初, 此外 1.6 万吨柔印项目将于 13 年 Q4 和 14 年投产。公司增发项目盈利水平较目前产品要高, 是符合行业发展方向的“绿色包装”, 尤其是柔印产品主要用途包括婴儿纸尿裤等, 配套宝洁, 前景较好。我们预计增发项目的投产以及新业务的拓展将改变公司目前的颓势, 公司有望逐步恢复高增长。

盈利调整及投资建议

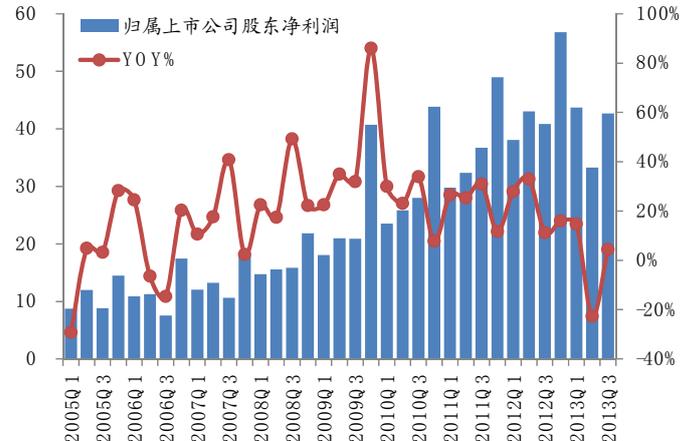
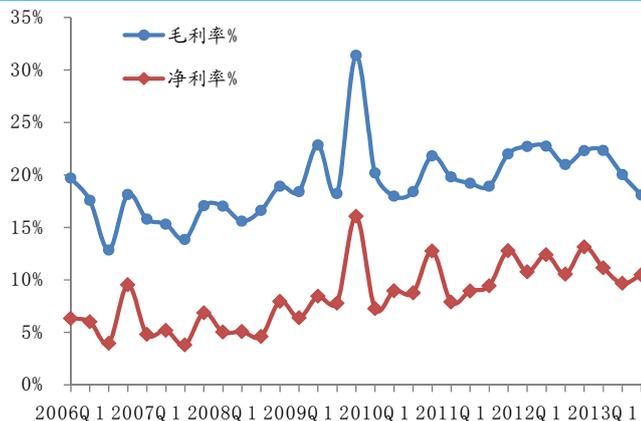
- 我们调整了公司盈利预测, 预计 2013-2015 年营业收入为 16.23 亿元、19.84 亿元、23.39 亿元, 分别同比增长 6.7%、22.2%、17.9%, 归属于上市公司股东净利润分别为 1.8 亿元、2.19 亿元、2.71 亿元, 分别增长 0.6%、21.7%、23.9%; 实现全面摊薄 EPS 0.55 元、0.67 元、0.83 元。
- 短期内我们认为公司仍将面临需求端的压力, 改善幅度可能有限, 维持“增持”评级。但对于公司中长期前景我们依然看好, 公司在塑料软包装行业核心优势明显, 随着定增项目今年四季度的陆续投产, 14-15 年公司有望恢复高增长。

风险

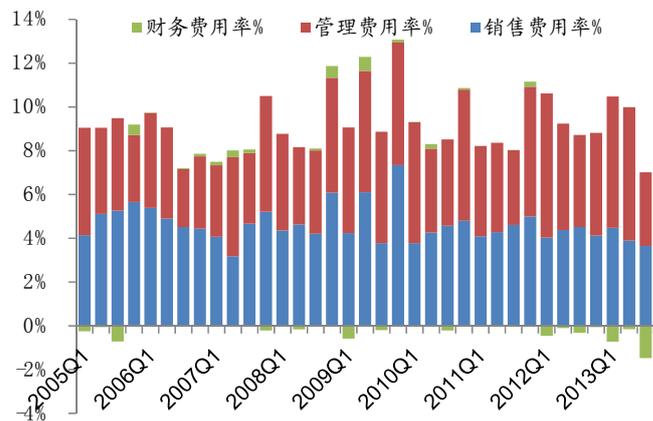
- 新产品投产时间延后、客户开拓不达预期、市场竞争加剧导致毛利率下滑

图表1: 公司营业收入 (百万元)


来源: 国金证券研究所

图表2: 公司净利润 (百万元)

图表3: 毛利率延续下滑趋势


来源: 国金证券研究所

图表4: 公司期间费用率


图表5: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 1,276 | 1,513 | 1,521 | 1,623 | 1,984 | 2,339 |
| 增长率 | | 18.5% | 0.5% | 6.7% | 22.2% | 17.9% |
| 主营业务成本 | -1,025 | -1,211 | -1,184 | -1,287 | -1,559 | -1,826 |
| %销售收入 | 80.3% | 80.0% | 77.8% | 79.3% | 78.6% | 78.0% |
| 毛利 | 251 | 302 | 337 | 336 | 426 | 514 |
| %销售收入 | 19.7% | 20.0% | 22.2% | 20.7% | 21.4% | 22.0% |
| 营业税金及附加 | 0 | -5 | -5 | -6 | -7 | -8 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 营业费用 | -56 | -68 | -65 | -70 | -85 | -101 |
| %销售收入 | 4.4% | 4.5% | 4.3% | 4.3% | 4.3% | 4.3% |
| 管理费用 | -62 | -66 | -77 | -78 | -91 | -105 |
| %销售收入 | 4.9% | 4.4% | 5.1% | 4.8% | 4.6% | 4.5% |
| 息税前利润 (EBIT) | 133 | 163 | 190 | 183 | 242 | 300 |
| %销售收入 | 10.4% | 10.7% | 12.5% | 11.3% | 12.2% | 12.8% |
| 财务费用 | 0 | 0 | 3 | 15 | 16 | 20 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | -0.2% | -1.0% | -0.8% | -0.8% |
| 资产减值损失 | -2 | -4 | -4 | -2 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.5% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 131 | 160 | 190 | 197 | 257 | 319 |
| 营业利润率 | 10.3% | 10.6% | 12.5% | 12.1% | 13.0% | 13.6% |
| 营业外收支 | 12 | 14 | 22 | 15 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 143 | 174 | 212 | 212 | 257 | 319 |
| 利润率 | 11.2% | 11.5% | 14.0% | 13.0% | 13.0% | 13.6% |
| 所得税 | -21 | -26 | -32 | -32 | -39 | -48 |
| 所得税率 | 14.7% | 15.0% | 15.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 122 | 148 | 180 | 180 | 219 | 271 |
| 少数股东损益 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 121 | 148 | 179 | 180 | 219 | 271 |
| 净利率 | 9.5% | 9.8% | 11.8% | 11.1% | 11.0% | 11.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| 净利润 | 122 | 148 | 180 | 180 | 219 | 271 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 43 | 47 | 57 | 64 | 87 | 103 |
| 非经营收益 | -4 | -4 | -12 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -36 | 6 | -39 | 46 | -27 | -27 |
| 经营活动现金净流 | 125 | 197 | 186 | 290 | 278 | 347 |
| 资本开支 | -79 | -144 | -118 | -238 | -159 | 0 |
| 投资 | 0 | 5 | 0 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 3 | 1 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -76 | -138 | -113 | -239 | -159 | 0 |
| 股权募资 | 12 | 0 | 423 | 0 | -94 | 0 |
| 债权募资 | -3 | 29 | -32 | -40 | 0 | 1 |
| 其他 | -59 | -52 | -63 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -50 | -22 | 329 | -40 | -94 | 1 |
| 现金净流量 | -2 | 37 | 401 | 11 | 25 | 348 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 305 | 339 | 740 | 751 | 776 | 1,124 |
| 应收款项 | 210 | 256 | 291 | 265 | 324 | 382 |
| 存货 | 188 | 210 | 231 | 212 | 256 | 300 |
| 其他流动资产 | 37 | 24 | 19 | 21 | 25 | 29 |
| 流动资产 | 740 | 830 | 1,281 | 1,249 | 1,382 | 1,836 |
| %总资产 | 67.0% | 63.2% | 69.9% | 63.2% | 63.4% | 72.5% |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 322 | 428 | 477 | 666 | 740 | 639 |
| %总资产 | 29.2% | 32.6% | 26.0% | 33.7% | 33.9% | 25.2% |
| 无形资产 | 27 | 41 | 58 | 57 | 57 | 56 |
| 非流动资产 | 364 | 484 | 551 | 727 | 799 | 697 |
| %总资产 | 33.0% | 36.8% | 30.1% | 36.8% | 36.6% | 27.5% |
| 资产总计 | 1,104 | 1,314 | 1,832 | 1,976 | 2,181 | 2,533 |
| 短期借款 | 3 | 32 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 270 | 343 | 331 | 334 | 404 | 474 |
| 其他流动负债 | 60 | 57 | 47 | 48 | 59 | 69 |
| 流动负债 | 333 | 433 | 378 | 382 | 463 | 542 |
| 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 15 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 333 | 448 | 417 | 382 | 463 | 543 |
| 普通股股东权益 | 751 | 843 | 1,390 | 1,570 | 1,694 | 1,965 |
| 少数股东权益 | 20 | 23 | 24 | 24 | 24 | 24 |
| 负债股东权益合计 | 1,104 | 1,314 | 1,832 | 1,976 | 2,181 | 2,533 |

比率分析

| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.861 | 0.808 | 0.549 | 0.552 | 0.672 | 0.832 |
| 每股净资产 | 5.333 | 4.609 | 4.268 | 4.820 | 5.202 | 6.034 |
| 每股经营现金净流 | 0.891 | 1.078 | 0.570 | 0.890 | 0.855 | 1.064 |
| 每股股利 | 0.400 | 0.300 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 16.15% | 17.53% | 12.86% | 11.45% | 12.91% | 13.79% |
| 总资产收益率 | 10.98% | 11.25% | 9.76% | 9.10% | 10.03% | 10.70% |
| 投入资本收益率 | 14.63% | 15.40% | 11.43% | 9.76% | 11.97% | 12.79% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 21.03% | 18.54% | 0.52% | 6.72% | 22.24% | 17.89% |
| EBIT增长率 | 5.70% | 22.46% | 16.99% | -3.77% | 32.18% | 23.80% |
| 净利润增长率 | 20.40% | 21.95% | 20.92% | 0.57% | 21.68% | 23.87% |
| 总资产增长率 | 13.22% | 19.00% | 39.42% | 7.89% | 10.39% | 16.11% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 41.7 | 43.0 | 50.4 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 存货周转天数 | 58.0 | 60.0 | 68.1 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 应付账款周转天数 | 36.6 | 39.4 | 46.0 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 固定资产周转天数 | 85.6 | 93.0 | 104.8 | 118.2 | 128.7 | 93.3 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -39.17% | -35.47% | -52.32% | -47.12% | -45.17% | -56.44% |
| EBIT利息保障倍数 | 511.8 | 2,403.2 | -56.4 | -11.9 | -15.3 | -15.3 |
| 资产负债率 | 30.17% | 34.07% | 22.78% | 19.33% | 21.22% | 21.45% |

来源: 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 | 1 | 7 | 15 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 3 | 4 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.00 | 1.33 | 1.31 | 1.25 |

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 | 9.57 | 20.00 ~ 20.00 |
| 2 2012-04-20 | 增持 | 9.85 | N/A |
| 3 2012-07-27 | 买入 | 9.79 | N/A |
| 4 2012-10-23 | 买入 | 9.08 | N/A |
| 5 2013-02-01 | 买入 | 9.80 | N/A |
| 6 2013-04-09 | 买入 | 9.85 | 13.00 ~ 13.00 |
| 7 2013-04-19 | 买入 | 9.67 | N/A |
| 8 2013-07-30 | 增持 | 7.82 | N/A |

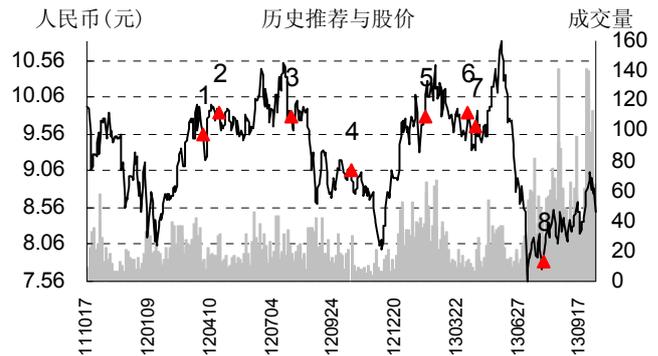
来源：国金证券研究所

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD