

潜在转型的优质标的

■ **拥有优质客户群的塑料软包装龙头**：公司主营塑料彩印复合软包装业务，凭借良好的产品质量、优良的服务，与众多国际国内知名客户达成稳定的合作关系，奠定了公司在塑料软包装领域的领先地位，可长期可分享行业及优质客户的成长。

■ **存转型预期，安全边际高，弹性大**：2013年以来包装类公司并购、转型风起云涌，同业横向、纵向整合，涉足电子烟、云印刷、互联网包装等概念层出不穷，股价表现优异。结合市值&PE两个维度，目前时点我们建议重视永新股份，公司将是潜在转型的优质标的。目前公司PE仅20倍，市值30亿左右，安全边际高，且股价具有较好的弹性。

■ **新项目落地&成本下行，基本面有望触底回升**：受经济下行及消费低迷影响，公司过去两年业绩增长乏力。随着新项目陆续落地及原料成本的下行，我们认为公司基本面有望触底回升。公司新增项目包括柔印无溶剂复合软包装及一系列技改及产品升级，定位中高端市场，顺应包装市场安全、环保的“绿色包装”发展方向，盈利水平高。新项目将为公司带来产品结构升级、设备升级及一体化能力升级多重改善，也将成为公司未来几年业绩增长及毛利改善的主要驱动力。

■ **塑料包装长期前景看好**：塑料软包装是最常用的包装材料，下游行业包括食品、医药、日化等，具有类消费属性。塑料软包行业具有客户壁垒高，企业与供应商合作关系稳定，龙头企业盈利能力和现金流好等特点。随着社会对包装安全、卫生、环保的要求提升，国标的提升及包装的营销功能增强，行业集中度有望提升，龙头将受益。

■ **盈利预测和投资建议**：我们预计公司2015-2017年收入增速6.7%、12.0%和14.8%；净利润增速18.6%、13.7%和16.3%；每股收益分别为0.56元、0.63元和0.74元；上调投资评级至“买入-A”，目标价15元，对应2015年EPS的26.8xPE。

■ **风险提示**：塑料粒子价格大幅反弹、消费低迷导致营收增长乏力。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,618.5	1,668.5	1,779.8	1,993.8	2,288.3
净利润	176.3	154.5	183.2	208.3	242.2
每股收益(元)	0.54	0.47	0.56	0.64	0.74
每股净资产(元)	4.55	4.72	5.08	5.52	6.10

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	19.1	21.8	18.3	16.1	13.9
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
净利润率	10.9%	9.3%	10.3%	10.4%	10.6%
净资产收益率	11.9%	10.0%	11.1%	11.6%	12.2%
股息收益率	2.9%	0.0%	2.0%	1.9%	1.6%
ROIC	23.4%	14.3%	15.3%	21.1%	21.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

调高评级

6个月目标价

15.00元

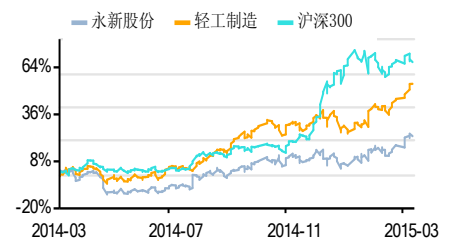
股价(2015-03-06)

10.32元

交易数据

总市值(百万元)	3,361.83
流通市值(百万元)	3,331.58
总股本(百万股)	325.76
流通股本(百万股)	322.83
12个月价格区间	7.07/10.32元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.81	6.49	-41.95
绝对收益	15.82	17.81	18.08

张妮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090002
zhangni@essence.com.cn
010-66581574

相关报告

依靠技术创新，奠定龙头地位	2012-12-19
销售势头转好，盈利空间可观	2012-10-23
业绩的改善主要来自于毛利率的提升	2010-02-28

目录

1. 拥有优质客户群的塑料包装龙头	3
2. 成本下行+新项目陆续投产，基本面有望见底回升	5
2.1. 消费低迷致近两年业绩低于预期	5
2.2. 新项目逐步落地，带来新希望	6
2.3. 成本下行，毛利率将见底回升	7
2.4. 包装行业前景依然看好	8
3. 潜在转型的优质标的	10
4. 盈利预测与投资建议	10

图表目录

图 1: 公司产品	3
图 2: 公司收入及毛利结构	3
图 3: 公司主要客户群	3
图 4: 公司营业收入	4
图 5: 公司净利润	4
图 6: 公司产品下游行业结构	5
图 7: 公司塑料彩印复合软包装均价（元/吨）	5
图 8: 下游行业增速基本触底	错误!未定义书签。
图 9: 公司营业收入增长	6
图 10: 公司毛利率已经触底	6
图 11: 公司主要项目简介	6
图 12: 氧化物镀膜优势	7
图 13: 原油价格大幅下跌	8
图 14: 原材料价格走势	8
图 15: 公司毛利 VS 原料价格（年度）	8
图 16: 公司毛利 VS 原料价格（季度）	8
图 17: 我国包装行业收入结构（2010）	9
图 18: 2012 年全球包装行业销售格局	9
图 19: 下游行业高速增长	9
图 20: 塑料包装行业收入及增速	9

1. 拥有优质客户群的塑料包装龙头

永新股份主营塑料彩印复合软包装材料的生产与销售，主要用于食品包装、日化包装、医药/农药包装及其它产品包装。

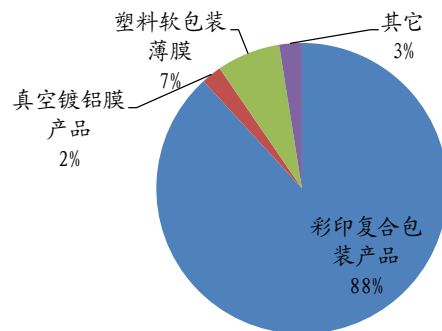
凭借先进的管理、良好的产品质量、优良的服务，公司得到众多全球/国内领先的食物/日化/医药类公司的认可，重点客户包括伊利、雀巢、贝因美、美赞臣、统一、卡夫、喜之郎、宝洁、立白、雕牌、仁和、康恩贝等。与众多知名食品、洗涤类公司稳定的合作关系，奠定了公司在塑料软包装领域的领先地位。

图 1：公司主要产品



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司收入结构



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

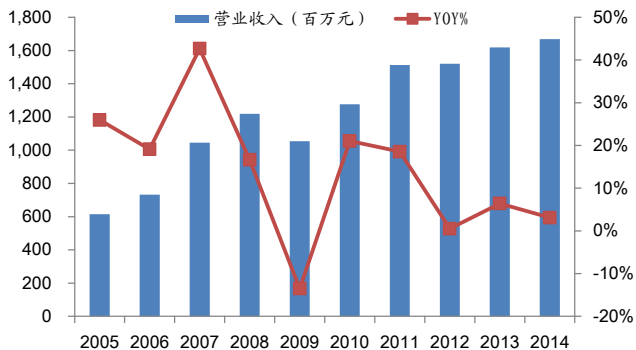
图 3：公司主要客户群



数据来源：安信证券研究中心

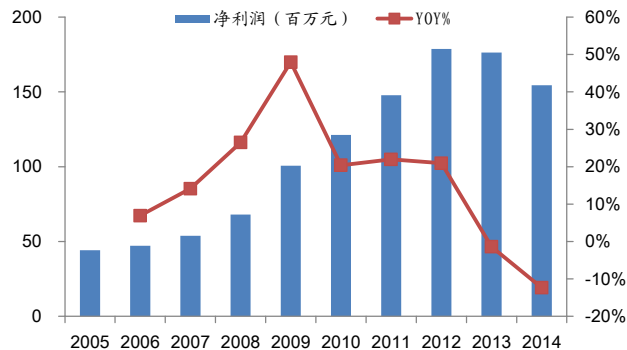
优质客户群为公司长期成长奠定了坚实的基础：01-11 年公司营业收入复合增速 19.9%；净利润复合增速 21.4%。最近三年受需求疲软影响，增速偏低，2014 年公司营业收入 16.69 亿元，增长 3.1%；净利润 1.53 亿元，下滑 12.6%。

图 4：公司营业收入及增速%



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：公司净利润及增速%

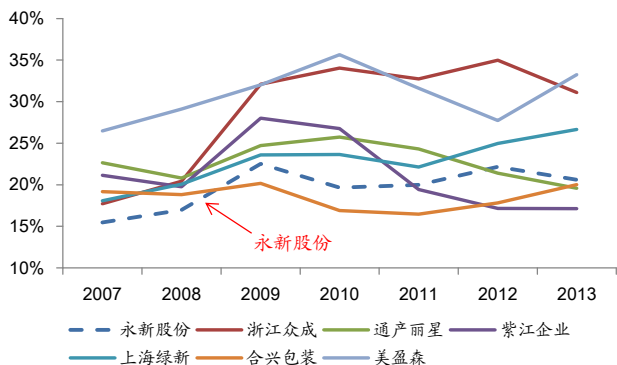


数据来源：Wind，安信证券研究中心

塑料包装行业属于充分竞争的行业，公司的核心竞争优势是卓越、高效的管理。凭借强大的研发能力、完善的销售网络，可快速响应终端客户需求，提供贴身周到的服务，公司与下游客户形成相对稳定的合作关系，这也是公司能在竞争激烈的塑料软包装行业保持较好盈利的主要原因。

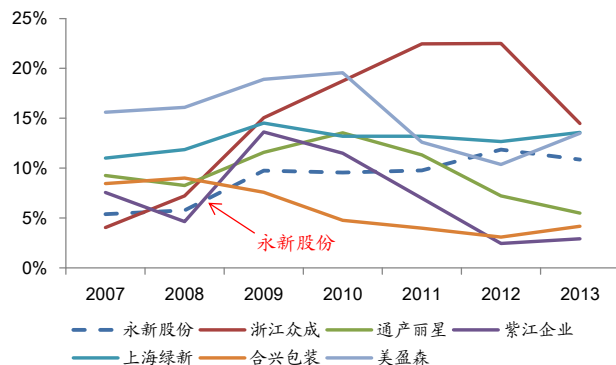
- 公司毛利率、净利率约为 20%、10%，在包装类公司中处于较低水平，但公司依靠强大的营运能力，ROE 在包装类公司中处于前列。
- 相对其他包装企业，公司净利润率与 ROE 稳定性较高。

图 6：包装企业毛利率比较



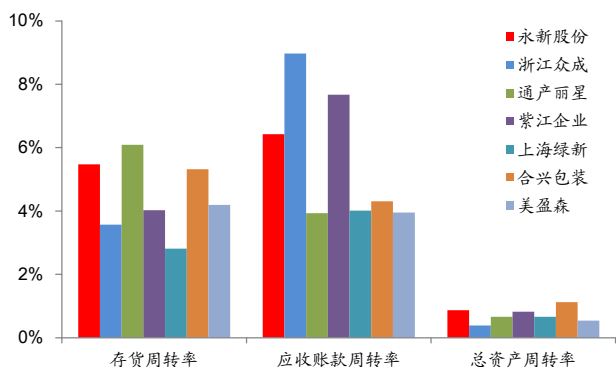
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：包装企业净利率比较



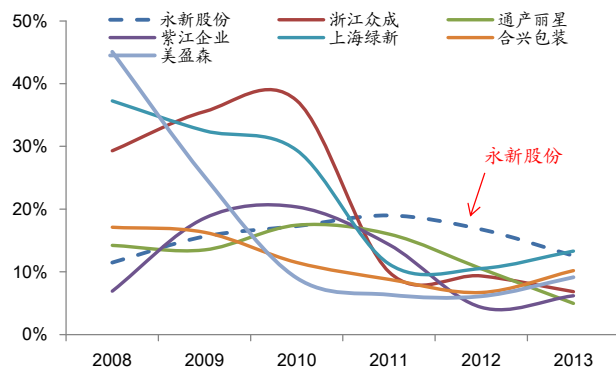
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：包装营运能力比较



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：包装企业 ROE 比较



数据来源：Wind，安信证券研究中心

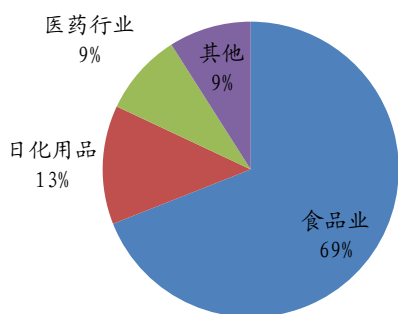
2. 成本下行+新项目陆续投产，基本面有望见底回升

2.1. 消费低迷致近两年业绩低于预期

消费低迷是公司增长疲软的主要原因：公司主要产品塑料彩印复合软包装的下游主要包括食品、日化、医药/农药等，具有类消费属性。从公司产品下游行业结构来看，食品类约占 60%-65%；日化类占 15%左右，其它农药/医药等约占 20%。

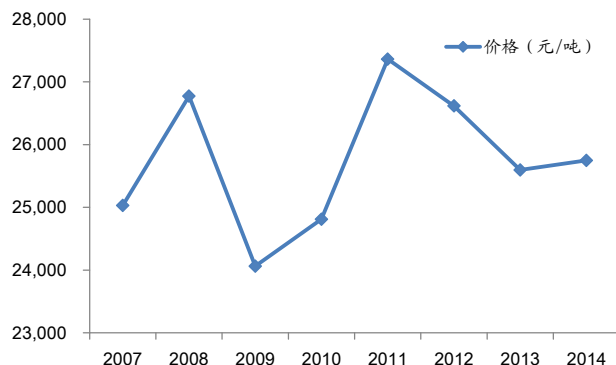
受国内经济增速下滑、下游消费低迷的影响，最近三年公司收入增长疲软，12-14 年复合增速 3.3%。2014 年营业收入 16.69 亿元，其中核心产品彩印复合包装材料销售额 14.71 亿元，增长 4.6%。在行业景气下滑的背景下，除了订单量受到影响外，竞争加剧也导致产品价格有不同程度的下滑，12-13 年公司彩印复合包装产品下滑 2.7%、3.8%，14 年产品价格基本平稳，价格下滑也是拖累公司经营的重要原因。

图 10：公司产品下游行业结构



数据来源：调研，安信证券研究中心

图 11：公司塑料彩印复合软包装均价（元/吨）

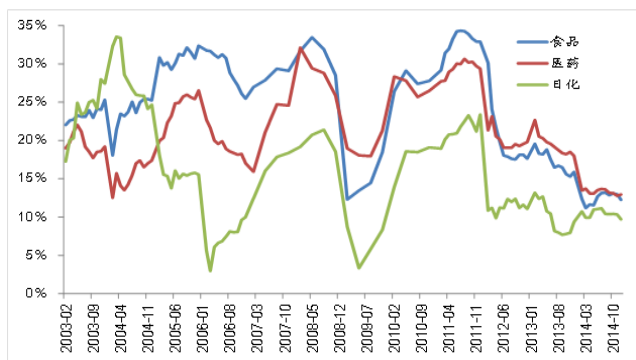


数据来源：Wind，安信证券研究中心

政府已将 15 年经济增长目标定为 7%，虽略低于 14 年增速，但我们预计国内消费行业继续恶化的可能性不大，因此公司基本面大概率已触底。公司作为管理能力较为突出的细分行业龙头，也加大了业务调整，以适应新常态下的行业竞争新趋势。

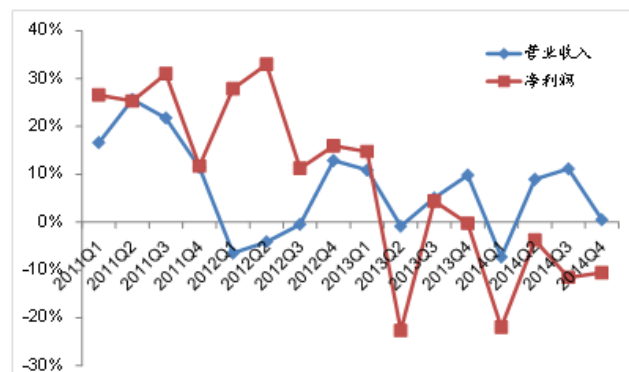
在巩固现有市场客户的基础上，专注细分领域，加大了对成长性品牌的开发力度，并不断扩大业务覆盖区域，深化与跨国公司合作跻身其全球供应链，公司国际业务 14 年翻番增长。

图 12: 公司下游行业疲软



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 公司营业及净利润增长%



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

2.2. 新项目逐步落地, 带来新希望

绿色包装因对生态环境污染小, 能循环和再生利用, 是可持续发展的新型包装材料, 也是行业发展方向, 近年来公司积极拓展新项目、新产品, 顺应包装市场安全、环保的“绿色包装”发展方向。2014 年公司新增了 0.8 万吨柔印无溶剂复合软包装产能, 2015 年公司将新增 2.5 万吨新型包装材料。

- 14 年 7 月公司变更募投资金投向, 将未使用的募集资金投资于 7200 吨多功能包装新材料项目及 5000 吨氧化物镀膜新材料项目, 两个项目将分别于 15 年 3 月、6 月投产。
- 公司使用非募集资金投入 1.3 万吨新型功能性包装材料项目, 建成后将实现保护膜产能 3000 吨、透气膜产能 4500 吨, 热收缩膜产能 5500 吨, 预计 15 年底投产。
- 1.6 万吨柔印无溶剂复合软包装项目一期 8000 吨于 14 年上半年投入试产, 但尚未达到设计产能。由于客户开发周期较长, 市场开发不及预期, 二期项目暂停。
- 1 万吨新型高阻隔包装材料于 14 年底已投入试产。

新项目的投产将改善公司产品结构、提升公司一体化能力, 更有利于增强公司的盈利能力。随着公司新项目的陆续投产, 我们预计未来两年公司基本面将进一步改善。

图 14: 公司新项目简介

项目	投产情况	项目简介
定增募集资金投向	1.6 万吨柔印无溶剂复合软包装材料项目	一期 0.8 万吨 14 年中投产; 二期暂停
	1 万吨新型高阻隔包装材料技改项目	2014 年底开始试生产
	0.35 万吨异型注塑包装材料项目	已投 800 吨, 剩余部分终止
	1.2 万吨多功能包装新材料项目	12 年投产
变更产能投向	0.72 万吨多功能包装新材料项目	预计 2015/3/31 投产
	0.5 万吨氧化物镀膜新材料项目	预计 2015/6/30 投产
非募资金投入	1.3 万吨新型功能性包装材料项目	预计 2015/12/31 投产

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

氧化物镀膜是一种用于包装起阻隔作用的材料，拥有优异的阻透性、耐高温性、耐药品性及透明性，并具有无污染、可回收、焚烧残渣少的特点，属于第三代复合薄膜产品，是高档的绿色包装材料。该材料可与多种柔性包装材料复合，可用于替代目前国内主流的四大阻隔材料 PVDC、EVOH、铝箔、镀铝膜。氧化物镀膜可帮助公司突破传统产品安全性、卫生性、可视性及微波透过性方面的不足。

图 15: 氧化物镀膜优势

材料	特点
PVDC	废弃物在燃烧处理时会产生C12会造成环境污染
EVOH	阻隔性能受环境影响大，当湿度>60%时，阻隔性能明显下降
铝箔	不透明、资源消耗大、易折皱、阻隔微波透过
镀铝膜	不易回收、不透明、微波透过性差，且在高温蒸煮时易发生铝层脱落现象
氧化物镀膜	高透明性，高阻隔性，良好的表面印刷性，出色的表面抗刮性，干复/挤复加工均适用

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

柔印无溶剂复合软包装：公司柔印无溶剂复合软包装产品主要用于卫生用品如纸尿裤及休闲食品的包装，现有客户包括帮宝适、恰恰等。柔版印刷在国内仍处于起步阶段，下游用户适应需要一定周期，导致公司柔印项目市场开发不及预期。但从中长期来看，柔印无溶剂复合软包装生产效率高、印刷成本低、安全卫生性，符合市场发展趋势。随着国家标准的提高，柔印无溶剂复合软包装仍具有较好前景。

- 在欧美，柔性版印刷和无溶剂复合是主流工艺，柔印印刷在塑料印刷占据 60%以上份额，部分国家比重甚至达到 80%-90%；而无溶剂则占新增复合机设备的 80%以上。柔版印刷的转移方式与凹版存在着根本性的差异，柔版印刷的油墨转移量和有机溶剂的使用及排放量要比凹版低 40%以上，相对更环保、更安全。
- 我国企业多采用凹印和干法复合工艺，在生产阶段大量采用苯溶性油墨印刷和溶剂型黏合剂复合，导致产品残留溶剂较多，质量较差。但由于国内标准较低，导致行业劣币驱逐良币现象突出。未来随着国家卫生标准的提高，柔性印刷将龙头企业的市场份额将提升。

2.3. 成本下行，毛利率将见底回升

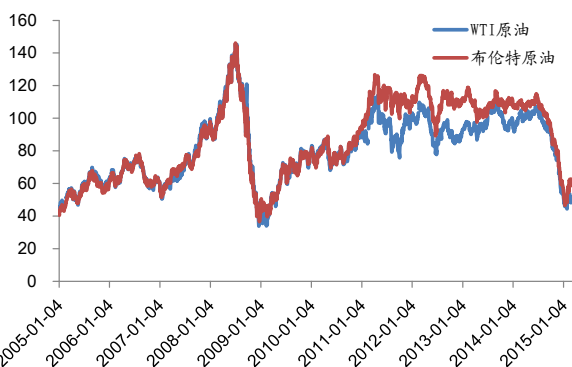
公司上游原料主要包括 PE、PP 颗粒以及 BOPP 和 PET 薄膜，其中薄膜粒子占公司成本近 64%。PE、PP 等产品和原油价格走势密切相关，受原油价格暴跌的影响，近期塑料粒子价格持续下跌，幅度 10%-15%。

原料价格下行的成本红利是否可以留在公司仍需看行业自身竞争状况，目前虽然行业景气处于低位，竞争有所加剧，但我们预计公司仍有望较大程度上享受成本下跌的利好。以 12 年为例，因原料塑料粒子价格的下跌，在营业收入仅增长 0.5%的情况下，公司净利润增长近 21%。

受益于原料成本的下行，2014 年 4 季度公司毛利率已触底回升，环比上升 3.1 个百分点，达到 20.6%，远高于 2014 年全年 18.8%水平。考虑到 2015 年 1、2 月份原油价格持续深探及塑料对原油价格反映的滞后性，我们预计公司毛利率有继续上升的空间。

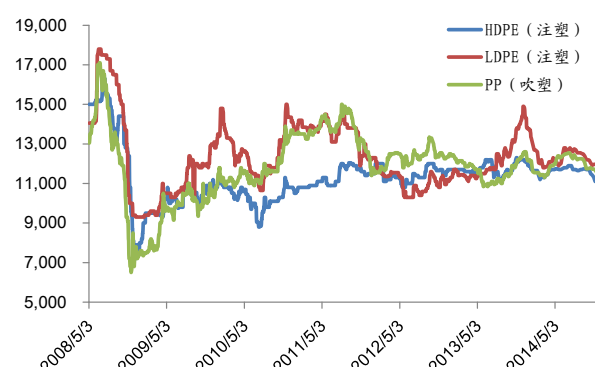
而从中期看，受美元走强、OPEC 不减产等因素的影响，原油短期大幅反弹可能性不大，加上后续高毛利项目的陆续投产，我们判断公司毛利率有望维持相对高位。

图 16: 原油价格大幅下跌



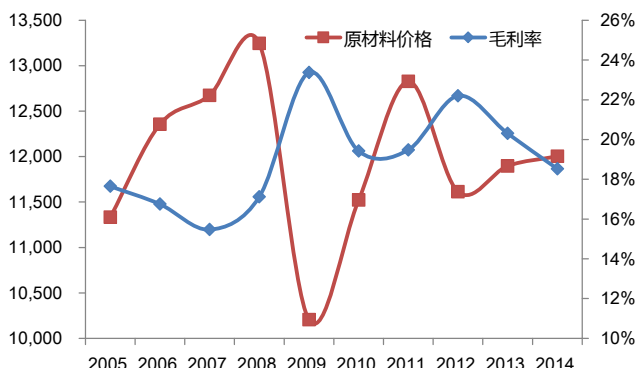
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 原材料价格走势



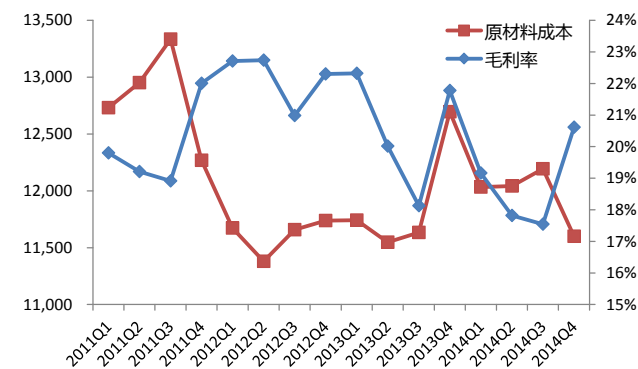
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 公司毛利率 VS 原料价格 (年度)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 公司毛利率 VS 原料价格 (季度)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

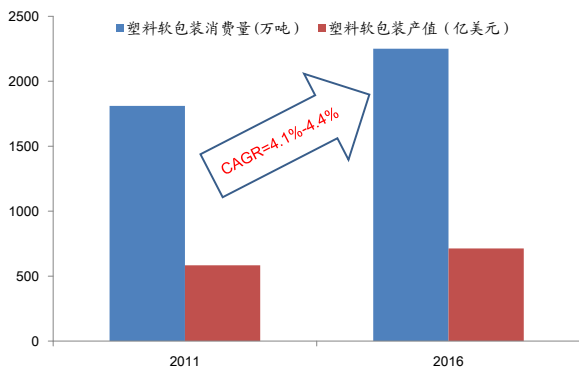
2.4. 包装行业长期前景看好

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，被广泛地应用于食品、日化及医药等行业。

据英国 Pira International 报告，塑料软包装是过去十年间增长最快的包装子行业之一，2014 年全球塑料软包装产值近 650 亿美元。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。

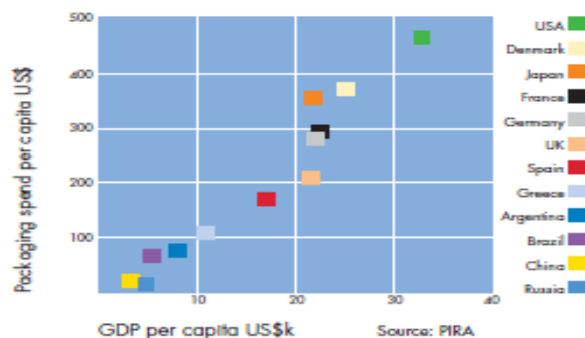
亚洲是全球最大的塑料软包装市场，约占全球软包装销量的 29%，同时也是增速最快的市场，年复合增速达 7.9%。Pira International 预测亚洲将占据未来五年全球软包装消费增量的 55%。其中中国和印度合计将占据全球软包装消费增量的 44%。

图 20: 全球塑料软包装消费量及产值



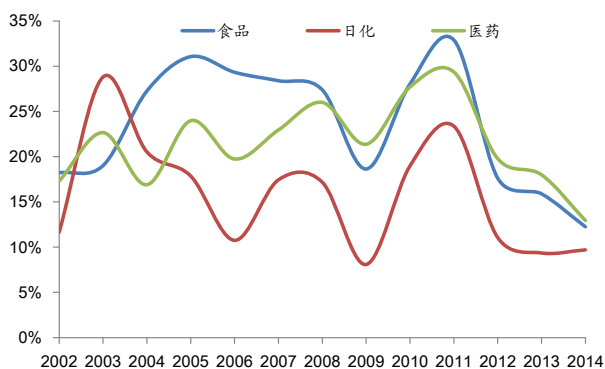
数据来源: 安信证券研究中心

图 21: 人均 GDP 与包装需求相关性



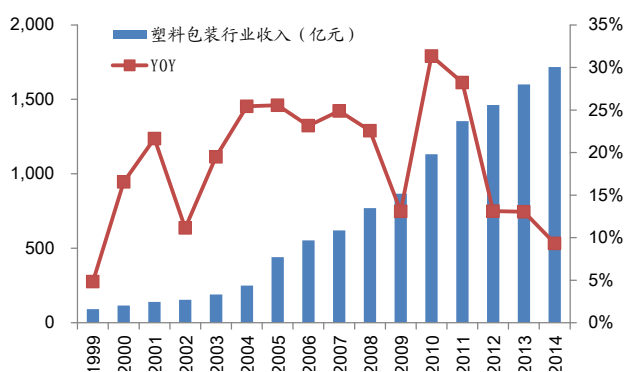
数据来源: 欧睿, 安信证券研究中心

图 22: 塑料下游行业高速增长



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 23: 我国塑料包装行业收入及增速

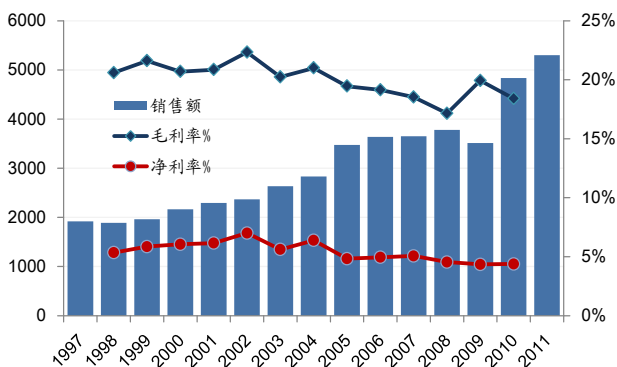


数据来源: Wind, 安信证券研究中心

而 BEMIS 的历史也证明塑料包装行业完全可以出来大公司, 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, 在美国、加拿大、欧洲、南美和亚洲等地拥有 62 个生产基地。公司客户遍布全球, 包括联合利华、卡夫食品、雀巢、金佰利, 强生、雅培等国际知名企业。

Bemis2011 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%。BEMIS 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 24: BEMIS 营业收入及净利润 (百万美元)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 25: BEMIS 重点客户



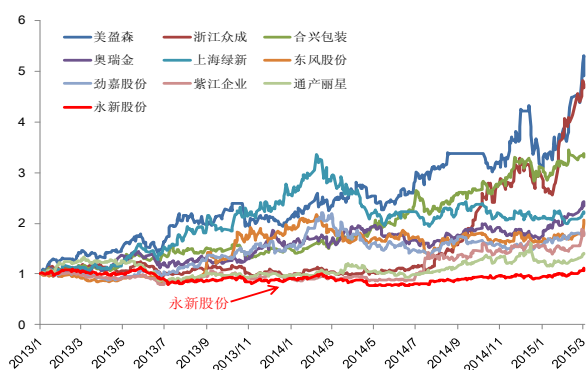
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

3. 潜在转型的优质标的

2013 年以来，包装行业进入并购、转型高峰期，如劲嘉、东风、绿新烟标企业涉足电子烟、云印刷；美盈森、合兴包装等纸箱包装企业开始同业横向&纵向并购；奥瑞金等金属包装拓展产业链，提供包装增值服务；浙江众多涉足新型材料的研发等。通过并购及转型，企业拓展了各自业务范围，强化了各自竞争优势，同时股价也表现优异，部分公司涨幅达 3-4 倍。

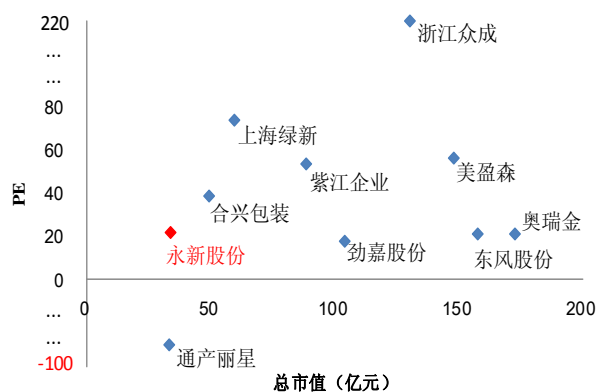
而在目前时点来说，结合市值&PE 两个维度来看，我们建议重点关注永新股份，公司将是潜在转型的优质标的。目前公司 PE 仅 20 倍，且市值 30 亿左右，在整个包装行业属于较低水平，同时公司股价已横盘 4 年，弹性较大。

图 26: 永新股份股价远远跑输同类包装公司



数据来源：安信证券研究中心

图 27: 永新股份是潜在的优质转型标的



数据来源：欧睿，安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年收入增速 6.7%、12.0%和 14.8%；净利润增速 18.6%、13.7%和 16.3%；每股收益分别为 0.56 元、0.63 元和 0.74 元；上调投资评级至“买入-A”，目标价 15 元，对应 2015 年 EPS 的 26.8xPE。

风险提示：塑料粒子价格大幅反弹、消费低迷导致营收增长乏力。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张妮声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

