

潜在的塑料包装整合者

■**发行股份收购新力油墨：**公司公告以发行股份的方式向控股股东永佳集团购买新力油墨 100% 股权，交易对价 1.43 亿元，发行价格 14.72 元/股，对应股份数 971.5 万股。永佳集团承诺所获股份上市日起 36 个月内不转让，如交易完成后 6 个月内股价连续 20 个交易日收盘价低于发行价或 6 个月末收盘价低于发行价，锁定期延长 6 个月。业绩承诺：16-18 年净利润不低于 1350 万元、1580 万元、1910 万元。

■**新力油墨是永新股份油墨供应商之一：**新力油墨主营油墨生产及销售，品牌“新彩韵”，产品广泛应用于食品、日化、医药品、纸制品、服装等产品的塑料软包装中。2014 年，新力油墨营业收入 1.32 亿元，同比增长 5.3%；净利润 1113.7 万元，同比增长 4.9%。新力油墨现有油墨产能 8000 吨，并正开展 2 万吨油墨技术改造升级项目，分两期完成，建成后公司产能将达 2 万吨(其中 8000 吨为现有产能搬迁)。新力油墨与永新股份同为永佳集团旗下企业，同时，新力油墨是公司主要的油墨供应商，2013、2014 及 2015 年上半年向永新销售油墨分别达到 5532 万元、4634.6 万元、2233.4 万元，分别占新力油墨销售收入的 44.2%、35.1%、41.7%，分别占永新股份油墨采购额的 56.07%、52.43% 和 57.40%。收购后，公司向新力油墨采购的金额占公司同类业务的比例将维持当前水平。此次收购对价 1.43 亿元，对应 16 年 PE 约 10.6 倍，收购增厚公司 14 年净利润约 7.2%。收购后永佳集团持股比例将由目前的 28.3% 提升至 30.4%。

■**塑料包装龙头，正走出低谷：**14 年公司陆续投产了 8 千吨柔印软包装项目及 1 万吨新型高阻隔包装材料，今年前三季度公司收入、净利润分别增长 7.7%、18.9%，结束了 13 年以来利润持续下滑的趋势。公司是软包行业龙头企业，与伊利、雀巢、贝因美、美赞臣、统一、卡夫等国际国内知名客户达成稳定的合作关系，客户壁垒高，盈利能力和现金流较好。随着消费者对包装安全、卫生、环保的要求提升，行业集中度有望逐步提升，公司新产品定位中高端市场，顺应包装市场安全、环保的“绿色包装”发展方向，有望长期受益。15 年公司还将有 0.72 万吨 CPP 薄膜、5000 吨氧化物镀膜新材料、1.3 万吨新型功能性包装材料投产。成本方面，目前油价持续下滑，原材料价格低位运行，公司前三季度毛利率 20.2%，同比提升 2.1 个百分点，我们预计公司主业复苏的趋势有望保持。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,618.5	1,668.5	1,779.8	2,153.0	2,474.6
净利润	176.3	154.5	182.9	219.4	254.4
每股收益(元)	0.54	0.47	0.55	0.65	0.76
每股净资产(元)	4.55	4.72	4.84	5.11	5.42

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	31.0	35.3	30.7	25.6	22.1
市净率(倍)	3.7	3.5	3.5	3.3	3.1
净利润率	10.9%	9.3%	10.3%	10.2%	10.3%
净资产收益率	11.9%	10.0%	11.3%	12.8%	14.0%
股息收益率	1.8%	1.8%	1.9%	2.3%	2.7%
ROIC	23.4%	14.3%	15.3%	22.4%	21.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

20.00 元

股价 (2015-11-20)

16.76 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,459.71
流通市值 (百万元)	5,417.37
总股本 (百万股)	325.76
流通股本 (百万股)	323.23
12 个月价格区间	8.30/30.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	15.51	20.67	44.10
绝对收益	21.01	21.01	92.87

张妮

分析师

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

相关报告

业绩反转逻辑验证，产业资本持续增持	2015-07-20
业绩复苏，关注转型	2015-04-24
潜在转型的优质标的	2015-03-09

■ **奥瑞金入股，塑料包装整合平台或可期：**奥瑞金是国内金属包装龙头企业，近年来大力发展大包装战略，在金属包装、其他包装及上下游产业链持续整合，打造整体包装综合解决方案提供商。前期奥瑞金及一致行动人增持公司 6585 万股，平均成本 19.64 元，占比 20.2%，并购摊薄后占比 19.6%，有望将永新打造成为国内塑料包装整合平台，潜在催化剂值得期待。我们认为奥瑞金与永新的协同效应在于：1) 服务协同，奥瑞金围绕客户需求不断提升一体化服务能力，逐步布局二维码营销、创意集成等服务模式，有望带动永新通过一体化服务能力及用户粘性的提升；2) 用户协同，永新的主要用户包括雀巢、贝因美等，奥瑞金的客户为华彬、加多宝等，并与一轻集团、中粮集团等达成合作，二者客户重叠度低，且多为有多元化产品线的知名消费品企业，有一定协同效应；3) 奥瑞金有望帮助永新实现行业整合，提高市占率及竞争力。

■ **投资建议：**假设 16 年并表，上调盈利预测，预计 15-17 年营业收入 17.8 亿元、21.5 亿元、24.7 亿元；净利润 1.83 亿元，2.19 亿元，2.54 亿元；每股收益 0.55 元、0.65 元、0.76 元；维持“买入-A”评级，目标价 20 元，对应 16 年 EPS 的 30xPE。

■ **风险提示：**下游客户订单增长疲软，行业整合存在不确定性。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月19日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,618.5	1,668.5	1,779.8	2,153.0	2,474.6	成长性					
减:营业成本	1,284.8	1,354.2	1,421.3	1,724.1	1,980.5	营业收入增长率	6.4%	3.1%	6.7%	21.0%	14.9%
营业税费	6.0	5.4	6.1	7.5	8.4	营业利润增长率	1.2%	-14.0%	20.1%	22.2%	16.8%
销售费用	62.2	74.9	74.7	89.9	102.9	净利润增长率	-1.4%	-12.4%	18.4%	20.0%	15.9%
管理费用	82.4	76.0	87.2	99.0	111.4	EBITDA 增长率	0.0%	-7.1%	11.1%	17.2%	13.5%
财务费用	-11.8	-7.5	-10.1	-11.6	-13.1	EBIT 增长率	-3.3%	-12.6%	19.4%	22.6%	17.0%
资产减值损失	5.2	2.3	3.7	3.8	3.3	NOPLAT 增长率	-2.9%	-12.1%	18.4%	22.6%	17.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	43.8%	10.7%	-16.6%	24.1%	-16.4%
投资和汇兑收益	2.7	2.0	1.6	2.1	1.9	净资产增长率	6.5%	3.6%	5.6%	5.4%	5.8%
营业利润	192.2	165.2	198.4	242.5	283.1	利润率					
加:营业外净收支	13.9	13.9	16.7	14.8	15.1	毛利率	20.6%	18.8%	20.1%	19.9%	20.0%
利润总额	206.1	179.1	215.1	257.3	298.3	营业利润率	11.9%	9.9%	11.1%	11.3%	11.4%
减:所得税	30.4	25.6	32.3	38.6	44.7	净利润率	10.9%	9.3%	10.3%	10.2%	10.3%
净利润	176.3	154.5	182.9	219.4	254.4	EBITDA/营业收入	14.8%	13.3%	13.9%	13.5%	13.3%
						EBIT/营业收入	11.1%	9.5%	10.6%	10.7%	10.9%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	98	106	103	75	57
货币资金	552.3	473.5	748.6	624.9	900.5	流动营业资本周转天数	59	81	67	68	70
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	281	267	270	259	256
应收账款	277.5	279.3	271.1	416.3	377.4	应收账款周转天数	57	60	56	57	58
应收票据	87.4	85.2	77.4	127.2	111.9	存货周转天数	52	55	53	54	54
预付帐款	42.4	11.7	45.4	27.4	53.4	总资产周转天数	414	417	413	366	341
存货	238.3	271.6	256.7	383.4	355.7	投资资本周转天数	179	215	195	164	145
其他流动资产	51.7	101.5	51.5	68.3	73.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.9%	10.0%	11.3%	12.8%	14.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	7.8%	8.6%	9.7%	10.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.4%	14.3%	15.3%	22.4%	21.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	446.7	536.6	479.2	421.8	364.5	销售费用率	3.8%	4.5%	4.2%	4.2%	4.2%
在建工程	123.9	111.3	111.3	111.3	111.3	管理费用率	5.1%	4.6%	4.9%	4.6%	4.5%
无形资产	57.4	56.6	55.2	53.7	52.3	财务费用率	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	17.3	38.7	24.0	26.7	29.8	三费/营业收入	8.2%	8.6%	8.5%	8.2%	8.1%
资产总额	1,894.9	1,966.1	2,120.5	2,261.1	2,430.5	偿债能力					
短期债务	10.3	-	-	-	-	资产负债率	20.5%	20.6%	22.3%	23.2%	24.4%
应付帐款	193.7	179.4	246.1	256.4	315.6	负债权益比	25.8%	26.0%	28.7%	30.2%	32.2%
应付票据	95.3	143.8	134.9	181.6	185.6	流动比率	3.64	3.38	3.37	3.43	3.41
其他流动负债	44.0	38.1	49.0	41.9	47.6	速动比率	2.95	2.63	2.78	2.63	2.76
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-15.34	-21.08	-18.60	-19.86	-20.56
其他非流动负债	45.3	44.2	43.0	44.2	43.8	分红指标					
负债总额	388.6	405.5	473.1	524.1	592.5	DPS(元)	0.30	0.30	0.32	0.38	0.45
少数股东权益	23.5	22.5	22.4	21.7	20.8	分红比率	55.4%	63.3%	57.8%	58.8%	60.0%
股本	325.8	325.8	335.5	335.5	335.5	股息收益率	1.8%	1.8%	1.9%	2.3%	2.7%
留存收益	1,156.9	1,212.3	1,289.5	1,379.9	1,481.7						
股东权益	1,506.2	1,560.6	1,647.4	1,737.0	1,838.0						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	175.7	153.5	182.9	219.4	254.4	EPS(元)	0.54	0.47	0.55	0.65	0.76
加:折旧和摊销	59.0	64.6	58.8	58.8	58.8	BVPS(元)	4.55	4.72	4.84	5.11	5.42
资产减值准备	5.2	2.3	-	-	-	PE(X)	31.0	35.3	30.7	25.6	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.7	3.5	3.5	3.3	3.1
财务费用	-12.4	-8.7	-10.1	-11.6	-13.1	P/FCF	-53.6	128.0	15.8	636.2	13.0
投资损失	-2.7	-2.0	-1.6	-2.1	-1.9	P/S	3.4	3.3	3.2	2.6	2.3
少数股东损益	-0.6	-1.0	-0.1	-0.8	-0.9	EV/EBITDA	9.6	10.1	19.7	17.2	14.3
营运资金的变动	-173.2	-98.9	129.6	-272.1	115.8	CAGR(%)	7.6%	18.2%	0.5%	7.6%	18.2%
经营活动产生现金流量	117.5	187.8	359.5	-8.3	413.1	PEG	4.1	1.9	64.9	3.4	1.2
投资活动产生现金流量	-205.8	-182.8	1.6	2.1	1.9	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-97.7	-108.0	-85.9	-117.5	-139.4	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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的、责任的和法律的依据或者凭证。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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

