

永新股份：09年业绩大幅超出预期

快报点评

报告关键点：

- 公司毛利率超出历史高位；
- 09年业绩大幅超出预期；
- 上调投资评级至买入-B，维持6个月21元的目标价。

报告摘要：

- 公司09年业绩大幅超出市场预期，超出幅度大约为15%。日前与公司管理层进行了沟通，公司09年业绩远超预期，增幅在15%左右。公司业绩大幅增长的主要原因是毛利率水平的大幅提升，四季度公司主要产品毛利率接近30%，大幅高于公司平均近20%的毛利率水平。09年全年的毛利率水平约为25%，这是公司在销量和收入有所下滑的背景下业绩大幅提升的主要推手。
- 毛利率上升的主要原因。公司在09年中期原材料价格水平比较低的时候，大约锁定了半年的原材料用量，因此09年下半年随着原材料价格水平的提升，公司产品售价提升幅度较大，而低价原材料的储备大幅提升了公司的盈利能力。同时，公司在09年进行的产品结构调整也是毛利率水平提升的一个因素。
- 明年广州新增产能可以投放。广州永新的新址拆迁进行顺利，已经开始土建，预计明年年初可以投产。总投产后，新增产能能够在原有5000吨的基础上至少翻翻，营业收入能够达到3个亿。
- 产能利用率仍有提升空间。与公司相关的下游消费品市场在09年是处于金融危机后刚刚复苏的阶段，因此公司销量以及收入同比仍然是下滑，预计下滑幅度在10%左右。其中，河北永新09年情况比较差，产能利用率不足70%。公司总体的产能利用率接近80%，因此随着2010年下游消费市场的持续好转，公司目前产能利用仍有一定的提升空间。
- 市场关注的二股东减持问题。根据我们与公司方面的沟通，二股东的减持主要是有其它的融资需求，与永新的经营状况无关，目前减持底限基本已经到达（二股东减持目标是持股5%）。公司对于西南市场的开拓，目前没有太实际的进展，但是公司战略发展的一部分。
- 上调投资评级至买入-B，维持21元的6个月目标价。调整公司09-11年的盈利预测为0.69、0.90、1.17元，依然维持公司21元的目标价，投资评级由增持-A上调至买入-B。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1045.6	1,219.4	1,099.9	1,402.4	1,852.6
Growth(%)	42.7%	16.6%	-9.8%	27.5%	32.1%
净利润	56.3	70.4	99.8	129.1	168.4
Growth(%)	14.1%	26.5%	43.2%	29.4%	30.4%
毛利率(%)	15.5%	17.0%	19.7%	19.6%	19.6%
净利润率(%)	5.1%	5.6%	8.9%	9.0%	8.9%
每股收益(元)	0.39	0.49	0.69	0.90	1.17
每股净资产(元)	4.24	4.52	4.90	5.43	6.09
市盈率	43.2	34.1	24.1	18.6	14.3
市净率	3.9	3.7	3.4	3.1	2.7
净资产收益率(%)	9.5%	11.2%	14.5%	16.9%	19.6%
ROIC(%)	14.5%	16.5%	21.7%	22.4%	24.8%
EV/EBITDA	20.4	17.9	15.8	12.5	9.8
股息收益率	1.6%	1.8%	2.1%	2.7%	3.6%

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

买入-B

上次评级：增持-A

 目标价格：**21.00元**

期限：3个月 上次预测：21.00元

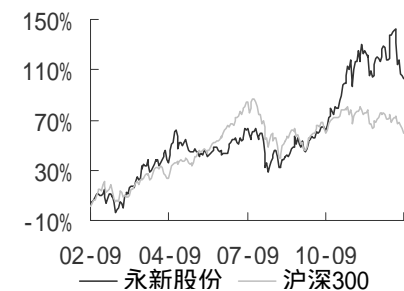
现价：16.91元

 报告日期：**2010-01-26**

市场数据

总市值(百万元)	2,353.87
流通市值(百万元)	2,342.21
总股本(百万股)	139.20
流通股本(百万股)	138.51
12个月最高/最低	7.95/20.40元
十大流通股东(%)	57.86%
股东户数	18,294

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.12)	27.74	42.85
绝对收益	(7.43)	22.72	102.38

研究员

郭振举

助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

前期研究成果

- 永新股份：软塑包装龙头终被市场接纳
2009-12-10
- 永新股份：业绩依然保持稳定增长
2009-10-28
- 永新股份：中期业绩增速符合预期
2009-07-30

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-1-26

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1045.6	1,219.4	1,099.9	1,402.4	1,852.6	成长性					
减: 营业成本	883.8	1,012.4	883.2	1,127.5	1,489.5	营业收入增长率	42.7%	16.6%	-9.8%	27.5%	32.1%
营业税费	0.1	0.7	0.7	0.1	0.2	营业利润增长率	13.0%	19.6%	44.1%	29.4%	33.6%
销售费用	44.9	58.2	52.8	63.1	77.8	净利润增长率	14.1%	26.5%	43.2%	29.4%	30.4%
管理费用	42.5	51.3	47.3	58.9	76.0	EBITDA 增长率	17.2%	14.1%	17.9%	28.5%	30.5%
财务费用	1.1	1.2	-3.4	-2.4	-2.3	EBIT 增长率	14.1%	19.5%	37.9%	31.2%	34.2%
资产减值损失	4.0	10.5	0.2	0.3	4.6	NOPLAT 增长率	15.7%	24.8%	35.7%	31.2%	31.0%
加: 公允价值变动收益	-	-0.6	0.4	-	-	投资资本增长率	9.5%	3.2%	26.9%	18.5%	19.6%
投资和汇兑收益	0.3	-1.4	-	-	-	净资产增长率	55.7%	6.7%	9.6%	10.7%	12.2%
营业利润	69.4	83.0	119.6	154.8	206.9	利润率					
加: 营业外净收支	-0.3	1.2	-	-	-	毛利率	15.5%	17.0%	19.7%	19.6%	19.6%
利润总额	69.2	84.2	119.6	154.8	206.9	营业利润率	6.6%	6.8%	10.9%	11.0%	11.2%
减: 所得税	12.8	13.9	19.9	25.7	38.5	净利率	5.1%	5.6%	8.9%	9.0%	8.9%
净利润	56.3	70.4	99.8	129.1	168.4	EBITDA/营业收入	10.1%	9.8%	12.9%	13.0%	12.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	6.7%	6.9%	10.6%	10.9%	11.0%
货币资金	241.3	301.8	262.7	254.0	251.9	运营效率					
交易性金融资产	-	0.7	1.1	1.1	1.1	固定资产周转天数	91	87	111	97	79
应收帐款	146.0	115.3	117.2	164.7	244.5	流动营业资本周转天数	44	37	42	48	54
应收票据	23.9	33.3	30.1	38.4	50.7	流动资产周转天数	145	167	182	151	138
预付帐款	13.7	9.8	17.8	27.9	41.3	应收帐款周转天数	43	41	42	38	41
存货	135.4	107.0	127.8	166.9	224.5	存货周转天数	40	37	40	39	39
其他流动资产	0.7	0.9	-13.0	-22.0	-22.0	总资产周转天数	244	259	305	261	228
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	142	130	166	159	143
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	9.5%	11.2%	14.5%	16.9%	19.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.7%	7.7%	10.4%	11.9%	13.3%
固定资产	266.9	320.6	358.8	394.8	415.3	ROIC	14.5%	16.5%	21.7%	22.4%	24.8%
在建工程	2.4	2.5	28.5	32.0	29.9	费用率					
无形资产	8.4	8.3	8.2	8.2	8.2	销售费用率	4.3%	4.8%	4.8%	4.5%	4.2%
其他非流动资产	7.1	10.3	15.6	16.3	16.5	管理费用率	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%
资产总额	845.8	910.6	954.8	1,082.4	1,261.8	财务费用率	0.1%	0.1%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	21.4	52.0	50.0	50.0	三费/营业收入	8.5%	9.1%	8.8%	8.5%	8.2%
应付帐款	110.2	138.0	90.7	113.4	150.2	偿债能力					
应付票据	119.6	81.2	84.7	108.1	142.8	资产负债率	30.3%	30.8%	27.7%	29.4%	32.1%
其他流动负债	26.1	40.3	37.2	47.0	61.5	负债权益比	43.4%	44.6%	38.4%	41.7%	47.2%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.19	2.03	2.05	1.98	1.96
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.66	1.63	1.55	1.44	1.38
负债总额	255.9	280.9	264.7	318.5	404.4	利息保障倍数	65.87	67.50	-33.88	-64.73	-88.81
少数股东权益	11.7	14.0	16.1	19.1	22.9	分红指标					
股本	137.6	139.2	140.8	140.8	140.8	DPS(元)	0.27	0.30	0.35	0.46	0.60
留存收益	440.6	476.5	533.2	604.0	693.6	分红比率	69.4%	61.4%	51.0%	51.0%	51.0%
股东权益	589.9	629.7	690.1	763.9	857.4	股息收益率	1.6%	1.8%	2.1%	2.7%	3.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	56.3	70.4	99.8	129.1	168.4	EPS(元)	0.39	0.49	0.69	0.90	1.17
加: 折旧和摊销	34.7	35.7	25.4	29.4	32.8	BVPS(元)	4.24	4.52	4.90	5.43	6.09
资产减值准备	4.0	10.5	0.2	0.3	4.6	PE(X)	43.2	34.1	24.1	18.6	14.3
公允价值变动损失	-	0.6	0.4	-	-	PB(X)	3.9	3.7	3.4	3.1	2.7
财务费用	-0.0	0.2	0.8	-3.4	-2.4	P/FCF	-	30.8	296.8	120.2	71.4
投资收益	-0.3	1.4	-	-	-	P/S	2.2	1.9	2.1	1.7	1.3
少数股东损益	2.5	2.3	2.3	3.0	3.9	EV/EBITDA	20.4	17.9	15.8	12.5	9.8
营运资金的变动	-11.1	50.0	-73.4	-40.6	-81.5	CAGR(%)	31.9%	33.8%	28.7%		
经营活动产生现金流量	84.0	151.2	51.2	118.9	125.8	PEG	1.4	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-34.7	-78.5	-100.4	-69.0	-51.0	ROIC/WACC	1.8	2.1	2.7	2.8	3.1
融资活动产生现金流量	124.6	-21.5	-5.1	-55.0	-72.6	REP	2.7	2.3	1.5	1.2	0.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

郭振举，北大金融学硕士，经济学博士，证券从业经历 6 年。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

马正南

010-66581668

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

李昕

010-66581689

潘琳

0755-82558268

张茜萍

0755-82558089

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

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

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: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034