

业绩的改善主要来自于毛利率的提升

09 年报点评

报告关键点：

- 业绩超出市场预期；
- 高毛利率水平今年难以持续；
- 维持买入-B的投资评级和21元的目标价

报告摘要：

- 公司09年实现营业收入105,457.53万元，同比下降了13.52%；实现利润总额12,225.04万元，同比增加45.17%；净利润10,069.09万元，同比增长47.97%。实现每股收益0.72元，仍高于我们1月份调整后的盈利预测3分钱，更高于此前市场的普遍预期。同时，公司拟以总股本139,200,000股为基数，向全体股东按每10股派发现金红利4.50元（含税），共派发现金红利62,640,000.00元。
- 业绩的大幅增长主要是公司盈利能力的改善。公司09年的毛利率水平为22.52%，高于08年16.98%的约5.5个百分点。毛利率上升的主要原因是09年中期公司在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和产品价格水平的提升，公司的盈利能力明显上升。另外，09年的产品结构调整也是毛利率水平提升的一个因素。
- 高毛利率水平今年难以继续持续。由于今年经济水平恢复到了平稳增长期，在这一背景下公司定价机制以及行业竞争状况决定毛利率水平将恢复到比较正常的水平，估计在20%左右。
- 未来几年公司业绩的增长主要依靠产能的扩张和开工率的上升。广州永新的新址拆迁进行顺利，预计明年初可以投产，届时新增产能能够在原有5000吨的基础上至少翻番，营业收入能够达到3个亿。同时，随着经济的不断复苏公司现有产能利用率仍有一定的上升空间，大约在15%左右。公司未来生产布局会不断进行，逐步实现全国布点一直是公司的发展战略。
- 维持买入-B的投资评级和21元的目标价。预计公司10-12年的每股收益分别是0.89元、1.13元和1.42元，尽管今年的高毛利率水平难以持续，但考虑到公司未来几年的稳定增长，以及可能进行的外延式扩张，根据目前的市场情况，公司的估值处于比较低的位置，因此我们仍然维持买入-B的投资评级和21元的目标价位。

评级：
买入-B

上次评级： 买入-B

目标价格： **21.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 21.00 元

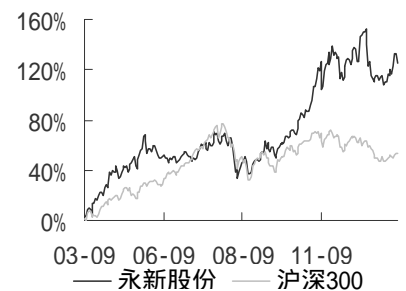
现价： 17.92 元

报告日期： **2010-02-28**

市场数据

总市值(百万元)	2,494.46
流通市值(百万元)	2,482.11
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(%)	59.47%
股东户数	12,576

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.59	12.45	72.50
绝对收益	4.93	9.47	125.81

研究员

郭振举
助理行业分析师

010-66581621

guozj@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1219.4	1,054.6	1,344.6	1,776.2	2,220.2
Growth(%)	16.6%	-13.5%	27.5%	32.1%	25.0%
净利润	70.4	102.8	129.0	162.2	204.3
Growth(%)	26.5%	48.0%	25.1%	25.8%	25.9%
毛利率(%)	17.0%	22.5%	19.6%	19.6%	19.6%
净利润率(%)	5.6%	9.5%	9.4%	8.9%	9.0%
每股收益(元)	0.49	0.72	0.89	1.13	1.42
每股净资产(元)	4.52	5.02	5.50	6.14	6.93
市盈率	36.7	24.8	20.0	15.9	12.6
市净率	4.0	3.6	3.3	2.9	2.6
净资产收益率(%)	11.2%	14.7%	16.7%	18.8%	20.9%
ROIC(%)	16.5%	23.0%	26.1%	26.2%	26.6%
EV/EBITDA	19.4	13.9	13.5	10.8	8.7
股息收益率	1.7%	1.4%	2.5%	3.2%	4.0%

前期研究成果

- 永新股份：09 年业绩大幅超出预期
2010-01-27
- 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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-2-26

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1219.4	1,054.6	1,344.6	1,776.2	2,220.2	成长性					
减: 营业成本	1,012.4	817.0	1,081.0	1,428.1	1,785.1	营业收入增长率	16.6%	-13.5%	27.5%	32.1%	25.0%
营业税费	0.7	0.6	0.7	0.2	0.2	营业利润增长率	19.6%	46.3%	27.3%	28.9%	25.9%
销售费用	58.2	56.0	60.5	74.6	91.0	净利润增长率	26.5%	48.0%	25.1%	25.8%	25.9%
管理费用	51.3	55.4	56.5	72.8	91.0	EBITDA 增长率	14.1%	36.8%	6.9%	28.4%	24.4%
财务费用	1.2	-0.3	-4.4	-3.3	-3.4	EBIT 增长率	19.5%	43.8%	24.0%	30.5%	26.3%
资产减值损失	10.5	5.4	-3.2	4.5	5.3	NOPLAT 增长率	24.8%	43.6%	22.2%	27.3%	26.3%
加: 公允价值变动收益	-0.6	0.6	1.1	-	-	投资资本增长率	3.2%	7.5%	26.8%	24.4%	15.2%
投资和汇兑收益	-1.4	0.3	-	-	-	净资产增长率	6.7%	10.9%	10.8%	11.7%	12.9%
营业利润	83.0	121.5	154.6	199.3	251.0	利润率					
加: 营业外净收支	1.2	0.8	-	-	-	毛利率	17.0%	22.5%	19.6%	19.6%	19.6%
利润总额	84.2	122.3	154.6	199.3	251.0	营业利润率	6.8%	11.5%	11.5%	11.2%	11.3%
减: 所得税	13.9	19.5	25.7	37.1	46.7	净利率	5.6%	9.5%	9.4%	8.9%	9.0%
净利润	70.4	102.8	129.0	162.2	204.3	EBITDA/营业收入	9.8%	15.6%	13.1%	12.7%	12.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.9%	11.5%	11.2%	11.0%	11.1%
货币资金	301.8	310.2	324.2	298.8	330.9	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	87	109	90	76	65
应收帐款	115.3	127.1	157.9	234.4	293.0	流动营业资本周转天数	37	42	46	51	58
应收票据	33.3	30.1	36.8	48.6	60.8	流动资产周转天数	167	206	178	154	148
预付帐款	9.8	28.9	38.6	51.5	67.6	应收帐款周转天数	41	45	40	41	44
存货	107.0	138.2	160.1	215.2	273.7	存货周转天数	37	44	42	39	41
其他流动资产	0.9	1.6	-25.8	-25.8	-25.8	总资产周转天数	259	322	278	241	222
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	130	158	146	138	132
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.2%	14.7%	16.7%	18.8%	20.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	10.5%	11.7%	12.8%	13.9%
固定资产	320.6	317.4	357.7	392.9	413.3	ROIC	16.5%	23.0%	26.1%	26.2%	26.6%
在建工程	2.5	0.2	27.1	31.2	29.4	费用率					
无形资产	8.3	8.1	8.0	8.0	8.0	销售费用率	4.8%	5.3%	4.5%	4.2%	4.1%
其他非流动资产	10.3	13.1	15.6	16.3	16.5	管理费用率	4.2%	5.3%	4.2%	4.1%	4.1%
资产总额	910.6	975.0	1,101.5	1,272.3	1,468.5	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
短期债务	21.4	6.9	52.0	50.0	50.0	三费/营业收入	9.1%	10.5%	8.4%	8.1%	8.0%
应付帐款	138.0	134.4	108.7	144.0	180.0	偿债能力					
应付票据	81.2	81.2	103.7	136.9	171.2	资产负债率	30.8%	28.4%	29.7%	32.1%	33.6%
其他流动负债	40.3	54.0	63.3	77.2	91.6	负债权益比	44.6%	39.6%	42.3%	47.2%	50.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.03	2.30	2.11	2.02	2.03
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.63	1.77	1.61	1.47	1.46
负债总额	280.9	276.5	327.7	408.1	492.7	利息保障倍数	67.50	-451.55	-34.26	-59.17	-72.45
少数股东权益	14.0	14.6	17.6	21.3	26.0	分红指标					
股本	139.2	139.2	140.8	140.8	140.8	DPS(元)	0.30	0.25	0.46	0.57	0.72
留存收益	476.5	544.7	615.4	702.1	808.9	分红比率	61.4%	34.6%	51.0%	51.0%	51.0%
股东权益	629.7	698.5	773.8	864.2	975.7	股息收益率	1.7%	1.4%	2.5%	3.2%	4.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	70.4	102.8	129.0	162.2	204.3	EPS(元)	0.49	0.72	0.89	1.13	1.42
加: 折旧和摊销	35.7	43.0	25.2	29.3	32.6	BVPS(元)	4.52	5.02	5.50	6.14	6.93
资产减值准备	10.5	5.4	-3.2	4.5	5.3	PE(X)	36.7	24.8	20.0	15.9	12.6
公允价值变动损失	0.6	-0.6	1.1	-	-	PB(X)	4.0	3.6	3.3	2.9	2.6
财务费用	0.2	0.8	0.5	-4.4	-3.3	P/FCF	-	47.2	59.3	311.2	29.8
投资收益	1.4	-0.3	-	-	-	P/S	2.0	2.4	1.9	1.4	1.1
少数股东损益	2.3	2.1	3.0	3.7	4.7	EV/EBITDA	19.4	13.9	13.5	10.8	8.7
营运资金的变动	50.0	-27.4	-45.5	-78.2	-65.9	CAGR(%)	32.1%	25.7%	25.6%		
经营活动产生现金流量	151.2	116.3	105.1	118.3	177.6	PEG	1.1	1.0	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-78.5	-53.0	-101.1	-69.0	-51.0	ROIC/WACC	2.1	2.9	3.3	3.3	3.3
融资活动产生现金流量	-21.5	-52.3	-4.2	-70.5	-89.4	REP	2.5	1.7	1.2	1.0	0.8

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	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	上海联系人	南方	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	刘欢	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@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