

公司简评研究报告 永新股份 (002014.SZ) ▶ 2010年5月26日

下游需求恢复，订单大幅增长

谨慎推荐 首次评级

分析师: 张迪 邮箱: zhangdi_zb@chinastock.com.cn 电话: 010-66568757 执业证书编号: S0130110014639

1. 事件

近期我们实地走访了永新股份，就公司目前的生产经营情况以及未来发展方向与公司管理层进行了交流。

2. 我们的分析与判断

(1) 事件性影响渐行渐远，公司已回归增长轨道

公司是国内塑料软包装制品行业知名企业，主要产品包括彩印复合包装材料、真空镀铝包装材料和塑料软包装薄膜三大类。其中，彩印复合包装材料主要用于食品包装（奶粉、膨化食品、方便面、调味品等）、洗涤用品包装、药品包装、农药包装和建材包装等。真空镀铝膜材料主要用于彩印复合包装产品的阻隔层、建材包装、特殊包装等。公司主要客户包括伊利、洽洽、通用磨坊、多美滋、卡夫和保洁等国内外大型食品和日化行业制造商。

公司收入构成中，彩印复合包装材料销售收入占总收入的比例自2005年以来一直保持在90%以上。其余两大类产品主要用于彩印复合包装材料的生产，因此对外销售产生的收入占比呈现出逐年下降的趋势。其中，真空镀铝包装材料的收入贡献率由2001年的18.78%下降至2009年的4.41%。这种趋势从一方面反映出市场对公司彩印复合包装材料的需求在不断加大。

目前，公司生产的彩印复合包装材料主要用于食品包装，约占到总产量的60%。洗涤产品、医药产品和其他产品（农化、建材）依次占到了20%、10%和10%。由于塑料软包装制品行业制造的产品大多为非标准产品，所以公司生产的彩印复合包装材料的毛利率大多不尽相同。总体来看，毛利率从高到低的顺序依次为医药包装、食品包装和洗涤包装。可以预计，公司未来将逐步扩大医药包装材料的比重，以此来优化产品结构，降低经营风险。

公司所处的塑料包装制品行业一直占据着国内包装工业的首要位置，行业需求的增速多年来一直保持在10%以上。受益于行业的快速发展，公司2001-2007年销售收入复合增长率高达26.5%。2009年，受三聚氰胺事件的影响，公司的销售收入首次出现了下滑。如今，三聚氰胺事件已经过去近两年时间，事件的影响已经基本消散。目前乳品行业的经营环境较2008年三聚氰胺事件后的时期大有改善。以公司主要客户伊利股份为例，其2010年1季度销售收入同比增长了36.9%。乳品行业的恢复将带动奶粉和冷饮包装物的需求，预计2010年公司销售收入将至少回升至2008年水平。

(2) 下游需求恢复，订单大幅增长

2010年1季度，公司实现销售收入3.24亿元，同比增长14.5%。主要是由于下游行业需求恢复，导致公司订单大幅增长。2008年9月，公司6000吨无菌包装复合材料项目投产，当时正值三聚氰胺事件对乳制品行业影响最严重的时期。该项目于2009年达产后全年实现的效益达到了预期，但订单量直到2009年4季度才出现大幅增长。由此我们认为，下游食品行业对公司产品的需求增长已经启动。6000吨项目尽管已于2009年达产，但仍将是2010年公司业绩增长的主要动力。

除此之外，公司新建的 3000 吨柔印复合软包装材料技改项目 2009 年 8 月开始试产，目前实现的效益还未能达到预期。柔印具有独特的灵活性、经济性，并且环保，因此在西方发达国家已被证实是一种“最优秀、最有前途”的印刷方法。而在国内，人们普遍对柔印技术的认识不足。经过几十年的持续稳定发展，柔印和胶印的印刷效果已经非常接近。而且，柔印技术具有很多无法比拟的优势（详见附录 3）。我们认为，尽管该项目订单尚未饱和，但公司的客户中跨国企业对柔印技术已经十分熟悉，柔印包装产品应该会在较短时间内得到市场的广泛认可。

（3）稳步扩张计划确保未来增长动力

2010 年公司无新增产能，即将建成投产的 5000 吨聚乙烯薄膜项目的产品主要用于生产复合彩印包装材料，不构成新增产能。公司现有塑料软包装薄膜产能 2.2 万吨，2009 年外购的部分在 7000-8000 吨之间。该项目投产后，公司塑料软包装薄膜的自给率将提升 17% 左右。通过将外购的部分转为自产，公司对原材料的质量控制能力将得到有效提高。

公司未来的增长动力主要来自于广州和黄山基地的扩建。目前广州永新扩建项目已经开工，预计 2011 年 2 季度能够投产。2009 年广州永新实现销售收入 1.2 亿元，预计 3 年内收入有望达到 3 亿元。公司黄山总部现有土地已经充分使用，已无发展空间。公司已向实际控制人黄山市化工总厂购买了黄山经济开发区内一块 300 亩土地用于未来的产能扩建。考虑到黄山基地的扩建对资金的需求量较大，预计开工最快也要到 2011 年底。

3. 投资建议

我们预计公司 10-12 年营业收入分别为 12.1 亿元、13.6 亿元和 14.9 亿元，净利润分别为 1.15 亿元、1.26 亿元和 1.4 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.81 元、0.89 元、0.98 元。目前股价对应的 10-12 年动态市盈率分别为 19.9X、18.1X 和 16.3X。首次给予“谨慎推荐”评级。

风险因素：下游客户所处行业遭受突发性事件影响；石油价格大幅上涨。

附录 1: 收入预测和敏感性分析
表 1: 按照产品分类主营业务收入及毛利率预测

单位 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
彩印复合包装材料	942	1127	980	1156	1314	1446
毛利率	15.47%	17.12%	23.38%	20.50%	20.00%	20.00%
真空镀铝包装材料	77	74	47	45	43	41
毛利率	8.69%	7.65%	2.90%	6.00%	7.00%	8.00%
塑料软包装覆膜	1	2	14	10	6	2
毛利率	8.59%	12.85%	5.86%	7.00%	8.00%	10.00%
合计	1020	1203	1040	1211	1363	1489
综合毛利率	15.5%	17.0%	22.5%	19.8%	19.5%	19.7%

资料来源: 中国银河证券研究所

表 2: 毛利率\销售收入变动敏感性分析

		2010E	2011E	2012E
每股收益 (元)		0.81	0.89	0.98
	10%	0.87	1.04	1.25
营业收入增长率	-10%	0.74	0.75	0.76
	1%	0.88	0.97	1.07
毛利率	-1%	0.73	0.80	0.89

资料来源: 中国银河证券研究所

附录 2: 公司财务报表预测

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	284	411	420	548	营业收入	1055	1211	1363	1489
应收账款	156	173	197	207	营业成本	817	971	1097	1196
预付款项	29	17	35	22	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	2	2	2	2	销售费用	56	58	65	71
存货	138	119	171	145	管理费用	55	55	61	67
其他流动资产	2	2	2	2	财务费用	(0)	(8)	(9)	(11)
固定资产	317	269	238	206	资产减值损失	5	0	0	0
在建工程	0	20	20	45	营业利润	121	135	148	164
无形资产	8	8	8	8	营业外收支净额	1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	税前利润	122	135	148	164
资产总计	936	1020	1093	1184	减: 所得税	19	20	22	25
					净利润	103	115	126	140
短期借款	7	0	0	0	归属于母公司的净利润	101	112	123	137
应付账款	178	221	230	262	少数股东损益	2	2	3	3
预收款项	6	2	7	3	基本每股收益	0.72	0.81	0.89	0.98
其他应付款	37	37	37	37	稀释每股收益	0.72	0.81	0.89	0.98
其他流动负债	9	9	9	9	财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
长期借款	0	0	0	0	成长性				
					营收增长率	-13.5%	14.9%	12.5%	9.2%
负债合计	237	269	283	310	EBIT 增长率	41.5%	6.4%	9.2%	10.5%
股东权益合计	699	751	809	873	净利润增长率	46.1%	11.5%	9.9%	10.9%
					盈利性				
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E	销售毛利率	22.5%	19.8%	19.5%	19.7%
净利润	103	115	126	140	销售净利率	9.7%	9.5%	9.2%	9.4%
折旧与摊销	43	49	51	53	ROE	14.7%	15.3%	15.6%	16.1%
经营活动现金流	119	208	87	238	ROIC	20.8%	20.5%	25.6%	24.8%
投资活动现金流	-53	-20	-20	-45	估值倍数				
融资活动现金流	-52	-61	-59	-64	PE	22.1	19.9	18.1	16.3
现金净变动	13	127	9	128	P/B	3.3	3.0	2.8	2.6
期初现金余额	292	284	411	420	股息收益率	1.6%	2.8%	3.0%	3.4%
期末现金余额	284	411	420	548	EV/EBITDA	12.8	11.1	10.4	9.0

资料来源: 中国银河证券研究所

附录 3: 柔印技术的优势和劣势

优势

- | | |
|------------------|---|
| 1. 印刷速度快 | 一台柔印机效率差不多等于两台甚至三台轮转凸印刷机的效率; 可实现一站式的加工成型。 |
| 2. 更适合标准化 | 能够以统一的颜色标准生产, 减少人员的操作量。 |
| 3. 在专色上表现更均匀 | 不会出现墨层不均匀或是泛白的现象。 |
| 4. 柔印的标签产品更鲜艳更饱和 | 产品色泽度以及饱和度高。 |
| 5. 柔印更为环保 | 柔印用的 UV 墨, 或是水墨, 都符合环保要求的。 |

劣势

- | | |
|-----------------|---|
| 1. 在印刷上有一定局限 | 在细小文字、细条方面, 表现的不如凸印精细; 在网线渐变上也不如凸印来得柔和。 |
| 2. 对起印数量上有一定的要求 | 柔印机机身较长, 开机调试的损耗较大。所以订单数量越大, 越能体现柔印的优势。 |

资料来源: 中国银河证券研究所整理

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908