

永新股份(002014): 新项目预示新发展

评级

买入

公司深度研究

分析师: 倪爽

证书编号: S1190210070003

电 话: 010-8832 1715

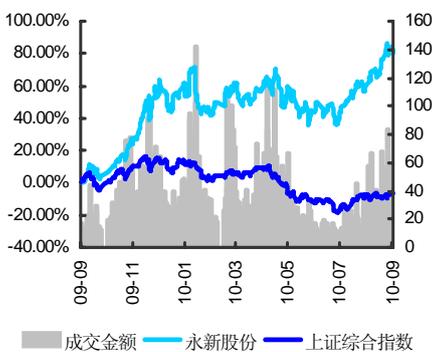
Email: nishuang@tpyzq.com.cn

kumiko_aso@hotmail.com

市场与公司重要数据

当前股价(元)	20.50
一年股价区间(元)	11.65-21.44
总市值(亿元)	28.86
总股本(百万股)	140.78
流通股本(百万股)	139.09

一年股价走势



- ◆ **塑料软包装行业龙头。**公司作为塑料软包装行业龙头, 主营彩印复合包装材料、真空镀铝包装材料和塑料软包装薄膜三大类产品, 下游主要包括食品包装、奶粉包装、洗涤用品包装、药品包装、农药及其他包装产品, 在行业市场占有率及各项经济指标均位居首位, 主要产品多次被评为“中国包装名牌产品”、“中国包装行业优质产品”。
- ◆ **行业发展迅速, 下游应用广泛, 市场潜力巨大。**改革开放以来, 我国塑料包装工业发展迅速, 中国包装联合会塑料包装委员会提出: 按7%的速度发展, 到2010年塑料包装材料产量达到1100万吨, 到2020年, 按5%的速度发展, 产量达1600万吨, 占塑料制品总量5000万吨的30%, 与世界发达国家的应用水平相接近。其中我国的软包装彩印行业总规模目前列全球第一位。塑料软包装产品下游应用广泛, 多应用于食品、医药、日化、农化等众多行业, 随着宏观经济发展, 与人民生活水平的提高, 下游行业的快速发展为包装产品市场需求的持续增长提供了潜在动力, 行业未来发展空间巨大。
- ◆ **新项目预示公司不断做大做强。**公司不断进行产品优化, 扩大规模。随着今年5000吨薄膜生产线的投产, 公司将进一步加强对原材料的控制力; 而广州永新的搬迁与引入日本股东也将进一步扩大公司产能, 提升公司管理能力, 有助于公司开拓海外能力; 黄山经济开发区新购的土地足够公司产能翻番。预计公司未来5年将进一步做大做强。
- ◆ **盈利预测及投资建议:**我们预测公司2010、2011和2012年的完全摊薄EPS为0.84元、1.00元和1.36元, 对应2010年9月7日收盘价20.50元, PE为24倍, 20倍和15倍。鉴于公司未来3年良好的成长性, 以及对公司未来5年将进一步做大做强的良好预期, 我们给予公司28-32倍的估值, 则目标价为23.5-26.9元。维持“买入”评级。

重要财务指标 (百万元)

指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1055	1339	1595	2046
YoY(%)	-13.52	26.99	19.11	28.26
归属母公司净利润	101	117	139	189
YoY(%)	47.97	15.75	19.62	35.35
每股收益(元)	0.72	0.84	1.00	1.36
ROE(%)	13.13	13.19	13.63	15.58
PE	28	24	20	15
PB	3.72	3.23	2.79	2.36

正文目录

一、公司概况	4
(一) 公司结构	4
(二) 主营业务	4
(三) 行业地位	6
二、行业分析	6
(一) 行业前景广阔	6
(二) 原材料分析	7
(三) 下游产品应用分析	7
(四) 行业发展日益成熟规范	8
三、公司分析	9
(一) 收入利润稳定增长	9
(二) 产能产量不断扩大	10
(三) 原材料自给率不断提高	10
(四) 产品议价能力强	11
(五) 产品结构不断优化	11
(六) 注重研发与产品技术储备	11
(七) 新项目有助于持续发展	12
(八) 财务数据良好	13
(九) 行业发展规划利于公司做大做强	13
四、盈利预测假设	14
五、风险提示	14
六、投资评级与估值	15

图表目录

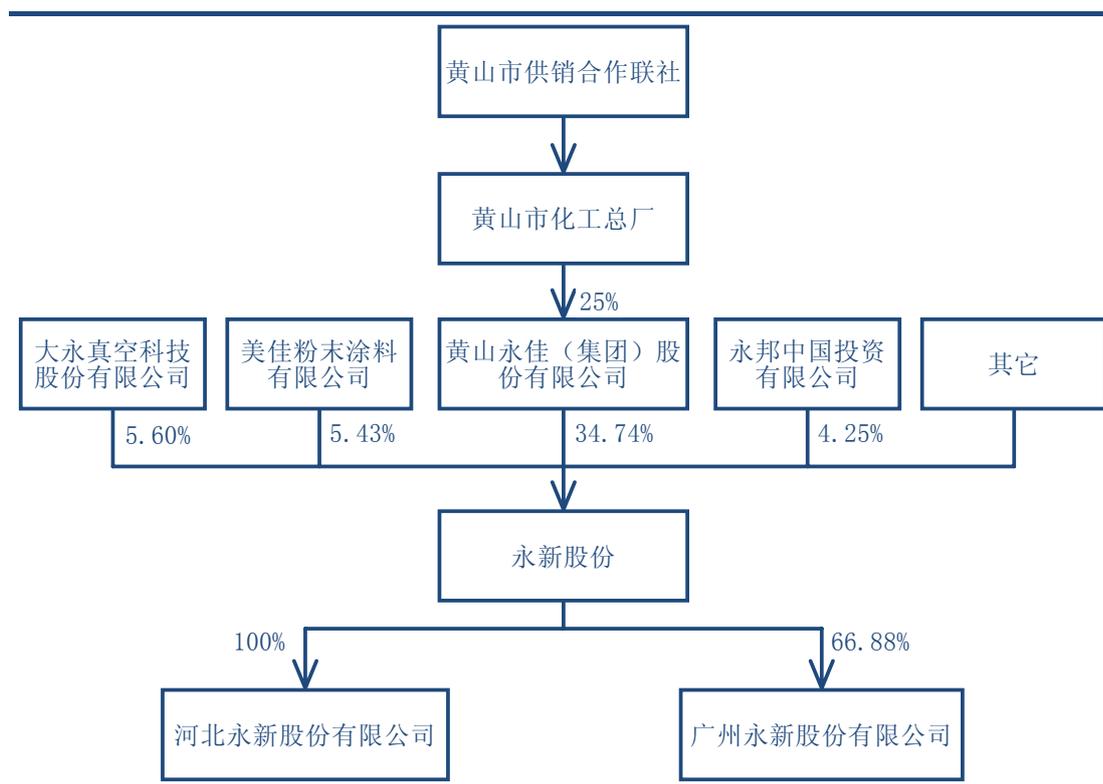
图表 1 公司股权结构	4
图表 2 公司部分产品展示（产品包装与薄膜）	5
图表 3 公司收入与毛利结构	5
图表 4 公司产品上下游构成	6
图表 5 PP 与 PE 价格走势	7
图表 6 塑料软包下游应用分布	8
图表 7 公司业绩近 5 年增长情况	9
图表 8 公司近 5 年毛利率变化	10
图表 9 公司盈利能力近 5 年数据	13
图表 10 公司偿债能力近 5 年数据	13
图表 11 公司经营效率近 5 年数据	13
图表 12 未来 3 年主营业务盈利假设	14
图表 13 盈利预测	15

一、公司概况

(一) 公司结构

公司成立于 1992 年 5 月，系由原黄山永新装饰包装材料有限公司整体变更设立的中外合资股份有限公司。公司控股股东为黄山永佳（集团）有限公司，实际控制人为黄山市化工总厂，是集体企业，其上级主管部门为黄山市供销合作联社。

图表 1 公司股权结构



资料来源：太平洋证券

(二) 主营业务

公司属于包装行业下属于子行业——塑料软包装制品行业。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包括食品包装、奶粉包装、洗涤用品包装、药品包装、农药及其他包装产品；真空镀铝包装材料主要包括镀铝 PET 薄膜、镀铝 CPP 薄膜、镀铝 PE 薄膜、镀铝 BOPP 薄膜等，主要用于彩印复合包装材料的阻隔层、建材包装、特殊包装等；塑料软包装薄膜主要包括 PE、CPP，主要用于彩印、镀膜产品的内层基膜、复合产品的热封层。

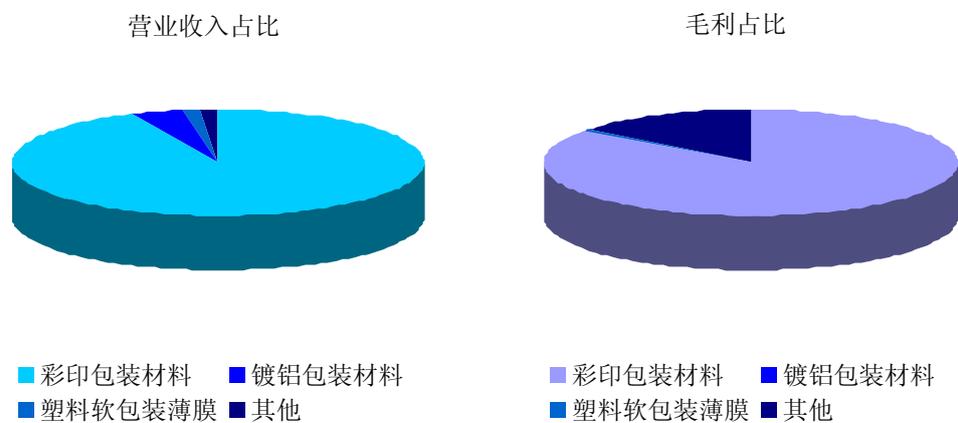
图表 2 公司部分产品展示 (产品包装与薄膜)



资料来源: 太平洋证券

公司 2009 年实现营业收入 10.55 亿元, 毛利润 2.70 亿元, 其中彩印包装材料收入与毛利占比分别为 92.92% 和 84.88%, 镀铝包装材料占比 4.41% 和 0.50%, 塑料软包装薄膜占比 1.32% 和 0.30%, 其他业务占比 1.35% 和 14.32%。彩印包装材料是公司主要收入与利润来源, 而镀铝包装材料与塑料软包装薄膜既是彩印包装材料的原材料又部分直接对外销售。

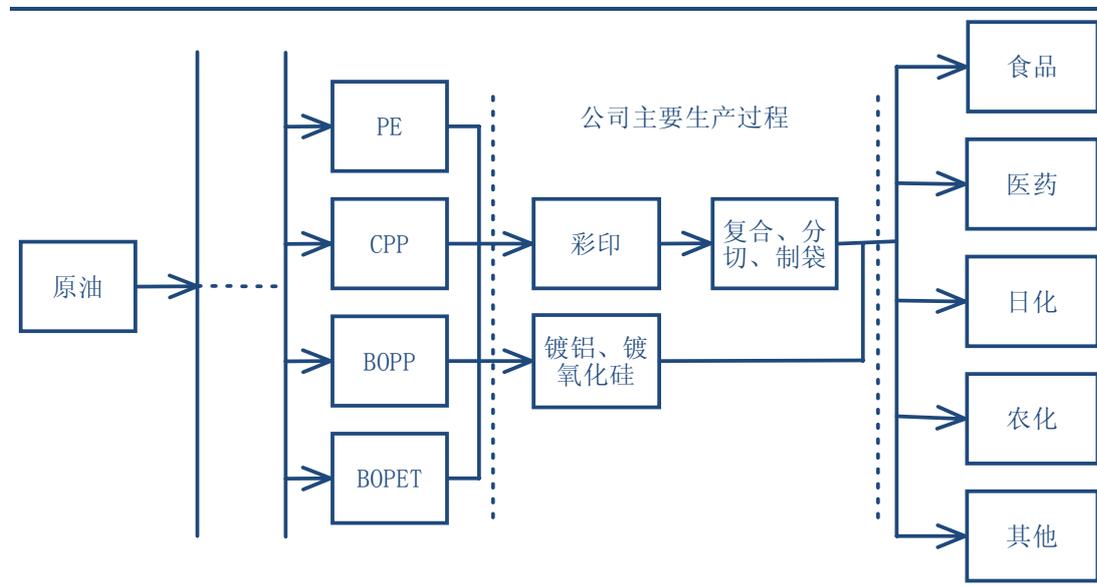
图表 3 公司收入与毛利结构



资料来源: 太平洋证券

公司上游产业主要是聚乙烯薄膜、流延聚丙烯薄膜、双向拉伸聚丙烯薄膜等和石油紧密相关的原材料产业。下游产业包括食品、医药、日化、农化、建材、电子等行业。

图表 4 公司产品上下游构成



资料来源：太平洋证券

（三）行业地位

根据中国包装联合会塑料制品包装委员会提供的资料，公司 2005 年市场占有率为 3.5%，在行业中各项经济指标均位居首位，主要产品多次被评为“中国包装名牌产品”、“中国包装行业优质产品”。

二、行业分析

（一）行业前景广阔

改革开放 30 年来，我国塑料包装工业总产值以年均递增 15% 以上的速度持续快速发展，增速超过许多国家和地区，尤其是发达国家，已发展成为门类比较齐全，既能基本满足国内市场需求，又具有一定国际竞争能力的产业。目前，我国塑料编织袋、复合软包装、塑料薄膜的年产量均列世界第一位，其中吹膜、复合、彩印、制袋行业规模越来越大，至 2008 年，全国具有一定规模的软包装彩印企业超过 10000 家，其中年销售额在 3 亿元以上的企业有 25 家，销售额在 1 亿元以上的企业 68 家，我国的软包装彩印行业总规模在全球处于第一位。

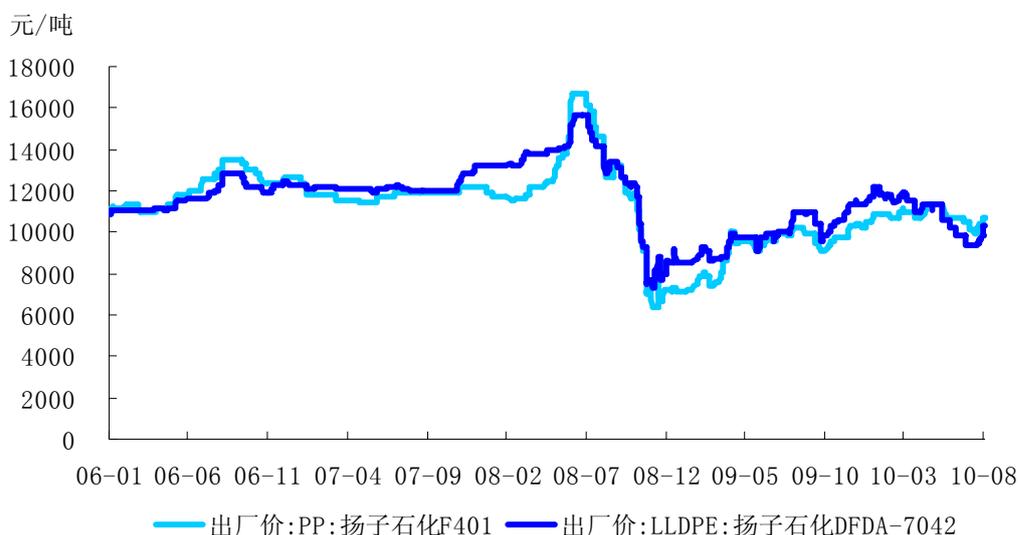
结合市场需求和原材料的可能性，中国包装联合会塑料包装委员会提出，“十一五”期间的发展目标是：按 7% 的速度发展，到 2010 年塑料包装材料产量达到 1100 万吨，到 2020 年，按 5% 的速度发展，产量达 1600 万吨，占塑料制品总量 5000 万吨的 30%，与世界发达国家的应用水平相接近。

此外塑料软包装产品下游应用广泛，多应用于食品、医药、日化、农化等众多行业，随着宏观经济发展与人民生活水平的提高，下游行业的快速发展为包装产品市场需求的持续增长提供了潜在动力，行业未来发展空间巨大。

（二）原材料分析

行业上游主要为与石油紧密相关的原材料产业，包括 BOPP 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料等，占成本比例不低于 50%，其价格受国际石油价格影响明显。2008 年由于受到经济危机影响，原油价格大幅波动，塑料包装行业上游原料价格出现了暴涨暴跌的情况，对行业的发展产生了不利影响。

图表 5 PP 与 PE 价格走势



资料来源: wind 太平洋证券

国际油价大幅上涨会导致企业生产成本上升，压缩利润；而原料价格的大幅下滑又可能导致企业高价购进的原材料资产减值，同样可能产生负面影响。

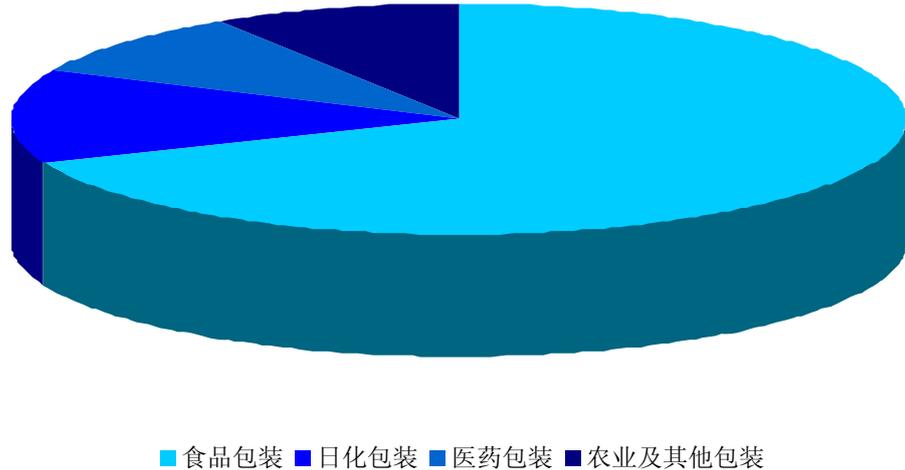
（三）下游产品应用分析

塑料软包装产品具有轻便、鲜艳、形式多变、功能性强等特点，因此成为了各个行业商品包装的首选，已深入到与生活密切相关的食品、医药、日化、农化等众多行业，其中需求量最大的是食品行业，整个食品行业的软包装消耗量占总消耗量的 69%以上，日化用品领域占 13%左右，医药行业占比 9%左右，其他领域包括农药行业占比 9%左右。

食品包装作为软包装需求最大的行业，其占软包装销售总额的比例近几年来逐年提高，2001 年该比例为 50%，到 2005 年该比例已提高到 69%。由于我国经济持续增长，食品工业一直保持持续、稳定、健康的发展，尤其乳制品、鲜货、宠物食品、肉类、海鲜类、快餐等产品

市场的快速成长，推动了食品软包装市场不断扩大，其中乳制品、冷冻食品、肉禽鱼行业对软包装的需求年均增长率都超过 18%，其次是新鲜果蔬行业，由于消费量不断增长并且销售方式逐渐由散装走向软包装，因此对软包装的需求量增长也达到 15%。

图表 6 塑料软包下游应用分布



资料来源：太平洋证券

除应用于食品包装外，由于塑料作为包装材料具有的强度高、阻隔性好、质轻携带方便、透明等许多优良特性，因而成为了现代医药包装的主要材料。目前，全国药品包装行业年产值已经超过 150 亿元，年增速超过 10%，拥有巨大的发展潜力。

（四）行业发展日益成熟规范

我国塑料包装工业虽然取得了较大发展，但也存在一些问题，如由于盲目扩大产能，缺少技术创新，法律法规不健全等原因导致了产品结构单一、高技术高附加值产品不足，自主品牌产品匮乏，企业规模较小、生产工艺落后，市场分散、竞争激烈，企业盈利能力差等问题，阻碍了行业的健康持续发展。

为应对国内外经济发展新形势给塑料包装工业带来的挑战，促进我国塑料包装工业的健康持续发展，《塑料包装材料“十一五”发展规划》与《塑料包装工业今后三年调整振兴发展规划》中明确提出一系列要求：

- 1、以市场为导向，引导产能过剩（如 BOPP、CPP 膜等）产品放慢发展，避免低水平重复生产和建设；加快产业结构优化升级，提高产品的技术含量，积极采用高新技术，重点开发新的功能性塑料包装材料和多种复合材料，改进装备功能，提高效率、精度和自动化程度，降低能源消耗和材料消耗，增加包装功能和耐用性，发展和培育在国内外市场上占有一定份额的拳头产品和知名产品；淘汰高投入、高消耗、高排放、难循环、低效率的落后工艺和产品。

2、做大做强一些企业，今后三年建成1—3个产值超100亿、具有国际影响的特大型塑料包装企业集团；形成5个以上年销售收入在50亿元以上的大型塑料包装企业集团；形成40—50个年销售收入在10亿元以上的塑料包装企业集团，使优势企业在自主开发、规模化生产、系统集成和市场竞争能力方面上一个新台阶。

3、加快出台塑料包装专项法规，抓好塑料包装行业 and 产品的规范管理，建立法律、经济和行政手段相结合的常规监管机制，建立和完善重要商品塑料包装的质量监控、产销衔接、市场准入等调控制度，逐步将塑料包装工业的发展纳入法制管理的轨道，实行依法监管。

4、建立区域经济对话制度，促进三大经济圈（珠三角、长三角、环渤海）相互间及与中西部的交流，打造“环渤海湾”塑料包装业新高地，鼓励东西部联合开发生产，提倡资源与产品互换。要在原有的特色区域和产业集群的基础上，根据地区经济发展需要和地方特点再建设一批塑料包装特色区域和产业集群，形成以特色区域带动全国范围，以产业集群带动中小企业的格局，进一步提高产业规模，促进分工协作。

行业未来的发展与规划将利于大型企业进一步做大做强，大型企业将成为行业升级的主导者，可通过资金优势更新设备、扩大产能、增加技术研发投入，之后依靠技术优势生产高附加值的产品，并利用规模优势降低成本、提高效率、优化产品结构，获得更高的利润。

三、公司分析

（一）收入利润稳定增长

公司主要经营彩印包装材料、镀铝包装材料、塑料软包装薄膜等，借助下游需求的持续增长，通过扩大产能，调整产品结构，加强成本控制，提升效率等方式，使得公司经营业绩多年维持快速增长。

2005-2009年的5年间，公司营业收入复合增长率为14.34%，营业利润复合增长率55.80%，归属母公司净利润的复合增长率达到60.97%。

图表 7 公司业绩近 5 年增长情况

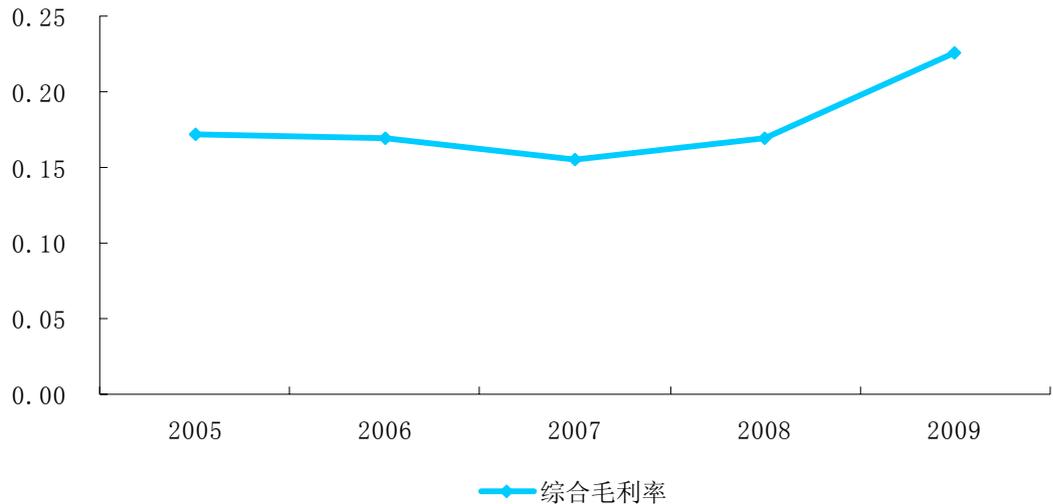
单位：百万元	2009	2008	2007	2006	2005
营业收入	1054.58	1219.43	1045.57	732.80	610.81
同比增减%	-13.52%	16.63%	42.68%	19.97%	25.92%
营业利润	120.86	83.65	69.43	61.46	53.88
同比增减%	44.47%	20.49%	12.97%	14.08%	5.59%
归属母公司净利润	100.69	68.05	53.81	47.16	44.11
同比增减%	47.97%	26.46%	14.11%	6.90%	0.99%

资料来源：太平洋证券

其中 2009 年由于受到全球金融危机影响，以及三聚氰胺事件给乳品行业带来重创，市场需

求下降，加之以石油为基础原料的主要原材料市场价格的剧烈振荡，公司产品售价作下浮调整，致收入同比略有减少。但公司利用原材料价格下降的有利时机，积极开发差异化市场，优化产品结构，加强成本控制，进行工艺改进，降低了消耗，反而大幅提升了毛利率。

图表 8 公司近 5 年毛利率变化



资料来源：太平洋证券

随着新增产能的投产，公司将获得更大的优化产品结构的空间，有利于产品毛利率的提升，从而提升公司利润。

（二）产能产量不断扩大

2007 年以来，公司通过新建与收购等方式有效扩大了产能，目前公司本部现有彩印包装材料产能 4.2 万吨，镀铝包装材料产能 1 万吨，塑料软包装薄膜产能 2.2 万吨，河北与广州子公司分别有 1 万吨和 7000 吨产能。

公司 2009 年产量 4.1 万吨，销量 4.07 万吨，产销量达到 99.27%，但较设计产能 5.9 万吨仍有较大差距，且预计随着广州新厂的建成，广州永新明年产能将增加到 1.2 万吨左右，达产后收入可达 3 亿元。新增产能将为公司获得新客户，增加新订单提供保障，保持收入与利润的持续增长。

（三）原材料自给率不断提高

公司上游主要为与石油紧密相关的原材料产业，包括 BOPP 膜、PE 膜及粒料、CPP 膜及 PP 粒料等，占成本比例不低于 50%，其价格受国际石油价格影响明显。原材料价格的大幅波动将对公司的正常生产经营产生不利影响。

目前公司拥有 1 万吨真空镀铝包装材料和 2.2 万吨塑料软包装薄膜的配套生产能力，今年 9 月还将有 5000 吨聚乙烯薄膜生产线投产。随着公司原材料自己率的提升，将可更为有效的降低原材料价格大幅波动的风险，还可降低生产成本，

更为主要的是，原材料自己率的提升，还可为公司原材料质量与供应量提供保障，利于公司根据订单随时调整原材料结构，最大限度优化订单、满足订单，提升盈利能力。

（四）产品议价能力强

公司下游客户主要为食品、医药行业企业，其中食品行业占比超过 60%，医药行业占比 10% 左右。其产品包装质量将直接影响到产品品质，尤其随着三聚氰胺、中药注射剂等食品医药安全事件的发生，上述企业对于产品包装供应商的认证也更为严格，不会因为成本的细微变化而随便更换供应商。而且，产品包装占其主体成本较小，在欧美发达国家包装占产品本身的平均成本一般在 5%-7%，国内还达不到这个比例，包装成本的变化对于产品本身的成本影响十分微小。因此公司产品拥有良好的议价能力，原材料价格波动时，可有效与下游客户达成新协议，成本转嫁能力超过 60%。

（五）产品结构不断优化

公司主要产品为各种彩印包装材料，广泛应用于食品、医药、日化、农化等产品中，由于不同产品对于包装材料的要求不同，各种包装材料的毛利率也呈现出明显的差异化。其中以医药产品包装的毛利率最高，但 09 年公司医药产品包装占比仅 10% 左右，其主要限制在于以往产能的瓶颈，公司主要应用于医药产品包装生产的 6000 吨无菌包装复合材料生产线不得不承担大量其他订单的生产。而随着去年 3000 吨柔印复合材料生产线的投产，公司不仅可以以柔版印刷新项目为突破口，积极探索新兴市场领域，还可分担 6000 吨无菌包装生产线的订单；今年 5000 吨聚乙烯薄膜生产线的投产，又保证了原材料的随时差异化供应，公司可更有效的分配产能，选择订单。随着医药等高毛利率产品订单的增加，公司综合毛利率有望进一步提升。

（六）注重研发与产品技术储备

多年来，公司一直重视技术研发和产品创新，注重研发投入，坚持以市场为导向，积极推进技术进步，开发新产品，应用新技术，切实发挥技术创新在调整产品结构、增强核心竞争力方面的作用。2008 年公司被认定为安徽省 2008 年度第一批高新技术企业，享受 15% 所得税优惠，2009 年 10 月子公司河北永新被认定为河北省 2009 年度第三批高新技术企业，享受 15% 所得税优惠。

作为国家高新技术企业、国家创新型企业，拥有博士后科研工作站和省级技术中心，公司具有较强的技术开发和创新能力，自主开发的多功能医药包装技术、新型高阻隔高温蒸煮技术、全息镭射防伪技术等几十项专利和专有技术，均处于国际或国内先进水平。2009 年全年共完成 30 项新产品研发项目，申请 5 项发明专利、11 项实用新型专利，获授权发明专利 1 项、实用新型专利 3 项。

此外，公司加大技术创新、工艺革新等激励力度，充实技术研发队伍，围绕市场需求，配合业务开发，进行新工艺、新产品、新项目等的攻关，增加新技术新产品的储备，利于提高产品附加值，提升企业盈利能力。

（七）新项目有助于持续发展

公司随 2010 年中报公布了两项投资计划，分别为广州永新投资建设新厂区和黄山经济开发区生产基地建设项目。

1、广州永新引进日资，建设新厂

公司计划投资 1 亿元在广东从化经济技术开发区投资兴建新厂区一期工程项目：新建符合 GMP 标准的洁净化厂房 1.2 万平米、仓库 3300 平米及配套、辅助设施，引进两条进口印刷生产线，配套购置国内外先进的其他辅助生产设备，并搬迁原厂区部分生产设备。投产后可形成年产 1.2 万吨多功能、高阻隔包装材料的生产能力，达产后，正常年可实现销售收入约 3 亿元，预计 2011 年 6 月投产，达产期 1 年。

同时广州永新拟引入新股东日本赛龙包装株式会社，投入 6000 万日元（折合人民币约 476.70 万元），控股 4.46%。日本赛龙包装株式会社主要从事塑料软包装产品的生产，引入日本股东可便于引进先进的管理方法和高效严谨的工作作风，及时了解和掌握日本同行业先进的技术和市场需求，有利于广州永新的管理与发展。

目前广州永新拥有 7000 吨左右产能，且由于设备老化，许多高端产品难以生产。此次搬迁后，不仅产能得到了提升，而且随着新设备的到位公司也将可更好的优化产品结构，提高产品毛利率使得盈利能力大增。而引入日资新股东后一方面利于提高公司管理水平与经营水平，同时也有利于公司开拓海外市场。

2、黄山经济开发区新基地布局

公司计划投资 5000 万元在黄山经济开发区新建符合 GMP 标准的洁净化厂房 1.68 万平方米和仓库 1 万平方米及辅助设施，将真空镀膜、CPP 流延膜生产线改造搬迁至开发区，打造包装材料专业化生产基地，并采用新材料、新技术、新工艺，以生产提供更符合未来需求的包装材料。

此次搬迁可以缓解公司目前厂区用地紧张的局面，减轻现有厂区仓储及物流压力；有利于企业整合资源、便于管理、提高生产效率，同时可以减少损耗、降低成本，实现专业化、规模化生产；有利于新材料、新技术、新工艺的研究开发和应用，有利于延伸产业链和产品的自我配套，促进企业产品结构调整；符合公司发展方向，可以缩短未来新建项目的建设周期，使其尽快成为企业新的经济增长点。

公司目前在黄山经济开发区购买了 300 亩地，此次搬迁仅用地 90 亩，公司本部约占地 190 亩，剩余的土地储备足够让公司产能扩张一倍，为公司进一步扩张奠定了基础。不排除公司在未来 3-5 年的时间里将进一步扩大产能开拓新市场的可能。

（八）财务数据良好

图表 9 公司盈利能力近 5 年数据

单位：%	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
综合毛利率	17.12	16.99	15.47	16.98	22.52	19.14
营业利润率	8.82	8.39	6.64	6.86	11.46	9.43
归属母公司净利润率	7.22	6.43	5.15	5.58	9.55	8.06
净资产收益率	13.02	13.55	12.07	11.48	15.64	7.29

资料来源：太平洋证券

公司近 5 年盈利能力不断提高，2009 年受益于原材料价格较低，公司各项利润指标均创历史新高。

图表 10 公司偿债能力近 5 年数据

	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
资产负债率%	26.04	33.63	30.26	30.85	28.36	27.85
流动比率	1.87	1.50	2.19	2.03	2.30	2.33
速动比率	1.25	0.99	1.66	1.64	1.80	1.88

资料来源：太平洋证券

公司资产负债率仅 30%，财务费用率不到 1%，偿债能力良好，便于公司投入新项目、不断扩大公司规模。

图表 11 公司经营效率近 5 年数据

单位：次	2005	2006	2007	2008	2009	2010H1
存货周转率	7.89	6.97	7.66	8.35	6.67	3.87
应收账款周转率	9.44	8.65	8.84	9.44	8.80	4.11
固定资产周转率	3.37	2.98	3.96	4.15	3.31	1.98
期间费用率%	9.01	8.44	8.47	9.08	10.53	8.85

资料来源：太平洋证券

公司经营效率维持在较高水平，存货、应收账款及资产周转率良好，期间费用率也维持在较低水平。其中 2009 年由于产品价格下调，收入减少，导致期间费用率有所上升。

（九）行业发展规划利于公司做大做强

根据《塑料包装材料“十一五”发展规划》与《塑料包装工业今后三年调整振兴发展规划》中提出的一系列要求，拥有资金、技术和规模优势的龙头企业将成为行业未来重点扶持发展的对象。

随着环保要求不断提高，行业法律法规不断完善，低效率、高污染的落后产能将被逐步淘汰，公司作为行业龙头，将最大受益于节能减排与行业的整合，获得更广阔的市场空间。而随着

行业的进一步发展,新的产业集群的建立将有利于公司全面展开全国布局,进一步做大做强。

四、盈利预测假设

2009年因受金融危机影响,原材料价格大幅下降,使得公司产品价格有所下滑,但毛利率明显上升。今年上半年随着原材料价格的大幅回升,公司彩印包装材料毛利率有所下滑,但镀铝包装材料及塑料软包装薄膜的毛利率明显回升。

预计随着宏观经济回暖,石油价格仍将维持长期上涨的趋势。将对公司彩印包装材料毛利率产生压力,但今年公司将有5000吨软包薄膜生产线投产,可提高公司原材料自己率,抵御成本上涨风险,同时随着公司产品结构优化调整,医药包装等高毛利率产品的增加,预计彩印包装材料毛利率仍将维持在较高水平。

同时公司产品议价能力强,原材料涨价也将推动产品价格上调,增加公司收入。预计宏观经济回暖、公司产品结构优化,明年广州永新基地建成产能扩张将使得公司未来3年营业收入有明显增长。

原材料价格的上涨将有利于公司镀铝包装材料与塑料软包装薄膜外销价格上涨,毛利率有望随之提高,但预计随公司产品结构调整、订单的增加,公司生产的薄膜类产品将更多用于再生产成终端产品。预计薄膜类产品外销量及收入不会有太大幅度增加。

图表 12 未来 3 年主营业务盈利假设

	单位: 万元	2009	2010H1	2010E	2011E	2012E
彩印包装材料	营业收入	97995	55852	122873	147448	191683
	毛利率%	23.38	18.84	19.80	20.00	20.20
镀铝包装材料	营业收入	4654	2293	4587	5045	5550
	毛利率%	2.9	5.54	6.00	7.00	8.00
塑料软包装薄膜	营业收入	1387	1272	2798	3357	3693
	毛利率%	5.86	8.84	9.00	9.50	10.00
其他	营业收入	1421	1831	3662	3662	3662
	毛利率%	271.98	52.66	52.66	52.66	52.66

资料来源: 太平洋证券

预计广州永新的新厂建设与产能扩大会使得销售费用与管理费用有较明显增长,但随着公司收入的增加,预计销售费用率与管理费用率将有所下降,期间费用率将降低。

五、风险提示

宏观经济风险: 宏观经济波动,可能导致下游需求不足、公司产品产销量与价格下滑。

客户与订单风险: 公司客户与订单的改变将直接影响公司盈利能力,如客户流失或订单不足将可能导致公司产品产销量与价格下滑,毛利率下降。

原材料风险：原材料价格大幅上涨将提高公司生产成本，导致毛利率下滑。

投资项目风险：公司厂房搬迁可能引发短期内费用增加，产量下降。

以上风险可能导致公司未来实际发展情况与盈利预测假设发生偏离，影响盈利预测结果。

六、投资评级与估值

预计随着宏观经济回暖，公司所处的塑料软包装行业需求将继续保持快速增长，而公司积极扩大产能，提高原材料自给率，优化产品结构，使得公司的盈利能力不断提升。

公司在黄山开发区拿地 300 亩，在广州建立新厂，引入日本股东等新增项目显示了公司未来将进一步做大做强的决心。且目前公司财务状况良好，土地储备充足，可展望公司具备在未来 5 年进一步扩大产能，不断开拓新市场的能力。

预计公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 为 0.84 元、1.00 元和 1.36 元，对应 2010 年 9 月 7 日收盘价 20.50 元，PE 为 24 倍、20 倍和 15 倍。鉴于公司未来 3 年良好的成长性，以及对公司未来 5 年将进一步做大做强的良好预期，我们给予公司 28-32 倍的估值，则目标价为 23.5-26.9 元。维持“买入”评级。

图表 13 盈利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	105,458	133,920	159,513	204,588
减：营业成本	81,705	107,135	127,423	163,126
营业税金及附加	55	70	84	107
资产减值损失	542	500	500	500
销售费用	5,595	5,892	7,242	9,002
管理费用	5,537	6,294	7,178	8,388
财务费用	-27	157	319	511
投资净收益	34	0	0	0
二、营业利润	12,146	13,871	16,768	22,953
加：营业外收入	377	280	280	280
减：营业外支出	297	220	220	220
三、利润总额	12,225	13,931	16,828	23,013
减：所得税	1,945	2,032	2,455	3,357
四、净利润	10,280	11,898	14,373	19,656
归属于母公司所有者的净利润	10,069	11,655	13,942	18,870
少数股东损益	211	244	431	786
五、每股收益(元)	0.72	0.84	1.00	1.36

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5% 与 5% 之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5% 以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。