

崛起中的世界一流塑料软包装生产企业

买入首次评级

目标价格：26.4元

投资要点：

- 📖 公司是中国塑料彩印复合软包装领域的排头兵。
- 📖 公司具有强大的客户资源，公司有较强的产品议价能力。
- 📖 随着公司产能的扩张到位，公司未来2年增长速度将加快。

报告摘要：

- **公司主要产品具备消费属性。**公司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09年占收入的95%，利润的99%。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。主要产品类型有卷膜类和袋类产品，包括常规带型（如中封袋、三边封）、自立袋、拉链袋、异型袋、加嘴袋、管材、盖膜等。主要客户是洗衣粉、方便面、冷饮、奶粉、医药、食品等生产企业。公司的主要客户为消费类产品制造商，公司面临的市场与居民消费的增长息息相关，具备一定的消费属性。
- **公司管理层战略目标明确，定位清晰。**战略上，公司本着“永恒创新、追求卓越”的宗旨，致力于在塑料软包装行业做成世界一流塑料软包装生产企业。公司实施三大战略：一是全国性布局战略。公司在黄山、石家庄和广州三地设立工厂，形成了辐射华东、华南、华北的全国性生产销售服务网络。二是大客户战略。三是高附加值战略。公司十分注重内涵式增长，未来将进一步调整产品结构，加大医药包装等高毛利产品占比。不断提升产品附加值，优化产品结构。
- **盈利预测和估值分析。**根据我们的预测模型，我们预期公司2010年—2012年的主营业务收入分别为12.44亿元、15.31亿元、19.13亿元，对应的每股收益分别为0.88元、1.11元和1.46元，对应当前PE分别为22.4倍、17.7倍、13.5倍。我们给予公司2010年30倍PE估值，未来6个月内的目标价为26.4元，首次给予公司“买入”评级。

主要经营指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,219	1,055	1,244	1,531	1,913
营业利润	83	121	148	187	247
净利润	70	103	126	160	211
每股收益	0.43	0.72	0.88	1.11	1.46

分析师

王凤华

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100630	11361	非常集中
20100331	8500	趋向分散
20091231	11061	非常集中

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100630	20100331
基金持股(万)	3026.18	679.99
占流通A股比	21.85	4.91
持股家数及进出情况	新进14增持1	新进2增持1减持1

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

一、公司基本情况	4
(一) 公司主营业务情况	4
1、公司主要产品具备消费属性	4
2、轻工包装行业的巨人	7
(二) 公司历史沿革和控股公司情况	7
二、公司 SWOT 分析	10
(一) 公司的内外部优势	10
1、公司具有稳定的国内国外客户，这是公司宝贵的资源	10
2、公司具有较强的产品议价能力	10
2、公司具有规模优势和自我配套优势	13
3、公司技术和研发优势明显	13
4、产品质量和品牌优势	13
5、管理优势	13
(二) 公司面临的的内外部机遇和挑战	13
1、行业集中度不高	13
2、产业技术工人和管理人才供应不足制约公司扩张能力	14
3、面对外资竞争，公司通过股权纽带与日资合作	14
三、公司未来增长路径清晰	15
(一) 公司今年及未来 2 年的增长路径	15
1、事件性影响渐行渐远，公司重回增长轨道	15
2、原有产能利用率提高，新建产能陆续投产	15
(二) 公司未来可能出现超预期的增长	16
1、签约大客户，获得新增订单	16
2、收购行业内其他企业，进入新行业或覆盖新区域	16
(三) 股权激励计划为公司提供了增长底限	17
四、财务分析	17
(一) 公司增长在加速	17
(二) 公司下半年净利润将超过上半年	18
(三) 公司盈利能力和收益质量良好	19
(四) 公司财务稳健，偿债能力强	20
五、盈利预测和估值分析	21
(一) 盈利预测假设	21
(二) 估值分析	21
六、风险提示	22

插图

图 1: 卷膜类产品.....	4
图 2: 袋类产品.....	4
图 3: 三边封、中封袋.....	4
图 4: 自立袋.....	5
图 5: 异型袋.....	6
图 6: 加嘴袋.....	6
图 7: 拉链袋.....	6
图 8: 管材.....	7
图 9: 盖膜.....	7
表 1: 公司的股权结构.....	8
图 10: 公司设备先进、管理一流.....	9
图 11: 公司拥有先进的柔性印刷设备.....	9
图 12: 公司三大厂区——黄山总部.....	10
广州永新.....	10
河北永新.....	10
图 13: 公司主要客户之一.....	11
图 14: 公司主要客户之二.....	12
图 15: 公司主要客户之三.....	12
图 16: 公司的 PE—band.....	22
图 17: 公司的 PB—band.....	22

表格

表 1: 永新股份近 5 年年报数据的杜邦分析.....	17
表 2: 永新股份近 6 年中报数据的杜邦分析.....	18
表 3: 公司近 2 年单季度财务报告一览表.....	18
表 4: 永新股份近 3 年又一期的盈利能力和收益质量财务指标.....	19
表 5: 公司资本结构和偿债能力财务数据.....	20
表 6: 业绩预测表.....	23

一、公司基本情况

近期我们调研了永新股份，参观了公司的生产车间，与相关负责人进行了交流。我们认为公司作为国内塑料软包装生产龙头企业，具备成长为该行业世界一流企业的潜力。

(一) 公司主营业务情况

1、公司主要产品具备消费属性

公司生产经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装材料、生产和销售自产的新型药品包装材料、精细化工产品等高新技术产品。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09年占收入的95%，利润的99%。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。主要产品类型有卷膜类和袋类产品，包括常规袋型（如中封袋、三边封）、自立袋、拉链袋、异型袋、加嘴袋、管材、盖膜等。主要客户是洗衣粉、方便面、冷饮、奶粉、医药、食品等生产企业。公司的主要客户为消费类产品制造商，公司面临的市场与居民消费的增长息息相关，具备一定的消费属性。

图 1：卷膜类产品



资料来源：宏源证券

图 2：袋类产品



资料来源：宏源证券

图 3：三边封、中封袋



资料来源：宏源证券

图 4：自立袋



资料来源：宏源证券

图 5: 异型袋



资料来源: 宏源证券

图 6: 加嘴袋



资料来源: 宏源证券

图 7: 拉链袋



资料来源: 宏源证券

图 8: 管材



资料来源: 宏源证券

图 4: 盖膜



资料来源: 宏源证券

2、轻工包装行业的巨人

公司 09 年主营业务收入 10.55 亿元，同比下降 13.52%。归属于上市公司股东净利润 1.01 亿元，同比上升 47.97%。基本每股收益 0.72 元。每股经营现金流 0.84 元，同比下降 22.94%。2010 年上半年，国内经济持续向好，市场需求有所恢复，快速消费品的增长趋势相对平缓。公司实现营业收入 61,247.72 万元，同比增长 15.09%；营业利润 5,773.03 万元，同比增长 17.97%；归属母公司所有者净利润 4,935.62 万元，同比增长 26.30%。我们预计今年公司年销售额超过 13 亿元，市场份额约 4%，在细分行业中排名第一。根据以往的数据，公司与行业第二相比，收入规模约为第二名的 2 倍，规模优势显著。由于行业集中度不高，公司即使是作为行业第一的巨头，仍具有广阔的成长空间。

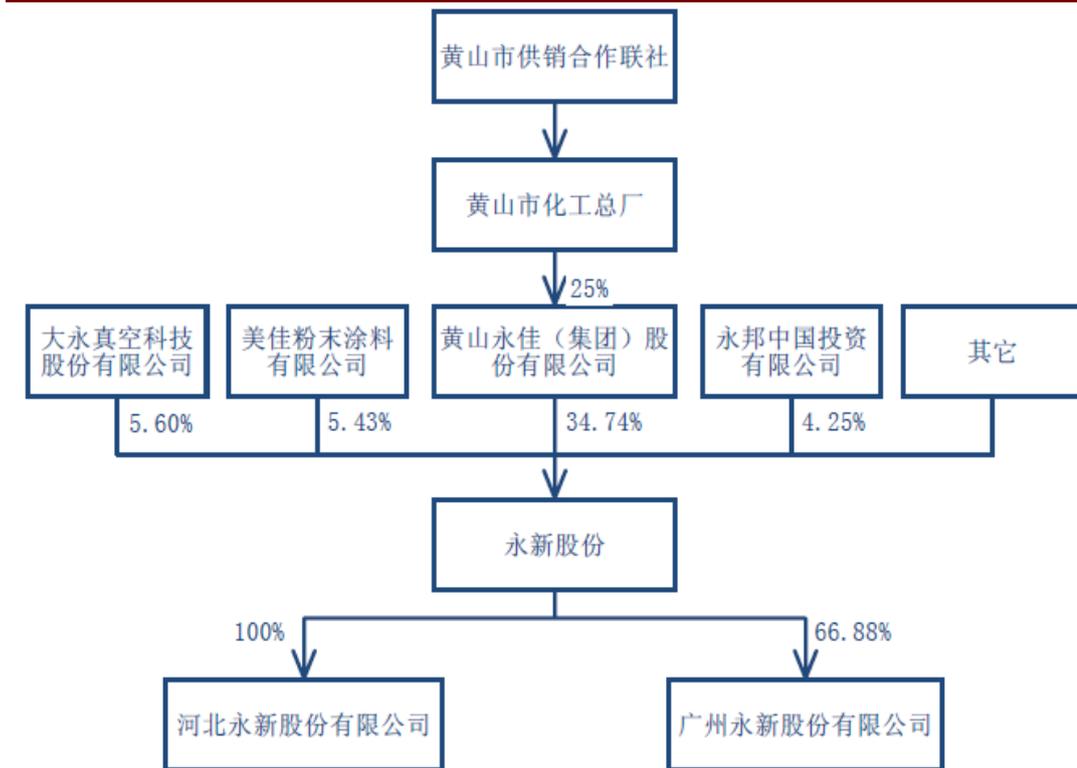
(二) 公司历史沿革和控股公司情况

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。

2004年6月21日，永新股份发行2340万A股。2004年7月8日，在深交所挂牌交易。公司是安徽省首家中小企业板上市公司，中小企业板首家外商投资的上市公司。2007年增发1194万股A股。除黄山本部外，旗下还有两家子公司，全资子公司河北永新和控股70%的广州永新。目前公司拥有生产办公仓储基地总面积117330平方米，员工总数1430人，其中黄山1000人，广州160人，石家庄270人，随着公司生产规模的扩大，员工人数还在扩大之中。

表 1: 公司的股权结构



资料来源：宏源证券 公司公告

经过近 20 年的发展积累，永新股份已在行业内建立声誉和品牌影响力。公司产销量遥遥领先同行，拥有从美国、日本、德国等地引进的具有国际领先水平的凹版、柔版彩印生产线和真空镀膜、CPP 多功能薄膜生产线，从实地调研参观的情况看，公司的工厂现场管理先进，机器设备优良。

图 10: 公司设备先进、管理一流



资料来源: 宏源证券

图 11: 公司拥有先进的柔性印刷设备



西班牙 COMEXI 八色柔板印刷机 机速:500m/min

资料来源: 宏源证券

公司彩印复合包装材料总产能 6 万吨左右。其中: 黄山本部彩印软包装产品产能 4.5 万吨, 原材料镀铝薄膜 1 万吨, CPP 薄膜 1 万, PE 薄膜 1.5 万吨。本部产品种类齐全, 可为食品、医药、日化、农化等多个领域的用户提供卫生环保、品质优良的产品; 根据实地调研了解到, 公司在黄山购买的 300 亩地块上正在建设一期厂房, 建成后将新增产能 2 万吨。

河北永新产能 0.7 万吨, 2006 年 12 月永新股份收购河北埃卡公司资产, 在石家庄市全资设立河北永新, 完成对北方投资布局, 产品包括彩印复合软包装材料、多功能薄膜等。2009 年贡献收入 1.16 亿元, 净利润 1028 万元, 分别占公司总收入和利润的 11% 和 10.21%。公司计划将北方区的订单交给河北子公司完成, 预计今年河北永新能完成 1 亿元以上的收入。

广州永新成立于 2004 年 12 月, 目前产能 0.8 万吨。永新股份持有其 70% 的股权, 2009 年贡献收入 1.2 亿元, 净利润 701 万元。公司计划投入先进的硬件机器设备, 引入日本同行的先进管理, 2011 年建成后将拥有 2

万吨的产能，直接服务于华南客户。

图 12: 公司三大厂区——黄山总部 广州永新

河北永新



资料来源: 宏源证券

二、公司 SWOT 分析

公司经过 18 年的发展，具备了成为行业领军者的潜质，在细分行业中独占鳌头，形成了追赶着难以迅速跨越的壁垒。同时，公司具备作为行业整合者的能力，通过并购对外扩张也是公司低成本跨越式发展的重要途径。

(一) 公司的内外部优势

1、公司具有稳定的国内国外客户，这是公司宝贵的资源

作为快速消费品包装袋的提供者，公司具备快速消费品的属性，优质稳定客户资源是公司创利的基础。公司通过十多年来的经营，在食品、饮料、医药、日用化工品等行业积累了一大批优质稳定的大客户资源，包括伊利、宝洁、好丽友、喜之郎、徐福记等国内外客户，2009 年公司对前 5 名客户的销售占销售总额的比例为 34.15%。

作为包装袋，其价值量只相当于商品价值量的 5% 以下，客户对产品质量十分看重，客户看重的是批量化生产能力和快速交货能力。客户决不允许出现，产品生产出来等包装袋的情况。因此，客户对包装袋制造企业有严格的认证和准入制度，小企业根本无法进入这个市场，相对较低的毛利率也使得社会资金不愿涉足这一领域。公司与客户建立的供货关系一般只有少数几家供货商能进入。如某洗衣粉企业将公司列为第一位的供货商，还有少量份额给第二位的供货商。有的企业只选择公司作为唯一的供货商。客户的壁垒是进入该行业的最重要的壁垒。客户要求公司生产的都是符合客户产品包装需求的非标产品，其他企业未获得订单不可能生产。

随着公司产能的扩张，公司积极开拓世界 500 强企业作为公司的终端客户，一旦进入大客户的供货体系将获得稳定的订单和及时付款的保证。未来公司仍将延续大客户战略，尤其是要加大对跨国企业的开发力度，并进一步提高合作的深度和广度。当前，有外资背景的客户占比已近五成。当前正积极与更多跨国公司展开接洽或磨合，存在合作的可能。进入跨国公司的供应链将确保公司的订单和现金流，同时能提升公司的毛利率。

2、公司具有较强的产品议价能力

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，一般在 4% 以下，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%。

公司的客户众多，也使得公司能在商务谈判中游刃有余，尽量争取到高毛利率的订单，对交货期有特别要求的客户，公司可以获得较高的毛利率。而对产能安排不过来的低毛利率订单，公司可以有选择的放弃一些。

图 53: 公司主要客户之一



资料来源：宏源证券 永新股份

图 6: 公司主要客户之二



资料来源: 宏源证券 永新股份

图 15: 公司主要客户之三



资料来源: 宏源证券 永新股份

2、公司具有规模优势和自我配套优势

规模优势不仅仅是成本的降低和效益的提高，在很多时候，能成批量的在短期内生产出产品是企业能否接到订单的关键。目前公司在黄山本部拥有 4.5 万吨彩印复合包装材料的生产能力，在河北拥有 0.7 万吨，广州拥有 0.8 万吨的产能。2011 年公司总产能将扩大到 9.5 万吨。

公司具有较强的原材料自我配套能力，已拥有 1 万吨真空镀铝薄膜，1 万吨 CPP 薄膜，1.5 万吨 PE 薄膜包装材料的配套生产能力。原料自给率在业内遥遥领先，有利于原材料的质量控制和稳定供应。保证了原材料的质量才能确保公司产品质量的优质。

3、公司技术和研发优势明显

作为国家火炬计划重点高新技术企业，公司具有较强的自主开发和技术创新能力，并依托省级企业技术中心、博士后科研工作站、安徽省 115 产业创新团队、安徽省工程技术中心等研发机构，大力开展技术研发工作。每年均投入大量资金以支持新型软包装材料的研发，已自主开发出高阻隔真空镀铝、激光全息防伪、液体农药软包装、宽幅建材专用聚乙烯镀铝、宽幅多通道医药自动包装膜生产技术等。2009 年公司完成 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，新品新技术储备较多。其中，部分新技术产品已进入客户试用阶段，如获得认证将有订单，这类新产品的毛利率远高于现有产品。公司 2009 年研发投入占销售收入的 5%。

4、产品质量和品牌优势

公司拥有行业一流的生产设备，新建厂区均选用最先进的设备，确保产品质量达到世界一流。公司积极跟踪行业内领先企业技术，与日本企业合作，学习别人先进的生产管理经验，保持产品质量的稳定性。公司拥有行业内一流的检测设备，目前执行的质量标准均达到或高于国家标准和行业标准。公司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”。在行业中，品牌价值明显。

5、管理优势

公司在 2006 年制定了激励计划，包括限制性股票激励和股权期权激励计划。2007-2012 年执行首期限限制性股票激励计划，行权条件为考核年度净利润增长率超过 10%，加权平均净资产收益率不低于 10%。激励计划既兼顾了公司长期持续发展，又有效调动管理者和重要骨干的积极性和稳定性。

（二）公司面临的的内外机遇和挑战

1、行业集中度不高

包装行业发展空间较大，年均增速 20%

作为世界上潜力最大的工业和消费品市场国家，我国包装工业有巨大的发展空间。近 5 年来，我国包装工业总产值也以年均 20% 的速度递增。2005 年，我国包装工业总产值约 3900 亿元，仅占我国当年 GDP 的 2.14%，远低于 7% 的世界平均水平。2008 年全国包装工业总产值已达 8600 亿元人民币，已成为世界第二大包装大国，2009 年超过了 1 万亿元，占国内生产总值 2.98%，仍有很大发展空间。据中国包装联合会预测，2010 年我国包装工业总产值将突破 1.2 万亿元。

其中，塑料软包装子行业占整个包装工业比重约 35%，仅次于纸和纸板包装，是第二大包装市场。当前我国塑料软包装行业尚处于发展期，市场容量约 250 亿，年均增速在 10% 以上，而发达国家该行业已进入成熟期，年均增速约 5%。塑料软包装主要应用于食品、日用品、医药、农药等领域，其中食品领域占比最大，达 69%，其次为日用品和医药，分别占 13% 和 9%。近年随着消费升级和人均可支配收入提高，食品中乳制品、冷冻食品、肉禽鱼及新鲜果蔬等行业对塑料软包装的需求量不断增大，预计将以年均 15% 以上的增速快速发展。

行业集中度低，专业化程度不高

国内塑料软包装行业十分分散，前 10 大企业合计销售额仅 50 亿左右，所占市场份额约 20%，而全球最大包装集团 AMCOR 年销售额就达 30 亿美元（含各类包装在内）。在塑料软包装行业发展中，没有哪一家巨头能占有 10% 以上的市场份额，多数快速消费品不得不设立子公司为自己的产品配套。按照现代企业的发展趋势，快速消费品公司应专注于主营业务的发展，将包装等非主营业务外包，这需要专业化的包装公司有能力强承接这种非主业的外包。在行业中占据主导优势的永新股份具备扩充产能承接订单的实力。同时具备兼并其他企业的实力。

兼并重组不是简单的扩充产能

与行业低集中度并存的是市场竞争的日益加剧，永新股份瞄准高附加值产品，以高起点介入竞争，并伺机寻找瞄准合适的并购对象。公司的战略是全国性布局，目前看，公司三个工厂能覆盖华东、华北、华南市场，在西南还欠缺一子。但公司明确知道并购不是简单的产能扩张，还有并购方管理等诸多问题。被并购方的机器设备往往达不到公司生产质量的需求，并购对价的谈判也难以快速完成。因此，公司在并购中谨慎抉择，力求与公司客户需求、市场覆盖、人才培养相匹配。虽然行业必将掀起一轮并购重组浪潮，逐步走向集中，永新股份作为行业龙头无疑将在兼并重组中担当主角和主要推动力，但公司管理层的思路和动作是稳健和务实的，确保公司发展的快速和稳定，不搞不切实际的大跃进。公司瞄准的并购对象主要看重的是 3 个因素：并购对象有差异化的市场，并购后有利于公司进入新的市场领域；并购对象的目标市场空间广大，公司进入后能在产品和地域上获得大规模的扩张；并购对象的运行状况良好，不会有给公司带来大的窟窿的风险。

2、产业技术工人和管理人才供应不足制约公司扩张能力

在与公司管理层的交流中，最令公司担心的是熟练产业技术工人队伍的不足。公司要达到高质量的生产对产业工人的要求较高，熟练的技术工人能确保公司产品的质量和交货的及时。公司在黄山的员工收入在当地处于中上水平，而且员工工作稳定性高，能吸引和留住人才。作为行业内最好的公司，对省内员工具有较强的吸引力。公司与合肥工业大学合作，大学今年派出 180 人来厂里来实习，公司从中选拔部分作为技术人员来培养。

广州的员工队伍多数是从黄山派出的，收入水平相对当地优势不明显。公司在建设厂房的同时要配套建设员工宿舍和活动中心，以保持员工队伍的稳定性。此外，公司的管理骨干不足，还需要培养，这也是制约公司快速扩张的瓶颈。

3、面对外资竞争，公司通过股权纽带与日资合作

国内市场，公司没有有力的竞争对手。但相比于全球塑料软包装行业的巨头如大阪印刷、大日本包装等企业，公司还有较大差距。公司与在日本包装行业排名前 4 名的日本赛龙包装株式会社合作，在广州永新上让出 4.46% 的股权，与该公司联合开发客户。

一方面，公司看重日资企业在生产管理上一丝不苟的方式，同时也使日资公司不会同其他竞争对手合作，为公司创造一个强大的对手。在与日方的合作中，公司把在华日资企业的订单谈判和服务交给该公司来管理，同时为该公司提供制造服务。日方企业在国内的订单会转给永新来做。由于国内成本低于日本，永新股份获得应得的毛利率后，日方企业还能获得超过在日本生产的毛利率。合作后双方都获得了利益，达到了双赢。日资企业获得质量可控的低成本代工工厂和国内日资企业订单；永新股份学习到先进的管理技术和进入日本市场的产品质量，为日后接欧美等发达国家订单打下基础。公司 09 年对日销售额为 1400 多万元，我们预期随着公司与赛龙包装的合作，公司对日出口量有望翻番。

此外，公司在发展过程中还有资金压力。未来扩充产能、推出新产品以及收购其他企业都需要资金的支持，当然也可以通过定向增发收购股权的方式完成。强大的资金实力有助于公司快速发展。

三、公司未来增长路径清晰

公司管理层战略目标明确，定位清晰。战略方向上，公司本着“永恒创新、追求卓越”的宗旨，致力于在塑料软包装行业做成世界一流塑料软包装生产企业。

主要有三大对策：一是全国性布局战略。公司在黄山、石家庄和广州三地设立工厂，形成了辐射华东、华南、华北的全国性生产销售服务网络，未来还择机向西南区域延伸触角。公司工厂跟着客户走，在全国进行合理布局，以进一步巩固和提升其市场份额。二是大客户战略。公司对为公司创造利润最多的大客户提供优先服务，加大对跨国企业的开发力度，并进一步提高合作的深度和广度。当公司产能未完成扩充之前，公司控制最大客户的订单不能超过公司总产量的 20%，避免公司收到跨国公司的制约。三是高附加值战略。在保证规模持续增长的同时，公司也十分注重内涵式增长，未来将进一步调整产品结构，加大医药包装等高毛利产品占比。不断提升产品附加值，优化产品结构。优先接受高毛利率的订单，不断研发新产品，开发新领域，提高产品附加值。如医药包装、以及食品中的蒸煮袋等均属于高端产品，较高的技术及工艺要求决定了毛利率较高，可达 30%左右，远高于一般消费品包装 16%-20%左右的毛利率水平。而公司在研的一些包装产品，预计毛利率可达 40%以上。公司将在服务质量上投入更多精力，通过个性化服务、以及对市场快速的反应力和及时的供货能力来提升产品附加值，以期在巩固客户关系的同时，进一步提升盈利能力。

（一）公司今年及未来 2 年的增长路径

1、事件性影响渐行渐远，公司重回增长轨道

2009年，受三聚氰胺事件的影响，公司在河北主要供货三鹿奶粉袋的客户三鹿集团倒闭，造成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除。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今年上半年销售收入同比增长了30%以上。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。以2010年中报公告数据看，今年销售收入有望超过13亿元。

2、原有产能利用率提高，新建产能陆续投产

产能利用率提升

公司拥有6万吨彩印软包装生产能力，2009年公司彩印产品销量4.8万吨左右，产能利用率约80%。今年受益于经济形势好转，下游需求复苏，公司在手订单较多，当前产能利用率已达85%左右，订单饱满。我们预计公司全年产能利用率将达到85%以上。

外延式扩张正在进行时

目前公司黄山本部占地 170 亩，后又以 5 万多元每亩的低价购买土地 300 亩，为公司后期扩张准备充足。土地位于黄山经济技术开发区，公司正在进行一期厂房建设，预期年内完成生产设备迁入和生产布局。业绩贡献将在明年得到体现。

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。短期看，搬迁并不能增加产能，但为公司未来规划扩大 2 万吨产能打下坚实的基础。

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。我们预期公司在搬迁完成后将尽快启动扩能建设，如果能获得新客户新订单将加快这一进程。

公司在广州买地 89.15 亩，目前正进行土建，亚运会前预计土建完成，广州永新旧厂房搬迁组建完成后，公司制定了 3 年内收入达到 3 个亿的目标，2011 年 2 季度初预计可建成投产，先期产能达到 1.2 万吨。公司规划广州的产能为 2 万吨，达产后能直接为华南和日本客户服务。我们预期广州工厂的销售额 3 年将达到 5 亿元的水平。

新项目产能释放

公司发展目标是“横向发展，纵向适度”

就纵向来说，公司主要投资了 3 个原材料项目：

1、09 年 6 月份投产了年产 6000 吨无菌包装复合材料项目，09 年 10 月份已基本达产，2010 年全年贡献业绩；无菌包装可应用于流质或半流质的食品、调味品、医药及化妆品等领域，我国无菌包装市场需求以每年 20-30% 的速度快速增长，利润丰厚且发展潜力巨大。

2、09 年 10 月份投产年产 3000 吨柔印材料项目，有望于 2010 年集中释放产能；

3、年产 5000 吨的 CPP 薄膜 2010 年 3 季度投产，公司成本控制力将进一步提高。聚乙烯薄膜为公司彩印材料的主要原材料之一，2009 年公司对外采购聚乙烯薄膜 7000 多吨。该项目预计在今年 9 月份建成投产，将能满足公司的生产需求，保证公司原料供应、产品质量和客户服务的稳定性。

公司在纵向上将进入的新行业是注塑行业。主要是为了满足客户的需求。公司先期将立足于包装行业，生产各类吸嘴、瓶类等注塑产品如加嘴袋等。

就横向来看，公司力求在新行业、新地域上有所突破。

(二) 公司未来可能出现超预期的增长

1、签约大客户，获得新增订单

公司管理层一直致力于大客户战略，积极争取进入跨国公司的供应链中，一旦获得跨国公司的的大订单，将给公司带来业绩的快速增长。我们预期公司如果获得新的跨国公司认可，订单量每年将在 1 亿元以上，增加收入和净利润在 10% 以上。

技术创新和研发是公司最大竞争优势之一，近几年公司对技术研发支持力度较大，新项目储备较多，一旦新的市场开拓成功，将提升公司的销量和毛利率，公司业绩存在极大超预期的可能。

2、收购行业内其他企业，进入新行业或覆盖新区域

国内塑料软包装生产企业数量超过 18000 多家，大多数企业规模较小，存在产品同质化、产能过剩、竞争力不强等问题。在目前经济环境和行业竞争格局下，公司可通过横向并购短时间内消灭竞争对手并提高市场占有率。公司在并购方面也已有成功经验，2004 年和 2006 年分别收购了广州永新和河北永新，不排除后期继续

收购整合的可能。一旦并购整合成功，业绩将出现超预期增长。

（三）股权激励计划为公司提供了增长底限

公司 2006 年公告实施了限制性股票与股票期权激励计划。其中：

限制性股票激励分六期行权，即 2007-2012 年，行权条件为：（1）净利润相对上年增长超过 10%；（2）加权平均 ROE 不低于 10%。股权激励数量为 400 万股，行权价经历次调整后为 4.98 元，分 2007、2009 和 2011 三期行权，每次行权数量分别为 120 万股、120 万股和 160 万股。

行权条件为：（1）净利润相对上年增长超过 10%或相对上上年增长超过 20%；（2）加权平均 ROE 不低于 10%。

根据股权激励计划条款，限制性股票与股票期权激励计划的实施在为公司未来 2 年业绩增长提供 10% 的增长。更为重要的是使得公司治理结构进一步完善，管理层与股东利益更加趋于一致。根据我们的实地调研访谈了解到管理层对做大做强公司有着清晰的思路，明确知道自己的优势和劣势，充分发挥自省优势，弥补劣势，在市场中争夺利润更丰厚的蛋糕。

四、财务分析

公司近年来净利润一致保持增长态势，季度数据受事件性影响有所波动。

（一）公司增长在加速

分析公司的营业收入变化来判断增长趋势并不可靠，如果发生事件性会导致销售收入下滑，我们通过杜邦分析法拆解公司的增长因子，从中发现公司的实际情况。

我们先观察公司的近 5 年的年报数据，再观察公司的近 5 年的中报数据，按照杜邦分析法，我们从中做出因素分解，找到公司增长的最关键因素，再分析判断公司的增长趋势是否能持续。

表 1：永新股份近 5 年年报数据的杜邦分析

	2005 年报	2006 年报	2007 年报	2008 年报	2009 年报
权益净利率 (ROE) (%)	12.66	12.99	11.35	11.4	15.5
权益净利率-同比增减 (%)	-5.35	0.33	-1.64	0.05	4.1
因素分解：					
销售净利率 (%)	7.18	6.71	5.39	5.77	9.75
——净利润 / 利润总额 (%)	81.35	79.81	81.43	83.55	84.09
——利润总额 / 息税前利润 (%)	101.27	99.99	99.59	99.71	102.31
——息税前利润 / 营业总收入 (%)	8.71	8.41	6.64	6.93	11.33

资料来源：宏源证券，WIND

表 1: 永新股份近 6 年中报数据的杜邦分析

	2005 中报	2006 中报	2007 中报	2008 中报	2009 中报	2010 中报
权益净利率 (ROE) (%)	6.17	6.31	6.93	5.25	6.32	7.28
权益净利率-同比增减 (%)	-4.01	0.15	0.62	-1.68	1.07	0.97
因素分解:						
销售净利率 (%)	6.97	6.55	5.24	5.22	7.56	8.15
——净利润 / 利润总额 (%)	76.51	74.37	73.07	76.13	81.95	85.41
——利润总额 / 息税前利润 (%)	101.05	100.66	97.81	99.63	103.42	101.48
——息税前利润 / 营业总收入 (%)	9.02	8.81	7.34	6.88	8.92	9.4

资料来源: 宏源证券, WIND

从表 1 和表 2 中我们可以看出, 永新股份的权益净利率在 07 年下降后, 08 年开始逐步增长, 即使是在 08 年中期受三聚氰胺事件影响出现下滑后, 全年的权益净利率还是有小幅增长, 09 年权益净利率恢复到 15.5%, 公司重回增长轨道, 2010 年中报显示, 权益净利率大幅提升到 5 年新高, 为 7.28%。主要得益于销售净利率的提高, 09 年的销售净利率达到 9.75%, 创 5 年新高, 2010 年中期销售净利率达到 8.15%, 显示出公司产能利用率逐步恢复到正常水平。总体看, 公司的增速在加快, 增长质量良好。

(二) 公司下半年净利润将超过上半年

表 3: 公司近 2 年单季度财务报告一览表

	2010Q2	2010 Q1	2009 Q4	2009Q3	2009Q2	2009 Q1
单季度. 销售毛利率 (%)	17.97	20.18	31.4	18.22	22.83	18.41
单季度. 销售净利率 (%)	9.04	7.36	16.28	7.93	8.7	6.56
单季度. 净资产收益率 ROE (%)	3.9	3.52	6.13	3.31	3.44	2.98
单季度. 总资产净利率 ROA (%)	2.7	2.44	4.3	2.28	2.36	2.05
单季度财务摘要						
单季度. 营业总收入 (百万元)	288.4	324.07	253.36	269.05	248.81	283.36
单季度. 营业总成本 (百万元)	258.29	296.4	206.15	243.94	222.08	261.91
单季度. 营业收入 (百万元)	288.4	324.07	253.36	269.05	248.81	283.36
单季度. 营业利润 (百万元)	30.05	27.68	47.42	25.1	26.96	21.98
单季度. 利润总额 (百万元)	30.4	28.05	47.77	25.39	27.02	22.07
单季度. 净利润 (百万元)	26.07	23.85	41.24	21.32	21.64	18.59
单季度. 归属母公司股东的净利润 (百万元)	25.83	23.53	40.69	20.93	20.99	18.09
单季度. 经营活动产生的现金流量 (百万元)	44.1	-45.1	58.04	11.44	47.74	-0.96
单季度. 投资活动产生的现金流量 (百万元)	-33.78	-10.12	-14.41	-6.68	-27	-4.95
单季度. 筹资活动产生的现金流量 (百万元)	-59.98	3.45	10.57	-27.48	-10.73	-24.66
单季度. 现金及现金等价物净增加 (百万元)	-50.55	-51.87	54.22	-22.73	10	-30.57

资料来源: 宏源证券, WIND

从表 3 可以看出, 公司近两年单季度收入保持平稳, 没有明显的季节性因素, 2010 年整体收入保持稳定增

长, 从营业利润数据来看, 09 年 4 季度, 营业利润显著高于前三季度平均值, 高出 92%, 反映出利润的集中体现。而从收入上看, 09 年 4 季度并没有异常放大。我们认为, 今年下半年仍将出现利润集中在四季度兑现的可能, 尤其是今年上半年公司有股权激励费用冲抵了利润, 而下半年没有这方面的支出, 全年业绩有望超过半年报数据的两倍。

(三) 公司盈利能力和收益质量良好

表 4: 永新股份近 3 年又一期的盈利能力和收益质量财务指标

	2010 中报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
盈利能力				
净资产收益率-摊薄 (%)	7.35	14.72	11.05	9.31
净资产收益率-加权 (%)	7.29	15.64	11.48	12.07
净资产收益率-平均 (%)	7.28	15.5	11.4	11.35
净资产收益率-扣除 / 摊薄 (%)	7.06	14.04	11.17	8.41
净资产收益率-扣除 / 加权 (%)	7	14.91	11.6	10.9
净资产收益率-年化 (%)	14.57	15.5	11.4	11.35
净资产收益率-扣除非经常损益 (%)	7	14.78	11.52	10.26
总资产报酬率 (%)	5.98	12.67	9.62	9.82
总资产报酬率-年化 (%)	11.96	12.67	9.62	9.82
总资产净利润 (%)	5.18	10.9	8.01	7.96
总资产净利润率-年化 (%)	10.37	10.9	8.01	7.96
投入资本回报率 (%)	6.49	13.51	9.61	9.25
销售净利率 (%)	8.15	9.75	5.77	5.39
销售毛利率 (%)	19.14	22.52	16.98	15.47
销售成本率 (%)	80.86	77.48	83.02	84.53
销售期间费用率 (%)	8.85	10.53	9.08	8.47
净利润 / 营业总收入 (%)	8.15	9.75	5.77	5.39
营业利润 / 营业总收入 (%)	9.43	11.52	6.81	6.64
息税前利润 / 营业总收入 (%)	9.4	11.33	6.93	6.64
营业总成本 / 营业总收入 (%)	90.57	88.57	93.02	93.39
销售费用 / 营业总收入 (%)	4	5.31	4.77	4.3
管理费用 / 营业总收入 (%)	4.73	5.25	4.21	4.07
财务费用 / 营业总收入 (%)	0.12	-0.03	0.1	0.1
资产减值损失 / 营业总收入 (%)	0.81	0.51	0.86	0.38
收益质量				
经营活动净收益 / 利润总额 (%)	98.87	98.57	101.04	99.91
价值变动净收益 / 利润总额 (%)	-0.1	0.78	-2.45	0.47
营业外收支净额 / 利润总额 (%)	1.23	0.65	1.41	-0.38
所得税 / 利润总额 (%)	14.59	15.91	16.45	18.57
扣除非经常损益后的净利润 / 净利润 (%)	96.02	95.35	101.02	90.36

资料来源: 宏源证券、WIND

从表 4 中，我们可以看出，公司的销售毛利率近 3 年稳步提高到 20% 附近，2010 年中期虽有所回落，但在产能利用率回升的基础上能保持较高毛利率仍属不易。公司扎根于主营业务，利润绝大多数来源于主营业务，收益稳定性好，是可持续发展的。按照公司稳步的发展路径，未来公司的外延式扩张的成长可期。同时，我们更关注公司内涵式增长的突破，公司产品创新和结构调整的变化将在财务指标上体现。

(四) 公司财务稳健，偿债能力强

表 5: 公司资本结构和偿债能力财务数据

	2010 中报	2009 年报	2008 年报	2007 年报
资本结构				
资产负债率 (%)	27.85	28.36	30.85	30.26
权益乘数 (%)	1.39	1.4	1.45	1.43
流动资产 / 总资产 (%)	64.81	65.25	62.47	66.32
非流动资产 / 总资产 (%)	35.19	34.75	37.53	33.68
有形资产 / 总资产 (%)	68.27	67.97	65.57	66.51
归属母公司股东的权益 / 全部投入资本 (%)	89.53	88.58	85.64	82.86
带息债务 / 全部投入资本 (%)	10.47	11.42	14.36	17.14
流动负债 / 负债合计 (%)	100	100	100	100
非流动负债 / 负债合计 (%)				
偿债能力				
流动比率	2.33	2.3	2.03	2.19
速动比率	1.88	1.8	1.64	1.66
保守速动比率	1.61	1.69	1.61	1.61
产权比率	0.39	0.4	0.46	0.44
归属母公司股东的权益 / 负债合计	2.53	2.47	2.19	2.26
归属母公司股东的权益 / 带息债务	8.55	7.76	5.96	4.83
有形资产 / 负债合计	2.45	2.4	2.13	2.2
有形资产 / 带息债务	8.28	7.52	5.78	4.7
有形资产 / 净债务				
息税折旧摊销前利润 / 负债合计	0.29	0.59	0.43	0.41
经营活动产生的现金流量净额 / 负债合计	0	0.42	0.54	0.33
经营活动产生的现金流量净额 / 带息债务	-0.01	1.32	1.46	0.7
经营活动产生的现金流量净额 / 流动负债	0	0.42	0.54	0.33
经营活动产生的现金流量净额 / 净债务				
已获利息倍数 (EBIT / 利息费用)	80.09		342.95	246.54

资料来源：宏源证券，WIND

从表 5 中，我们看到公司的资产负债率一直在 30% 左右，流动比率和速动比率都很高，财务费用率低，公司财务稳健，偿债能力良好。这有利于公司在扩张期获得充足的银行贷款投入新项目、不断扩大公司规模。

五、盈利预测和估值分析

（一）盈利预测假设

1、我们假设 2010 年产能利用率上升至 85%，即 2010 年总产销量为 5.1 万吨，增加彩印复合包装材料销量 0.27 万吨。

2、广州生产基地扩建有望于 2010 年四季度完成土建，2011 年中期投产，届时产能或将翻番，达到 1.2 万吨。同时，我们预计整体经济形势进一步向好将带动下游需求持续反弹，2011 年产能利用率能达到 85% 以上。

3、从公司战略分析，我们认为 2012 年公司或将进入快速增长期，主要得益于广州和黄山两个生产基地新项目进入大规模投放期。预计广州产能达到 2 万吨，黄山新增产能 2 万吨，加上原有的 4.5 万吨产能，共计 6.5 万吨产能，2012 年公司的销量将大幅增长。

4、由于公司具备较强的产品定价能力，考虑到新产品投产带来毛利率的提升。我们预测公司的毛利率保持稳定，在 20% 以上。

5、三项费用方面，由于营业费用和管理费用均具有一定刚性，因此随着收入的增长，预计费用率将有所下降，但员工收入增长也是刚性的，我们假设三项费用总体水平依旧和历史平均水平相当。

6、公司另两个产品真空镀铝膜和塑料软包装薄膜属于原材料，以自用为主而不以销售为主要目的，因此，假设未来随着彩印复合保包装产能的逐步扩大，该类产品外销数量将维稳，甚至进一步减少。我们假设该项业务没有增长。

7、不考虑并购等事件性机会对公司业绩的影响。

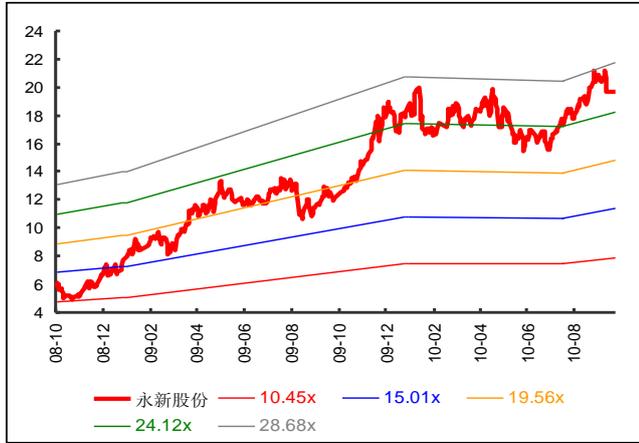
（二）估值分析

根据宏源证券的盈利预测模型，我们预期公司 2010 年—2012 年的主营业务收入分别为 12.44 亿元、15.31 亿元、19.13 亿元，实现归属母公司的净利润分别为 1.23 亿元、1.56 亿元、2.05 亿元，对应的每股收益分别为 0.88 元、1.11 元和 1.46 元，对应当前 PE 分别为 22.4 倍、17.7 倍、13.5 倍。随着公司的产能扩张到位，公司将从低速增长转为加速增长。

根据 WIND 统计，申万包装印刷行业按 2010 年预测业绩测算的行业平均估值水平为 31 倍市盈率，合兴包装、美盈森等包装类上市公司动态市盈率在 40 倍以上，我们认为给予公司 2010 年 30 倍 PE 估值是合适的，未来 6 个月内公司的目标价为 26.4 元，距离目前价格 19.68 元还有 34% 的空间，我们首次给予公司“买入”评级。

我们再从公司历史的走势上分析公司的 PE 和 PB 变化情况，目前公司的 PE 和 PB 都处于高位运行，但在行业比较中仍属于较低位置。公司的股价强劲上扬反映了公司成长加速的预期。

图 16: 公司的 PE—band



资料来源: 宏源证券 WIND

图 17: 公司的 PB—band



资料来源: 宏源证券 WIND

六、风险提示

我们认为,企业在市场竞争中会遇到各种风险,当风险来临时会导致业绩不达预期。主要风险如下:

- 1、宏观经济风险: 如果宏观经济出现二次探底,将可能导致下游需求不足,消费不旺,公司产品产销量与价格下滑,公司产能利用率下降,导致公司业绩低于预期。
- 2、原材料风险: 原材料价格大幅上涨将提高公司生产成本,如公司客户拒绝调整价格将导致毛利率下滑。
- 3、短期费用增加的风险: 公司厂房搬迁及熟练技术工人的培训可能引发短期内费用增加,产量下降。
- 4、客户风险: 我们不能排除客户出现事件性原因而取消订单,这将影响公司的盈利能力。
- 5、并购失败的风险。如果选择并购对象失误或未察觉隐藏的风险,将拖累公司的业绩。

以上风险可能导致公司业绩低于预期。

表 6: 业绩预测表

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1,055	1,244	1,531	1,913	货币资金	310	320	383	478
减: 营业成本	817	964	1,186	1,470	应收票据	30	35	44	55
营业税金及附加	1	1	1	1	应收账款	126	149	184	230
销售费用	56	66	77	96	预付账款	29	34	41	48
管理费用	55	62	77	96	其他应收款	2	2	2	3
财务费用	(0)	(1)	(1)	0	存货	138	154	190	235
资产减值损失	5	5	5	4	其他流动资产	2	2	2	2
加: 投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	636	696	845	1,050
二、营业利润	121	148	187	247	长期股权投资	0	0	0	0
加: 营业外收支净额	1	1	1	1	固定资产	317	343	365	384
三、利润总额	122	149	188	248	在建工程	0	25	50	75
减: 所得税费用	19	22	28	37	无形资产	8	7	6	6
四、净利润	103	126	160	211	其他非流动资产	13	16	19	22
归属于母公司的利润	101	123	156	205	非流动资产合计	339	392	441	487
五、每股收益(基本)	0.72	0.88	1.11	1.46	资产总计	975	1,088	1,286	1,537
主要财务指标					短期借款	7	0	23	41
EV/EBITDA		15.9	12.7	9.8	应付票据	81	96	119	147
成长能力:					应付账款	97	106	130	162
营业收入同比	-13.5%	18.0%	23.0%	25.0%	预收账款	6	7	7	7
营业利润同比	46.3%	21.6%	26.5%	32.0%	其他应付款	37	35	30	30
净利润同比	46.1%	23.0%	26.3%	31.8%	应交税费	8	8	8	8
营运能力:					其他流动负债	40	30	30	30
应收账款周转率	8.8	9.1	9.2	9.3	流动负债合计	276	282	347	425
存货周转率	6.7	6.6	6.9	6.9	长期借款	0	0	0	0
总资产周转率	1.1	1.2	1.3	1.4	其他非流动负债	0	0	0	0
盈利能力与收益质量:					非流动负债合计	0	0	0	0
毛利率	22.5%	22.5%	22.5%	23.1%	负债合计	276	282	347	425
净利率	9.5%	9.9%	10.2%	10.7%	股本	139	139	139	139
总资产净利率	10.3%	11.3%	12.1%	13.4%	资本公积	388	401	416	437
ROA					留存收益	156	243	352	495
净资产收益率	14.4%	15.4%	16.8%	18.7%	少数股东权益	15	18	22	27
ROE					所有者权益合计	699	800	929	1,098
资本结构与偿债能力:					负债和股东权益合计	975	1,083	1,276	1,523
流动比率	2.30	2.47	2.44	2.47					
资产负债率	28.4%	26.0%	27.0%	27.6%	现金流量表				

长期借款/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00	项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标:					经营活动现金流量	116	118	148	197
每股收益	0.72	0.88	1.11	1.46	投资活动现金流量	(53)	(78)	(78)	(78)
每股经营现金流量	0.84	0.84	1.05	1.40	筹资活动现金流量	(52)	(31)	(7)	(23)
每股净资产	4.91	5.68	6.60	7.80	现金及等价物净增加	11	10	63	96

资料来源: 宏源证券, WIND

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员、中小市值上市公司研究员、投资组合基金经理, 中国人民大学硕士研究生, 13 年从业经历, 曾在多家券商任职, 先后任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖: 宏观策略研究、中小市值股票研究、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合管理、专题研究等。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	
	孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。